

2015 年彬县煤炭有限责任公司

公司债券 2018 年跟踪

信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【459】号 01

债券简称：15 彬煤债

增信方式：采矿权抵押
担保

债券剩余规模：8 亿元

债券到期日期：2022 年
7 月 30 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
附第 5 年末公司上调票
面利率选择权和投资者
回售选择权

分析师

姓名：
陈刚 林心平

电话：
0755-82871701

邮箱：
cheng@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司煤炭开采
和选洗行业企业主体长
期信用评级方法，该评
级方法已披露于公司官
方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

2015 年彬县煤炭有限责任公司 公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

| | 本次跟踪评级结果 | 上次信用评级结果 |
|------------|-----------------|------------------|
| 本期债券信用等级 | AA | AA |
| 发行主体长期信用等级 | AA | AA |
| 评级展望 | 稳定 | 负面 |
| 评级日期 | 2018 年 06 月 5 日 | 2017 年 06 月 13 日 |

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对彬县煤炭有限责任公司（以下简称“彬煤”或“公司”）及其 2015 年 7 月 30 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望调整为稳定。该评级结果是考虑到公司煤矿煤炭资源储量较丰富，自产原煤产能扩大，公司自产原煤及甲醇业务收入大幅增长、盈利状况改善，经营活动现金流持续呈净流入状态；同时我们也关注到，公司未能办妥本期债券的采矿权抵押登记手续，资产抵押对本期债券到期偿付的保障程度较弱，公司关联交易规模较大，资产减值损失侵蚀利润严重，对外担保金额较大及面临较大的短期债务偿付压力等风险因素。

正面：

- 公司煤矿煤炭资源储量较丰富，自产原煤产能扩大。随着雅店煤矿的投产，目前公司下沟煤矿、蒋家河煤矿及雅店煤矿合计剩余可采储量为 5.35 亿吨，合计设计产能由 2017 年的 390 万吨/年上升至 790 万吨/年，煤炭业务持续性较好。
- 受益于行业景气度回升，公司自产原煤及甲醇收入大幅增长，盈利状况改善。受益于行业景气度好转，2017 年公司自产原煤及甲醇业务收入分别为 29.08 亿元和 12.85 亿元，同比分别增长 47.09%和 73.87%，其中自产原煤毛利率较上年提升 5.25 个百分点，甲醇业务毛利率为 12.44%，实现扭亏。
- 公司经营活动现金流持续呈净流入状态，有息债务规模有所减少。2016-2017 年公司经营活动现金流分别净流入 17.27 亿元和 11.76 亿元，2017 年公司有息债务规模

同比减少 16.23%。

关注：

- **公司未能办妥本期债券的采矿权抵押登记手续，资产抵押对本期债券到期偿付的保障程度较弱。**公司以自身合法拥有的下沟煤矿采矿权（采矿权证号为 C610000201100031120116441 采矿权（自 2011 年 3 月 3 日至 2028 年 12 月 3 日）抵押给本期债券全体持有人，目前公司未能办妥本期债券的采矿权抵押登记手续，资产抵押对本期债券到期偿付的保障程度较弱。
- **公司关联交易规模较大，经营状况易受关联方影响。**2017 年公司自产原煤集中向关联方陕西泰格瑞贸易有限公司（以下简称“泰格瑞”）销售，销售收入占自产原煤销售收入的比重为 94.50%；此外，公司煤炭及化工品贸易和甲醇销售也存在较多与泰格瑞的关联交易。
- **公司资产减值损失侵蚀利润严重，仍面临一定的资产损失风险。**2017 年公司资产减值损失为 6.70 亿元，主要为坏账及持有至到期投资损失；期末公司其他应收款部分账龄较长，已累计计提坏账准备 11.24 亿元，且持有至到期投资均已逾期，公司仍面临一定的资产损失风险。
- **公司有息债务规模较大，面临较大的短期刚性偿付压力。**截至 2017 年末，公司有息债务规模为 64.36 亿元，其中短期债务规模为 44.37 亿元，占比为 68.94%，期末流动比率与速动比率分别降至 0.39 和 0.30，均表现较弱，公司面临较大的短期刚性偿付压力。
- **公司对外担保金额较大，面临一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外提供担保金额合计 16.46 亿元，占期末净资产的比重为 14.63%，担保对象大多为地方性的民营企业，经营区域集中，且均无反担保措施，未来公司面临一定的或有负债风险。

主要财务指标：

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 | 2015 年 |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产（万元） | 2,523,119.97 | 2,514,651.51 | 2,513,882.21 |
| 归属于母公司所有者权益合计（万元） | 798,137.74 | 770,123.44 | 764,062.02 |
| 有息债务（万元） | 643,593.45 | 768,286.71 | 917,669.62 |
| 资产负债率 | 55.42% | 58.03% | 58.48% |
| 流动比率 | 0.39 | 0.48 | 0.55 |
| 速动比率 | 0.30 | 0.43 | 0.46 |

| | | | |
|---------------|------------|------------|------------|
| 营业收入（万元） | 960,695.84 | 313,358.13 | 204,948.20 |
| 资产减值损失（万元） | 67,005.99 | 23,251.52 | 3,479.02 |
| 营业利润（万元） | 84,381.94 | 18,571.18 | 9,421.75 |
| 利润总额（万元） | 78,148.79 | 18,208.11 | 7,023.87 |
| 综合毛利率 | 21.24% | 31.10% | 33.40% |
| 总资产回报率 | 4.60% | 1.92% | 1.79% |
| EBITDA（万元） | 161,273.16 | 92,788.42 | 69,265.36 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 4.27 | 1.40 | 1.24 |
| 经营活动现金流净额（万元） | 117,569.82 | 172,706.53 | 34,023.11 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2015]422号文件批准，公司于2015年7月30日发行7年期8亿元公司债券，募集资金用于蒋家河煤矿项目、下沟煤矿沫煤洗选及跨河输煤栈桥工程、麻园子铁路专用线项目和补充公司营运资金。截至2017年末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2017年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2018年3月末，公司注册资本仍为4,468.90万元，其中何万盈¹先生持股比例为22%，为公司实际控制人。

2017年公司设立上海华彬国心进出口有限公司，新增化工品及有色金属销售业务。2017年公司合并范围子公司变化情况如下表所示。

表1 2017年新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

| 名称 | 注册资本 | 持股比例 | 业务性质 | 合并方式 |
|---------------|-----------|--------|------|------|
| 上海华彬国心进出口有限公司 | 10,000.00 | 60.00% | 贸易 | 新设 |

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司总资产为252.31亿元，归属于母公司所有者权益合计为79.81亿元，资产负债率为55.42%。2017年度，公司实现营业总收入96.07亿元，利润总额7.81亿元，经营活动现金净流入11.76亿元。

三、运营环境

2017年煤炭行业产能依然过剩，行业固定资产投资持续放缓，产量有所反弹，库存情况得到明显改善

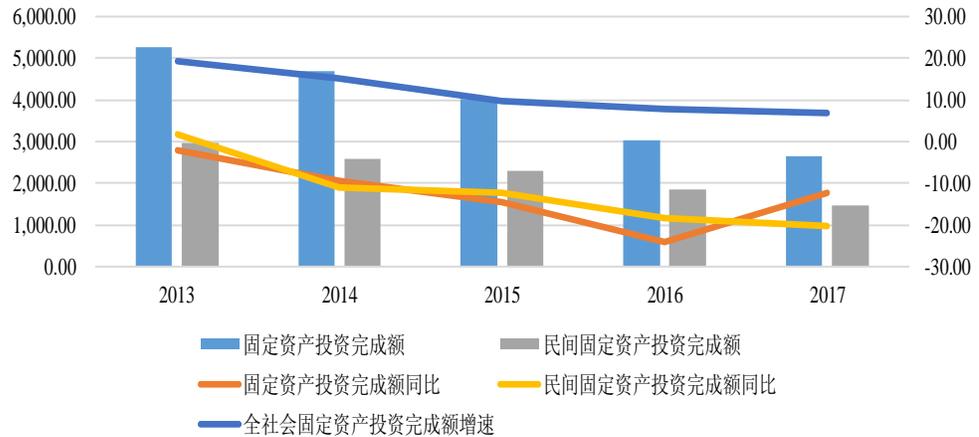
自2016年2月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》起，本轮煤炭行业供给侧改革正式开始，“十三五”期间煤炭行业去产能目标为8亿吨。2017年计划退出产能1.5亿吨，实际退出2.5亿吨，连续两年超额完成目标，两年已合计退出5.4亿吨。根据中国煤炭工业协会披露的《2017煤炭行业发展年度报告》，2017年全国煤炭产能利用率为68.2%，同比提高8.7个百分点，但是行业产能依然过剩。2018年政府报告中提出，2018年煤炭行业去产能目标为1.5亿吨，重点为僵尸企业，由“总量性去产能”转变为“结构性去产能、系统性优产能”。

自2012年以来煤炭采选业固定资产投资持续下降，2017年投资总额为2,648亿元，同比

¹ 公司未提供控股股东银行征信报告。

下降 12.3%，降幅比上年收窄 11.9 个百分点；其中民间固定资产投资 1,471 亿元，同比下降 20.4%。

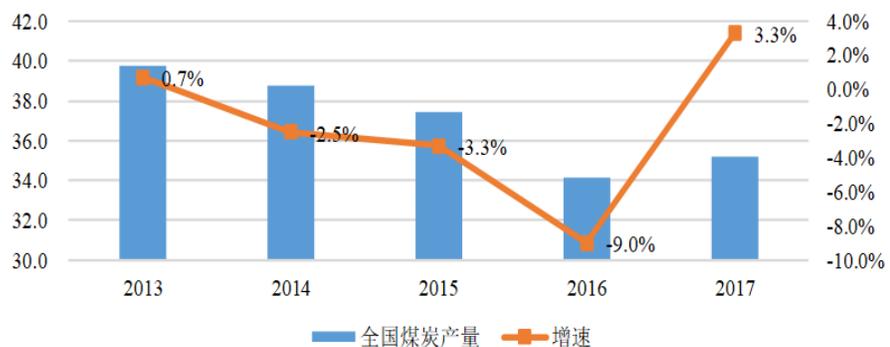
图 1 2013-2017 年我国煤炭行业固定资产投资及同比增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局，鹏元整理

产量方面，2017 年初，由于安全督查和环保约束要求，煤矿开工（复工）率较低，煤炭市场供给不足；二季度以来，国家有关部门采取多种手段增加煤炭产量释放，2017 年全国原煤产量自 2014 年以来首次出现恢复性增长，全年原煤产量 35.2 亿吨，较 2016 年增加 1.1 亿吨，同比增长 3.3%。

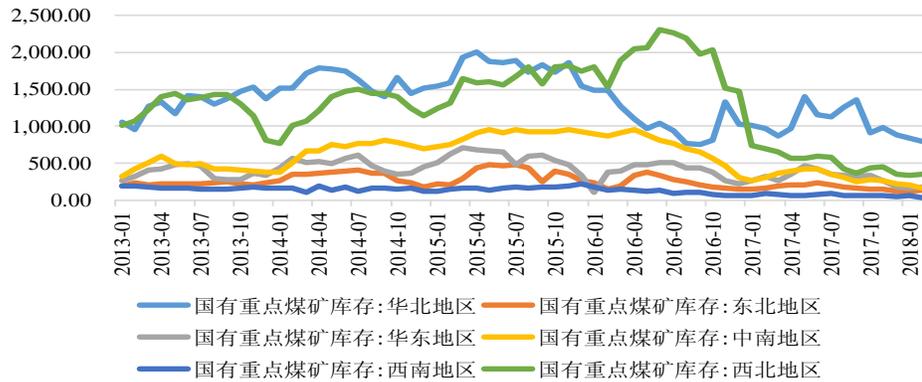
图 2 2013-2017 年全国煤炭产量（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局，鹏元整理

库存方面，2017 年末重点煤炭企业存煤 6,100 万吨，同比减少 2,284 万吨，同比下降 27.24%；重点发电企业煤炭库存 6,499 万吨，同比减少 47 万吨，库存可用天数 15 天；六大地区重点煤矿库存合计 1,789 万吨，同比下降 44.75%。2018 年以来，六大地区重点煤矿库存持续下降，2018 年 2 月末合计为 1,668.42 万吨，全国煤炭库存情况持续得到改善。

图3 2013-2018年2月六大地区重点煤矿库存情况（单位：万吨）



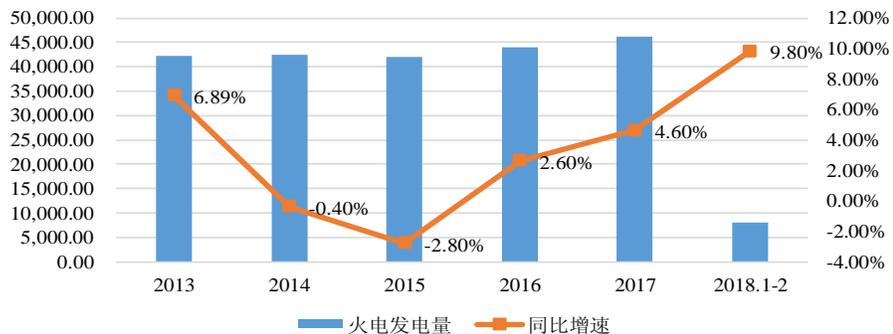
资料来源：Wind，鹏元整理

下游行业增速明显反弹，煤炭消费阶段性回升，但随着环保趋严，未来需求面临抑制

从需求来看，我国煤炭消费的行业结构呈现多元化的特点，但主要集中在电力、钢铁、建材、化工等行业。2017年以来下游行业增速明显反弹，全年火力发电4.61万亿千瓦时，同比增长4.6%，为2014年以来最大增幅；生铁、粗钢及钢材产量分别为7.11亿吨、8.32亿吨和10.48亿吨，同比分别增长1.8%、5.7%和0.8%，生铁和粗钢产量增速较2016年分别提高1.1个和4.5个百分点，钢材产量增速较2016年下降1.5个百分点；水泥产量23.16亿吨，同比下降0.2%。下游行业景气度持续回暖，带动煤炭消费呈阶段性回升。2017年全国累计原煤总消费量约38.5亿吨，同比增长2.9%，结束了自2014年以来的连续三年煤炭消费量负增长局面。

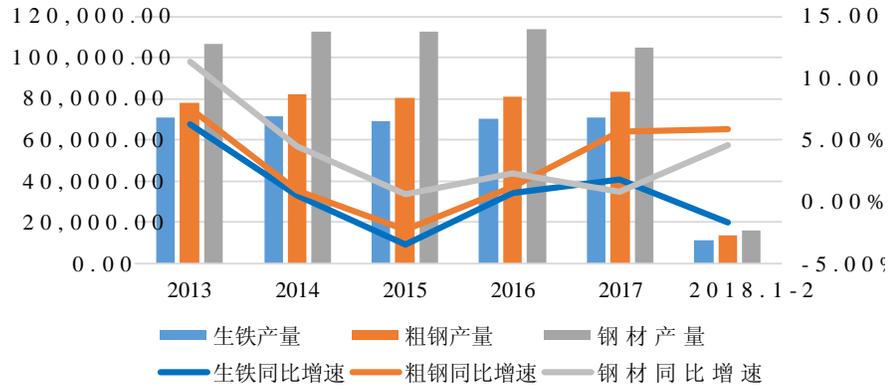
但2017年以来，我国环保政策持续发酵，或对部分地区下游需求形成一定影响，此外，煤炭下游行业淘汰落后产能及产能整合仍将继续，整体来看，未来煤炭消费需求将持续受到抑制。

图4 近年我国火电发电量及累计同比（单位：亿千瓦时）



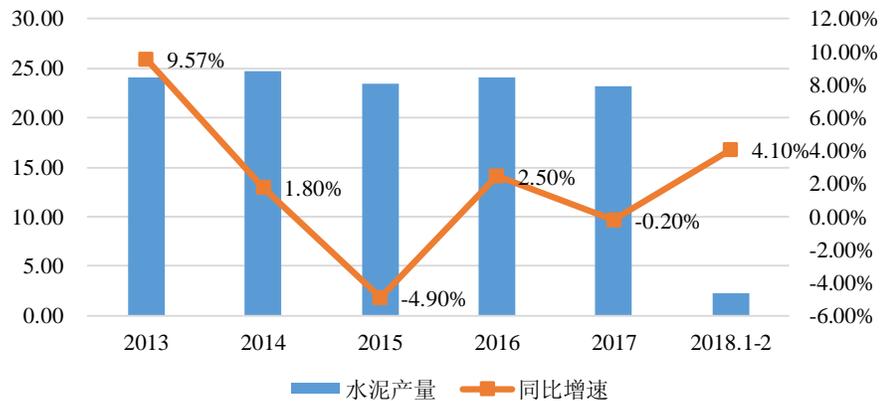
资料来源：Wind，鹏元整理

图 5 近年我国生铁、粗钢及钢材生产情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

图 6 近年我国水泥产量及累计同比（单位：亿吨）

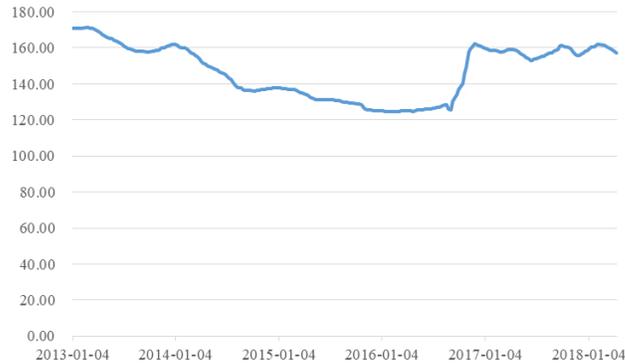


资料来源：Wind，鹏元整理

煤炭价格维持高位，在煤价利好下，煤炭行业盈利能力增强

2017 年全年煤炭产量释放不足，国内煤炭供需呈现紧平衡状态，虽有淡旺季起落，煤价整体呈高位运行态势。在煤价利好下，煤炭企业也普遍实现盈利增长或扭亏为盈，煤炭行业盈利能力增强。根据 Wind 数据，2017 年煤炭开采和洗选业实现主营业务收入 25,444.90 亿元，同比增长 25.90%；利润总额为 2,959.30 亿元，同比增长 290.50%；行业主营业务毛利率则上升至 27.7%，超过了 2011 年的水平。

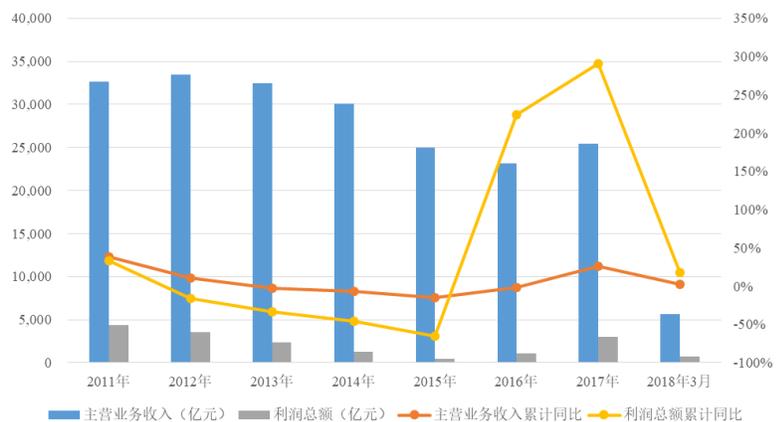
图7 近年全国煤炭价格指数情况



注：2006年1月1日全国煤炭价格指数为100。

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图8 近年煤炭行业主营业务收入、利润总额及其同比增速情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

国家继续出台多项产业政策促进煤炭行业持续健康发展，明确去产能仍是首要任务，要求严格执行落后产能的退出，调整优化产业结构以及产业格局，积极协调煤炭供需矛盾，维护煤炭价格稳定

为促进煤炭行业的持续、健康、有序、稳定的发展，2017年以来相关部委继续出台了多条煤炭行业政策。从梳理政策情况来看，去产能仍是首要任务，而重点着眼于“破、调、改、安”四个方面，同时引导解决煤炭供需矛盾，维护煤炭价格稳定，并强调安全生产。具体来看，“破”是指继续破除无效供给；“调”是要调整优化行业结构，逐步实现从总量性去产能为主向结构性去产能、系统性优产能为主的转变；“改”是要推进企业兼并重组，加大“僵尸企业”破产清算和重整的力度，引导扭亏无望的企业主动退出；“安”是要发挥各方的积极性，做好职工安置工作。

表 2 2017 年 1 月-2018 年 3 月我国主要煤炭产业政策

| 发布时间 | 政策名称 | 主要内容 |
|-----------------|--|---|
| 2017 年 2 月 17 日 | 工信部等十六部委《关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》 | 通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。 |
| 2017 年 3 月 21 日 | 人力资源社会保障部等五部门《关于做好 2017 年化解钢铁煤炭行业过剩产能中职工安置工作的通知》 | 确保分流职工就业有出路、生活有保障，确保不发生因职工安置引发的规模性失业和重大群体性事件。 |
| 2017 年 3 月 23 日 | 环保部《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》 | 强调“2+26”城市实现煤炭消费总量负增长，2017 年 28 城市重点实施煤改清洁能源。 |
| 2017 年 4 月 5 日 | 国家发展改革委《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》 | 要求建立煤炭产能置换长效机制；鼓励跨省（市、区）实施产能置换、鼓励实施兼并重组。鼓励已批准（审批）的煤矿建设项目通过产能置换承担化解过剩产能任务，稳妥有序推进煤炭去产能。严格落实新建煤矿减量置换要求。支持地方统一实施产能置换。 |
| 2017 年 4 月 7 日 | 国家发展改革委《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》 | 要求进一步提高长协合同量，每月上报履约情况，并重点督查电煤合同的履约情况。 |
| 2017 年 4 月 17 日 | 国家发展改革委等二十三部委《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》 | 加快推进兼并重组、转型升级，实现产业布局进一步优化。进一步明确了产能退出标准。各地区要着眼促进煤炭工业持续健康发展，将去产能与兼并重组、转型升级统筹考虑，同步推进，促进结构调整和布局优化，提升煤炭产业的整体素质和核心竞争力。 |
| 2017 年 4 月 24 日 | 国家发展改革委、国家安全监管总局、国家煤矿安监局、国家能源局《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》 | 允许证照齐全、已形成生产能力超过核定生产能力且正常生产的露天煤矿和低瓦斯矿井申请产能核增，但需对应实施产能减量置换，置换、淘汰退出的产能不能小于核增产能的 110%，对于一级安全生产标准化矿井和特级安全高效矿井（露天）申请核增的，置换、淘汰退出产能不小于核增产能的 100% 即可。 |
| 2017 年 5 月 26 日 | 四部门《关于大力推进煤矿安全生产标准化建设工作的通知》 | 大力推进企业安全生产标准化建设；《安全生产法》中规定生产经营单位必须推进安全生产标准化建设。完善创建煤矿安全生产标准化工作激励机制。统筹协调推进煤矿安全生产标准化建设工作。 |
| 2017 年 6 月 7 日 | 国家安全监管总局、国家煤矿安监局《煤矿安全生产“十三五”规划》 | 强调加快淘汰落后产能和 9 万吨/年及以下小煤矿，及采用国家明令禁止使用的采煤工艺且无法实施技术改造的煤矿。 |
| 2017 年 7 月 19 日 | 国家安全监管总局、国家煤矿安监局《煤矿安全生产大检查实施方案》 | 此次安全大检查时间为 7 月至 10 月，检查范围为全国所有煤矿以及上一级公司，煤矿范围包括安全“体检”的正常生产煤矿，正常建设（新建、改扩建、技术改造、兼并重组）煤矿，责令停产停建整改煤矿，长期停产停建煤矿，列入淘汰落后、化解过剩产能退出规划（计划）尚未停产的煤矿。 |
| 2017 年 7 月 26 日 | 十六部委《关于推进供给侧结构性改革 防范化解煤电产能过剩风险的意见》 | 从严淘汰落后产能。清理整顿违规项目。严控新增产能规模。2020 年底前已纳入规划基地外送项目的投产规模原则上减半。加快机组改造提升。规范自备电厂管理。保障电力安全供应。 |
| 2017 年 8 月 21 日 | 环保部《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合 | 压煤减排、提标改造、错峰生产。 |

| 发布时间 | 政策名称 | 主要内容 |
|-------------|---|---|
| | 治理攻坚行动方案》 | |
| 2017年11月10日 | 国家发展改革委《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》 | 支持企业自主签订合同，鼓励供需双方直购直销，支持多签中长期合同，其中要求重要及各省区规模以上煤炭、发电企业集团签订中长期合同数量应达到自有资源量或采购量的75%以上。 |
| 2017年11月28日 | 国家发展改革委和能源局《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》及考核办法的通知 | 针对煤炭企业设立煤炭最低库存和最高库存标准，保障现阶段国家发展的煤炭需求。 |
| 2017年12月15日 | 《关于做好2016、2017年度碳排放报告与核查及排放监测计划制定工作的通知》 | 各省市组织石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸、电力、航空等重点排放行业进行碳排放的审核。 |
| 2017年12月19日 | 十二部委《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》 | 要求通过兼并重组，实现煤炭企业平均规模显著扩大，中低水平煤矿数量明显减少，上下游产业融合度显著提高，经济活力得到增强，产业格局得到优化。 |
| 2018年2月8日 | 国家发展改革委、能源局、安监局、煤监局《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放促进落后产能有序退出的通知》 | 要求支持部分类型的煤矿产能加快退出（一是与自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区重叠煤矿，二是灾害严重煤矿，三是长期停工停产煤矿），另一方面支持优质产能加快释放。 |
| 2018年3月5日 | 《政府工作报告》 | 计划在2018年削减煤炭产能1.5亿吨。 |
| 2018年3月7日 | 国家能源局《2018年能源工作指导意见》 | 2018年中国煤炭产量37亿吨左右，中国能源消费总量控制在45.5亿吨标准煤左右，煤炭消费比重下降到59%左右。 |

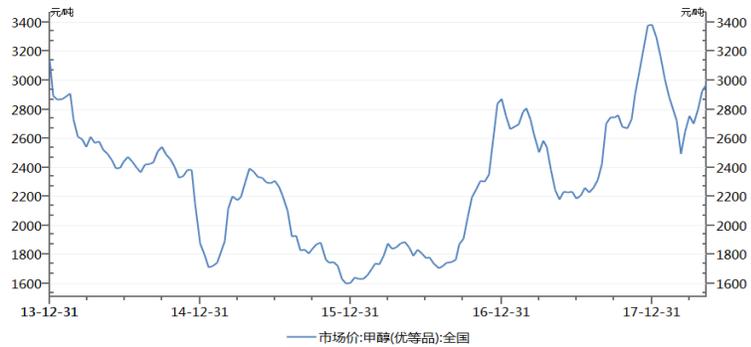
资料来源：公开资料，鹏元整理

我国甲醇产能仍然过剩，甲醇价格波动较大但总体呈上升趋势，利于甲醇生产企业盈利能力的改善

根据中国产业信息网数据，2017年国内甲醇产能为8,000万吨左右，产能利用率不足60%。虽然目前甲醇行业产能过剩，但优质产品仍然供不应求，国内大型甲醇企业近年有多条新型生产线在建设中，随着这些生产线陆续投产，市场竞争将更加激烈。下游需求方面，甲醇下游主要用于制烯烃，占下游消费需求的54%，另外下游甲醛、二甲醚、醋酸、MTBE的消费占比均在8%左右。2017年我国甲醇表观消费量为5,329.48万吨，同比增长2.67%，同期国内甲醇产量约4,400万吨，国内甲醇消费量对外依赖度在15%左右。

从产品价格来看，近年国内甲醇价格波动较大，以全国甲醇（优等品）市场价格为例，受甲醛及醋酸产业受到房地产市场调控抑制及甲醇产能的释放，叠加进口甲醇量的冲击，2017年以来价格开始持续回落，由年初的2,870.30元/吨的回落至2017年5月的2,181.90元/吨。自2017年8月起，受益于市场需求增长、库存改善，同时受甲醇生产企业装置停检及行业环保核查等因素影响，甲醇价格迅速走高，在12月30日达到3,381.90元/吨的高位。整体来看，2017年甲醇产品平均价格较上年涨幅较大，有利于甲醇生产企业盈利能力的改善。

图9 2014年以来国内甲醇市场价格走势情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

原材料方面，国内近 80% 的甲醇生产企业是以煤炭作为生产甲醇的主要原材料，煤炭价格波动对甲醇产品的价格、企业生产经营等影响较大。2017 年全年煤炭产量释放不足，国内煤炭供需呈现紧平衡状态，煤价整体呈高位运行，对甲醇产品价格上升起到支撑作用。

四、经营与竞争

2017 年公司主营业务出现较大变化，新增化工品及有色金属销售业务，推动公司营业收入快速增长，全年实现营业收入 96.07 亿元，同比增长 206.58%。其中，煤炭及煤化工销售业务收入同比增长 84.16% 至 53.20 亿元，占营业收入的 55.38%，贡献毛利 20.64 亿元，仍是公司收入和利润主要的来源；化工品及有色金属销售合计收入为 41.65 亿元，占同期营业收入的 43.36%，成为公司收入的重要来源。受益于销量及售价的提升，公司水泥及粉煤灰销售收入有所增长；由于结算面积减少，商品房销售收入大幅下滑。其他业务收入主要包括煤化工副产品、煤炭转运及房租收入等，2017 年其他收入的下降主要体现于煤炭转运收入的减少。

毛利率方面，公司煤炭及煤化工销售业务毛利率水平较稳定，新增的化工品及有色金属销售业务盈利水平较弱，拉低了公司整体毛利率水平，2017 年公司综合毛利率为 21.24%，较上年下滑 9.86 个百分点。

表3 2016-2017 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | | 2016 年 | |
|-----------|------------|--------|------------|--------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 主营业务 | 953,502.00 | 21.44% | 302,608.23 | 32.03% |
| 煤炭及煤化工销售 | 532,000.69 | 38.80% | 288,877.20 | 38.80% |
| 其中：自产原煤销售 | 290,776.39 | 64.48% | 197,680.73 | 59.23% |
| 煤炭贸易销售 | 112,735.94 | 2.59% | 17,300.72 | 1.91% |
| 甲醇销售 | 128,488.36 | 12.44% | 73,895.75 | -7.20% |
| 化工品销售 | 267,458.38 | -0.09% | 0.00 | - |

| | | | | |
|----------|------------|---------|------------|----------|
| 有色金属销售 | 149,080.91 | 0.74% | 0.00 | - |
| 商品房销售 | 3,392.70 | -92.32% | 12,829.79 | -118.42% |
| 水泥、粉煤灰销售 | 1,569.32 | 18.88% | 901.24 | 2.12% |
| 其他业务 | 7,193.84 | -4.91% | 10,749.90 | 5.08% |
| 合计 | 960,695.84 | 21.24% | 313,358.13 | 31.10% |

注：水泥、粉煤灰销售收入主要是指商品混凝土的销售收入。

资料来源：公司提供，鹏元整理

煤炭及煤化工板块

（一）自产原煤及煤炭贸易业务

公司煤炭资源储量较大，随着雅店煤矿入产，公司自产原煤产能扩大，受益于行业景气度回升，公司自产原煤产量及价格提升，收入规模增长明显，但自产原煤业务关联交易占比较高

2017 年公司在产煤矿未发生变化，仍为下沟煤矿及蒋家河煤矿，煤炭品种主要为动力煤。根据《国家能源局关于陕西彬长矿区雅店煤矿项目核准的批复》（国能发煤炭【2017】90 号），国家能源局同意实施煤炭产能减量置换，建设彬长矿区雅店煤矿项目。公司雅店煤矿设计产能规模为 400 万吨/年，于 2018 年 1 月正式入产。目前公司煤炭资源储量较为丰富，下沟煤矿、蒋家河煤矿及雅店煤矿剩余可采储量为 5.35 亿吨，其中新投产的雅店煤矿可采储量为 4.43 亿吨。

另一方面，2017 年公司乌优特井田及朝克井田煤矿仍处于暂缓建设阶段。乌优特和朝克井田矿区总面积 122.73 平方公里，资源储量 13.9 亿吨，总投资 55 亿元，2017 年末已累计投资 44.94 亿元。未来乌优特井田及朝克井田煤矿若成功投产，合计设计产能将达 1,100 万吨/年，公司自产原煤产能将进一步扩大，但上述煤矿采矿权证取得时间未定且投资支出成本较高，未来能否实现预期收益存在较大的不确定性。

表 4 截至 2017 年末公司所属煤矿基本情况（单位：万吨、年、万吨/年）

| 煤矿名称 | 煤炭种类 | 可采储量 | 剩余可采年限 | 设计产能 | 是否有采矿权证 |
|-------|------|------------|--------|----------|---------|
| 下沟煤矿 | 动力煤 | 5,662.00 | 19.00 | 300.00 | 是 |
| 蒋家河煤矿 | 动力煤 | 3,587.00 | 34.00 | 90.00 | 是 |
| 雅店煤矿 | 动力煤 | 44,260.00 | 65.20 | 400.00 | 否 |
| 乌优特井田 | 气肥煤 | 24,000.00 | 50.00 | 300.00 | 否 |
| 朝克井田 | 长焰煤 | 115,000.00 | 72.00 | 800.00 | 否 |
| 合计 | - | 192,509.00 | - | 1,890.00 | - |

注：公司预计雅店煤矿于 2018 年 6 月获得采矿权证。

资料来源：公司提供

2017 年公司下沟煤矿和蒋家河煤矿均正常生产。在煤炭下游需求景气度持续回升的背景下，2017 年公司煤炭产量为 786.19 万吨，较上年增长 4.78%。随着煤炭价格的反弹，2017

年公司自产原煤平均售价由 251.54 元/吨上升至 382.24 元/吨，涨幅为 51.96%，全年公司自产原煤实现销售收入 29.08 亿元，同比增长 47.09%，毛利率为 64.48%，较上年上升 5.25 个百分点，自产原煤业务盈利能力进一步增强。

表 5 2016-2017 年公司自产原煤产销情况

| 项目名称 | 2017 年 | 2016 年 |
|----------------|------------|------------|
| 产量（万吨） | 786.19 | 750.35 |
| 销量（万吨） | 760.72 | 785.88 |
| 平均售价（不含税）（元/吨） | 382.24 | 251.54 |
| 销售收入（万元） | 290,776.39 | 197,680.73 |
| 毛利率 | 64.48% | 59.23% |

注：1、表中自产原煤平均售价为坑口价；

2、表中煤炭销量为开增值税票的销量，非实际发出量。

资料来源：公司提供

销售方面，2017 年公司自产原煤销售模式发生较大变化。为整合渠道资源，节约销售成本，公司将自产原煤集中向贸易公司泰格瑞²销售，由其面向终端客户进行销售，少量由公司面向需求客户销售。公司自产原煤按照市价对泰格瑞销售，账期较短，其余客户主要采用预收款方式。2017 年公司自产原煤对关联方泰格瑞销售 27.48 亿元，占该业务收入的 94.50%，客户集中度很高。公司自产原煤关联交易规模较大，经营状况易受关联方影响。

表 6 2016-2017 年公司自产原煤前五大客户销售情况（单位：万吨、万元）

| 年份 | 客户名称 | 销量 | 销售收入 | 占比 |
|--------|------------------|---------------|-------------------|---------------|
| 2017 年 | 陕西泰格瑞贸易有限公司 | 701.63 | 274,789.83 | 94.50% |
| | 常州市金坛区晨旭精工机械有限公司 | 2.43 | 1,181.78 | 0.41% |
| | 汝州瑞象物资有限公司 | 1.38 | 589.71 | 0.20% |
| | 咸阳瑞鑫工贸有限公司 | 0.69 | 279.04 | 0.10% |
| | 彬县伟欣商贸有限公司 | 0.59 | 288.71 | 0.10% |
| | 合计 | 706.72 | 277,129.07 | 95.31% |
| 2016 年 | 陕西泰格瑞贸易有限公司 | 389.51 | 120,359.88 | 60.89% |
| | 湖南省山原煤炭贸易有限公司 | 44.41 | 17,154.74 | 8.68% |
| | 大唐陕西发电燃料有限责任公司 | 27.12 | 4,919.65 | 2.49% |
| | 咸阳银祥商贸有限公司 | 19.82 | 4,280.93 | 2.17% |
| | 陕西长青能源化工有限公司 | 14.89 | 3,469.26 | 1.75% |
| | 合计 | 495.75 | 150,184.46 | 75.97% |

注：表中占比为客户销售收入占公司自产原煤销售收入的比重。

资料来源：公司提供

2017 年公司煤炭贸易主体发生较大变化，煤炭贸易业务主要由子公司上海华彬国心进出口有限公司（以下简称“华彬进出口公司”）和彬县华彬精煤有限公司运营。公司依据煤炭行

² 陕西泰格瑞贸易有限公司于 2016 年 4 月成立，法定代表人系何万盈先生，与公司系关联公司关系。

业经营经验，外购煤炭转手进行销售，赚取差价，贸易上下游客户主要有江苏伊斯特威尔供应链管理公司及上海市北能源公司。在国内煤炭供需呈现紧平衡状态、煤价整体呈高位运行态势的背景下，2017年公司煤炭贸易量规模明显提升，全年外购煤炭贸易销量为193.27万吨，同比增长286.93%，同时销售均价较上年提升68.41%，实现煤炭贸易销售额11.27亿元，毛利率为2.59%。总体来看，公司煤炭行业经营经验，开展煤炭贸易业务，对公司收入形成一定补充，但煤炭贸易毛利率较低，对公司利润贡献有限。

表7 2016-2017年公司煤炭贸易情况

| 项目名称 | 2017年 | 2016年 |
|----------------|------------|-----------|
| 采购量（万吨） | 189.83 | 49.95 |
| 销量（万吨） | 193.27 | 49.95 |
| 采购价（元/吨） | 568.17 | 339.76 |
| 平均售价（不含税）（元/吨） | 583.31 | 346.36 |
| 销售收入（万元） | 112,735.94 | 17,300.72 |
| 毛利率 | 2.59% | 1.91% |

注：外购煤炭采购价含运输费。

资料来源：公司提供

（二）甲醇销售业务

受益于市场需求增长，公司甲醇产品产销量大幅提升，产品售价提高，毛利润扭亏，盈利能力改善，但存在客户集中度高的风险

公司甲醇销售业务主要由子公司陕西煤化能源有限公司运营，甲醇为煤炭的下游产品，所需煤炭主要来自公司自产原煤。2017年公司甲醇产品产能未发生变化。公司甲醇产品采用以销定产的模式，受益于下游市场需求的增加，2017年公司甲醇产品产销量分别为63.31万吨和65.67万吨，同比分别增长26.52%和27.59%，平均售价由2016年的1,435.58元/吨上升至1,956.58元/吨，涨幅为36.29%，2017年公司甲醇产品实现收入同比增长73.87%至12.85亿元，毛利率为12.44%，实现扭亏，盈利能力明显得以改善。

表8 2016-2017年公司甲醇产品产销情况

| 项目名称 | 2017年 | 2016年 |
|----------------|------------|-----------|
| 产能（万吨/年） | 60.00 | 60.00 |
| 产量（万吨） | 63.31 | 50.04 |
| 销量（万吨） | 65.67 | 51.47 |
| 平均售价（不含税）（元/吨） | 1,956.58 | 1,435.58 |
| 销售收入（万元） | 128,488.36 | 73,895.75 |
| 毛利率 | 12.44% | -7.20% |

资料来源：公司提供

销售方面，公司甲醇产品销售主要采用预收款的形式，主要面向宁波富德能源有限公司

及关联方泰格瑞销售。2017 年公司甲醇产品前三大客户销售收入占该业务收入的比重为 88.91%，客户集中度虽有所降低，但仍存在客户集中度高的经营风险。

表 9 2016-2017 年公司甲醇产品前三大客户销售情况（单位：万吨、万元）

| 年份 | 客户名称 | 销量 | 销售收入 |
|--------|-------------|--------------|-------------------|
| 2017 年 | 宁波富德能源有限公司 | 32.02 | 73,680.79 |
| | 陕西泰格瑞贸易有限公司 | 14.04 | 31,900.89 |
| | 咸阳九天商贸有限公司 | 3.45 | 8,651.59 |
| | 合计 | 49.51 | 114,233.27 |
| 2016 年 | 陕西泰格瑞贸易有限公司 | 21.54 | 37,411.87 |
| | 宁波富德能源有限公司 | 16.72 | 27,470.65 |
| | 咸阳九天商贸有限公司 | 4.17 | 7,264.77 |
| | 合计 | 42.43 | 72,147.29 |

注：表中销售收入为含税收入。

资料来源：公司提供

化工品及有色金属销售板块

公司新增化工品及有色金属销售业务，实现收入规模较大，但盈利能力较弱且贸易客户集中度较高；公司在化工品及有色金属贸易行业经验尚浅，相关产品价格变化较快，未来业务盈利存在不确定性

公司化工品及有色金属销售业务主要由华彬进出口公司运营，目前主要模式为赚取贸易差价。化工品贸易方面，贸易品种主要有乙二醇、甲醇、混合芳烃及异辛烷等，客户主要有张家港保税区博纳国际贸易有限公司及泰格瑞。公司化工品贸易依托张家港长江国际仓储平台在线交割，该仓储基地为全国唯一一家化工产品储藏、交易、买卖平台，通过在线交割一方面提高工作效率，同时保证货物安全交割。

有色金属贸易方面，品种主要有锌焙砂、氧化锌、锌锭及锌精矿等。公司通过利用上海自贸区便捷的通关环境和优越的税费优势，向其他贸易商购买转手销售给其他贸易商及下游加工厂商，客户主要有浙江中得服能源有限公司及上海市北能源公司等。

表 10 2017 年公司主要化工产品贸易情况（单位：吨、元/吨）

| 产品名称 | 贸易量 | 采购均价 | 销售均价 |
|--------|------------|----------|----------|
| 乙二醇 | 280,850.00 | 7,280.01 | 7,262.63 |
| 甲醇 | 260,425.35 | 2,684.71 | 2,688.42 |
| 混合芳烃 | 26,961.19 | 5,490.52 | 5,512.95 |
| 异辛烷 | 14,666.43 | 5,003.02 | 5,053.02 |
| 二甲苯 | 11,338.28 | 5,211.55 | 5,268.57 |
| 轻烃 | 2,676.82 | 4,845.00 | 4,895.00 |
| 甲基叔丁基醚 | 2,205.86 | 5,262.00 | 5,312.00 |

| | | | |
|---------|----------|----------|----------|
| 石油混合二甲苯 | 1,488.62 | 5,290.00 | 5,350.00 |
| 芳烃 | 1,334.69 | 5,427.00 | 5,477.00 |
| MTBE | 456.76 | 5,400.00 | 5,450.00 |

资料来源：公司提供

表 11 2017 年公司主要有色金属产品贸易情况（单位：吨、元/吨）

| 产品名称 | 贸易量 | 采购均价 | 销售均价 |
|---------|-----------|-----------|-----------|
| 锌焙砂 | 5,421.78 | 14,197.58 | 14,444.99 |
| 铅矿 | 8,290.59 | 6,554.82 | 6,702.52 |
| 铅精矿（含铅） | 5,876.41 | 16,817.62 | 16,571.64 |
| 氧化锌 | 17,956.84 | 10,983.52 | 11,332.66 |
| 次氧化锌 | 3,151.00 | 3,931.20 | 3,990.17 |
| 锌精矿（含锌） | 5,277.04 | 18,503.88 | 18,650.18 |
| 铅精矿（含银） | 5,030.46 | 3,222.46 | 3,197.88 |
| 锌矿 | 8,661.73 | 4,755.87 | 4,878.72 |
| 锌精矿 | 12,151.11 | 17,689.24 | 18,197.36 |
| 锌锭 | 20,977.28 | 22,402.48 | 22,419.70 |

资料来源：公司提供

从贸易板块运营情况来看，2017年公司化工品及有色金属销售业务合计收入为41.65亿元，占同期营业收入的43.36%，成为公司收入的重要来源；但贸易业务毛利率较低，其中有色金属销售业务毛利率仅为0.74%，化工品销售业务略微亏损。从化工品贸易客户分布来看，2017年公司化工品销售业务前五大客户销售收入占比为80.03%，其中对泰格瑞及张家港保税区博纳国际贸易有限公司的交易规模较大，存在客户集中度较高的经营风险。公司化工品及有色金属贸易主要采用先货后款的结算方式。总体来看，公司化工品及有色金属贸易板块运营时间较短，经验尚浅，且有色金属及化工品等商品价格变化较快，未来业务盈利存在不确定性。

表 12 2017 年公司化工品贸易前五大采销客户情况（单位：万元）

| 化工品贸易： | | | | | |
|------------------|-----------|--------|-------------------|------------|--------|
| 前五大采购商名称 | 采购金额 | 占比 | 前五大客户名称 | 销售额 | 占比 |
| 张家港保税区博纳国际贸易有限公司 | 83,503.70 | 31.19% | 陕西泰格瑞贸易有限公司 | 101,565.70 | 37.97% |
| 江阴市金桥贸易有限公司 | 62,902.12 | 23.50% | 张家港保税区凯文贸易有限公司 | 55,809.88 | 20.87% |
| 江苏嘉奕和铜业科技发展有限公司 | 55,210.80 | 20.62% | 上海能平实业有限公司 | 40,243.70 | 15.05% |
| 江西宝齐莱实业有限公司 | 11,855.20 | 4.43% | 湖州贸联机械设备有限公司 | 8,490.50 | 3.17% |
| 舟山易拓石油化工有限公司 | 9,991.08 | 3.73% | 张家港保税区新长征国际贸易有限公司 | 7,943.41 | 2.97% |

| | | | | | |
|----|------------|--------|---|------------|--------|
| 合计 | 223,462.90 | 83.47% | - | 214,053.19 | 80.03% |
|----|------------|--------|---|------------|--------|

资料来源：公司提供

表 13 2017 年公司有色金属贸易前五大采销客户情况（单位：万元）

有色金属贸易：

| 前五大采购商名称 | 采购金额 | 占比 | 前五大客户名称 | 销售额 | 占比 |
|---------------|-----------|--------|----------------|-----------|--------|
| 浙江中得服能源有限公司 | 41,403.23 | 27.98% | 上海市北能源公司 | 18,444.44 | 12.37% |
| 吴坤能源有限公司 | 18,543.10 | 12.53% | 上海简晟国际贸易有限公司 | 19,968.39 | 13.39% |
| 中民阳光国际贸易有限公司 | 14,976.72 | 10.12% | 郑州航空港区兴瑞实业有限公司 | 19,983.31 | 13.40% |
| 上海枣矿新能源有限公司 | 10,011.54 | 6.77% | 陆良际云矿业有限公司 | 11,693.91 | 7.84% |
| 天津盛福阳商贸有限责任公司 | 9,984.29 | 6.75% | 深圳中滇远致贸易有限公司 | 8,023.52 | 5.38% |
| 合计 | 94,918.88 | 64.15% | - | 78,113.57 | 52.40% |

资料来源：公司提供

商品房销售板块

公司商品房销售收入下滑明显，由于主要面向内部职工销售，售价较低，仍处于亏损状态；公司可售房源规模较小，未来商品房业务有待观察

公司商品房销售业务由子公司陕西华彬置业有限公司运营。从结算情况来看，2017 年公司商品房销售收入主要来源于彬县“春园小区”项目等 4 个项目，其余收入主要来自彬县“春园小区” 237 个地下车位。由于结算面积较小，2017 年公司实现商品房销售收入 3,392.70 万元，同比减少 73.56%。公司商品房主要面向内部职工销售，当年部分商品房结算售价虽有提升仍低于市场价格，公司商品房销售业务仍处于亏损状态。可售房源方面，截至 2017 年末，公司彬县“春园小区”及杨凌“康乐华府”等项目商品房合计可售面积为 0.80 万平方米，其中彬县“春园小区”可售面积为 0.59 万平方米，且公司无规模较大的在建商品房项目，未来可售房源规模较小。

总体来看，由于结算面积减少，公司商品房销售收入规模下滑明显，由于主要面向内部职工销售，售价较低，持续处于亏损状态，公司可售房源规模较小，无规模较大的在建房地产项目，未来商品房业务有待观察。

表 14 2016-2017 年公司商品房收入结转情况（单位：平方米、元/平方米、万元）

| 项目名称 | 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|----------|------|----------|----------|
| 咸阳“华彬小区” | 销售面积 | 579.21 | 194.90 |
| | 销售单价 | 4,617.00 | 3,750.00 |
| | 销售收入 | 267.43 | 73.09 |
| 杨凌“康乐华府” | 销售面积 | 839.52 | 143.60 |
| | 销售单价 | 1,961.35 | 3,000.00 |
| | 销售收入 | 164.66 | 43.08 |

| | | | |
|-------------|------|----------|-----------|
| 彬县“春园小区” | 销售面积 | 4,349.26 | 72,083.37 |
| | 销售单价 | 2,281.00 | 1,600.91 |
| | 销售收入 | 992.08 | 11,539.90 |
| 彬县“兴矿小区3号楼” | 销售面积 | 3,775.33 | 7,480.72 |
| | 销售单价 | 1,611.00 | 1,568.99 |
| | 销售收入 | 608.15 | 1,173.72 |

注：2017年杨凌“康乐华府”结转的项目位于顶层，因过热、水压等问题销售受阻，2017年公司采取降价出售。

资料来源：公司提供

西部国际商贸城（大东市）位于灞桥区纺园四路，整体规划 1,090 亩，计划投资 200 亿元。其中一期项目占地 253 亩，建筑面积 60 万平方米，计划投资 23 亿元，项目实施主体为西安中锦房地产开发有限公司（以下简称“中锦房地产公司”，公司通过子公司陕西华彬置业有限公司（以下简称“华彬置业”）间接持股 70%）。考虑到电商对实体店的冲击及区域商贸景气度欠佳等因素，2018 年 1 月 11 日华彬置业与西安市纺织城开发有限公司（以下简称“纺织城开发公司”）签署《股权转让协议》，公司将持有中锦房地产公司 70% 的股权转让给纺织城开发公司，交易对价包括股权转让款 7,000 万元及中锦房地产公司对公司欠款 51,700 万元。截至 2018 年 4 月末，公司已收到上述股权转让款及欠款。

陕西华彬莲花温泉酒店（公司持股 51.98%）位于宝鸡市扶风县新区东大街，占地面积 55.1 亩，总建筑面积 5.3 万平方米。因合作方陕西凯发房地产开发有限公司资金到位问题，公司莲花温泉酒店项目进度缓慢，截至 2017 年末，项目累计投资 2.40 亿元。

五、财务分析

财务分析基础说明

本节财务分析的基础是经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的2016-2017年审计报告，公司报表按照新会计准则编制。2017年公司合并范围具体变化情况见表1。

资产构成与质量

公司资产规模略有增长，资产中固定资产和探矿权占比较高，整体流动性较弱，其他应收款部分账龄较长，持有至到期投资均已逾期，未来存在一定的资产损失风险

截至 2017 年末，公司总资产规模为 252.31 亿元，同比略有增长。非流动资产仍是公司资产的主要构成部分，2017 年末占比为 81.76%，较上年提高 4.14 个百分点。

表 15 2016-2017 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | | 2016 年 | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 111,538.80 | 4.42% | 191,086.42 | 7.60% |
| 预付款项 | 76,734.22 | 3.04% | 85,087.38 | 3.38% |
| 其他应收款 | 98,690.65 | 3.91% | 138,159.86 | 5.49% |
| 存货 | 96,639.76 | 3.83% | 64,655.31 | 2.57% |
| 流动资产合计 | 460,315.59 | 18.24% | 562,670.38 | 22.38% |
| 可供出售金融资产 | 55,156.89 | 2.19% | 56,247.06 | 2.24% |
| 持有至到期投资 | 5,200.00 | 0.21% | 18,500.00 | 0.74% |
| 投资性房地产 | 86,961.90 | 3.45% | 72,674.31 | 2.89% |
| 固定资产 | 926,895.73 | 36.74% | 746,791.90 | 29.70% |
| 在建工程 | 55,272.54 | 2.19% | 166,273.62 | 6.61% |
| 无形资产 | 848,296.74 | 33.62% | 825,144.58 | 32.81% |
| 非流动资产合计 | 2,062,804.38 | 81.76% | 1,951,981.14 | 77.62% |
| 资产总计 | 2,523,119.97 | 100.00% | 2,514,651.51 | 100.00% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款及存货构成。截至 2017 年末，公司货币资金余额为 11.15 亿元，其中 8.15 亿元的票据保证金使用权受限，受限货币资金占比较高。2017 年末预付款项系预付西安市灞桥区财政局土地出让金、贸易供应商的货款及律所费用等，账龄在一年以内的占比为 71.88%，前五名预付对象合计占比为 63.67%。截至 2017 年末，公司其他应收款账面价值为 9.87 亿元，主要为应收陕西鸿盛实业有限公司等企业的借款，前 5 名欠款对象应收账款余额合计占比为 52.60%，欠款对象相对集中；2017 年末其他应收账款同比减少 28.57%，主要系基于谨慎性原则，计提坏账准备较多所致。2017 年末公司其他应收账款累计计提 11.24 亿元的坏账准备，考虑到主要欠款方均为地方民营企业，体量规模相对较小，在宏观经济增速下行的背景下，未来公司面临一定的坏账损失风险。

2017 年末存货账面价值为 9.66 亿元，其中开发成本、发出商品及原材料占比分别为 50.12%、18.55% 和 14.51%，开发成本主要系大东市国际商贸中心的投资支出，发出商品主要系公司原煤及甲醇产品已发货而客户未提供发票，期末存货规模的上升主要体现发出商品的增加。截至 2017 年末，公司持有至到期投资均已逾期，且累计计提 1.58 亿元的减值准备，未来仍面临一定的资产损失风险。

表 16 截至 2017 年末公司持有至到期投资情况（单位：万元）

| 项目 | 投资对象 | 金额 | 利率 | 实际到期日 | 是否有抵/质押 |
|------|------------------|--------|-----|-----------|---------|
| 企业借款 | 恒大永谊（北京）投资咨询有限公司 | 10,000 | 15% | 2016.1.29 | 有 |

| | | | | | |
|------|---------------------|--------|-----|-----------|---|
| 信托产品 | 中融国际信托有限公司（中融-恒源项目） | 10,000 | 15% | 2016.5.4 | 无 |
| 委托贷款 | 陕西东亚大秦房地产开发有限公司 | 1,000 | 15% | 2012.7.27 | 无 |
| 合计 | | 21,000 | | - | |

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司可供出售金融资产均按成本法计量，具体见附录五。2017年公司可供出售金融资产在持有期间共计获得 4,707.98 万元的投资收益，对公司收益形成有益补充，但考虑到被投资单位主要为地方性民营企业，经营区域集中，受外界经营环境及自身经营状况影响，未来公司投资收益可能波动。公司投资性房地产均以成本法计量，期末同比增加的部分主要系陕西圆润置业有限责任公司抵债房屋影响所致。期末公司固定资产账面价值为 92.69 亿元，占总资产规模的 36.74%，其中房屋建筑物和机器设备占比分别为 60.81% 和 33.32%。期末公司固定资产同比增长 24.12%，主要系雅店煤矿项目转入所致。2017 年末无形资产账面价值 84.83 亿元，其中探矿权账面价值为 80.22 亿元，仍主要由雅店矿区探矿权和巴彦宝力格煤田乌优特井田 70% 的矿业权、巴彦宝力格煤田外围朝克井田 70% 的矿业权构成。期末账面价值为 3.14 亿元的无形资产已用于抵押。

总体来看，公司资产规模略有增长，资产中固定资产及探矿权占比较高，整体流动性较弱，其他应收款部分账龄较长，持有至到期投资均已逾期，公司仍面临一定的资产损失风险。

资产运营效率

公司资金周转较快，资产运营效率同比显著提升

公司煤炭及煤化工销售多采用预收款或给予 1 个月左右账期进行结算，新增的化工品及有色金属贸易周期较短，应收账款规模不大，2017 年公司营业收入大幅增长，应收款项周转天数降至 18.58 天，同期公司存货规模增长规模不大，存货周转天数明显缩短，使得公司净营业周期仍维持负数，资金周转速度较快。整体资产运营效率方面，由于营业收入大幅增加，公司固定资产和流动资产的周转天数均显著减少，进而使得总体资产周转率显著提升。

表 17 2016-2017 年公司资产运营效率指标（单位：天）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|-----------------|--------|----------|
| 应收款项周转天数（含应收票据） | 18.58 | 57.99 |
| 存货周转天数 | 38.37 | 141.50 |
| 应付账款周转天数（含应付票据） | 77.74 | 244.74 |
| 净营业周期 | -20.79 | -45.25 |
| 流动资产周转天数 | 191.67 | 689.78 |
| 固定资产周转天数 | 313.59 | 846.84 |
| 总资产周转天数 | 943.90 | 2,888.50 |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司新增化工品及有色金属销售业务，推动营业收入大幅提升，受益于煤价及甲醇价格上升，公司利润规模上升显著，但新增业务拉低综合毛利率，资产减值损失侵蚀利润空间严重，仍面临一定的资产损失风险

2017 年公司主营业务出现较大变化，新增化工品及有色金属销售业务，推动公司营业收入快速增长，全年实现营业收入 96.07 亿元，同比增长 206.58%。从收入构成来看，2017 年公司煤炭及煤化工销售业务收入同比增长 84.16%至 53.20 亿元，占营业收入的 55.38%，仍是公司收入的主要来源；化工品及有色金属销售合计收入为 41.65 亿元，占同期营业收入的 43.36%，成为公司收入的重要来源。商品房销售、混凝土及其他业务收入规模均不大，对公司收入贡献有限。

毛利率方面，公司自产原煤盈利能力较强，受益于售价提升，甲醇业务盈利能力有所改善，但新增的化工品及有色金属销售业务盈利水平较弱，拉低了公司整体毛利率水平，2017 年公司综合毛利率为 21.24%，较上年下滑 9.86 个百分点。

公司投资收益稳定性不佳，2017 年公司长期股权投资亏损 0.27 亿元，导致投资收益同比减少 65.52%。2017 年公司资产减值损失为 6.70 亿元，同比大幅提升，主要包括 5.35 亿元的坏账损失和 1.33 亿元的持有至到期投资减值损失。公司资产减值损失规模较大，对利润空间侵蚀严重，其他应收款部分账龄偏长且对象为地方性民营企业，持有至到期投资均已逾期，公司仍面临一定的资产损失风险。期间费用方面，2017 年公司偿还了部分高息债务，有息债务规模下滑，进而使得财务费用减少，同时公司销售及管理费用涨幅较小，而同期公司营业收入规模增幅较大，使得期间费用率大幅回落 11.87 个百分点至 3.59%。综合影响下，2017 年公司营业利润和利润总额均大幅提升。

表 18 2016-2017 年公司主要盈利能力指标（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|--------|------------|------------|
| 营业收入 | 960,695.84 | 313,358.13 |
| 资产减值损失 | 67,005.99 | 23,251.52 |
| 投资收益 | 1,541.93 | 4,472.44 |
| 营业利润 | 84,381.94 | 18,571.18 |
| 利润总额 | 78,148.79 | 18,208.11 |
| 净利润 | 62,627.52 | 11,188.89 |
| 综合毛利率 | 21.24% | 31.10% |
| 期间费用率 | 3.59% | 15.46% |

| | | |
|---------|---------|--------|
| 营业利润率 | 8.78% | 5.93% |
| 总资产回报率 | 4.60% | 1.92% |
| 净资产收益率 | 5.75% | 1.07% |
| 营业收入增长率 | 206.58% | 52.90% |
| 净利润增长率 | 459.73% | 28.26% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动净现金流表现尚可，但营运压力上升，后续筹资压力仍较大

2017 年公司自产原煤煤炭及甲醇业务盈利能力改善，使得 FFO 同比增长 106.47% 至 21.23 亿元，经营活动现金生成能力明显增强，同期公司经营收现比为 1.15，主业回款仍表现较好。2017 年末公司存货规模上升，对资金占用增加；应收账款规模有所减少，经营性应付项目减少 6.41 亿元，2017 年公司营运资本净流出 9.47 亿元，营运压力上升。综合影响下，2017 年公司经营活动现金流净额为 11.76 亿元，同比下滑 31.93%。

投资活动方面，2017 年公司主要推进雅店煤矿项目建设，投资活动现金继续净流出 2.23 亿元。2017 年公司取得借款收到的现金同比减少 39.38%，偿还债务及支付利息后，筹资活动呈继续呈净流出状态。考虑到 2017 年末公司有息短期债务规模为 44.37 亿元，后续仍面临较大的筹资压力。

表 19 2016-2017 年公司现金流量情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|----------------------|--------------------|--------------------|
| 收现比 | 1.15 | 1.17 |
| 净利润 | 62,627.52 | 11,188.89 |
| 非付现费用 | 112,361.92 | 67,890.04 |
| 非经营损益 | 37,308.40 | 23,742.32 |
| FFO | 212,297.84 | 102,821.25 |
| 营运资本变化 | -94,728.01 | 69,885.28 |
| 其中：存货减少（减：增加） | -31,984.44 | 40,401.23 |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | 1,346.07 | -13,651.24 |
| 经营性应付项目增加（减：减少） | -64,089.64 | 43,135.29 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 117,569.82 | 172,706.53 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -22,326.03 | -24,549.99 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -110,785.50 | -177,906.41 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -15,541.71 | -29,749.87 |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，且以短期债务为主，面临较大的短期刚性债务压力

受益于经营活动积累，2017 年末公司所有者权益规模同比增长 6.57% 至 112.48 亿元；同期，负债规模有所下降，期末公司产权比率降至 124.32%，所有者权益对负债保障程度有所提升。

表 20 2016-2017 年公司资本结构情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|-------|--------------|--------------|
| 负债总额 | 1,398,341.87 | 1,459,197.72 |
| 所有者权益 | 1,124,778.10 | 1,055,453.79 |
| 产权比率 | 124.32% | 138.25% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

流动负债仍是公司负债的主要构成部分，2017 年末占比为 85.30%，较上年增加 5.66 个百分点，债务结构有待改善。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款、应付职工薪酬、应交税费及一年内到期的非流动负债构成。2017 年末公司短期借款余额为 31.45 亿元，同比减少 25.78%，仍占负债比重为 22.49%，其中包括保证借款 14.05 亿元和已贴现的应收票据 15.75 亿元，其中已贴现的应收票据系公司集团本部开具给下属子公司陕西华彬煤业股份有限公司的银行承兑汇票，陕西华彬煤业股份有限公司已将上述应收票据进行了贴现。应付账款仍主要为应付陕西煤化能源公司及陕西华彬雅店煤业公司大规模建设形成的工程及材料款。预收款项主要为预收客户的煤炭及甲醇货款。截至 2017 年末，公司其他应付款规模为 31.56 亿元，其中应付内蒙古元和（集团）有限责任公司股权转让款 16.20 亿元、煤炭价格调节基金 2.13 亿元和技术开发费 2.02 亿元。应交税费主要系应交企业所得税，随着公司营业收入大幅提升，期末规模同比增长 52.75%。一年内到期的非流动负债主要系 2018 年到期的长期借款和“11 彬煤债”，债务支付刚性较强。公司长期债务压力主要来自长期借款和应付债券。长期借款主要为保证借款。应付债券为本期债券。

表 21 2016-2017 年公司负债主要构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2017 年 | | 2016 年 | |
|---------------|---------------------|---------------|---------------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 314,470.00 | 22.49% | 423,700.00 | 29.04% |
| 应付账款 | 159,911.46 | 11.44% | 166,865.58 | 11.44% |
| 预收款项 | 49,496.23 | 3.54% | 41,013.27 | 2.81% |
| 应付职工薪酬 | 97,055.22 | 6.94% | 82,561.59 | 5.66% |
| 应交税费 | 104,902.97 | 7.50% | 68,674.49 | 4.71% |
| 其他应付款 | 315,563.13 | 22.57% | 307,815.06 | 21.09% |
| 一年内到期的非流动负债 | 129,180.83 | 9.24% | 49,082.15 | 3.36% |
| 流动负债合计 | 1,192,786.24 | 85.30% | 1,162,101.16 | 79.64% |
| 长期借款 | 122,500.00 | 8.76% | 132,500.00 | 9.08% |

| | | | | |
|----------------|---------------------|----------------|---------------------|----------------|
| 应付债券 | 76,396.61 | 5.46% | 136,265.15 | 9.34% |
| 非流动负债合计 | 205,555.63 | 14.70% | 297,096.56 | 20.36% |
| 负债合计 | 1,398,341.87 | 100.00% | 1,459,197.72 | 100.00% |
| 其中：有息债务 | 643,593.45 | 46.03% | 768,286.71 | 52.65% |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至 2017 年末，公司资产负债率为 55.42%，同比下降 2.61 个百分点。截至 2017 年末，公司有息债务规模为 64.36 亿元，较上年末减少 16.23%，其中短期债务规模为 44.37 亿元，占有息债务规模为 68.94%，而期末公司流动比率与速动比率分别下滑至 0.39 和 0.30，表现较弱，货币资金不大且受限占比较高，即时偿付压力较大。2017 年公司利润总额大幅增长，推动 EBITDA 同比增长 73.81% 至 16.13 亿元，EBITDA 利息保障倍数上升至 4.27，经营活动产生的现金流对利息支出的保障程度提升。

表 22 2016-2017 年公司主要偿债能力指标

| 项目 | 2017 年 | 2016 年 |
|---------------|------------|-----------|
| 资产负债率 | 55.42% | 58.03% |
| 流动比率 | 0.39 | 0.48 |
| 速动比率 | 0.30 | 0.43 |
| EBITDA（万元） | 161,273.16 | 92,788.42 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 4.27 | 1.40 |
| 有息债务/EBITDA | 3.99 | 8.28 |
| 债务总额/EBITDA | 8.67 | 15.73 |
| 经营性净现金流/流动负债 | 0.10 | 0.15 |
| 经营性净现金流/负债总额 | 0.08 | 0.12 |

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

公司未能办妥本期债券的采矿权抵押登记手续，资产抵押对本期债券到期偿付的保障程度较弱。

公司以自身合法拥有的下沟煤矿采矿权（采矿权证号为 C610000201100031120116441 采矿权有效期为拾柒年零玖月，自 2011 年 3 月 3 日至 2028 年 12 月 3 日）抵押给本期债券全体持有人。抵押资产经正衡资产评估有限责任公司评估，下沟煤矿采矿权评估价值为 143,737.54 万元，评估基准日为 2016 年 4 月 30 日，有效期自评估基准日起一年。抵押期限为自抵押生效之日至本期债券足额还本付息后终止。下沟煤矿采矿权评估价值为本期债券发行总额 8 亿元的 1.80 倍。截至 2018 年 3 月末，公司下沟煤矿采矿权价值未重新评估且未能办妥本期债券的采矿权抵押登记手续，资产抵押对本期债券到期偿付的保障程度较弱。

七、对外担保情况

截至 2017 年末，公司对外担保金额合计 16.46 亿元，占期末净资产的比重为 14.63%；担保对象大多为地方性的民营企业，经营区域集中，且均无反担保措施，未来公司存在一定的或有负债风险。

表 23 截至 2017 年末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方 | 担保金额 | 担保方式 | 担保时间 |
|------------------|-------------------|------|-----------------|
| 东岭锌业股份有限公司 | 3,000.00 | 保证担保 | 2017.6-2018.6 |
| 陕西鸿盛实业有限公司 | 6,000.00 | 保证担保 | 2016.12-2018.12 |
| 宝鸡八方山铅锌矿业有限责任公司 | 3,000.00 | 保证担保 | 2017.4-2018.4 |
| 东岭锌业股份有限公司 | 18,600.00 | 保证担保 | 2017.4-2018.4 |
| 陕西东岭物资有限责任公司 | 20,000.00 | 保证担保 | 2017.12-2018.12 |
| 陕西东岭物资有限责任公司 | 5,000.00 | 保证担保 | 2017.6-2018.6 |
| 东岭集团股份有限公司 | 18,500.00 | 保证担保 | 2017.3-2018.3 |
| 东岭集团股份有限公司 | 10,500.00 | 保证担保 | 2017.4-2018.4 |
| 东岭集团股份有限公司 | 50,000.00 | 保证担保 | 2016.3-2019.3 |
| 西安特纶商贸有限公司 | 1,850.00 | 保证担保 | 2017.5-2018.5 |
| 陕西黄河矿业（集团）有限责任公司 | 10,000.00 | 保证担保 | 2017.8-2018.8 |
| 韩城市添工冶金有限责任公司 | 18,155.00 | 保证担保 | 2015.12-2018.12 |
| 合计 | 164,605.00 | - | - |

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

八、评级结论

随着雅店煤矿的入产，公司自产原煤产能扩大，煤炭资源储量较丰富，煤炭业务持续发展能力较强；受煤炭行业景气度回升影响，2017 年公司自产煤炭销售收入增长较快，毛利率进一步提升，同时甲醇业务盈利能力有所改善，经营活动现金流持续呈净流入状态，有息债务规模缩减。

同时我们也关注到，公司未能办妥本期债券的采矿权抵押登记手续，资产抵押对本期债券到期偿付的保障程度较弱，公司关联交易规模较大，资产减值损失侵蚀利润严重，对外担保金额较大及面临较大的短期债务偿付压力较大等风险因素。

基于以上分析，经鹏元综合评定，将本期债券信用等级维持为 AA，公司主体长期信用等级维持为 AA，评级展望调整为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|----------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 货币资金 | 111,538.80 | 191,086.42 | 219,072.19 |
| 应收票据 | 14,298.31 | 10,368.76 | 15,590.77 |
| 应收账款 | 32,206.25 | 42,295.03 | 32,704.07 |
| 预付款项 | 76,734.22 | 85,087.38 | 115,441.81 |
| 应收利息 | 34.62 | 0.00 | 0.00 |
| 其他应收款 | 98,690.65 | 138,159.86 | 149,226.91 |
| 存货 | 96,639.76 | 64,655.31 | 105,056.55 |
| 其他流动资产 | 30,172.98 | 31,017.61 | 1,065.35 |
| 流动资产合计 | 460,315.59 | 562,670.38 | 638,157.65 |
| 可供出售金融资产 | 55,156.89 | 56,247.06 | 54,010.38 |
| 持有至到期投资 | 5,200.00 | 18,500.00 | 21,572.00 |
| 长期股权投资 | 25,330.07 | 28,258.80 | 24,939.29 |
| 投资性房地产 | 86,961.90 | 72,674.31 | 74,434.33 |
| 固定资产 | 926,895.73 | 746,791.90 | 727,447.65 |
| 在建工程 | 55,272.54 | 166,273.62 | 120,670.08 |
| 工程物资 | 2,232.38 | 3,682.13 | 1,090.83 |
| 固定资产清理 | 236.83 | 232.46 | 0.00 |
| 无形资产 | 848,296.74 | 825,144.58 | 818,035.86 |
| 商誉 | 7,100.45 | 7,100.45 | 7,100.45 |
| 长期待摊费用 | 14,722.64 | 1,908.20 | 3,016.14 |
| 递延所得税资产 | 35,398.21 | 25,167.61 | 23,407.54 |
| 非流动资产合计 | 2,062,804.38 | 1,951,981.14 | 1,875,724.56 |
| 资产总计 | 2,523,119.97 | 2,514,651.51 | 2,513,882.21 |
| 短期借款 | 314,470.00 | 423,700.00 | 511,787.00 |
| 应付账款 | 159,911.46 | 166,865.58 | 126,679.58 |
| 预收款项 | 49,496.23 | 41,013.27 | 36,328.64 |
| 应付职工薪酬 | 97,055.22 | 82,561.59 | 63,975.11 |
| 应交税费 | 104,902.97 | 68,674.49 | 25,347.54 |
| 应付利息 | 6,278.06 | 6,455.69 | 7,433.33 |
| 应付股利 | 15,928.33 | 15,928.33 | 15,928.33 |
| 其他应付款 | 315,563.13 | 307,815.06 | 275,063.29 |
| 一年内到期的非流动负债 | 129,180.83 | 49,082.15 | 96,700.00 |
| 其他流动负债 | 0.00 | 5.00 | 5.00 |
| 流动负债合计 | 1,192,786.24 | 1,162,101.16 | 1,159,247.83 |
| 长期借款 | 122,500.00 | 132,500.00 | 65,000.00 |
| 应付债券 | 76,396.61 | 136,265.15 | 184,481.40 |

| | | | |
|----------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 长期应付款 | 1,046.01 | 26,739.41 | 59,701.22 |
| 预计负债 | 3,910.00 | 0.00 | 0.00 |
| 专项应付款 | 0.00 | 0.00 | 5.00 |
| 递延收益-非流动负债 | 1,703.00 | 1,592.00 | 0.00 |
| 非流动负债合计 | 205,555.63 | 297,096.56 | 310,767.62 |
| 负债合计 | 1,398,341.87 | 1,459,197.72 | 1,470,015.45 |
| 实收资本（或股本） | 4,468.96 | 4,468.96 | 4,468.96 |
| 资本公积金 | 26,461.04 | 23,720.05 | 23,720.05 |
| 专项储备 | 158,355.01 | 147,061.68 | 146,802.88 |
| 盈余公积金 | 175,323.07 | 173,885.91 | 165,398.59 |
| 未分配利润 | 433,529.66 | 420,986.84 | 423,671.53 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 798,137.74 | 770,123.44 | 764,062.02 |
| 少数股东权益 | 326,640.36 | 285,330.36 | 279,804.74 |
| 股东权益合计 | 1,124,778.10 | 1,055,453.79 | 1,043,866.76 |
| 负债和所有者权益总计 | 2,523,119.97 | 2,514,651.51 | 2,513,882.21 |

资料来源：2015-2017 年公司审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 一、营业总收入 | 960,695.84 | 313,358.13 | 204,948.20 |
| 营业收入 | 960,695.84 | 313,358.13 | 204,948.20 |
| 二、营业总成本 | 878,784.28 | 299,259.39 | 207,818.48 |
| 营业成本 | 756,631.76 | 215,890.95 | 136,498.90 |
| 营业税金及附加 | 20,683.68 | 11,679.81 | 9,716.33 |
| 销售费用 | 3,718.98 | 3,706.77 | 5,041.17 |
| 管理费用 | 19,184.23 | 18,671.41 | 20,102.09 |
| 财务费用 | 11,559.64 | 26,058.94 | 32,980.98 |
| 资产减值损失 | 67,005.99 | 23,251.52 | 3,479.02 |
| 加：投资净收益 | 1,541.93 | 4,472.44 | 12,292.03 |
| 三、营业利润 | 84,381.94 | 18,571.18 | 9,421.75 |
| 加：营业外收入 | 801.88 | 418.17 | 479.19 |
| 减：营业外支出 | 7,035.02 | 781.24 | 2,877.06 |
| 四、利润总额 | 78,148.79 | 18,208.11 | 7,023.87 |
| 减：所得税 | 15,521.27 | 7,019.22 | -1,699.40 |
| 五、净利润 | 62,627.52 | 11,188.89 | 8,723.27 |

资料来源：2015-2017 年公司审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|---------------------------|---------------------|--------------------|-------------------|
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 1,100,208.35 | 366,948.52 | 246,484.25 |
| 收到的税费返还 | 0.00 | 0.00 | 63.84 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 136,520.34 | 143,659.07 | 34,058.44 |
| 经营活动现金流入小计 | 1,236,728.69 | 510,607.59 | 280,606.54 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 789,358.11 | 216,052.97 | 151,652.63 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 47,797.86 | 13,706.78 | 45,674.93 |
| 支付的各项税费 | 61,178.76 | 41,718.54 | 17,396.74 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 220,824.14 | 66,422.76 | 31,859.13 |
| 经营活动现金流出小计 | 1,119,158.87 | 337,901.06 | 246,583.43 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 117,569.82 | 172,706.53 | 34,023.11 |
| 收回投资收到的现金 | 3,691.19 | 21,642.00 | 47,500.00 |
| 取得投资收益收到的现金 | 4,707.98 | 2,372.58 | 5,606.21 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 644.59 | 190.42 | 191.92 |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 | 600.00 | 150.59 | 1,200.44 |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 1,292.04 | 0.00 | 0.00 |
| 投资活动现金流入小计 | 10,935.79 | 24,355.58 | 54,498.57 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 28,981.83 | 36,711.57 | 49,010.96 |
| 投资支付的现金 | 2,600.00 | 12,194.00 | 47,870.00 |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 | 1,680.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资活动现金流出小计 | 33,261.83 | 48,905.57 | 96,880.96 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -22,326.03 | -24,549.99 | -42,382.39 |
| 吸收投资收到的现金 | 2,890.00 | 0.00 | 25,531.04 |
| 其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金 | 2,890.00 | 0.00 | 0.00 |
| 取得借款收到的现金 | 201,870.00 | 333,000.00 | 427,827.00 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 87,517.40 | 91,100.00 | 10,000.00 |
| 筹资活动现金流入小计 | 292,277.40 | 424,100.00 | 538,358.04 |
| 偿还债务支付的现金 | 249,550.00 | 468,150.00 | 436,685.10 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 64,654.41 | 52,734.16 | 48,300.82 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 88,858.49 | 81,122.25 | 51,089.25 |
| 筹资活动现金流出小计 | 403,062.90 | 602,006.41 | 536,075.17 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -110,785.50 | -177,906.41 | 2,282.88 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -15,541.71 | -29,749.87 | -6,076.41 |

资料来源：2015-2017年公司审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|-------------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| 净利润 | 62,627.52 | 11,188.89 | 8,723.27 |
| 加：资产减值准备 | 67,005.99 | 23,251.52 | 3,479.02 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 40,434.68 | 31,264.53 | 21,394.67 |
| 无形资产摊销 | 3,020.08 | 11,534.41 | 2,109.20 |
| 长期待摊费用摊销 | 1,901.17 | 1,839.58 | 1,402.65 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 | 2.54 | 33.04 | 299.97 |
| 固定资产报废损失（收益以“-”号填列） | 5,408.83 | 0.00 | 0.00 |
| 财务费用（收益以“-”号填列） | 43,669.56 | 29,941.79 | 37,334.96 |
| 投资损失（收益以“-”号填列） | -1,541.93 | -4,472.44 | -12,292.03 |
| 递延所得税资产减少（增加以“-”号填列） | -10,230.60 | -1,760.07 | -10,802.42 |
| 存货的减少（增加以“-”号填列） | -31,984.44 | 40,401.23 | -7,713.97 |
| 经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列） | 1,346.07 | -13,651.24 | 26,536.53 |
| 经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列） | -64,089.64 | 43,135.29 | -38,028.74 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 117,569.82 | 172,706.53 | 34,023.11 |

资料来源：2015-2017年公司审计报告

附录四 主要财务指标表

| 项目 | 2017年 | 2016年 | 2015年 |
|---------------|---------|---------|---------|
| 综合毛利率 | 21.24% | 31.10% | 33.40% |
| 期间费用率 | 3.59% | 15.46% | 28.36% |
| 总资产回报率 | 4.60% | 1.92% | 1.79% |
| 产权比率 | 124.32% | 138.25% | 140.82% |
| 资产负债率 | 55.42% | 58.03% | 58.48% |
| 流动比率 | 0.39 | 0.48 | 0.55 |
| 速动比率 | 0.30 | 0.43 | 0.46 |
| EBITDA 利息保障倍数 | 4.27 | 1.40 | 1.24 |

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

附录五 截至2017年末公司可供出售金融资产明细（单位：万元）

| 被投资单位 | 金额 | 持股比例 |
|--------------------------|------------------|----------|
| 陕西民东投资有限责任公司 | 10,000.00 | 11.11% |
| 咸阳市信用担保有限责任公司 | 5,666.10 | 11.11% |
| 陕西和谐投资股份有限公司 | 25,000.00 | 7.14% |
| 彬县电力有限责任公司代持彬县信用社股份 | 500.00 | 5.00% |
| 陕西天诚集团科技有限公司代持彬县信用社股份 | 500.00 | 5.00% |
| 彬县城市信用社 | 1,000.00 | 10.00% |
| 彬长矿区建设公司 | 5,000.00 | 5.00% |
| 陕西循环经济工程技术院 | 1,000.00 | 7.69% |
| 中金佳泰（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙） | 6,490.79 | 有限合伙人 |
| 合计 | 55,156.89 | - |

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|---|
| 应收账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$ |
| 存货周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$ |
| 应付账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$ |
| 净营业周期 | 应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数 |
| 流动资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$ |
| 固定资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$ |
| 总资产周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$ |
| 综合毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 期间费用率 | $(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 营业利润率 | $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 净资产收益率 | $\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$ |
| 总资产回报率 | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$ |
| EBITDA | 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 产权比率 | 负债总额 / 所有者权益 |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 流动比率 | 流动资产合计 / 流动负债合计 |
| 速动比率 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$ |
| 有息债务 | 短期借款 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 |

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|-----------------|
| AAA | 债务安全性极高，违约风险极低。 |
| AA | 债务安全性很高，违约风险很低。 |
| A | 债务安全性较高，违约风险较低。 |
| BBB | 债务安全性一般，违约风险一般。 |
| BB | 债务安全性较低，违约风险较高。 |
| B | 债务安全性低，违约风险高。 |
| CCC | 债务安全性很低，违约风险很高。 |
| CC | 债务安全性极低，违约风险极高。 |
| C | 债务无法得到偿还。 |

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

| 符号 | 定义 |
|-----|---------------------------------|
| AAA | 偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。 |
| A | 偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。 |
| B | 偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。 |
| C | 不能偿还债务。 |

注：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。

三、展望符号及定义

| 类型 | 定义 |
|----|--------------------|
| 正面 | 存在积极因素，未来信用等级可能提升。 |
| 稳定 | 情况稳定，未来信用等级大致不变。 |
| 负面 | 存在不利因素，未来信用等级可能降低。 |