

2015 年彬县煤炭有限责任公司  
公司债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪  
第【468】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@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
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。

中证鹏元资信评估股  
份有限公司

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.cspengyuan.com

## 2015 年彬县煤炭有限责任公司 公司债券 2019 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	稳定
评级日期	2019 年 6 月 25 日	2018 年 6 月 5 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 2019 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，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司煤矿煤炭资源储量较丰富，经营活动现金继续净流入、债务水平持续下降；同时中证鹏元也关注到，公司仍未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较多，对外担保金额较大及面临较大的短期债务偿付压力及煤炭及煤化工业务面临安全生产风险等风险因素。

### 正面：

- 公司煤炭资源储量较丰富。截至 2018 年末，公司煤矿剩余可采储量合计达 5.26 亿吨，可为公司未来煤炭业务发展提供较好的保障。
- 公司经营活动现金继续净流入，债务水平持续下降。2018 年公司经营活动现金继续净流入 25.81 亿元，期末资产负债率较上年下降 6.97 个百分点，有息债务规模同比减少 8.7%，财务状况继续改善。

## 关注:

- **公司仍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，截至 2019 年 5 月末，公司仍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。
- **公司关联交易规模仍较大，经营状况易受关联方影响。**2018 年公司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，销售收入占比达 94.41%；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较多，仍面临一定的资产损失风险。**2018 年公司资产减值损失为 2.30 亿元，包括坏账、固定资产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 12.44 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。
- **公司仍面临较大的短期刚性偿付压力。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 58.76 亿元，其中短期债务规模为 41.59 亿元，占有息债务比重为 70.78%，期末流动比率与速动比率均表现较弱，货币资金覆盖不足且部分受限，资产流动性较弱，公司仍面临较大的短期刚性偿付压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额合计 14.01 亿元，占期末净资产的比重为 9.92%，担保对象均为地方民企，经营区域较为集中；公司对外担保均无反担保措施，未来存在一定的或有负债风险。
- **公司煤炭及煤化工业务面临安全生产风险。**煤炭及甲醇在生产或存储过程中，需要严格按照操作规程进行，一旦有违反操作规程的行为，就容易发生安全事故，因此煤化工企业面临一定的安全生产风险。

## 主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,738,933.79	2,523,119.97	2,514,651.51
归属于母公司所有者权益合计	811,008.08	798,137.74	770,123.44
有息债务	587,591.84	643,593.45	768,286.71
资产负债率	48.45%	55.42%	58.03%
流动比率	0.55	0.39	0.48
速动比率	0.51	0.30	0.43

营业收入	1,079,425.75	960,695.84	313,358.13
资产减值损失	23,013.98	67,005.99	23,251.52
投资收益	-4,326.07	1,541.93	4,472.44
营业利润	79,684.58	84,381.94	18,571.18
净利润	56,006.39	62,627.52	11,188.89
综合毛利率	17.26%	21.24%	31.10%
总资产回报率	4.78%	4.60%	1.92%
EBITDA	197,163.82	161,273.16	92,788.42
EBITDA 利息保障倍数	3.15	4.27	1.40
经营活动现金流净额	258,145.46	117,569.82	172,706.53

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 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2019年6月3日，本期债券募集资金账户余额为0.91万元。

## 二、发行主体概况

2018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年末，公司注册资本仍为4,468.96万元，控股股东何万盈先生持股比例为22.0%，为公司实际控制人。

2018年公司以25.0亿元的交易价格将子公司陕西润中清洁能源有限公司（2018年9月由陕西煤化能源有限公司更名为现用名，以下简称“润中能源”）55.0%的股权出售给中安亚太控股有限公司，股权转让后公司对润中能源的持股比例变为42.5775%，仍由公司实际控制，故继续纳入合并范围；2018年1月下属子公司陕西华彬置业有限公司以5.87亿元的交易对价出售三级子公司西安中锦房地产开发有限公司全部持有的70%股权，合并范围减少1家子公司。

## 三、运营环境

**“十三五”期间煤炭行业去产能目标任务基本完成，产量连续两年实现正增长，预计煤炭市场供给偏紧的状况在2019年有所缓解**

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》（国发[2016]7号）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。2016-2018年分别退出产能2.9亿吨、2.5亿吨和2.7亿吨，已合计退出产能8.1亿吨。至此，“十三五”煤炭去产能主要目标任务基本完成，煤炭行业发展由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能。根据国家能源局发布的数据，截至2018年底，全国安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿3,373处，产能35.3亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿1,010处（含生产煤矿同步改建、改造项目64处）、产能10.3亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿203处，产能3.7亿吨/年，总产能规模为45.6亿吨，虽然较2015年末有明显下降，但总产能相对于2018年36.8亿吨的原煤产量仍然相对过剩。

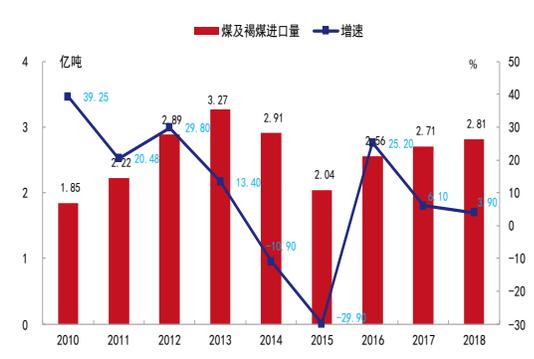
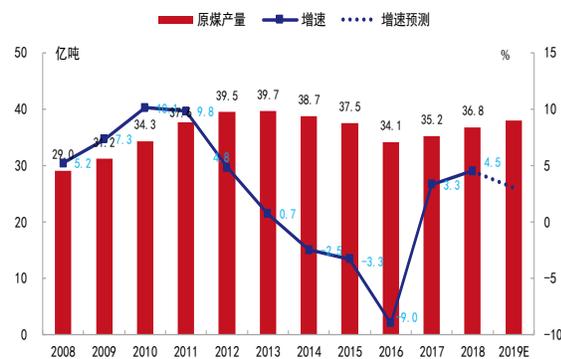
<sup>1</sup> 公司未提供控股股东银行信用报告。

由于下游需求超预期，且伴随先进产能逐渐释放，全国原煤产量连续两年实现正增长。2017-2018 年原煤产量分别为 35.2 亿吨和 36.8 亿吨，同比分别增长 3.3% 和 4.5%，2018 年除 7 月份外，其余各月均实现正增长。考虑到 2017-2018 年行业供给偏紧，部分地区出现阶段性供给不足，预计 2019 年去产能的节奏趋缓。随着新增产能持续释放以及去产能节奏放缓，预计煤炭市场供给偏紧的状况在 2019 年将有所缓解。

煤炭进口方面，2017 年行业供给偏紧，全年进口量同比增长 6.1%；2018 年 10 月以来进口煤政策逐渐收紧，全年煤炭进口量为 2.81 亿吨，同比增长 3.9%，增速较 2017 年回落 2.2 个百分点。预计 2019 年进口煤政策依然是调剂国内煤炭市场、平抑煤价、保障煤炭市场供需平衡的重要砝码。

图 1 原煤产量连续两年实现正增长

图 2 2018 年煤炭进口量增速回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

**煤炭消费量连续两年实现正增长，预计 2019 年煤炭需求仍有支撑，市场有望实现供需相对平衡**

煤炭资源是我国重要的基础资源和能源原料，我国富煤、贫油、少气的资源特点决定了其在一次能源消费结构中处于主导地位。近年来煤炭占能源消费总量的比重虽有下降趋势，但是仍处于绝对主导地位。2018 年全国煤炭消费量占能源消费总量的 59.0%，比 2017 年下降 1.4 个百分点，占比首次低于 60%，根据《煤炭工业发展“十三五规划”》，预计到 2020 年，煤炭消费比重下降至 58% 左右。

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，其中火电耗煤、钢铁耗煤、建材耗煤和化工耗煤约占煤炭总消费量的 47%、16%、13% 和 7%。2018 年，我国火电发电量达 4.98 万亿千瓦时，同比增长 6.0%，增速连续三年上升；生铁和粗钢产量分别为 7.71 亿吨和 9.28 亿吨，同比分别增长 3.0% 和 6.6%，增速亦连续三年上升。2017 年和 2018 年，我国煤炭消费量连续两年实现正增长。鉴于我国经济

稳中向好的长期发展态势没有改变，经济增长正在向高质量发展转变，中证鹏元预计 2019 年火电、钢铁增速会回落，但是仍然会维持正增长，煤炭需求仍有支撑，煤炭市场有望实现供需相对平衡。

图 3 近三年火电发电量增速上升

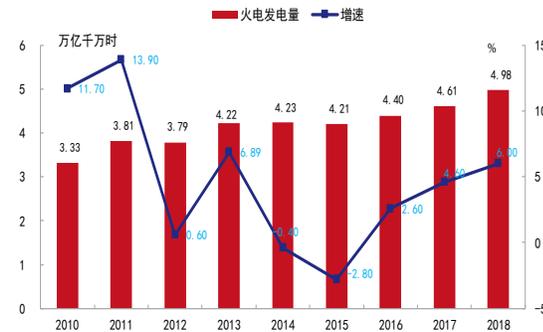
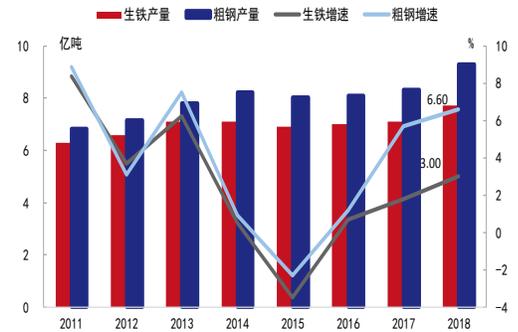


图 4 近三年钢铁产量增速上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

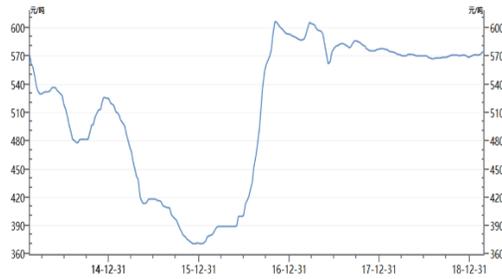
从长期来看，随着石油和天然气资源的不断开采和利用，国内清洁能源、可再生能源、新能源的发展，我国能源消费结构逐步改善，且环保政策持续发酵，煤炭下游行业淘汰落后产能及产能整合仍将继续，未来煤炭消费增长将受到一定抑制。

**2016 年以来煤炭价格整体维持高位，行业盈利状况改善，但内部分化严重；短期内，煤炭价格仍有望维持在高位，行业盈利持续，但是利润总额或有小幅回落**

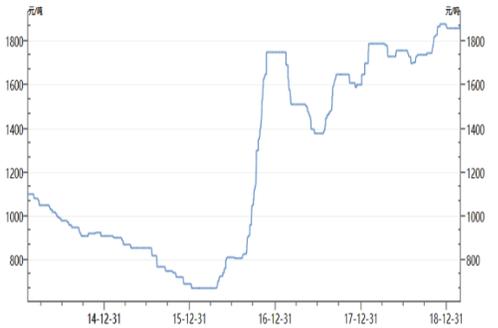
受益于行业供给侧改革，2016 年下半年以来煤炭价格大幅回升，其中环渤海动力煤价格由 2016 年初的 371 元/吨最高涨至 11 月的 607 元/吨，涨幅高达 63.61%，之后价格维持在高位。其中，2017 年环渤海动力煤价格在 562 元/吨-606 元/吨之间波动，2018 年在 567 元/吨~578 元/吨之间波动，2018 年价格中枢较 2017 年有所下移，但整体仍维持在高位。炼焦煤价格亦在 2016 年下半年快速上升，受环保限产政策以及钢铁行业回暖影响，2018 年 4 月以来焦炭价格涨势迅猛，支撑炼焦煤价格高位震荡上行。从 2016 年实行供给侧改革以来，经过三年的摸索，煤炭行业监管手段愈加丰富，中证鹏元预计中短期内煤炭价格仍有望维持高位，但价格中枢或有下移，动力煤价格有望在绿色区间（500 元/吨-570 元/吨）内波动。

图 5 环渤海动力煤价格维持高位

图 6 山西产京唐港主焦煤库提价上行



资料来源：Wind，中证鹏元整理



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018 年全年煤炭价格高位运行，带动行业盈利保持增长，但增速高位回落。2018 年煤炭行业实现主营业务收入 22,660.30 亿元，同比增长 5.5%，增速较 2017 年下降 20.4 个百分点；实现利润总额 2,888.20 亿元，同比增长 5.20%，2017 年增速为 290.5%。2016 年以来行业主营业务毛利率持续修复，2017 年首次超过 2011 年水平，2018 年进一步上升至 30.62%。考虑到中短期内煤价仍有望维持高位，中证鹏元预计中短期内煤炭行业盈利将持续，但鉴于煤炭价格中枢或有小幅下移，行业利润总额或有小幅回落。

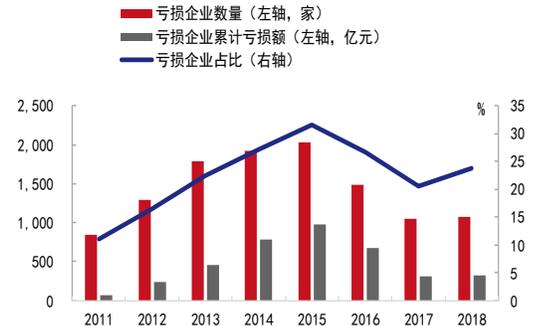
2018 年行业亏损面加大，行业内部分化加剧。2017 年煤炭行业亏损面有所改善，但 2018 年以来，受落实去产能政策和资源枯竭影响，部分企业煤炭产量下降，行业亏损面加大，内部分化加剧，2018 年亏损企业数量为 1,070 家，亏损企业占比 23.75%，较 2017 年上升了 3.13 个百分点，亏损企业累计亏损额为 327.50 亿元，较 2017 年上升 6.23%。

图 7 近三年行业盈利能力持续改善

图 8 2018 年煤炭行业亏损面加大



资料来源：Wind，中证鹏元整理



资料来源：Wind，中证鹏元整理

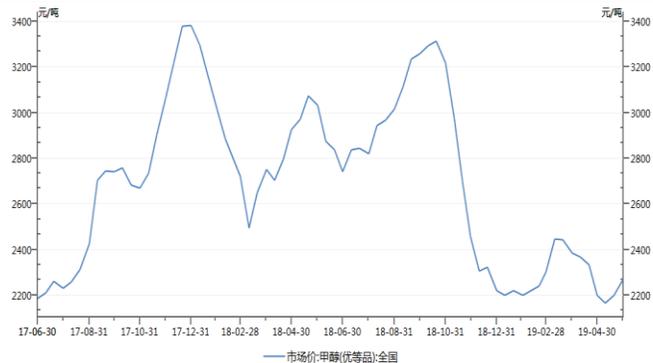
国内甲醇产能仍过剩，2018 年市场消费量保持增长，市场价格先扬后抑，受进口低价甲醇冲击及替代品供给增加影响，近期整体表现低迷

根据中国产业信息网数据，2018 年国内甲醇年产能仍为 8,500 万吨左右，产能利用率仍不足 60%。国内甲醇行业产能仍过剩，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。甲醇下游主要用于制烯烃，占下游消费需求的54%，甲醛、二甲醚、醋酸、MTBE的消费占比均在8%左右。2018年我国甲醇表观消费量为5,467.22万吨，同比增长2.58%，对外依赖度为13.59%。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。

2018年以来国内甲醇价格波动较大，整体呈现先扬后抑的走势，以全国甲醇（优等品）市场价格为例，2018年年初至四月，国内甲醇市场行情受益于成本端支撑影响震荡上行。6月份以来，国内外甲醇装置接连检修，内外盘市场供应偏紧，且进口数量不及预期导致港口库存低位运行，而冬季限气、环保限产、醇基燃料需求增加提前透支，甲醇市场价格震荡快速上行，10月20日达到3,313.50元/吨的高位。自10月下旬以来，海外乙烯价格下跌使得替代性增强，甲醇下游需求骤减，叠加国外低价货源放量冲击，导致市场供需格局转变为供过于求，甲醇市场价格崩盘下跌，近期整体仍表现较为低迷。

图9 甲醇市场价格先抑后扬波动大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

2018年实现营业收入107.94亿元，较上年增长12.36%；其中，得益于贸易规模的扩大，2018年化工品销售收入同比大幅增长129.92%至61.49亿元，占营业收入比重为56.97%，成为公司主要收入来源；因煤炭贸易规模缩减影响，煤炭及煤化工销售业务收入较上年减少28.09%，贡献毛利18.47亿元，仍是公司主要利润来源；受益于销量增长提升，水泥及粉煤灰销售收入持续上升，商品房结算收入略有下滑。其他业务收入主要包括煤化工副产品、煤炭转运及房租等收入，2018年其他收入的增加主要体现于煤化工副产品收入的增长。2018年公司新增机电设备、材料贸易销售业务，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”）负责运营。

毛利率方面，2018 年毛利亏损的化工品销售业收入占比大幅提升，新增的机电设备、材料贸易业务亦处于亏损，导致公司综合毛利率较上年下滑 3.98 个百分点至 17.26%。

**表 1 2017-2018 年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
<b>主营业务</b>	<b>1,067,792.42</b>	<b>17.32%</b>	<b>953,502.00</b>	<b>21.44%</b>
煤炭及煤化工销售	382,571.58	48.29%	532,000.69	38.80%
其中：自产原煤销售	275,836.37	59.36%	290,776.39	64.48%
煤炭贸易销售	30,966.44	-0.49%	112,735.94	2.59%
甲醇销售	75,768.77	27.93%	128,488.36	12.44%
化工品销售	614,943.95	-0.04%	267,458.38	-0.09%
有色金属销售	51,839.50	0.32%	149,080.91	0.74%
机电设备、材料销售收入	11,421.86	0.30%	0.00	-
水泥、粉煤灰销售	3,633.31	19.01%	1,569.32	18.88%
商品房销售	3,382.23	-11.90%	3,392.70	-92.32%
<b>其他业务</b>	<b>11,633.32</b>	<b>11.18%</b>	<b>7,193.84</b>	<b>-4.91%</b>
<b>合计</b>	<b>1,079,425.75</b>	<b>17.26%</b>	<b>960,695.84</b>	<b>21.24%</b>

注：2018 年公司部分甲醇产品通过华彬进出口公司出售，审计将 5.30 亿元的甲醇销售收入计入化工品销售，实际甲醇收入规模为 12.88 亿元。

资料来源：2017-2018 年公司审计报告及公司提供，中证鹏元整理

## 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，跟踪期内，煤炭生产情况较为稳定，原煤收入规模有所下滑，关联交易占比仍很高；煤炭贸易收入大幅减少且出现亏损，预计后续或将逐步退出

2018 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。因机器设备调试等影响，2018 年雅店煤矿实际产能未达预期状态，审计仍认定其处于试生产状态。公司煤炭资源储量较为丰富，2018 年末下沟煤矿、蒋家河及雅店煤矿剩余可采储量为 5.26 亿吨，其中雅店煤矿可采储量 4.41 亿吨。

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，计划总投资 55 亿元，2018 年末已累计投资 45.0 亿元。受煤炭行业去产能政策等影响，乌优特井田及朝克井田煤矿仍处于暂缓建设阶段。目前公司正推动项目产能置换、用地预审、社稳评估、安全预评价以及矿区恢复治理等工作，并积极向国家大型电力等企业推介，寻求项目转让、出售或合作开发，最终处理方案及时间不确定性较大，而已投资成本较高且期限较长，未来项目收益存在较大的不确定性。

**表 2 截至 2018 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 (年)	设计产能	是否有采矿权证
下沟煤矿	动力煤	5,121.00	18.00	300.00	是
蒋家河煤矿	动力煤	3,353.00	33.00	90.00	是
雅店煤矿	动力煤	44,100.00	64.20	400.00	是
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
<b>合计</b>	-	<b>191,574.00</b>	-	<b>1,890.00</b>	-

资料来源：公司提供

2018 年公司下沟煤矿和蒋家河煤矿均正常生产，全年合计实现煤炭产量为 774.67 万吨，较上年略有回落。受益于煤炭供给策改革，近年煤炭价格整体维持高位，2018 年出现小幅回落，公司自产原煤平均售价由上年的 382.24 元/吨降至 357.54 元/吨，降幅为 6.46%，销售收入较上年减少 5.14%，毛利率较 2017 年下滑 5.12 个百分点至 59.36%。

**表 3 2017-2018 年公司自产原煤产销情况**

项目名称	2018 年	2017 年
产量（万吨）	774.67	786.19
销量（万吨）	771.47	760.72
平均售价（不含税）（元/吨）	357.54	382.24
销售收入（万元）	275,836.37	290,776.39
毛利率	59.36%	64.48%

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，2018 年公司自产原煤仍集中向泰格瑞<sup>2</sup>销售，由其面向终端客户进行销售，少量直接向需求客户销售。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。2018 年公司自产原煤对关联方泰格瑞销售 26.04 亿元，占该业务收入的 94.41%，客户集中度很高。

总体来看，公司煤炭储量较大，生产与销售情况较为稳定，持续贡献主要利润；若后续雅店煤矿顺利正式入产，公司原煤产能有望进一步扩大，在中短期煤价继续维持高位的背景下，预计原煤销售收入规模会有所增加；但中证鹏元关注到，公司煤炭关联交易占比仍很高，经营状况易受关联方影响。

**表 4 2017-2018 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	销售收入占比
2018 年	陕西泰格瑞贸易有限公司	695.93	260,402.97	94.41%

<sup>2</sup> 泰格瑞于 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。

	陕西丰瑞和实业有限公司	22.28	8,463.02	3.07%
	陕西宇茂能源化工有限公司	13.45	1,450.45	0.53%
	咸阳华通煤业有限公司	14.83	1,537.45	0.56%
	陕西祥龙商贸有限公司	1.74	238.77	0.09%
	<b>合计</b>	<b>748.23</b>	<b>272,092.66</b>	<b>98.64%</b>
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%
	<b>合计</b>	<b>706.72</b>	<b>277,129.07</b>	<b>95.31%</b>

资料来源：公司提供

公司煤炭贸易业务主要由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有限公司及上海市北能源公司。2018年公司大幅缩减煤炭贸易量，降幅达75.50%，实现销售收入3.09亿元，同比大幅减少72.53%，由于对煤炭价格走势及风险预判不足，2018年出现亏损；根据整体发展战略，公司将集中开展化工品贸易，后续或将逐步退出煤炭贸易业务。

**表5 2017-2018年公司煤炭贸易情况**

项目名称	2018年	2017年
采购量（万吨）	47.36	189.83
销量（万吨）	47.36	193.27
采购价（元/吨）	657.00	568.17
平均售价（不含税）（元/吨）	653.18	583.31
销售收入（万元）	30,966.44	112,735.94
毛利率	-0.49%	2.59%

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

公司甲醇生产较为稳定，受益于价格提升，收入规模略有增长，盈利能力继续改善，但存在客户集中度高的风险

公司甲醇产品的生产与销售主要由润中能源负责。公司甲醇产品采用以销定产的模式，2018年实现产、销量分别为62.17万吨和59.69万吨，较上年分别下滑1.80%和9.10%，平均售价由2017年的1,956.58元/吨上升至2,157.89元/吨，涨幅10.29%，全年实现甲醇销售收入12.88亿元，与上年基本持平，毛利率为27.93%，盈利能力较上年进一步提升。

**表 6 2017-2018 年公司甲醇产品产销情况**

项目名称	2018 年	2017 年
产能（万吨/年）	60.00	60.00
产量（万吨）	62.17	63.31
销量（万吨）	59.69	65.67
平均售价（不含税）（元/吨）	2,157.89	1,956.58
销售收入（万元）	128,810.37	128,488.36
毛利率	27.93%	12.44%

注：表中甲醇销量为开增值税票销量，非实际发出量，2018 年实际发出量为 62.23 万吨。  
 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，剔除华彬进出口公司采购部分，其余基本向泰格瑞销售，存在客户集中度高的经营风险。总体来看，公司甲醇产品持续实现产销平衡，经营情况较为稳定，是公司重要的收入和利润来源，但中证鹏元注意到，国内甲醇价格波动较大且近期维持低位，表现较为低迷，将对公司的生产与销售收益造成不利影响；此外，甲醇销售存在客户集中度高的关联交易风险。此外，煤炭及甲醇在生产或存储过程中，需要严格按照操作规程进行，一旦有违反操作规程的行为，就容易发生安全事故，因此煤化工企业面临一定的安全生产风险。

**表 7 2017-2018 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	销售收入占比
2018 年	陕西泰格瑞贸易有限公司	33.54	84,381.78	65.51%
	陕西丰瑞和商贸有限公司	1.29	2,637.40	2.05%
	咸阳九天商贸有限公司	0.47	1,437.26	1.12%
	合计	35.3	88,456.44	68.67%
2017 年	宁波富德能源有限公司	32.02	73,680.79	57.34%
	陕西泰格瑞贸易有限公司	14.04	31,900.89	24.83%
	咸阳九天商贸有限公司	3.45	8,651.59	6.73%
	合计	49.51	114,233.27	88.91%

注：1、表中销售收入为含税收入；2、2018 年销售占比系占甲醇实际销售收入的比值。  
 资料来源：公司提供

### 化工品及有色金属销售业务板块

**得益于贸易规模扩大，公司化工品销售收入大幅增长但仍亏损，有色金属收入规模大幅缩减且客户集中度高**

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，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、甲醇及混合芳烃等，客户主要有江苏伊斯特威尔供应链管理有限公司及泰格瑞。公司化工品贸易依托张家港长江国际仓储平台进行在线交割，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。有色金属贸易品种主要有氧化锌、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，客户主要有上海市北能源公司、上海实威盈有限公司等。

**表 8 2018 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	752,850.00	6,443.45	6,438.56
甲醇	243,917.78	2,167.76	2,174.57
二甘醇	90,620.00	5,524.31	5,518.87
混合芳烃	37,857.15	4,739.15	4,741.17
原料油	20,186.30	2,820.51	2,823.08
沥青	11,834.41	2,973.77	2,976.33

资料来源：公司提供

**表 9 2018 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
氧化锌	15,317.01	12,631.87	12,736.79
锌精矿	12,783.91	15,447.46	15,505.86
电解铜	1,537.13	41,730.05	41,723.11
铅精矿	5,893.73	6,465.93	6,095.16
锌矿	1,423.58	3,396.51	3,300.02
电炉锌粉	777.80	22,579.76	23,626.24
铅矿	388.58	4,961.74	5,013.11

资料来源：公司提供

从贸易板块运营情况来看，为扩大营业收入规模及提升市场影响力，化工品贸易具有的在线交割、周转效率高优势，2018年公司化工品贸易收入大幅增至61.49亿元，占营业收入比重为56.97%，成为主要收入来源，但仍略微亏损。而有色金属贸易以实物交割为主、资金周转相对较慢，且有色金属交易受政策管控影响较大，市场价格走势预判难度加大，2018年公司大幅缩减有色金属贸易规模，收入规模较上年大幅减少65.23%，未来将逐步退出有色金属贸易。从贸易客户分布来看，2018年公司化工品贸易业务前五大客户销售收入占比为40.81%，客户集中度有所降低，其中对关联公司泰格瑞交易规模较大，亦存在关联交易风险；有色金属前五大采购客户金额占比达81.43%，存在采购客户集中度高的经营风险。

**表 10 2018 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	52,875.61	8.60%	陕西泰格瑞贸易有限公司	102,802.82	16.72%
北京中圣明达商贸有限公司	46,564.57	7.57%	江苏伊斯特威尔供应链管理有限公司	47,966.44	7.80%

江苏化工品交易中心有限公司	24,540.90	3.99%	温州龙城实业有限公司	47,457.77	7.71%
浙江正凯集团有限公司	22,220.53	3.61%	湖州贸联机械设备有限公司	36,970.76	6.01%
北京中泰齐力国际科贸有限公司	17,025.57	2.77%	陕西建成实业有限公司	15,772.84	2.56%
<b>合计</b>	<b>163,227.17</b>	<b>26.54%</b>	<b>合计</b>	<b>250,970.64</b>	<b>40.81%</b>

资料来源：公司提供

**表 11 2018 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
昊坤能源有限公司	17,670.73	34.20%	安徽铜冠有色金属（池州）有限责任公司	9,533.59	18.39%
北京奥燃实业有限公司	15,605.81	30.20%	上海实威盈有限公司	6,158.50	11.88%
上海为坚实业有限公司	6,414.45	12.41%	上海锌恒实业有限公司	5,453.14	10.52%
上海市北能源公司	1,320.71	2.56%	上海浦商国际贸易有限公司	4,291.06	8.28%
厦门捷永贸易有限公司	1,063.65	2.06%	深圳市中金岭南有色金属股份有限公司丹霞冶炼厂	2,127.82	4.10%
<b>合计</b>	<b>42,075.35</b>	<b>81.43%</b>	<b>合计</b>	<b>27,564.10</b>	<b>53.17%</b>

资料来源：公司提供

### 商品房销售板块

**公司商品房销售收入略有下滑，毛利仍亏损，可售房源规模小，业务持续性较差**

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，2018 年公司实现商品房销售收入 3,382.23 万元，同比略有下滑，主要来源于彬县“春园小区”项目等 4 个项目，其余收入来自彬县“春园小区”地下车位。公司商品房主要面向内部职工销售，结转毛利仍处于亏损状态。2018 年末公司彬县“春园小区”项目仅 463.2 平方米可供出售。总体来看，公司商品房销售收入略有下滑，房源主要面向内部职工销售，售价较低，毛利持续亏损；剩余可售房源规模小，无规模较大的在建房地产项目，商品房开发业务持续性较差。

**表 12 2017-2018 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	2018 年	2017 年
咸阳“华彬小区”	销售面积	325.61	579.21
	销售单价	3,574.17	4,617.00
	销售收入	116.37	267.43
杨凌“康乐华府”	销售面积	1,841.00	839.52
	销售单价	2,488.97	1,961.35
	销售收入	458.22	164.66
彬县“春园小区”	销售面积	4,841.39	4,349.26
	销售单价	3,956.87	2,281.00
	销售收入	1,515.67	992.08

彬县“兴矿小区3号楼”	销售面积	3,070.88	3,775.33
	销售单价	2,174.14	1,611.00
	销售收入	667.65	608.15

资料来源：公司提供

此外，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 5.34 万平方米，建成后拥有客房 275 套，2018 年末项目累计投资 2.85 亿元，主体建筑框架已基本完工，目前正在进行装修等前期准备工作，预计 2019 年 10 月开始投入运营。考虑到区域酒店行业景气度欠佳等影响，后续能否实现预期收益存在一定的不确定性。

## 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2017-2018年审计报告，报告均按照新会计准则编制。2018年公司合并范围具体变化情况见表1。

### 资产构成与质量

公司总资产规模同比增长，资产中探矿权、房屋建筑物、机器设备及在建工程占比较高，整体流动性较弱；应收款项较大且部分账龄较长，持有至到期投资均已逾期，面临一定的资产损失风险

截至 2018 年末，公司总资产规模为 273.89 亿元，同比增长 8.55%。非流动资产仍是公司资产的主要构成部分，2018 年末占比为 77.05%，较上年下降 4.71 个百分点。

**表 13 2017-2018 年公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	126,444.67	4.62%	111,538.80	4.42%
应收票据及应收账款	45,448.67	1.66%	46,504.56	1.84%
其中：应收票据	18,179.37	0.66%	14,298.31	0.57%
应收账款	27,269.30	1.00%	32,206.25	1.28%
预付款项	63,575.18	2.32%	76,734.22	3.04%
其他应收款	329,633.55	12.04%	98,690.65	3.91%
存货	41,758.26	1.52%	96,639.76	3.83%
<b>流动资产合计</b>	<b>628,685.57</b>	<b>22.95%</b>	<b>460,315.59</b>	<b>18.24%</b>

长期股权投资	18,926.18	0.69%	25,330.07	1.00%
可供出售金融资产	58,911.78	2.15%	55,156.89	2.19%
持有至到期投资	2,000.00	0.07%	5,200.00	0.21%
投资性房地产	82,698.98	3.02%	86,961.90	3.45%
固定资产	696,430.28	25.43%	926,895.73	36.74%
在建工程	334,394.90	12.21%	55,272.54	2.19%
无形资产	870,896.74	31.80%	848,296.74	33.62%
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,110,248.21</b>	<b>77.05%</b>	<b>2,062,804.38</b>	<b>81.76%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,738,933.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,523,119.97</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、预付款项、其他应收款及存货构成。2018 年末公司货币资金余额为 12.64 亿元，其中 10.15 亿元为其他货币资金，4.15 亿元的票据保证金和 0.08 亿元的冻结银行存款使用权受限。应收票据均为银行承兑汇票。应收账款主要系应收客户的货款，其中前五大欠款对象主要为地方民企，合计欠款余额占比为 76.36%，部分账款较长，2018 年末公司已累计计提坏账损失准备 0.75 亿元。

2018 年末预付款项系预付律所费用、贸易供应商的货款等，账龄在 1 年以上的占比为 41.20%，前五名预付对象合计占比为 52.73%。2018 年末公司其他应收款账面价值大幅增至为 32.96 亿元，其中应收中安亚太控股有限公司股权转让款 25.0 亿元，其余仍主要为应收华宇延祥国际投资有限公司、陕西鸿盛实业有限公司等企业的借款，前 5 名欠款对象占比为 76.27%，欠款对象较集中。2018 年末公司其他应收账款累计计提 12.44 亿元的坏账准备，在宏观经济下行压力加大的背景下，民企经营风险增加，公司仍面临一定的坏账损失风险。

2018 年末存货账面价值为 4.18 亿元，其中库存商品 1.86 亿元、原材料 1.24 亿元及发出商品 0.82 亿元，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；期末存货规模大幅下降主要系大东市国际商贸中心出售所致。

非流动资产主要由长期股权投资、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产、固定资产、在建工程及无形资产构成。公司可供出售金融资产均按成本法计量，主要投资对象包括陕西和谐投资股份有限公司、陕西民东投资集团有限公司；2018 年公司可供出售金融资产在持有期间共计获得 4,331.42 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民企，经营区域相对集中，受经营状况影响，未来该收益可能波动。2018 年末公司持有至到期投资均已逾期，且累计计提 1.90 亿元的减值准备，未来面临资产损失风险。

**表 14 截至 2018 年末公司持有至到期投资明细（单位：万元）**

项目	投资对象	余额	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	9,998.99	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）	10,000.00	15%	2016.5.4	无
委托贷款	陕西东亚大秦房地产开发有限公司	1,000.00	15%	2012.7.27	无
合计		<b>20,998.99</b>		-	

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司投资性房地产均以成本法计量，期末同比变化不大，其中 1.31 亿元的陕西国润置业有限责任公司抵债房屋因尚未缴纳契税而尚未办妥产权证书。期末公司固定资产账面价值为 69.64 亿元，其中房屋建筑物和机器设备占比分别为 61.37% 和 31.78%。期末公司固定资产同比减少 24.86%，主要系雅店煤矿项目转入在建工程所致。无形资产仍主要为探矿权，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。

总体来看，公司总资产规模保持增长，资产中探矿权、房屋建筑物、机器设备及在建工程占比较高，整体流动性较弱，应收款项规模较大、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，资产运营效率进一步提高

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，化工品及有色金属贸易周期较短，应收账款同比下滑，2018 年公司营业收入保持增长，应收款项周转天数降至 15.33 天，同期公司出售大东市国际商贸中心使得存货规模减少，存货周转天数亦进一步缩短，使得公司净营业周期继续维持负数，资金周转速度较快。由于营业收入持续增长，2018 年公司固定资产和流动资产的周转天数均有所缩短，整体资产运营效率进一步提升。

**表 15 2017-2018 年公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2018 年	2017 年
应收款项周转天数	15.33	18.58
存货周转天数	27.89	38.37
应付款项周转天数	60.88	77.74
净营业周期	-17.66	-20.79
流动资产周转天数	181.60	191.67
固定资产周转天数	270.70	313.59
总资产周转天数	877.48	943.90

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

公司化工品贸易规模扩大推动营业收入增长，拉低综合毛利率，资产减值损失侵蚀利润较多，投资收益稳定性不佳，仍面临一定的资产损失风险

2018 年实现营业收入 107.94 亿元，较上年增长 12.36%；其中，得益于贸易规模的扩大，化工品贸易收入占营业收入比重达 56.97%，成为公司主要收入来源；受煤炭贸易规模缩减影响，煤炭及煤化工销售业务收入较上年有所下滑，仍是主要利润来源，公司煤炭储备较丰富，业务持续性较强，甲醇产品持续实现产销平衡，经营较为稳定；受益于销量增长提升，水泥及粉煤灰销售收入持续上升，商品房结算收入略有下滑、业务持续性较差。毛利率方面，2018 年毛利亏损的化工品销售业务收入占比大幅提升，新增的机电设备、材料贸易业务亦处于亏损，导致公司综合毛利率较上年下滑 3.98 个百分点至 17.26%。

2018 年公司投资收益出现亏损主要系投资陕西华电瑶池发电有限公司产生，由于近年国家对电价限制，叠加原料煤炭成本较高，导致其经营效益不佳；2018 年公司资产减值损失为 2.30 亿元，包括 1.62 亿元的坏账损失和 0.32 亿元的持有至到期投资减值损失。公司资产减值损失对利润侵蚀较多，其他应收款部分账龄偏长且应收对象为地方民企，持有至到期投资均已逾期，仍面临一定的资产损失风险。综合影响下，2018 年公司营业利润和利润总额分别较上年减少 5.57% 和 5.67%。

**表 16 2017-2018 年公司主要盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
营业收入	1,079,425.75	960,695.84
资产减值损失	23,013.98	67,005.99
投资收益	-4,326.07	1,541.93
营业利润	79,684.58	84,381.94
利润总额	73,720.98	78,148.79
净利润	56,006.39	62,627.52
综合毛利率	17.26%	21.24%
期间费用率	5.50%	3.59%
营业利润率	7.38%	8.78%
总资产回报率	4.78%	4.60%
净资产收益率	4.42%	5.75%
营业收入增长率	12.36%	206.58%
净利润增长率	-10.57%	459.73%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金继续净流入，后续筹资压力仍较大

2018 年公司 FFO 规模略降至 21.06 亿元，经营活动现金生成能力仍表现良好，同期经营活动收现比为 1.16，主业回款表现较好。2018 年末公司存货规模降低，对资金占用减少，经营性应付项目减少 1.45 亿元，营运资本净流入 4.75 亿元，营运压力有所缓解。综合影响下，2018 年公司经营活动现金净流入 25.81 亿元。

投资活动方面，公司继续推进雅店煤矿项目及其他配套项目建设，投资活动现金继续净流出 5.76 亿元。2018 年公司通过银行借款及融资租赁等渠道使得筹资活动现金流入 26.97 亿元，在偿还债务及支付利息后，筹资活动继续净流出。考虑到 2018 年公司短期有息债务规模为 41.59 亿元，后续仍面临较大的筹资压力。

**表 17 2017-2018 年公司现金流量情况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
收现比	1.16	1.15
净利润	56,006.39	62,627.52
非付现费用	94,509.39	112,361.92
非经营损益	60,121.08	37,308.40
<b>FFO</b>	<b>210,636.86</b>	<b>212,297.84</b>
<b>营运资本变化</b>	<b>47,508.61</b>	<b>-94,728.01</b>
其中：存货减少（减：增加）	54,882.96	-31,984.44
经营性应收项目的减少（减：增加）	7,095.37	1,346.07
经营性应付项目增加（减：减少）	-14,469.73	-64,089.64
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>258,145.46</b>	<b>117,569.82</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-57,649.77</b>	<b>-22,326.03</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-175,869.25</b>	<b>-110,785.50</b>
现金及现金等价物净增加额	24,626.44	-15,541.71

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 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，面临较大的短期债务压力

受少数股东权益增加影响，2018 年末公司所有者权益规模较上年大幅增长 25.54% 至 141.20 亿元；同期负债规模同比降低 5.11%，期末公司产权比率降至 93.97%。

**表 18 2017-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
负债总额	1,326,910.07	1,398,341.87

所有者权益	1,412,023.71	1,124,778.10
产权比率	93.97%	124.32%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

流动负债仍是公司负债主要构成部分，2018 年末占比较上年末小幅上升至 86.63%，公司债务结构欠合理。公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、预收款项、其他应付款、应交税费及一年内到期的非流动负债构成。2018 年末公司短期借款余额为 32.15 亿元，其中保证借款 12.30 亿元和已贴现的应收票据 18.35 亿元，其中已贴现的应收票据系公司本部开具给子公司陕西华彬煤业股份有限公司（以下简称“华彬煤业”）的银行承兑汇票，华彬煤业已将上述应收票据进行了贴现。应付账款仍主要为应付雅店煤矿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、甲醇货款。截至 2018 年末，公司其他应付款规模为 27.54 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，期末规模有所降低。一年内到期的非流动负债主要系 2019 年到期的长期借款和长期应付款，债务刚性较强。

公司长期债务压力主要来自长期借款、应付债券和长期应付款。2018 年末长期借款主要为保证借款。应付债券系本期债券。2018 年末公司长期应付款大幅上升至 5.62 亿元，其中应付中煤科工金融租赁股份有限公司租赁借款 1.97 亿元及中国长城、东方资产管理股份有限公司陕西省分公司有息借款合计 4.7 亿元。截至 2018 年末，公司有息债务规模为 58.76 亿元，较上年末减少 8.70%，其中短期债务规模为 41.59 亿元，占有息债务比重为 70.78%。

**表 19 2017-2018 年公司负债主要构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	321,500.00	24.23%	314,470.00	22.49%
应付票据及应付账款	142,179.44	10.72%	159,911.46	11.44%
预收款项	64,287.10	4.84%	49,496.23	3.54%
应交税费	98,078.46	7.39%	104,902.97	7.50%
其他应付款	275,386.93	20.75%	315,563.13	22.57%
一年内到期的非流动负债	94,397.13	7.11%	129,180.83	9.24%
<b>流动负债合计</b>	<b>1,149,483.07</b>	<b>86.63%</b>	<b>1,192,786.24</b>	<b>85.30%</b>
长期借款	38,500.00	2.90%	122,500.00	8.76%
应付债券	76,987.00	5.80%	76,396.61	5.46%
长期应付款	56,207.71	4.24%	1,046.01	0.07%
<b>非流动负债合计</b>	<b>177,427.00</b>	<b>13.37%</b>	<b>205,555.63</b>	<b>14.70%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,326,910.07</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,398,341.87</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	587,591.84	44.28%	643,593.45	46.03%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2018 年末，公司资产负债率为 48.45%，较上年末减少 6.97 个百分点，负债水平有所下降。期末公司流动比率与速动比率分别为 0.55 和 0.51，同比虽有所上升但仍表现较弱，且账面货币资金不大、受限占比较高，即时偿付压力较大。2018 年公司 EBITDA 同比增长 22.25%，但由于资本化利息规模上升，EBITDA 利息保障倍数降至 3.15，经营活动产生的现金流对利息支出的保障程度有所减弱。

**表 20 2017-2018 年公司偿债能力指标**

项目	2018 年	2017 年
资产负债率	48.45%	55.42%
流动比率	0.55	0.39
速动比率	0.51	0.30
EBITDA（万元）	197,163.82	161,273.16
EBITDA 利息保障倍数	3.15	4.27
有息债务/EBITDA	2.98	3.99
债务总额/EBITDA	6.73	8.67
经营性净现金流/流动负债	0.22	0.10
经营性净现金流/负债总额	0.19	0.08

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

**公司仍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 2019 年 5 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、其他事项分析

### （一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，公司本部 2016 年有 5 笔欠息结清，合计金额为 518.64 万

元，根据西安银行股份有限公司健康路支行等提供的情况说明，上述欠息非公司恶意欠息。此外，公司分别于2018年3月21日和2018年10月21日发生欠息，欠息金额分别54.18万元和7.43万元，并分别于2018年3月27日和2018年10月22日结清。根据中国民生银行股份有限公司西安分行2018年3月21日出具的业务情况说明，欠息系公司涉及诉讼，银行账户冻结导致无法到期兑付所致；根据长安银行彬县支行2018年10月25日出具的情况说明，公司欠息非客观原因造成，非恶意欠息。

## （二）对外担保情况

截至2018年末，公司对外担保金额合计14.01亿元，占期末净资产的比重为9.92%，担保对象均为地方民企，经营区域较为集中；公司对外担保均无反担保措施，未来存在一定的或有负债风险。

**表 21 截至 2018 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保金额	担保方式	担保时间
陕西东岭物资有限责任公司	50,000.00	保证担保	2018.6-2019.6
陕西东岭物资有限责任公司	20,000.00	保证担保	2018.2-2019.2
陕西东岭物资有限责任公司	5,000.00	保证担保	2018.7-2019.7
东岭集团股份有限公司	18,500.00	保证担保	2018.11-2019.11
东岭集团股份有限公司	10,500.00	保证担保	2018.4-2019.7
东岭锌业股份有限公司	18,600.00	保证担保	2018.3-2019.6
陕西泰格瑞贸易有限公司	8,000.00	保证担保	2018.9-2019.9
陕西黄河矿业（集团）有限责任公司	5,000.00	保证担保	2018.1-2019.1
宝鸡八方山铅锌矿业有限责任公司	2,500.00	保证担保	2018.4-2019.4
陕西万晟通实业有限公司	2,000.00	保证担保	2018.12-2019.12
<b>合计</b>	<b>140,100.00</b>	-	-

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 八、评级结论

公司煤炭资源储量较丰富，煤炭业务持续发展能力较强；经营活动现金继续净流入，负债率及有息债务水平均有所降低，财务状况有所改善。

同时中证鹏元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，自产原煤、甲醇及化工品贸易业务关联交易规模大，经营活动受关联方经营状况影响较大，资产减值损失侵蚀利润较多，对外担保金额较大且担保对象均为地方民企，有息债务以短期债务为主、即时偿付压力较大及煤炭及煤化工业务面临安全

生产等风险因素。

基于以上分析，经中证鹏元综合评定，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，评级展望维持为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	126,444.67	111,538.80	191,086.42
预付款项	63,575.18	76,734.22	85,087.38
其他应收款	329,633.55	98,690.65	138,159.86
存货	41,758.26	96,639.76	64,655.31
流动资产合计	628,685.57	460,315.59	562,670.38
可供出售金融资产	58,911.78	55,156.89	56,247.06
投资性房地产	82,698.98	86,961.90	72,674.31
固定资产净额	696,430.28	926,895.73	746,791.90
在建工程	334,394.90	55,272.54	166,273.62
无形资产	870,896.74	848,296.74	825,144.58
非流动资产合计	2,110,248.21	2,062,804.38	1,951,981.14
资产总计	2,738,933.79	2,523,119.97	2,514,651.51
短期借款	321,500.00	314,470.00	423,700.00
应付账款	142,179.44	159,911.46	166,865.58
其他应付款	275,386.93	315,563.13	307,815.06
一年内到期的非流动负债	94,397.13	129,180.83	49,082.15
流动负债合计	1,149,483.07	1,192,786.24	1,162,101.16
长期借款	38,500.00	122,500.00	132,500.00
应付债券	76,987.00	76,396.61	136,265.15
非流动负债合计	177,427.00	205,555.63	297,096.56
负债合计	1,326,910.07	1,398,341.87	1,459,197.72
有息债务	587,591.84	643,593.45	768,286.71
所有者权益合计	1,412,023.71	1,124,778.10	1,055,453.79
营业收入	1,079,425.75	960,695.84	313,358.13
营业利润	79,684.58	84,381.94	18,571.18
净利润	56,006.39	62,627.52	11,188.89
经营活动产生的现金流量净额	258,145.46	117,569.82	172,706.53
投资活动产生的现金流量净额	-57,649.77	-22,326.03	-24,549.99
筹资活动产生的现金流量净额	-175,869.25	-110,785.50	-177,906.41
财务指标	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	15.33	18.58	57.99
存货周转天数	27.89	38.37	141.50
应付账款周转天数	60.88	77.74	244.74
净营业周期（天）	-17.66	-20.79	-45.25
流动资产周转天数	181.60	191.67	689.78

固定资产周转天数	270.70	313.59	846.84
总资产周转天数	877.48	943.90	2,888.50
综合毛利率	17.26%	21.24%	31.10%
期间费用率	5.50%	3.59%	15.46%
营业利润率	7.38%	8.78%	5.93%
总资产回报率	4.78%	4.60%	1.92%
净资产收益率	4.42%	5.75%	1.07%
营业收入增长率	12.36%	206.58%	52.90%
净利润增长率	-10.57%	459.73%	28.26%
资产负债率	48.45%	55.42%	58.03%
流动比率	0.55	0.39	0.48
速动比率	0.51	0.30	0.43
EBITDA (万元)	197,163.82	161,273.16	92,788.42
EBITDA 利息保障倍数	3.15	4.27	1.40
有息债务/EBITDA	2.98	3.99	8.28
债务总额/EBITDA	6.73	8.67	15.73
经营性净现金流/流动负债	0.22	0.10	0.15
经营性净现金流/负债总额	0.19	0.08	0.12

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录二 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

## 附录三 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。