

# 神木市国有资本投资运营集团有限公司 2020 年度 跟踪评级报告

---

项目负责人：刘翌晨 [ychliu@ccxi.com.cn](mailto:ychliu@ccxi.com.cn)

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

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 6 月 19 日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 0960 号

## 神木市国有资本投资运营集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；

维持“19 神木国资 MTN001”及“14 神木债/PR 神木债”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十九日

**评级观点：**中诚信国际维持神木市国有资本投资运营集团有限公司（以下简称“神木国资”或“公司”）的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“19 神木国资 MTN001”及“14 神木债/PR 神木债”的信用等级为 **AA+**。中诚信国际认为，2019 年以来公司继续保持了优良的资源禀赋、较低的生产成本、稳健的资本结构及合理的债务结构，且公司参股资产优质。同时，中诚信国际也关注到煤炭价格波动、公司利润依赖于投资收益、代建业务及委托贷款业务回款情况有待观察等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

神木国资（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	201.31	225.54	224.94	233.05
所有者权益合计（亿元）	148.06	167.72	168.11	173.34
总负债（亿元）	53.25	57.82	56.83	59.71
总债务（亿元）	37.12	40.88	33.14	33.03
营业总收入（亿元）	24.56	35.37	23.97	5.31
净利润（亿元）	31.47	26.36	23.54	4.68
EBITDA（亿元）	36.71	31.84	27.21	--
经营活动净现金流（亿元）	0.04	4.14	7.21	4.12
资产负债率(%)	26.45	25.63	25.27	25.62
神木国资（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	138.42	153.94	151.77	154.47
所有者权益合计（亿元）	112.76	130.52	131.12	135.94
总负债（亿元）	25.66	23.43	20.65	18.52
总债务（亿元）	19.90	19.31	16.01	13.91
营业总收入（亿元）	1.10	2.69	0.93	0.31
净利润（亿元）	23.45	24.92	24.44	4.29
经营活动净现金流（亿元）	5.30	0.10	-6.52	0.81
资产负债率(%)	18.54	15.22	13.61	11.99

注：中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：煤炭(C020000\_2019\_04)

神木市国有资本投资运营集团有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (16%)	EBIT 利润率(%)*	109.73	10
	总资产收益率(%)*	14.78	10
财务政策与 偿债能力 (32%)	总资本化比率(%)*	16.47	10
	EBITDA/总债务(%)*	86.29	10
	EBIT 利息保障倍数(X)*	22.64	10
	经调整的经营净现金流 (CFO)/总债务(%)*	-17.33	2
规模(28%)	营业总收入(亿元)*	27.97	2
	原煤产量	7	7
运营实力 (24%)	资源禀赋	10	10
	竞争实力	6	6
	安全生产	10	10
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			1
评级模型级别			AA+

#### 打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理及企业特殊事件等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

\*指标采用近三年平均值

### 正面

■ **继续保持优良的资源禀赋及较低的吨煤成本。**公司煤矿赋存条件较好，开采难度较低，2019 年吨煤制造成本为 139.83 元/吨，处于较低水平。

■ **参股资产优质。**公司参股了陕西煤业股份有限公司（以下简称“陕西煤业”）下属子公司红柳林矿业、张家峁矿业和柠条塔矿业，2019 年从上述 3 家公司获得投资收益共 19.82 亿元，是公司利润的重要来源。

■ **继续保持稳健的资本结构及合理的债务结构。**截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率为 25.62%，资本结构稳健，且有息债务以长期债务为主，债务期限结构合理。

### 关注

■ **煤炭价格波动。**2020 年新冠肺炎疫情爆发以来，煤炭下游主要行业开工率不足，煤炭市场价格不断下行，将对煤炭企业盈利能力产生一定不利影响。

■ **利润依赖于投资收益。**公司利润主要由投资收益构成，参股公司经营状况对公司利润水平影响很大。

■ **公司承担部分基础设施建设，且委托贷款规模持续扩大，回款情况有待观察。**公司承担环城南路及环城北路土地整理及征收项目建设，截至 2019 年末共支出资金 13.05 亿元；截至 2020 年 3 月末公司对区域内中小企业委托贷款余额为 19.82 亿元，且涉及单位较多，对公司资金形成一定占用且回款情况有待观察。

### 评级展望

中诚信国际认为，神木市国有资本投资运营集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司盈利大幅增长且具有可持续性；资本实力显著增强。

■ **可能触发评级下调因素。**煤炭价格超预期下行，公司参股企业盈利能力大幅下滑；杠杆水平持续攀升，偿债能力大幅弱化。

**评级历史关键信息**

神木市国有资本投资运营集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	19 神木国资 MTN001 (AA+)、 14 神木债/PR 神木债 (AA+)	2020/03/23	--	--	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	19 神木国资 MTN001 (AA+)	2018/07/06	王鹏、王文洋	<a href="#">中诚信国际煤炭行业评级方法 020100_2017_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	14 神木债/PR 神木债 (AA+)	2014/06/06	刘英爱、马天翔、 欧阳正杰	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评 级方法（煤炭行业） CCXI_020100_2014_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际原口径

**同行业比较**

部分煤炭企业主要指标对比表					
公司简称	2019 年 原煤产量 (万吨)	2020 年 3 月末 总资产 (亿元)	2020 年 3 月末 资产负债率 (%)	2019 年 营业总收入 (亿元)	2019 年 净利润 (亿元)
徐矿集团	2,006*	487.64	62.29	307.58	6.51
榆能集团	1,906*	466.59	44.76	167.76	47.32
盘江投资	1,221	432.87	72.67	326.56	10.80
兰花集团	1,034	441.62	72.45	111.07	3.17
神木国资	198	233.05	25.62	23.97	23.54

注：“徐矿集团”为“徐州矿务集团有限公司”简称；“盘江投资”为“贵州盘江投资控股（集团）有限公司”简称；“兰花集团”为“山西兰花煤炭实业集团有限公司”简称；“榆能集团”为“陕西榆林能源集团有限公司”简称；加“\*”指标为 2018 年年度数据。

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期
19 神木国资 MTN001	AA+	AA+	8.00	8.00	2019/03/04~2024/03/04 (3+2)
14 神木债/PR 神木债	AA+	AA+	15.00	6.00	2014/06/23~2021/06/23

注：“14 神木债/PR 神木债”从存续期的第三年末开始，逐年按照债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金，截至评级报告出具日债券余额为 6 亿元。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“14 神木债/PR 神木债”募集资金 15 亿元，截至目前募集资金余额为 0 元，全部用于幸福家园公租房项目、聚福家园公租房项目、老龙池公租房项目、西沙限价房项目及和谐家园经济适用房项目 5 个保障性住房项目的建设，募集资金使用与募集说明书一致。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸

易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基



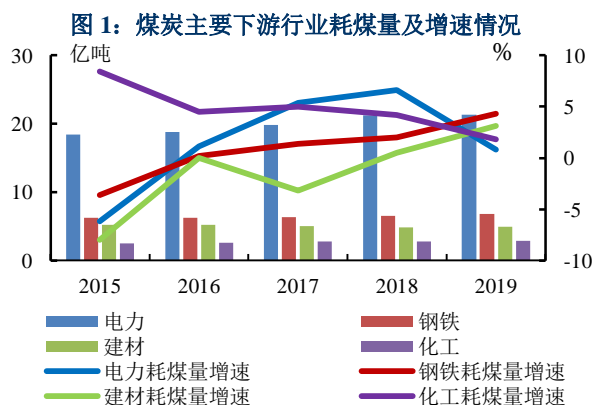
建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

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

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



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

电力行业是煤炭最重要的下游行业，近年来该行业耗煤量占我国煤炭消费总量的比重始终保持在 50% 以上。2019 年，受用电增速显著下降影响，全国发电量增速同比下降。其中，由于快速增长的水力发电一定程度挤压了火力发电空间，2019 年火电发电量增速下降使得电力行业煤炭消费量增速同比下降 5.8 个百分点，下滑明显。2019 年，尽管制造业投资疲软，但由于基建投资回稳，加之房地产投资增速保持在较高水平，钢铁及水泥行业需求平稳释放，上述两行业煤炭消费量增速同比分别上升 2.3 个百分点和 2.6 个百分点。此外，自新冠肺炎疫情爆发以来，我国通过延长企业复工复产时间、限制物流运输等措施控制疫情发展，短时间使得工业企业开工率不高，电厂负荷降低，煤炭需求明显下降；预计一季度我国第二产业生产将呈缓慢恢复状态，对煤炭需求将产生一定影响。但中长期来看，本次疫情对我国煤炭行业需求变化整体影响有限。

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

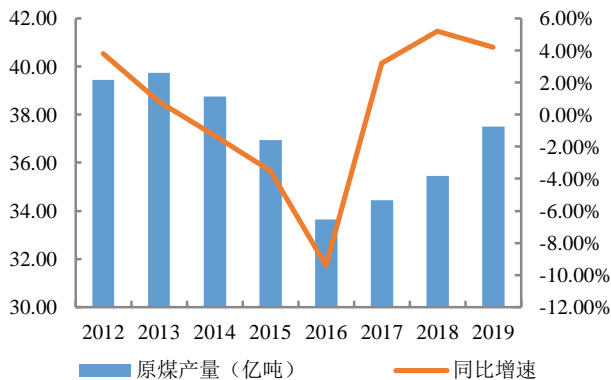
**目前我国煤炭行业去产能目标已接近完成，未来随着低效矿井的进一步退出以及三西区域优质产能的不断释放，我国煤炭行业供给格局将进一步优化**

我国煤炭行业“十三五”期间 8 亿吨去产能目标已接近完成。根据发改委等部门的要求，煤炭行业未来将继续加快出清“僵尸企业”，同时将加快退出安全及环保不达标的煤矿，并且力争到 2021 年底将全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800 处以内。截至 2018 年底我国 30 万吨/年以下煤矿数量约为 2,200 处，合计产能 2.43 亿吨/年，我国煤炭行业后续去产能空间仍然较大。但由于 30 万吨/年以下矿井部分已处于停产或半停产状态，产能利用率整

体较低，预计该部分矿井的退出对我国煤炭产量的影响有限。但对于贵州、四川、江西、湖南、湖北等 30 万吨以下矿井数量及占比较高的省份，该政策的执行将使得部分区域市场煤炭供需格局发生一定改变。

煤炭运输方面，2019 年 9 月，我国纵贯南北的北煤南运能源运输大通道浩吉铁路<sup>1</sup>（原蒙华铁路）正式开通运营。浩吉铁路全长 1,813.5 公里，跨越蒙、陕、晋、豫、鄂、湘、赣七省区，是继大秦线之后国内又一条超长距离的运煤大通道。未来大量内蒙古和陕西煤炭将通过浩吉铁路与“海进江”煤炭形成良性竞争，除保障华中地区煤炭稳定供应外，亦可辐射影响西南与华东区域，受益于此我国煤炭产业结构将得到进一步优化。

图 2：2012 年以来全国原煤产量及产量增速情况



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

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

中诚信国际认为，近年来通过产能退出及减量置换等措施，我国低效煤炭产能已得到有效出清，行业去产能成果显著。目前我国在建矿井集中于资源禀赋好、单体生产规模大的晋、陕、蒙等地区<sup>3</sup>（三

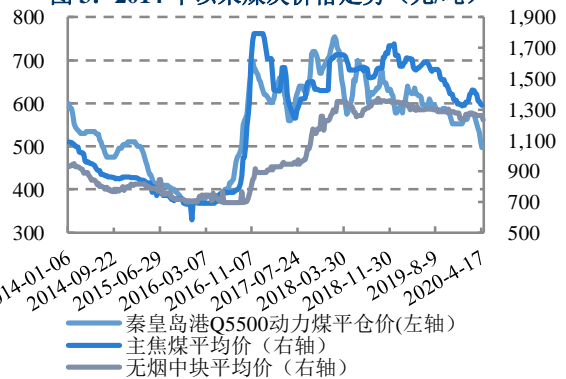
西地区），未来随着浩吉铁路运力的逐步提升，该部分优质产能的不断释放将进一步促进我国煤炭产量增长和产业结构的优化升级。

### 2019 年，在煤炭消费增速大幅下降以及进口持续增长等多重因素影响下，我国煤炭价格整体有所下行；2020 年以来，受新冠肺炎疫情疫情影响，煤炭下游行业开工率不足，动力煤价格呈明显下降态势

近年来，受益于供给侧改革的严格执行，我国煤炭市场供需关系得到明显改善。其中，2017 年以来，原神华集团<sup>4</sup>开始重拾年度长协价和现货价的价格双轨制，并按要求制定了较明确的长协价定价机制，即“基准价 535 元+浮动价”的定价模式。目前看来，以制定长协价格、落实长协合同为主的平抑煤价政策使得动力煤价格趋于稳定。

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

图 3：2014 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

2020 年初，自新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤

面积较大，整顿时间较长，对该地区煤炭产量影响较大。

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

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

<sup>1</sup> 浩吉铁路北起内蒙古鄂尔多斯市境内的浩勒报吉南站，终到江西九江铁路吉安站；该铁路 2020 年计划运量 6,000 万吨，预计将于 2025 年前逐步达到 2 亿吨/年设计运能。

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



炭市场整体呈供需两弱格局，受煤企复工时间延长和物流运输受限等因素影响，1~2月局部地区煤炭供应出现短缺，煤炭价格整体有所回升。2020年3月以来，随着煤炭企业复工率的大幅提升和物流运输的逐步复苏，我国煤炭供应明显增加，但煤炭下游主要行业开工率不足，库存不断增加，动力煤价格呈明显下降态势。截至2020年4月17日，秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价、炼焦煤全国均价及无烟煤中块均价分别为497.5元/吨、1,325.59元/吨和1,233.13元/吨，较年初分别下降10.76%、0.01%和0.55%。

中诚信国际认为，短期内随着我国复工复产工作的继续推进，煤炭下游行业需求有望回暖，但考虑到随着丰水期的到来，水力发电的增加将对电煤需求形成挤压，煤炭需求回升仍具有一定的不确定性，煤炭价格或将呈波动态势。但长期来看，受宏观经济不确定性加大、经济及能源结构调整等因素影响，我国煤炭消费增长空间受限，且随着先进产能不断释放和运输条件的提高，我国煤炭供应整体仍将趋于宽松。

**2019年，公司控股煤矿产销量下降，吨煤成本上升，对煤炭业务盈利能力形成一定影响，煤炭贸易业务仍为公司主要收入来源；同期公司参股煤矿继续保持很强的盈利能力**

公司自产煤炭矿井为石窑店煤矿，产品以沫煤、块煤、籽煤为主，煤质优良。截至2020年3月末，石窑店煤矿资源储量为7.84亿吨，可采储量为4.80亿吨，核定产能为300万吨/年。2019年，公司解除综采、掘进外委单位，停产3个月，导致原煤产量同比减少29.72%。

**表 1：近年来公司煤炭产销情况（万吨、元/吨）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭产量	339.88	281.12	197.56	61.26
煤炭销量	300.45	282.06	197.56	61.26
煤炭销售均价	455.00	335.51	373.16	371.00

注：2017年公司煤炭销售均价为含税价格。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年，随着职工薪酬的增长及原煤产量的下

降，公司煤炭制造成本同比增长10.95%；2020年1~3月，受职工薪酬下降影响，公司煤炭制造成本较上年有所下降。中诚信国际认为，石窑店煤矿赋存条件较好、易开采，吨煤制造成本处于行业内较低水平。

**表 2：公司吨煤制造成本情况（元/吨）**

	2017	2018	2019	2020.1~3
制造成本	98.25	126.03	139.83	117.75
1.材料	0.81	1.36	3.21	4.02
2.职工薪酬	29.85	49.35	50.38	39.26
3.电力	7.16	6.79	10.06	9.12
4.折旧费	25.81	27.84	42.29	35.03
5.安全费用	15.06	15.00	15.00	15.00
6.维简费	10.92	10.50	10.50	10.50
7.修理费	8.64	15.19	8.39	4.82

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

煤炭销售方面，2019年公司煤炭销量随产量变化呈同比下降趋势，煤炭销售均价同比有所增长，处于较高水平。公司自产煤主要供应陕西省内客户，集中度较高，结算主要采取预收款方式。公司省内煤炭运输以公路为主，省外以铁路为主。公司还通过参股红柠铁路及靖神铁路获得部分铁路运力。

**表 3：2019年公司自产煤销售前五大客户情况**

客户名称	（亿元、%）	
	销售金额	占比
陕西榆林能源集团煤炭进出口有限公司	1.28	17.29
神木市鑫义能源化工有限公司	0.93	12.48
神木德林荣泽能源运营股份有限公司	2.08	28.07
唐山冀东水泥股份有限公司	0.51	6.84
山西阳煤化工国际商务有限责任公司	0.72	9.64
<b>合计</b>	<b>5.52</b>	<b>74.32</b>

注：各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

参股煤炭方面，公司参股的红柳林矿业、柠条塔矿业和张家峁矿业煤炭资源赋存条件优异、单矿产能规模大、生产成本低，近年来生产经营状况稳定，盈利能力很强。2019年公司从上述三家公司共获得投资收益19.82亿元，是利润的重要来源。此外，公司还参股了陕西煤业化工集团有限责任公司下属陕西煤曹家滩矿业有限公司（以下简称“曹

家滩矿业”)<sup>5</sup>；目前曹家滩煤矿已投产，未来公司 投资收益规模有望进一步扩大。

表 4：公司参股煤矿情况（%、亿吨、万吨/年、万吨）

	持股比例	地质储量	可采储量	截至 2020 年 3 月末核定产能	产量			
					2017	2018	2019	2020.1~3
红柳林矿业	25.00	19.54	14.03	1,500	1,819	1,789	1,651	321
柠条塔矿业	24.00	26.20	16.51	1,800	2,200	2,100	2,036	375
张家峁矿业	45.00	8.65	5.43	1,000	1,184	1,155	1,099	251
合计	--	54.39	35.97	4,300	5,203	5,044	4,786	947

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司煤炭贸易业务主要运营主体为神木能源煤炭运销有限公司。煤炭贸易收入是公司收入的重要组成部分，受站台发运量减少影响，2019 年公司煤炭贸易规模同比有所下降。

表 5：近年来公司煤炭贸易情况（万吨、元/吨）

	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭贸易量	268.72	538.27	376.53	69.96
贸易煤销售均价	401.59	381.22	379.52	354.50
贸易煤采购均价	381.81	357.76	354.06	333.09
煤炭贸易收入	10.79	20.52	14.29	2.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司煤炭贸易模式为公司自行组织煤源，寻找下游客户，自行承担采购成本，煤炭上下游交易价格随行就市，按月定价，结算方式为银行承兑汇票和电汇。公司煤炭贸易主要供应商为神木市及周边地区民营煤矿，下游客户主要为国家能源投资集团下属子公司，集中度均较高。

表 6：2019 年公司煤炭贸易前五大供应商及客户情况

供应商名称	（亿元、%）	
	采购金额	占煤炭贸易采购额比例
内蒙古汇能集团尔林兔煤炭有限公司	4.71	36.58
神木市兴万丰煤能源深加工有限公司	3.56	27.64

表 7：公司主要水库基本情况（万立方米、万立方米/日）

	总库容	兴利库容	设计供应能力	平均日供水量			
				2017	2018	2019	2020.1~3
采兔沟水库	7,281	5,800	17.86	1.20	1.24	1.34	0.90
瑶镇水库	1,060	620	17.14	11.16	11.95	11.34	11.98
合计	8,341	6,420	35.00	12.36	13.19	12.68	12.88

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

供水量方面，2019 年，公司供水量同比下降 3.84%，主要系客户节水工艺改进使得用水量减少

神木市兴庆煤炭运销商贸有限公司	0.36	2.78
伊金霍洛旗呼能煤炭有限责任公司	0.29	2.22
神木市久业发电有限公司	0.36	2.80
合计	9.28	72.03

客户名称	销售金额	占煤炭贸易收入比例
神华神东煤炭集团有限责任公司	8.16	59.48
神木德林荣泽能源运营股份有限公司	1.81	13.21
陕西榆林能源集团煤炭进出口有限公司	1.14	8.28
神木县鑫义能源化工有限公司	0.82	5.96
神华神木清洁能源有限公司	0.79	5.75
合计	12.72	92.69

注：各分项加总与合计数不一致，系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 2019 年，公司供水量同比有所下降，带动供水收入同比小幅减少

公司供水业务主要由子公司神木水务和神海水务运营，负责供应工业和生活用水，供水范围包括榆神工业园区、神木市城区及神木市锦界工业园区，主要供水水库为采兔沟水库和瑶镇水库。截至 2020 年 3 月末，公司合计供水能力为 35.00 万立方米/日。

<sup>5</sup> 截至 2020 年 3 月末，公司持有曹家滩矿业 5.40% 股权。同期末曹家滩矿业核定产能为 1,500 万吨/年。

所致。价格方面，公司以神木市物价局规定的水库原水水价为标准向居民和企业收取供水费用，近年来供水价格稳定。

**表 8：近年来公司供水业务运营情况**

		2017	2018	2019	2020.1~3
供水量（万吨）		4,511	4,814	4,629	1,162
供水收入（亿元）		1.03	1.12	1.11	0.34
供水价格（元/吨）	用户	2017	2018	2019	2020.1~3
采兔沟水库	神海水务	2.45	2.45	2.45	2.45
	工业园区	3.80	3.80	3.80	3.80
瑶镇水库	自来水厂	1.30	1.30	1.30	1.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 2019 年以来，公司委托贷款规模有所增长，面临一定资金占用及回款风险

**表 9：截至 2019 年末公司主要在建基础设施项目情况（万元）**

项目名称	总投资	已投资	2020~2021 年投资计划	建设进度	自有资金比例	是否签订合同协议	预计建成时间
环城南路棚户区改造项目	59,595.00	57,529.18	2,065.82	98%	80%	是	2021
环城北路棚户区改造项目	76,000.00	72,954.92	3,045.08	90%	80%	是	2021
<b>合计</b>	<b>135,595.00</b>	<b>130,484.10</b>	<b>5,110.90</b>	--	--	--	--

注：环城南路与环城北路棚户区改造项目建设过程中实际投资金额变动较大，总投资可能会发生变化。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

为扶持区域内中小企业，公司开展股权投资、委托贷款、融资担保等业务。公司本部、公司下属子公司神木担保和神木创投分别负责委托贷款、融资担保业务和创业股权投资业务。

委托贷款管理方面，公司与区域内金融机构合作，为神木及榆神工业园区范围内符合国家政策的中小企业提供小微企业贷款和委托贷款，并要求第三方保证担保或提供资产抵、质押等增信措施，期限包括一年以内及三年以内，其业务流程风控机制相对完善，截至目前未出现款项未能回收情况。2019 年以来，公司委托贷款业务规模有所扩大，截至 2020 年 3 月末，公司为中小企业发放委托贷款余额为 19.82 亿元<sup>8</sup>，余额较大，中诚信国际将对

公司作为神木市唯一的投资融资平台，业务还包括基础设施建设以及为区域内中小企业发展提供支持等。

公司基础设施建设业务主要由控股子公司神木城投负责运营，业务模式包括回购模式及代建管理模式<sup>6</sup>。公司回购模式下的代建项目为环城南路及环城北路棚户区改造项目，已于 2015 年与神木市人民政府签订购买服务协议<sup>7</sup>。由于棚户区改造项目尚未完工，尚未进入回购期，该项业务近年来未产生收入。中诚信国际关注到，环城南路及环城北路棚户区改造项目竣工后，政府购买服务款项将分 17 年进行支付，回款情况有待观察。2019 年公司代建管理业务收入规模较小。

公司委托贷款收回情况保持持续关注。

**表 10：近年来公司委贷业务开展情况（亿元、笔、%）**

	2017	2018	2019	2020.3
发生额	25.67	11.89	24.49	0.31
发生笔数	57	33	24	2
余额	5.73	9.17	19.92	19.82
收入	1.10	2.69	1.12	0.18
不良率	0	0	0	0

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

担保业务方面，目前神木担保为神木市恒润煤化工有限公司 200 万元贷款提供连带责任保证担保<sup>9</sup>。近年来，公司所担保项目不存在违约情况，代偿率均为 0。

神木创投主要投资集中在高科技技术推广方面，旨在扶持神木市高科技企业；被投资企业运营

<sup>6</sup> 代建管理模式为公司负责项目的代建管理，不投入代建资金，并按照项目竣工决算金额的一定比例收取工程代建管理费，计入代建工程收入。

<sup>7</sup> 政府购买服务资金来源于神木市财政资金，纳入神木市财政预算管理，并履行相应的预算审议程序。

<sup>8</sup> 此外，公司有部分直接对外借款，截至 2020 年 3 月末为 3.90 亿元。

<sup>9</sup> 该笔担保以被担保企业的机器设备作为抵押反担保，将于 2020 年 12 月到期。

正常后，神木创投计划逐步退出投资项目。神木创投投资项目<sup>10</sup>投资规模均不大，且各项目整体经营情况一般。

**表 11：截至 2020 年 3 月末神木创投投资项目情况**  
(万元)

项目名称	实际出资额	出资时间	计划退出时间
锦丰源公司热解粉煤提油项目	1,607	2013.8	项目投产后
泓海药业制药项目	3,000	2015.1	项目投产后
华和实业红枣加工项目	800	2015.11	项目投产后
通海绒业羊绒项目	500	2017.1	2020 年内
双翼煤化混煤热解项目	2,000	2018.1	2021.2
纤润调温项目	190	2018.7	项目投产后
通锦祥羊绒项目	900	2020.3	2021.7
<b>合计</b>	<b>8,997</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

注：锦丰源公司热解粉煤提油项目、泓海药业制药项目及华和实业红枣加工项目已投产，退出时间尚未确定。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，委托贷款、融资担保业务和创业股权投资业务对公司收入贡献较小，但资金占用明显；虽然公司制定了一系列严格的制度和措施，但在资金回收等方面仍存在一定不确定性。

### 目前公司无投资规模较大的在建项目，资本支出压力较小

公司将秉承服务重点项目及城市建设的宗旨，整合分散的国有资本，加快重点项目的建设，同时加大对中小企业的扶持力度，为加速神木市城市化和现代化进程服务。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，公司计划参股陕西煤业下属小保当矿业和陕西延长石油（集团）有限责任公司下属西湾露天煤矿以进一步发展煤炭业务，参股比例分别为 9.97% 和 7.50%。目前公司除环城南路及环城北路棚户区改造项目外，暂无在建项目，资本支出压力较小。

<sup>10</sup> 目前神木市锦丰源洁净煤科技有限公司固体热载体快速热解粉煤提油项目试验成功，但由于控股股东资金紧张和技术推广困难，难以获得收益；陕西泓海荣通药业股份有限公司制药项目已建成 1 条年产 1,000 吨 D-乙酯生产线，并于 2017 年底进入试生产阶段，目前因市场和资金问题暂时停产；陕西华和实业有限公司红枣加工项目已建立自主品牌“曼乔”，生产的红枣咖啡等四大类产品已全面上市，可深加工红枣原料 3,000~5,000 吨/年，但由于资金紧张，难以进行大规模市场推广，销

## 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 2017~2019 年合并财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季报。公司财务报表均按照新会计准则编制。各期财务数据均为报表期末数。

### 2019 年，受控股煤矿产销量下降影响，公司盈利能力小幅下滑，但参股企业带来的投资收益对利润形成有力支撑

2019 年，受自产煤及煤炭业务规模均有所缩小影响，公司煤炭销售收入同比大幅下降，且由于吨煤制造成本进一步增长，该板块毛利率同比有所下降；同期，受供水量减少影响，公司供水业务收入及毛利率均同比下降。受上述因素影响，2019 年公司营业总收入及毛利率同比均有所下降。

**表 12：近年来公司主要板块收入与及毛利率构成**  
(亿元、%)

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭销售	22.40	31.42	21.14	4.75
供水业务	1.03	1.12	1.11	0.23
担保业务	0.004	0.0004	0.0008	--
代建业务	0.02	0.11	0.01	0.02
租赁业务	--	0.02	0.58	0.13
使用费	1.10	2.69	1.12	0.18
其他业务	0.008	0.017	0.008	0.0001
<b>合计</b>	<b>24.56</b>	<b>35.37</b>	<b>23.97</b>	<b>5.31</b>
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
煤炭销售	45.61	28.79	26.88	26.95
供水业务	66.71	76.45	67.04	72.59
担保业务	100.00	100.00	100.00	--
代建业务	95.95	86.24	-62.06	100.00
租赁业务	--	100.00	44.94	100.00
使用费	100.00	100.00	100.00	100.00
<b>营业毛利率</b>	<b>49.00</b>	<b>35.95</b>	<b>32.56</b>	<b>32.16</b>

注：2019 年公司代建业务毛利率为负主要系代建收入尚未结算所致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2019 年，受职工薪酬增加影响，公司管理费用

量欠佳；陕西通海绒业股份有限公司羊绒项目运行正常；陕西双翼煤化科技实业有限公司混煤热解项目示范装置建设已进入收尾阶段，将于近期试运行；陕西纤润调温材料研究开发有限公司恒温材料项目目前仍处于小试阶段，小试产品基本成熟但不稳定；陕西通锦祥羊绒纺织有限公司羊绒项目正在进行设备搬迁、安装等前期准备工作。



及销售费用均同比有所增长；但受益于总债务的下降影响，公司财务费用同比下降 45.94%，使得当期期间费用同比小幅减少。

2019 年，受公司自产煤销量的下降、吨煤制造成本的增长等因素影响，公司经营性业务利润同比有所下降；但同期投资收益仍保持较大规模，对公司利润形成有力支撑。盈利指标方面，2019 年受盈利能力下降影响，公司 EBITDA 和 EBIT 均有所下降，各项盈利指标仍处于较好水平。

从母公司口径来看，基于其控股平台属性，公司母公司除资金使用费收入外，无其他业务收入来源，利润总额主要源于长期股权带来的投资收益。2019 年，公司母公司投资收益及利润总额仍保持较好水平。

**表 13: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元)**

合并口径	2017	2018	2019	2020.3
销售费用	0.66	0.98	1.00	0.19
管理费用	1.74	1.88	2.06	0.31
财务费用	1.13	0.77	0.42	0.20
期间费用合计	3.54	3.64	3.47	0.70
期间费用率(%)	14.41	10.29	14.50	13.15
经营性业务利润	8.81	7.78	3.35	0.66
资产减值损失	0.50	0.49	-0.17	--
投资收益	24.10	21.32	21.34	4.17
营业外损益 <sup>11</sup>	0.74	-0.13	-1.22	-0.05
利润总额	33.24	28.48	23.63	4.79
EBIT	34.87	29.70	24.75	--
EBITDA	36.71	31.84	27.21	--
EBITDA 利润率(%)	149.42	90.02	113.54	--
EBIT 利润率(%)	141.96	83.98	103.27	--
总资产收益率(%)	19.43	13.92	10.99	--
母公司口径	2017	2018	2019	2020.3
管理费用	0.25	0.24	0.32	0.01
财务费用	1.04	1.01	0.68	0.20
期间费用合计	1.29	1.24	1.00	0.21
经营性业务利润	-0.19	1.42	-0.08	0.10
资产减值损失	-0.47	-0.57	0.20	--
投资收益	23.89	24.47	24.39	4.17
营业外损益	-0.02	-0.04	-0.05	--
利润总额	23.31	25.29	24.47	4.27

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

<sup>11</sup> 2019 年，公司营业外损益主要为对外捐赠及生态环境治理费。

<sup>12</sup> 2019 年公司在建项目主要包括石窑店煤矿技改工程以及采兔沟水库库区工程。

## 2019 年，公司利润分配规模较大，但所有者权益仍保持增长态势，债务规模进一步下降且债务结构合理

公司资产主要由非流动资产构成，其中长期股权投资、固定资产、在建工程和其他非流动资产占比较大。2019 年，随着公司在建项目<sup>12</sup>的推进，同时参股企业盈利能力较强带动公司长期股权投资进一步增长，非流动资产同比有所增长；同期公司获现能力的增强带动货币资金同比增加，加之持续推进承建的政府基础设施类工程使得存货同比增长，但受票据到期承兑影响，公司应收票据同比大幅下降，使得流动资产同比有所下降。

**表 14: 近年来公司主要资产情况 (亿元)**

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	29.50	31.89	32.61	38.06
存货	15.42	19.67	24.19	24.40
其他流动资产	8.46	8.02	9.56	6.27
应收票据	13.41	13.44	7.03	5.70
<b>流动资产合计</b>	<b>80.15</b>	<b>87.31</b>	<b>78.96</b>	<b>81.44</b>
长期股权投资	67.60	73.42	81.39	85.96
固定资产	10.64	17.41	23.59	23.31
在建工程	11.28	11.00	9.77	11.45
其他非流动资产	10.70	13.73	13.55	13.51
<b>非流动资产合计</b>	<b>121.16</b>	<b>138.23</b>	<b>145.98</b>	<b>151.60</b>
<b>资产总额</b>	<b>201.31</b>	<b>225.54</b>	<b>224.94</b>	<b>233.05</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年以来，随着到期债务的偿还，公司总债务有所下降，且债务结构合理；同时受利润积累等因素影响，公司所有者权益呈增长趋势，财务杠杆有所下降。**中诚信国际关注到**，公司每年上缴神木市人民政府的分红规模较大<sup>13</sup>，不利于资本实力的增强。

母公司层面，2019 年，随着应付债券的偿还，公司母公司总债务及总资本化比率同比均有所下降，且短期债务/长期债务比例仍保持较低水平。**中诚信国际认为**，公司合并层面及母公司层面资本结构均较为稳健，债务结构合理。

<sup>13</sup> 2019 年，公司上缴神木市财政的分红为 27.32 亿元，同期收到财政返还的投资款为 2.35 亿元。



**表 15：近年来公司债务结构及资本实力情况**  
 (亿元, X, %)

合并口径	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	3.77	8.72	5.90	3.47
长期债务	33.35	32.16	27.24	29.56
短期债务/长期债务	0.11	0.27	0.22	0.12
<b>总债务</b>	<b>37.12</b>	<b>40.88</b>	<b>33.14</b>	<b>33.03</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>148.06</b>	<b>167.72</b>	<b>168.11</b>	<b>173.34</b>
总资本化比率	20.04	19.60	16.47	16.00
母公司口径	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	3.00	5.37	5.00	3.00
长期债务	16.90	13.94	11.01	10.91
短期债务/长期债务	0.18	0.38	0.45	0.27
<b>总债务</b>	<b>19.90</b>	<b>19.31</b>	<b>16.01</b>	<b>13.91</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>112.76</b>	<b>130.52</b>	<b>131.12</b>	<b>135.94</b>
总资本化比率	15.00	12.89	10.88	9.28

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

### 2019 年公司经营获现能力有所提升，各项偿债指标处于较好水平

2019 年以来，受收现比增长影响，公司经营活动净现金流同比大幅提升；且公司参股企业现金分红规模较大<sup>14</sup>，投资活动净现金流保持净流入状态；受此影响，同期筹资活动现金流呈净流出状态。

偿债指标方面，2019 年，受益于经营活动净现金流的提升，公司未经调整的经营净现金流相关偿债指标有所增强，由于分红规模较大，公司经调整的经营净现金流对债务的覆盖能力有所下降。同期，受盈利能力下降影响，公司 EBIT 及 EBITDA 对利息覆盖能力有所弱化，但仍维持较高水平；受债务下降影响，总债务/EBITDA 指标有所增强。

母公司偿债能力方面，公司母公司经营活动净现金流无法覆盖债务，但货币资金对短期债务的保障能力很强。**中诚信国际认为**，公司母公司债务规模较小，偿债压力不大，且母公司每年收到的分红有助于保障其偿债能力。

**表 16：近年来公司现金流及偿债指标情况 (亿元、X)**

合并口径	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	0.04	4.14	7.21	4.12
投资活动净现金流	-15.28	3.24	16.07	2.82

<sup>14</sup> 2019 年，公司参股的红柳林矿业、柠条塔矿业及张家峁矿业共对公司现金分红 12.33 亿元。

筹资活动净现金流	9.61	-5.02	-22.56	-1.49
经营活动净现金流/总债务	0.001	0.10	0.22	0.50*
经营活动净现金流/利息支出	0.03	3.39	6.45	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-5.21	-17.53	-29.24	--
EBITDA 利息保障倍数	22.56	26.08	24.35	--
EBIT 利息保障倍数	21.43	24.33	22.15	--
总债务/EBITDA	1.01	1.28	1.22	--
母公司口径	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	6.75	9.53	8.93	8.25
经营活动净现金流	5.30	0.10	-6.52	0.81
经营活动净现金流/总债务	0.27	0.01	-0.41	0.23*
经营活动净现金流/短期债务	1.77	0.02	-1.30	1.08*
货币资金/短期债务	2.25	1.77	1.79	2.75

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 备用流动性一般，无重大未决诉讼，受限资产占比低，对外担保代偿风险较小

截至 2020 年 3 月末，公司共获得各家银行授信额度合计人民币 20.30 亿元，未使用额度 2.64 亿元，备用流动性一般。同期末，公司受限资产为受限的货币资金 0.03 亿元，规模很小。或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司无重大未决诉讼、仲裁事项；同期末，公司对外担保金额为 19.23 亿元，占净资产比例为 11.09%，均为公司参股企业，根据公司提供资料，被担保企业经营正常，公司代偿风险较小。

**表 17：截至 2020 年 3 月末公司对外担保情况 (亿元)**

被担保人	担保额度	公司持股比例
神木市国融精细化工有限公司	5.85	47.50%
陕西神榆路业发展有限公司	11.20	39.00%
榆林朱盖塔煤炭集运有限责任公司	0.76	33.00%
陕西靖神铁路有限责任公司	1.42	2.00%
<b>合计</b>	<b>19.23</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**公司及其子公司的债务性筹资渠道主要包括银行借款以及发行债务融资工具等。根据公司提供信息，截至 2020 年 3 月末，公司均能按时归还各项债务本金并足额支付利息，无不良信用记录。

## 外部支持

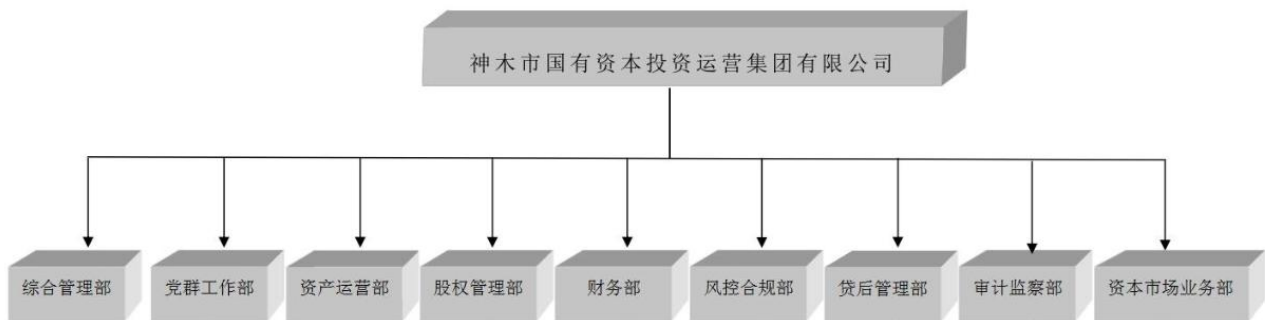
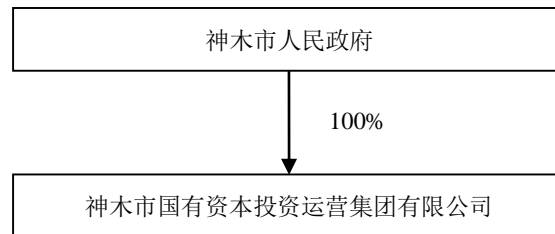
**公司作为神木市唯一的基础设施投资融资平台，在财政返还、参股优质煤炭企业及资产划入等方面可获得神木市政府有力支持**

公司是神木市唯一的基础设施投资融资平台，是神木市参与煤炭资源开发、投融资及整合以及进行基础设施建设的主体，可获得神木市政府有力支持。在市政府的协调下，公司参股了较多优质煤炭公司股权，2017~2019 年公司从红柳林矿业、柠条塔矿业和张家峁矿业共获得投资收益 22.34 亿元、18.92 亿元和 19.82 亿元，是公司利润的主要来源。此外，2017~2019 年公司共获得神木市政府财政返还 2.90 亿元、2.60 亿元和 2.35 亿元，均计入资本公积，有利于公司资本实力的增强。未来，神木市政府计划将下属部分金融类企业划转至公司，以进一步扩大公司业务规模及竞争实力。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持神木市国有资本投资运营集团有限公司的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“19 神木国资 MTN001”和“14 神木债/PR 神木债”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

### 附一：神木市国有资本投资运营集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至2020年3月末）



资料来源：公司提供

## 附二：神木市国有资本投资运营集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	295,049.11	318,937.15	326,074.79	380,604.96
应收账款净额	77,949.05	78,365.09	39,625.19	33,262.41
其他应收款	53,479.75	63,122.52	14,694.37	14,973.95
存货净额	154,177.38	196,680.54	241,910.59	243,972.49
长期投资	781,441.31	849,622.77	903,687.87	946,396.50
固定资产	106,365.02	174,056.35	235,902.81	233,096.24
在建工程	112,818.27	109,963.55	97,674.34	114,539.95
无形资产	15,770.24	14,982.11	14,437.62	14,341.77
总资产	2,013,100.79	2,255,388.20	2,249,365.31	2,330,479.76
其他应付款	63,555.81	47,927.27	49,336.98	38,432.79
短期债务	37,658.67	87,238.00	58,955.00	34,677.50
长期债务	333,515.15	321,608.46	272,399.96	295,596.70
总债务	371,173.82	408,846.46	331,354.96	330,274.20
净债务	76,124.71	89,909.32	5,280.18	-50,330.76
总负债	532,462.69	578,166.26	568,307.51	597,063.70
费用化利息支出	16,273.57	12,206.43	11,175.17	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	1,480,638.10	1,677,221.94	1,681,057.80	1,733,416.06
营业总收入	245,649.86	353,679.75	239,664.06	53,090.38
经营性业务利润	88,101.18	77,757.47	33,454.01	6,584.22
投资收益	240,978.38	213,235.66	213,351.44	41,739.75
净利润	314,674.26	263,555.74	235,429.50	46,836.83
EBIT	348,719.02	297,005.85	247,492.44	--
EBITDA	367,054.12	318,388.62	272,102.91	--
经营活动产生现金净流量	411.95	41,427.10	72,088.73	41,162.20
投资活动产生现金净流量	-152,811.08	32,413.35	160,679.18	28,242.96
筹资活动产生现金净流量	96,051.37	-50,212.42	-225,630.27	-14,874.99
资本支出	164,682.53	65,963.71	51,201.81	17,667.94
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	49.00	35.95	32.56	32.16
期间费用率(%)	14.41	10.29	14.50	13.15
EBITDA 利润率(%)	149.42	90.02	113.54	--
总资产收益率(%)	19.43	13.92	10.99	--
净资产收益率(%)	24.49	16.69	14.02	10.97*
流动比率(X)	5.41	4.85	5.14	5.49
速动比率(X)	4.37	3.76	3.56	3.85
存货周转率(X)	0.96	1.29	0.74	0.59*
应收账款周转率(X)	2.64	4.53	4.06	5.83*
资产负债率(%)	26.45	25.63	25.27	25.62
总资本化比率(%)	20.04	19.60	16.47	16.00
短期债务/总债务(%)	10.15	21.34	17.79	10.50
经营活动净现金流/总债务(X)	0.001	0.10	0.22	0.50*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.01	0.47	1.22	4.75*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.03	3.39	6.45	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-5.21	-17.53	-29.24	--
总债务/EBITDA(X)	1.01	1.28	1.22	--
EBITDA/短期债务(X)	9.75	3.65	4.62	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	22.56	26.08	24.35	--
EBIT 利息保障倍数(X)	21.43	24.33	22.15	--

注：2020年一季报未经审计；带\*指标已经年化处理。

### 附三：神木市国有资本投资运营集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	67,452.93	95,274.69	89,313.28	82,521.40
应收账款净额	67,332.87	154,801.31	28,964.60	29,448.05
其他应收款	36,519.88	27,481.35	10,674.17	11,717.26
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	967,256.88	1,040,043.32	1,128,637.69	1,176,346.32
固定资产	55.52	141.22	109.21	109.21
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产	1,384,237.71	1,539,433.73	1,517,718.20	1,544,673.36
其他应付款	36,232.94	13,240.93	16,171.70	12,024.82
短期债务	30,000.00	53,683.00	50,000.00	30,000.00
长期债务	169,015.15	139,440.96	110,087.46	109,101.61
总债务	199,015.15	193,123.96	160,087.46	139,101.61
净债务	131,562.21	97,849.27	70,774.18	56,580.21
总负债	256,604.01	234,272.02	206,486.56	185,229.56
费用化利息支出	--	--	--	--
资本化利息支出	--	--	--	--
所有者权益合计	1,127,633.71	1,305,161.71	1,311,231.64	1,359,443.80
营业总收入	11,034.79	26,863.48	9,307.28	3,103.83
经营性业务利润	-1,939.11	14,243.59	-806.91	968.74
投资收益	238,868.46	244,703.02	243,875.75	41,739.75
净利润	234,545.73	249,199.98	244,449.90	42,865.03
EBIT	--	--	--	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	52,984.22	976.85	-65,191.37	8,103.21
投资活动产生现金净流量	-140,040.00	85,369.01	196,090.04	10,886.80
筹资活动产生现金净流量	-26,568.54	-58,784.10	-136,860.08	-25,781.90
资本支出	141,005.05	5.05	0.00	0.00
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	116.86	46.30	107.84	68.78
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	23.53	20.49	18.69	12.84*
流动比率(X)	4.09	4.79	3.24	4.07
速动比率(X)	4.09	4.79	3.24	4.07
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	0.13	0.24	0.10	0.43*
资产负债率(%)	18.54	15.22	13.61	11.99
总资本化比率(%)	15.00	12.89	10.88	9.28
短期债务/总债务(%)	15.07	27.80	31.23	21.57
经营活动净现金流/总债务(X)	0.27	0.01	-0.41	0.23*
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.77	0.02	-1.30	1.08*
经营活动净现金流/利息支出(X)	--	--	--	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	19.32	-37.02	-119.85	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	--	--	--	--

注：2020 年一季报未经审计；带\*指标已经年化处理。



## 附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

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

## 附五：信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：每一个信用等级均不进行微调。