

山西襄矿集团有限公司

2015 年公司债券 2015 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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第  
【1075】号 01

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  
2 月 11 日

债券偿还方式: 本期债  
券按年付息, 设置提前  
偿还条款, 第五、第六  
和第七个计息年度分别  
按照发行总额 30%、30%  
和 40%的比例偿还债券  
本金

分析师

姓名:

王晨 杨建华

电话:

010-66216006

邮箱:

wangch@pyrating.cn

## 山西襄矿集团有限公司

### 2015 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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	负面	负面
评级日期	2015 年 12 月 29 日	2015 年 01 月 30 日

#### 评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对山西襄矿集团有限公司(以下简称“襄矿集团”或“公司”)及其2015年2月11日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的2015年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级下调为AA-,发行主体长期信用等级下调为AA-,评级展望维持为负面。该评级结果是考虑到公司煤炭资源储量丰富,同时煤炭开采、洗选、煤化工与电力等业务之间具有较好的协同效应,且公司在财政补贴方面得到当地政府的有力支持。但是,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;公司收入有所下滑,综合毛利率大幅下降,主业出现亏损;经营活动现金流有所恶化;刚性债务规模继续攀升,偿债压力不断加大;在建项目存在较大的资金压力,以及存在或有负债等风险因素。

#### 正面:

- 公司煤炭资源储量丰富。截至2014年末,公司煤矿剩余可采储量合计达到21,158.50万吨,可为公司未来煤炭业务发展提供较好的保障。
- 公司各业务之间具有较好的协同效应。公司业务覆盖煤炭开采、洗选、煤化工与电力等,一体化的经营模式使得公司各业务之间形成了较好的协同效应。
- 公司在财政补贴方面得到当地政府的有力支持。2014年,公司合计收到政府补助2.02亿元,有力提升了公司的利润水平。

### 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。**山西省国土资源厅根据晋国土资发（2013）237号、晋国土资函（2014）123号两项文件的规定，认定公司以石板沟煤业采矿权为本期债券提供的抵押担保不符合上述两项文件的规定，不予办理石板沟煤业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。
- **煤炭、PVC以及烧碱行业低迷，公司收入有所下滑，综合毛利率大幅下降，主业出现亏损，利润依赖于政府补助。**煤炭、PVC与烧碱行业景气度不断下降，产品价格持续下跌，受此影响，2014年公司营业收入同比下降6.67%，综合毛利率同比下降10.43个百分点，营业亏损5,042.69万元，利润水平主要依赖于政府补贴。
- **在建项目使得公司面临较大的资金压力，且投产后能否取得预期收益存在较大的不确定性。**目前，公司在建项目包括煤矿技改项目、40万吨聚氯乙烯项目、20万吨气制乙二醇项目等，截至2015年4月末，公司在建项目尚需投资超过21亿元，面临较大的资金压力；同时，目前煤炭行业景气度较低，聚氯乙烯行业产能严重过剩，上述项目投产后能否取得预期收益存在较大的不确定性。
- **公司经营活动现金流有所恶化。**2014年，公司经营活动现金净流出21,532.84万元，同比下降164.61%。
- **公司刚性债务规模不断攀升，资产负债率较高，偿债压力不断加大。**截至2014年末，公司资产负债率为73.90%，负债水平较高；公司债务以刚性债务为主，且持续增长，截至2014年末，公司刚性债务规模达到80.82亿元，较2013年末增长13.69%，同时各项偿债能力指标均有所弱化，偿债压力不断加大。
- **对外担保规模较大，存在或有负债风险。**截至2014年末，公司对外担保金额合计16.32亿元，占2014年末净资产的比重为39.97%，存在或有负债风险。

### 主要财务指标：

项目	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	1,564,775.40	1,425,016.35	1,135,824.25
所有者权益合计（万元）	408,355.10	408,737.14	391,809.18
资产负债率	73.90%	71.32%	65.50%
刚性债务（万元）	808,181.30	710,877.34	598,747.95
流动比率	0.88	0.89	1.14
速动比率	0.77	0.77	1.08

营业收入（万元）	296,615.16	317,800.69	312,382.96
营业利润（万元）	-5,042.69	24,332.63	38,538.53
利润总额（万元）	12,310.16	28,304.43	35,400.66
净利润（万元）	9,145.76	13,758.23	22,527.91
综合毛利率	21.40%	31.83%	37.74%
EBITDA（万元）	90,143.89	96,381.40	87,342.56
EBITDA 利息保障倍数	1.55	2.54	2.68
经营活动现金流净额（万元）	-21,532.84	33,325.87	-90,097.49

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会《关于山西襄矿集团有限公司发行公司债券核准的批复》（发改财金[2014]2025号字）批准，公司于2015年2月11日公开发行8亿元7年期公司债券，发行利率为8.80%。

本期债券计息期限为2015年2月11日至2022年2月10日，采用固定利率形式，单利按年计息，逾期不另计利息。本期债券附设提前还本条款，第五、第六和第七个计息年度分别按照发行总额30%、30%和40%的比例偿还本金。截至2015年10月末，本期债券本息尚未开始兑付。

本期债券募集资金计划用于四个煤矿兼并重组整合项目，截至2015年10月末，本期债券募集资金使用情况如下：

**表1 截至2015年10月31日本期债券募集资金使用情况（单位：万元）**

项目名称	总投资额	拟使用募集资金额	已使用募集资金额
山西襄矿石板沟煤业有限公司矿井兼并重组整合项目	81,419.71	44,000.00	36,100.00
山西襄矿新庄煤业有限公司矿井兼并重组整合项目	29,125.02	17,000.00	11,000.00
山西襄矿上良煤业有限公司矿井兼并重组整合项目	32,826.83	10,000.00	18,900.00
山西襄矿西故县煤业有限公司矿井兼并重组整合项目	29,858.85	9,000.00	3,000.00
<b>合计</b>	<b>173,230.41</b>	<b>80,000.00</b>	<b>69,000.00</b>

资料来源：公司提供

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东、实际控制人与主营业务均未发生变化，截至2014年末，公司注册资本仍为70,000万元，控股股东仍为襄垣县国有资产监督管理局。2014年，公司合并范围较2013年增加1家，为公司投资设立的山西襄矿集团有线电视传播有限公司，公司持股比例为100%。

截至2014年12月31日，公司总资产为156.48亿元，所有者权益合计40.84亿元，资产负债率为73.90%；2014年，公司实现营业收入29.66亿元，利润总额1.23亿元，经营活动现金流净额为-2.15亿元。

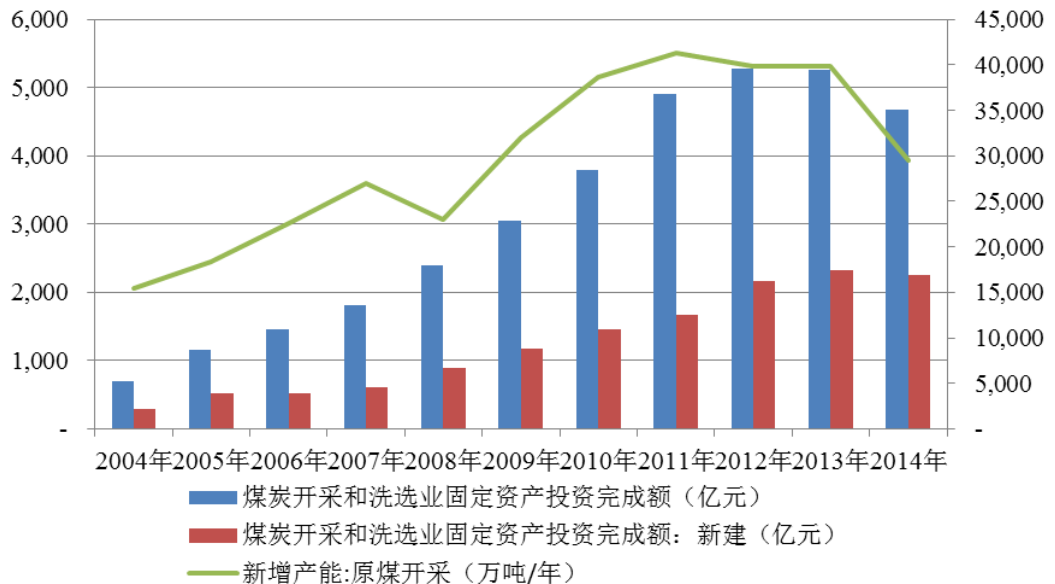
## 三、运营环境

**2014年煤炭行业投资大幅下滑，煤炭库存不断攀升，国内煤炭需求增速趋缓，煤价持**

### 续走低，行业景气度较低

近年来，随着一批新建、改扩建和资源整合煤矿技改完成并陆续投产，我国煤炭固定资产投资完成额较高且持续增长，煤炭产能释放逐步加快。但2014年全国煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额为4,682亿元，同比下降9.5%，煤炭行业投资十年来首次出现大幅下降。

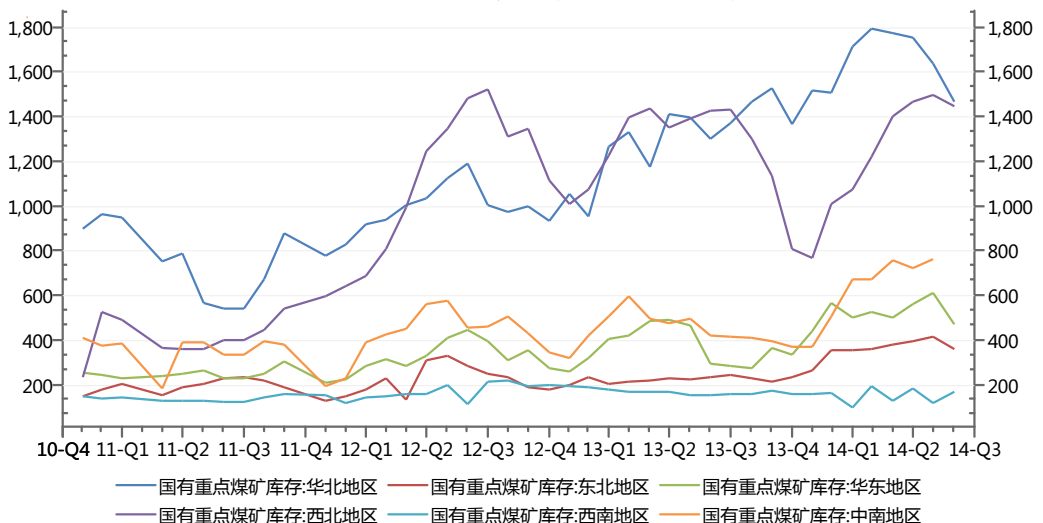
图1 2004-2014年我国原煤开采新增产能、煤炭开采和选洗业固定资产投资情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

从国有重点煤矿库存情况来看，2014年以来，各个地区煤炭库存仍在不断攀升，部分地区有小幅回落，但仍维持在高位。

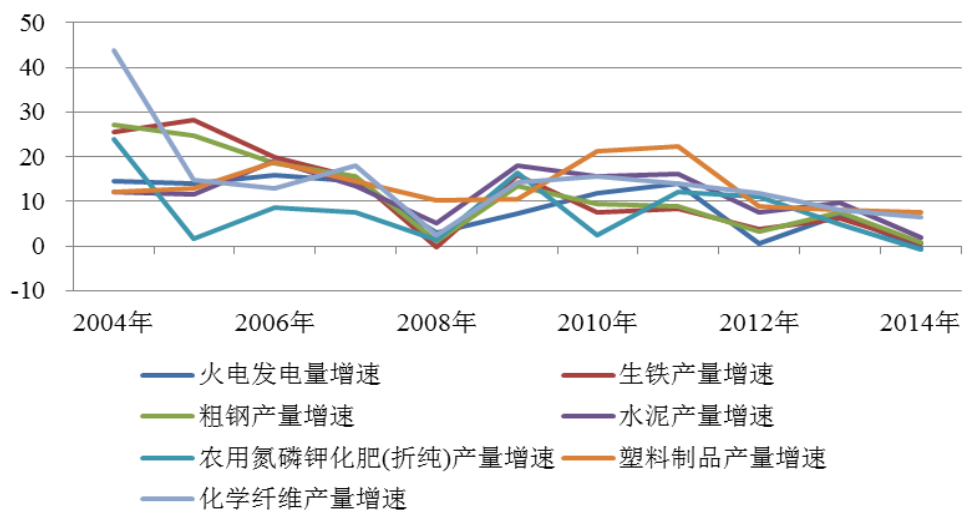
图2 近年我国部分地区煤矿库存情况（单位：万吨）



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

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、水泥等行业。中国煤炭工业协会数据显示，2014年全年重点发电企业耗煤12.4亿吨，下降7.5%；2014年1-11月全国煤炭消费37.5亿吨；其中，电力行业耗煤17.7亿吨，下降3%；钢铁行业耗煤5.7亿吨，下降1.5%；建材行业耗煤5.2亿吨，下降0.2%；化工行业耗煤2.1亿吨，增长10%。国家能源局发布数据显示，2014年全社会用电量55,233亿千瓦时，同比仅增长3.8%，增速为近十年来的新低。

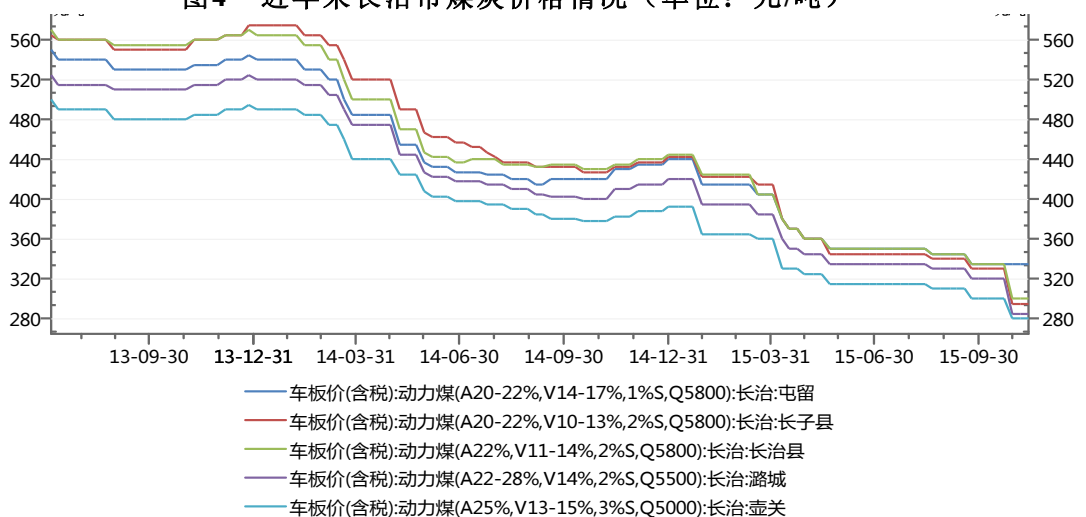
图3 近年来全国主要耗煤产业产量增长情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

在库存高企、需求趋缓的影响下，近年来我国煤炭价格波动幅度较大，整体呈下降趋势。而煤炭主要下游需求行业目前均处于产能过剩状态，正是产业结构调整的重点，煤炭需求将受到一定抑制，继而导致短时期内煤炭价格大幅回升的可能性较小。

图4 近年来长治市煤炭价格情况（单位：元/吨）

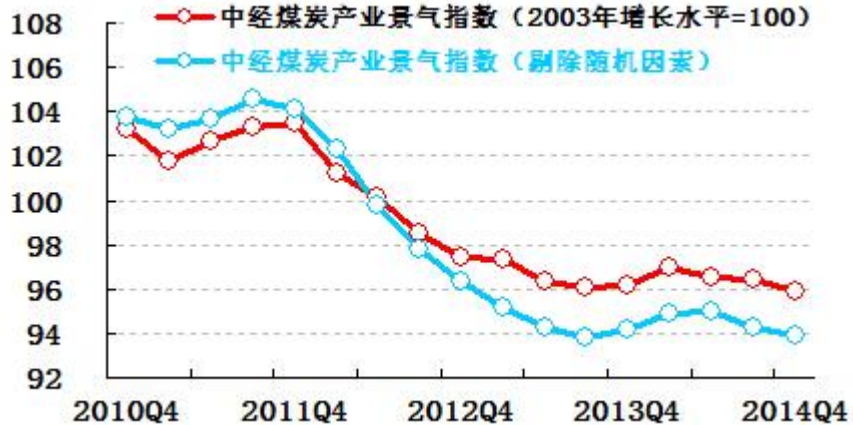




资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

我们关注到，中国经济长期处于去库存周期，这对于强周期类行业的打击是显著的。从中国煤炭市场景气指数来看，产能释放的较大压力伴随着宏观经济结构调整下的需求抑制，煤炭行业景气度较低，并且在短期内景气度难以回升。

图5 近年来中国煤炭市场景气指数情况



资料来源：中国经济网，鹏元整理

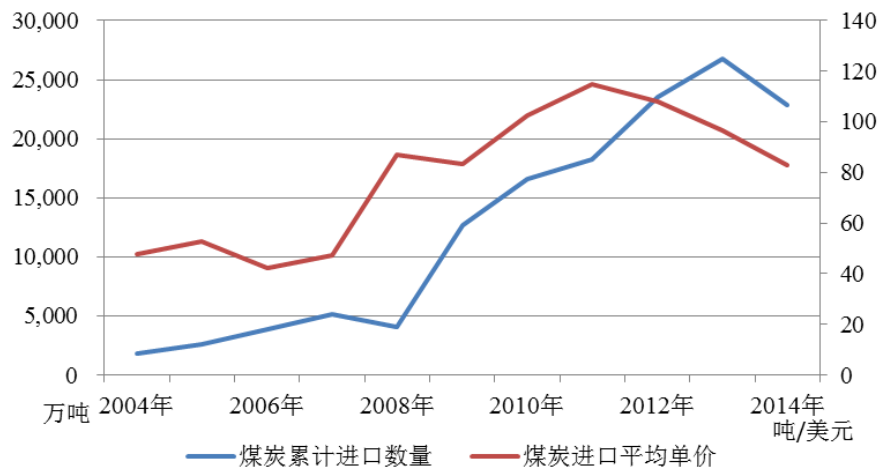
**进口煤炭对国内煤炭市场的冲击有所减弱，但石油价格的持续下跌、清洁能源的不断发展以及运输费用的不断上涨将对煤炭行业产生一定不利影响**

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中国一次能源消费结构中处于主导地位，近年来原煤占能源消费总量的比重仍达60%以上。但近年来，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。中国的煤炭消费正在明显下降，原煤占能源消费总量的比重出现大幅下滑。2014年进口煤炭对国内煤炭市场的冲击有所减弱，但石油价格的持续下跌、清洁能源的不断发展以及运输费用的不断上涨将对煤炭行业产生一定不利影响。

2014年10月8日，国务院关税税则委员会下发了《关于调整煤炭进口关税的通知》（税委会[2014]27号），决定自2014年10月15日起，取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率，分别恢复实施3%、3%、6%、5%、5%的税率。此外，我国于2015年1月1日开始执行的《商品煤质量管理暂行办法》，进口煤增加微量元素检测、不合格直接退回，且检测耗时较长，这在一定程度上对进口煤涌入造成阻力。政策层面限制进口煤能够在一定程度上缓解进口煤对国内煤炭行业的冲击，国内煤炭企业的压力或将得到一定的释放。从煤炭进口情况来看，2014年国内煤炭市场低迷，煤炭需求增幅逐渐放缓，此外政策层面限制进口煤，因此2014年自7月份开始，煤炭进口量同比、环

比双降，全年进口煤炭量为2.91亿吨，同比减少3,580万吨，降幅达10.9%。

图6 2004-2014年我国煤炭进口情况（单位：万吨、吨/美元）

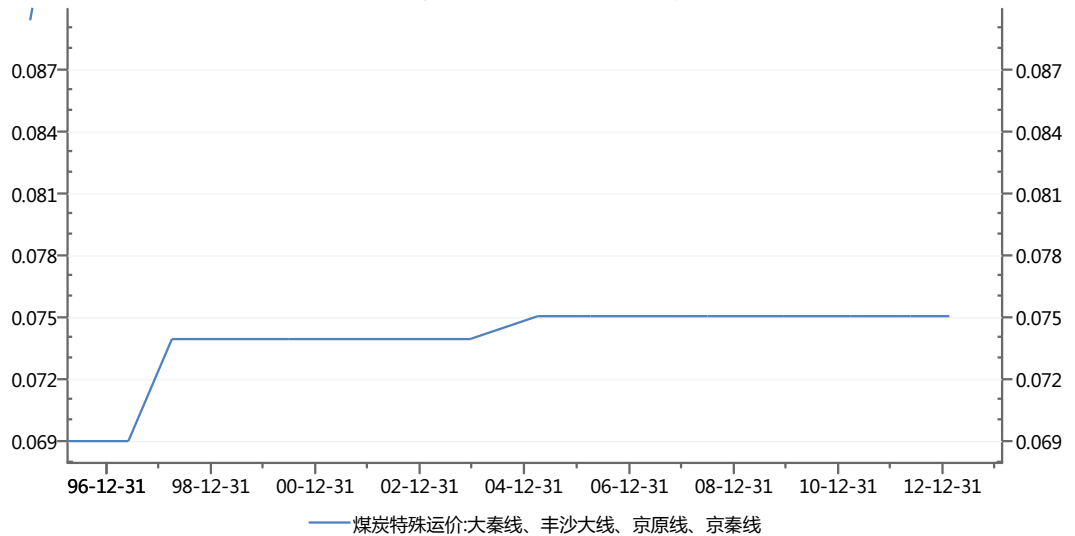


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

根据Wind资讯，布伦特原油价格已经从2014年6月最高的115.30美元/桶降至2015年1月30日的47.90美元/桶，期间价格累计下调67.40美元/桶，降幅高达58.46%。受此影响，2014年1月27日，国内成品油价格迎来了“十三连跌”，从2014年7月22日油价第一次下调起，“十三连跌”已致国内成品油每升累计下调：汽油2.03元，柴油2.4元。同样作为一次能源，石油与煤炭之间存在着一定的相关性与可替代性，石油价格的大幅下跌，对煤炭行业已经造成了一定打压。

我国煤炭资源区域分布不均匀，煤炭运输主要以铁路为主。但目前我国铁路运输运力严重不足，特别是电煤运输已成为铁路部门的工作压力。铁路运力不足，导致运价持续上涨，2014年2月，我国煤炭铁路特殊运价（大秦线、丰沙大线、京原线、京秦线）为0.089元/吨公里，较2005-2013年的0.0751元/吨公里上涨了18.51%。

图7 近年来我国煤炭铁路运价（单位：元/吨公里）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

未来，在环境保护的约束下，我国对煤炭能源的需求强度将进一步减弱。2014年11月，国务院办公厅印发《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》（以下简称“《行动计划》”），明确到2020年，一次能源消费总量控制在48亿吨标准煤左右，煤炭消费总量控制在42亿吨左右，基本形成比较完善的能源安全保障体系；国内一次能源生产总量达到42亿吨标准煤，能源自给能力保持在85%左右，石油储采比提高到14-15%，能源储备应急体系基本建成；非化石能源占一次能源消费比重达到15%，天然气比重达到10%以上，煤炭消费比重控制在62%以内；基本形成统一开放竞争有序的现代能源市场体系。《行动计划》强调，要坚持“节约、清洁、安全”的战略方针，加快构建清洁、高效、安全、可持续的现代能源体系，重点实施节能优先、立足国内、绿色低碳、纯新驱动等四大战略。

#### 近期，国家集中出台多项煤炭产业政策促进国内煤炭行业可持续发展

2014年受国内经济下行、煤炭需求不振、供应竞争加剧等因素影响，煤炭行业面临着煤炭价格下跌、企业效益下滑等困难和问题。为促进各地煤炭采选行业的持续、健康、有序的发展，国务院和相关部委出台了多条煤炭采选行业政策，涉及行业整体规划、煤炭资源整合、安全生产、煤炭进出口等多个方面。总体来看，诸多政策旨在鼓励行业内企业实施兼并重组，淘汰落后产能，遏制煤炭产量无序增长，保证煤炭安全生产，促进煤炭行业平稳运行和持续健康发展。

政策导向将使煤炭行业集中度不断提高。因此，未来国有背景下的大型煤炭企业在资金、技术、管理、资源获取等方面具有较为明显的优势，在地方政府资源整合过程中能够获得较大的支持，成为地方煤炭资源主要的整合主体，其规模优势也将进一步凸显。

**表2 2014年我国主要煤炭产业政策**

时间	主要内容	影响
2014年3月27日	国家能源局发布了《关于做好2014年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》	2014年我国将淘汰煤矿1,725处,淘汰落后产能1.17亿吨。其中,关闭退出煤矿800处,涉及产能4,070万吨;改造升级煤矿402处,涉及产能1,766万吨;兼并重组煤矿523处,涉及产能5,912万吨。
2014年8月25日	国家发改委、国家能源局和国家煤矿安监局联合发布《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》	全国所有的煤矿按照登记公布的生产能力组织生产,不得超能力生产。
2014年9月12日	国土资源部发布《国土资源部关于不再暂停受理新设煤炭探矿权申请的公告》	煤炭企业将获得探矿权利,新的煤炭资源或被发现,将带动煤炭产业的供应提升。
2014年9月22日	国家能源局公布了两批煤矿生产能力,涉及13个省、2,699处煤矿、产能142,887万吨	产能公示将极大便利对煤炭超产的监管;按照国家全年产量总量不得超核定能力的要求,这将有助于改善国内煤炭行业供求情况。
2014年10月8日	国务院关税税则委员会下发《关于调整煤炭进口关税的通知》(税委会[2014]27号),决定自2014年10月15日起,取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率,分别恢复实施3%、3%、6%、5%、5%的税率。	恢复征收煤炭进口关税,在一定程度上缓解进口煤对国内煤炭行业的冲击,国内煤炭企业的压力或将得到一定的释放。
2014年10月9日	财政部和国家税务总局联合下发《关于实施煤炭资源税改革的通知》(财税[2014]72号),自2014年12月1日起,在全国范围内将煤炭资源税由从量计征改为从价计征,税率幅度为2%至10%,具体适用税率由省级财税部门根据本地区清理收费基金、企业承受能力、煤炭资源条件等因素提出建议,报省级政府拟定。	完善资源产品价格形成机制,既能让资源地区受益,推进区域协调发展,通过减少名目繁多的收费,增强企业发展后劲,也可促进煤炭资源合理开采利用,推动科学发展。
2014年10月11日	财政部和国家发展改革委联合下发《关于全面清理涉及煤炭原油天然气收费基金有关问题的通知》,自2014年12月1日起,将在全国范围统一将煤炭、原油、天然气矿产资源补偿费率降为零,并停止征收煤炭、原油、天然气价格调节基金;同时,一并取消的收费还包括山西省的煤炭可持续发展基金、青海省的原生矿产品生态补偿费、新疆维吾尔自治区的煤炭资源地方经济发展费。	同上。
2014年10月28日	国家能源局出台《关于调控煤炭总量优化产业布局的指导意见》	对煤炭行业总量调控、优化布局、项目审批、产能管理等工作提出一系列具体意见,促进煤炭工业提质增效升级。
2014年10月29日	国家发展改革委、国家安全监管总局、国家能源局、国家煤矿安监局以联合公告形式,发布了《煤炭生产技术与装备政策导向(2014年版)》(以下简称《政策导向》),自2015年1月1日起实施。	提高我国煤炭行业准入标准、加大淘汰落后,推动煤炭行业脱困具有重大的现实意义。

资料来源:中国煤炭资源网,鹏元整理

### 受产能过剩影响,2014年我国PVC价格持续下跌

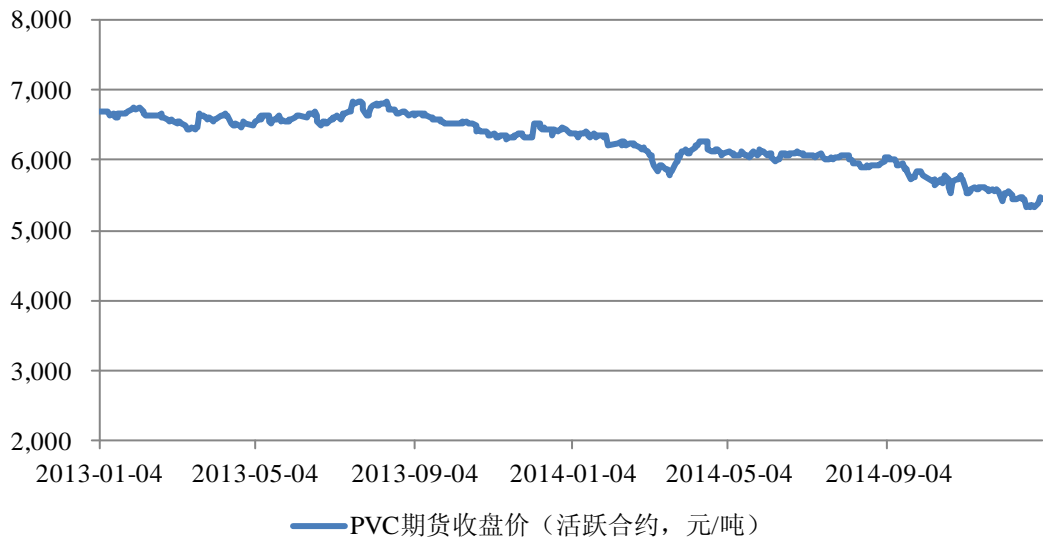
目前,我国聚氯乙烯(PVC)行业处于产能过剩状态。2014年,我国PVC总产能已超过2,500万吨/年,其中80%为电石法装置;PVC产能主要集中在西北、华北、华东和华中,

分别占全国产能的37%、27%、11%和11%。2014年，我国PVC产量为1,629.61万吨，同比增长6.54%，产能利用率仅约为65%；出口量119.30万吨，同比增长62.56%，进口量92.58万吨，同比下降11.36%；表观消费量1,602.89万吨，同比增长2.71%，表观消费量与产能的比率仅约为64%（数据来源：中国化工制造网、wind资讯）。

在产能过剩的情况下，PVC价格持续下跌。2014年，大连商品交易所PVC期货价格基本上延续2013年三季度以来的持续下跌趋势，收盘价由年初的6,380.00元/吨下跌至年末的5,485.00元/吨，下跌幅度达到14.08%。

PVC主要应用于建材、包装、医药等领域，其中建材需求占50%以上。2014年，我国房地产销售量价齐降、投资增速大幅放缓、房屋新开工面积大幅下降，建材行业经营情况不佳。在此背景下，PVC下游需求难以大幅提振，产能过剩局面短期内难以得到根本改变。

图8 近年大连商品交易所PVC期货收盘价情况



资料来源：wind资讯，鹏元整理

#### 受下游需求不振影响，2014年烧碱价格有所下跌

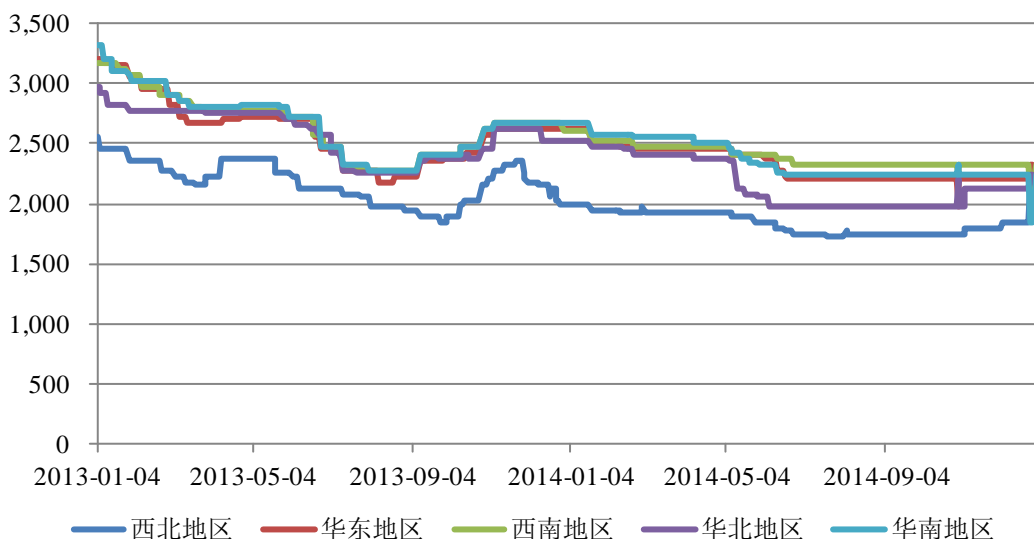
2014年，我国烧碱产量约3,180万吨，同比增长7.9%，产能利用率在80%左右，存在一定程度的产能过剩。

2014年，烧碱主要下游氧化铝行业去产能目标严峻，又因原料铝土矿进口受限，部分氧化铝厂的原料来源问题亟待解决，氧化铝的整体开工收到限制；同时新建项目审批更严，需求增速进一步放缓。

在需求不振的情况下，2014年我国烧碱价格有所下跌。2014年末，西北、华东、西南、华北、华南地区烧碱价格（99%片碱，中间价）分别为1,850.00元/吨、2,200.00元/吨、2,325.00元/吨、2,125.00元/吨和2,240.00元/吨，较年初分别下降7.5%、16.2%、10.6%、15.8%

和16.3%。

图9 近年我国各区域烧碱（99%片碱）价格（中间价）情况（单位：元/吨）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

#### 四、经营与竞争

公司主要从事煤炭、精煤、PVC、烧碱、焦炭以及电力等产品的生产和销售，其中煤炭、PVC和烧碱的销售收入仍是公司主要的收入来源，2014年上述产品收入合计占公司主营业务收入的比重为73.47%，此外，2014年公司新增房地产业务收入。近年来国内煤炭行业景气度持续下降，煤炭价格不断下跌，受此影响，公司收入规模有所下降，2014年公司实现主营业务收入293,028.63万元，较2013年下降5.40%。同样受煤炭等产品价格持续下跌的影响，公司盈利能力不断下降，2014年公司主营业务毛利率为20.47%，较2013年下降9.69个百分点。近两年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表3 2013-2014年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
原煤	77,765.01	7.93%	82,643.37	15.71%
精煤	28,440.76	91.83%	61,328.48	93.06%
树脂粉（PVC）	84,326.82	7.71%	74,504.83	8.78%
烧碱	24,757.87	19.09%	26,358.33	26.65%
焦炭及副产品	16,069.28	0.07%	27,264.76	1.62%
电及副产品	22,197.31	61.89%	21,201.50	48.13%
售房	18,285.41	15.58%	-	-

其他	21,186.18	-0.58%	16,447.37	-5.12%
<b>主营业务小计</b>	<b>293,028.63</b>	<b>20.47%</b>	<b>309,748.64</b>	<b>30.16%</b>
其他业务小计	3,586.53	96.98%	8,052.05	96.02%
<b>合计</b>	<b>296,615.16</b>	<b>21.40%</b>	<b>317,800.69</b>	<b>31.83%</b>

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

公司煤炭资源储备丰富，煤炭生产情况较为稳定，但受行业景气度下降影响，公司煤炭售价有所下滑，且精煤销量下降较多，导致公司煤炭业务盈利能力有所降低，未来公司技改矿井投产后将面临较大的产能释放压力

跟踪期内，公司拥有的煤炭矿区未发生变化，仍为晋平煤业、石板沟煤业、上良煤业、西故县煤业、新庄煤业、辉坡煤业和国鼎煤业七个煤炭矿区，煤种主要为贫瘦煤。截至2014年末，公司七个煤炭矿区地质储量合计达到4.18亿吨，剩余可采储量合计达到2.12亿吨。其中，晋平煤业与石板沟煤业地质储量均超过亿吨，剩余可采储量均在4,700万吨以上，但辉坡煤业和国鼎煤业剩余可采储量较小。

**表4 截至2014年末公司煤炭资源情况（单位：万吨）**

矿区名称	所在位置	持股比例	煤种	地质储量	剩余可采储量
晋平煤业	襄垣县夏店镇西北阳村	100%	贫瘦煤	13,313.00	4,785.00
石板沟煤业	襄垣县下良镇曹家坪村	100%	贫瘦煤	12,463.00	8,495.00
上良煤业	襄垣县下良镇上良村	51%	贫瘦煤	5,231.00	2,278.50
西故县煤业	下良镇西故县村	51%	贫瘦煤	6,201.00	3,517.00
新庄煤业	襄垣县下良镇西故县村	100%	贫瘦煤	2,781.00	1,351.00
辉坡煤业	襄垣县古韩镇南田漳村	51%	贫瘦煤	1,441.00	692.00
国鼎煤业	吕梁市离石区红眼川乡寺头村	61%	贫瘦煤	401.00	40.00
<b>合计</b>		-	-	<b>41,831.00</b>	<b>21,158.50</b>

资料来源：公司提供

截至2014年末，公司所有7个煤矿中，正常生产的煤矿共有3个，分别为晋平煤业、国鼎煤业和辉坡煤业，核定产能分别为240万吨/年、60万吨/年和45万吨/年，其余4个煤矿仍处于整合中（主要为技术改造）。2014年公司煤炭产量有所提升，同比增长5.31%，但产量增长主要体现在技改矿井中，正常生产的晋平煤业和国鼎煤业产量均有所下滑，同比降幅分别为28.77%和28.67%，主要系市场需求下降所致。

**表5 2013-2014年公司下属煤矿产能产量情况（单位：万吨/年、万吨）**

矿区名称	2014年		2013年		备注
	产能	产量	产能	产量	
晋平煤业	240	191.70	240	269.13	正常生产
国鼎煤业	60	51.68	60	72.45	正常生产

辉坡煤业	45	42.73	45	10.57	正常生产
石板沟煤业	120	52.08	120	13.10	技改中
西故县煤业	90	35.17	90	19.57	技改中
新庄煤业	90	41.53	90	8.43	技改中
上良煤业	120	8.40	120	8.70	技改中
<b>合计</b>	<b>765</b>	<b>423.29</b>	<b>765</b>	<b>401.95</b>	-

注：技改中的煤矿产能均为技改后设计产能  
 资料来源：公司提供

跟踪期内，公司继续推进技改矿井的建设，截至2015年4月末，石板沟煤业、西故县煤业、新庄煤业和上良煤业已完成投资140,192.93万元，尚需投资33,037.48万元。2015年5月，西故县煤业和新庄煤业的技改工程已基本完成，随着技改煤矿的陆续完工并投入生产，公司煤炭产能规模将得到提升，但目前煤炭行业景气度较低，未来公司煤炭产量存在一定的不确定性。

**表6 截至2015年4月末公司技改矿井建设情况（单位：万吨/年，万元）**

矿井名称	核定产能	预计总投资	已投资
上良煤业	120	32,826.83	32,030.73
西故县煤业	90	29,858.85	20,915.31
新庄煤业	90	29,125.02	22,650.00
石板沟煤业	120	81,419.71	64,596.89
<b>合计</b>	<b>420</b>	<b>173,230.41</b>	<b>140,192.93</b>

资料来源：公司提供

煤炭洗选方面，公司煤炭洗选业务仍由子公司襄垣县万发选煤有限公司（以下简称“万发洗煤”）运营，洗选能力仍为270万吨/年。2014年，公司根据精煤需求情况调整原煤入洗量，全年入洗原煤96.00万吨，产出精煤59.47万吨，分别同比下降35.70%和39.53%。公司精煤产出百分比仍较低，主要系入洗的原煤品质不高所致。

**表7 2013-2014年公司煤炭洗选情况**

项目	2014年	2013年
洗选能力（万吨/年）	270	270
入洗量（万吨）	96.00	149.30
精煤产量（万吨）	59.47	98.35
产出百分比	61.94%	65.87%

资料来源：公司提供

公司煤炭销售分为内部销售和外部销售，其中内部销售主要销售给万发洗煤和子公司襄垣县诚丰电力有限公司（以下简称“诚丰电力”），外部销售为对外销售。2014年公司煤炭销量为415.82万吨，其中对外销售254.82万吨，同比分别增长4.51%和19.26%。尽管销量有所增长，但受行业景气度下降影响，公司原煤平均售价下滑幅度较大，导致原煤销售盈



利能力有所下降，2014年公司原煤收入同比下降5.90%，毛利率同比下降7.78个百分点。

**表8 2013-2014年公司各煤矿原煤销售情况（单位：万吨）**

矿区名称	2014年				2013年			
	销量	其中：对外销售	万发洗煤	诚丰电力	销量	其中：对外销售	万发洗煤	诚丰电力
晋平煤业	203.36	91.36	96.00	16.00	269.61	117.31	149.30	3.00
国鼎煤业	48.70	48.70	-	-	74.67	74.67	-	-
辉坡煤业	38.62	38.62	-	-	7.61	7.61	-	-
石板沟煤业	47.86	47.86	-	-	11.55	11.55	-	-
西故县煤业	27.48	12.48	-	15.00	19.34	0.00	-	19.34
新庄煤业	40.10	6.10	-	34.00	8.07	0.00	-	8.07
上良煤业	9.70	9.70	-	-	7.02	2.52	-	4.50
<b>合计</b>	<b>415.82</b>	<b>254.82</b>	<b>96.00</b>	<b>65.00</b>	<b>397.87</b>	<b>213.66</b>	<b>149.30</b>	<b>34.91</b>

资料来源：公司提供

2014年，公司精煤销量与平均售价双双下降，导致精煤收入大幅下降，同比降幅达到53.63%。由于合并报表时精煤部分成本在原煤成本中归集，因此公司精煤销售毛利率一直维持在较高水平，且相对稳定。

**表9 2013-2014年公司煤炭销售情况（单位：万吨、元/吨）**

项目		2014年	2013年	同比变动
原煤	产量	423.29	401.95	5.31%
	销量	254.82	213.66	19.26%
	平均售价	305.18	386.79	-21.10%
精煤	产量	59.47	98.35	-39.53%
	销量	52.65	92.15	-42.86%
	平均售价	540.19	665.53	-18.83%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司煤炭客户结构未发生较大变化，其中原煤主要销售给其他洗煤厂、煤化工企业、煤炭贸易公司以及电厂等，销售区域几乎全部集中于山西省境内，外运煤炭较少。公司精煤主要下游客户为钢厂、煤化工企业等，在销售区域分布上主要集中于山西、山东和河南等省份。客户集中度方面，2014年公司原煤前五大客户销售占比有所下降，客户集中度不高，但精煤对单一客户的依赖风险进一步上升。

**表10 2013-2014年公司煤炭销售前五大客户情况（单位：万元）**

2014年					
原煤			精煤		
客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
山西成功煤炭经销有限公司	5,261.49	6.77%	山东莱钢永锋钢铁有限公司	14,940.76	52.53%
山西中宝统配煤炭运销有限公司	4,708.74	6.06%	长治市聚通能源发展有限公司	1,493.78	5.25%

襄垣县鸿达煤化有限公司	4,399.91	5.66%	山东金能科技股份有限公司	1,465.18	5.15%
山西能源产业集团长治有限公司	2,890.32	3.72%	襄垣华宇选煤有限公司	700.00	2.46%
襄垣县宏鲁选煤有限公司	2,300.00	2.96%	长治达鑫源煤业有限公司	302.76	1.06%
<b>合计</b>	<b>19,560.45</b>	<b>25.15%</b>	<b>合计</b>	<b>18,902.49</b>	<b>66.46%</b>

### 2013年

原煤			精煤		
客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
黎城国新能源煤炭运销有限公司	17,004.06	12.50%	山东莱钢永峰钢铁有限公司	24,089.69	33.00%
襄垣鸿达煤化有限公司	15,317.97	11.26%	山东荣信煤化工有限公司	5,637.69	7.80%
河南中瑞集团有限公司	8,068.62	5.90%	襄垣鸿达焦化有限公司	2,796.56	3.90%
山西中宝统配煤炭运销有限公司	3,369.83	2.40%	滕州盛隆煤化工有限公司	2,676.78	3.70%
襄垣海欣洗选煤有限公司	3,000.00	2.20%	山西潞宝集团天地精煤公司	2,000.00	2.80%
<b>合计</b>	<b>46,760.48</b>	<b>34.26%</b>	<b>合计</b>	<b>37,200.72</b>	<b>51.20%</b>

资料来源：公司提供

整体来看，目前国内煤炭行业景气度较低，受此影响，公司原煤与精煤的销售价格均有所下降，且精煤销量降幅较大，导致公司煤炭业务盈利能力出现较大下滑。2014年公司实现煤炭（原煤和精煤）销售收入10.62亿元，较2013年下降26.23%；煤炭（原煤和精煤）毛利率为30.40%，较2013年下降18.26个百分点。未来随着技改矿井的完工投产，公司煤炭产能规模将得到提升，但目前国内宏观经济仍存在下行压力，煤炭行业景气度短期内难以大幅回升，公司技改煤矿投产后面临较大的产能释放压力，未来公司煤炭业务的盈利能力或将进一步下滑。

公司“煤-电-煤化工”的产业链模式使得煤化工及电力业务具有一定的成本优势，PVC与烧碱产销量保持增长，但受价格下跌影响，公司煤化工业务板块盈利能力有所下降，且面临一定的客户集中度风险

公司煤化工业务仍由山西瑞恒化工有限公司（以下简称“瑞恒化工”）负责运营，2014年瑞恒化工PVC和烧碱产能未发生变化，截至2014年末，PVC产能为20万吨/年，烧碱产能为18万吨/年。2014年瑞恒化工经营情况较为稳定，产能利用率有所提高，PVC和烧碱产销量均保持一定增长，产销率水平仍较高。

**表11 2013-2014年公司PVC与烧碱运营情况（单位：万吨）**

产品名称	2014年					2013年				
	产能	产量	产能利用率	销量	产销率	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
PVC	20	17.40	87.00%	17.15	98.56%	20	14.10	70.50%	14.03	99.50%
烧碱	18	17.82	99.00%	18.22	102.24%	18	16.40	91.11%	16.53	100.79%

资料来源：公司提供

公司PVC和烧碱生产成本主要由电石、工业盐和电力构成，其中电力完全由子公司诚丰电力供应，诚丰电力拥有2\*25MW和3\*50MW两台发电机组。诚丰电力所产电力除供应公司内部使用外，剩余电力全部销售给国家电网，2014年公司共发电12.63亿度，较2013年增长13.68%，其中内部使用电力11.11亿度，外销电力1.52亿度。公司电力生产所需原材料全部为自产煤炭，因此成本相对较低，这在一定程度上降低了公司煤化工业务板块的生产成本，增强了公司综合竞争能力。

公司电石和工业盐主要以市场价格从外部采购，2014年公司电石和工业盐采购单价有所下降。公司已经在山东收购了一个工业盐矿，目前正在建设期，计划总投资约3.85亿元，截至2015年4月末已投资9,732.97万元。随着该工业盐矿的建成投入生产，公司煤化工业务将具有一定的成本优势，但上述工业盐矿的建设将使得公司面临一定的资金压力。

**表12 2013-2014年公司PVC与烧碱原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）**

原材料名称	2014年		2013年	
	数量	采购单价	数量	采购单价
电石	226,636	2,516	199,206	2,679
盐	399,910	303	200,158	350

资料来源：公司提供

公司PVC主要通过经销商销售，主要销售给下游化工企业生产管材及板材；烧碱主要在当地及附近地区销售，销售给氧化铝厂用于铝的生产。目前国内PVC行业产能过剩仍较为严重，2014年公司PVC和烧碱销售价格均有所下滑，其中PVC平均售价同比下降7.38%，烧碱平均售价同比下降14.81%。PVC销量的增长带动其收入同比增长13.18%，但由于售价下降幅度较大，2014年公司烧碱收入同比下降6.07%。同时，受产品价格下跌影响，公司煤化工业务盈利能力有所下降，2014年PVC和烧碱毛利率分别同比下降1.07和7.57个百分点。

**表13 2013-2014年公司PVC与烧碱平均售价和毛利率情况（单位：元/吨）**

产品	2014年		2013年	
	平均售价	毛利率	平均售价	毛利率
PVC	4,917	7.71%	5,309	8.78%
烧碱	1,358	19.09%	1,594	26.65%

资料来源：公司提供，鹏元整理

从下游客户集中度来看，公司PVC及烧碱产品下游客户集中度均较高。2014年，公司PVC和烧碱前五大销售客户占公司销售总额的比重分别为66.25%和74.96%，存在一定的客户集中度风险。

**表14 2013-2014年公司PVC与烧碱前五大客户情况（单位：万元）**

2014年	
PVC	烧碱

客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
宁波市亿帆化工有限公司	21,210.59	25.15%	孝义市兴安化工有限公司	7,966.20	32.18%
杭州能量贸易有限公司	11,312.78	13.42%	山西兆丰铝业有限责任公司	4,656.72	18.81%
宁波市鄞州恒化塑业有限公司	7,962.13	9.44%	开曼铝业（三门峡）有限公司	2,428.79	9.81%
杭州海得龙塑胶新材料有限公司	7,721.94	9.16%	山西信发化工有限公司	1,871.51	7.56%
汕头市万华化工有限公司	7,660.60	9.08%	山西复晟铝业有限责任公司	1,634.45	6.60%
<b>合计</b>	<b>55,868.04</b>	<b>66.25%</b>	<b>合计</b>	<b>18,557.66</b>	<b>74.96%</b>

### 2013年

PVC			烧碱		
客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
宁波市亿帆化工有限公司	22,822.18	26.18%	孝义市兴安化工有限公司	14,563.89	47.23%
汕头市万华化工有限公司	9,713.00	11.14%	荏平信发物资供应服务有限公司	3,099.39	10.05%
杭州如顺贸易有限公司	8,846.40	10.15%	开曼铝业（三门峡）有限公司	2,061.69	6.69%
福建省晋江市进出口有限公司	8,560.00	9.82%	山西兆丰铝业有限责任公司	2,026.61	6.57%
宁波市鄞州恒化塑业有限公司	6,797.52	7.80%	山东东岳能源交口肥美铝业有限责任公司	2,019.68	6.55%
<b>合计</b>	<b>56,739.11</b>	<b>65.09%</b>	<b>合计</b>	<b>23,771.26</b>	<b>77.09%</b>

资料来源：公司提供

公司在建煤化工项目尚需投资规模较大，存在较大的资金压力，且项目投产后的收益状况存在较大的不确定性

跟踪期内，公司继续推进40万吨聚氯乙烯项目和20万吨气制乙二醇项目的建设，上述项目计划总投资达到45.32亿元，截至2015年4月末已投资32.18亿元，尚需投资13.14亿元，公司面临较大的资金压力，上述项目何时能够建成投产存在一定的不确定性。

**表15 截至2015年4月末公司煤化工在建项目情况（单位：万元）**

项目名称	计划总投资	已投资
40万吨聚氯乙烯	193,200.00	116,804.81
20万吨气制乙二醇	260,000.00	205,000.00
<b>合计</b>	<b>453,200.00</b>	<b>321,804.81</b>

资料来源：公司提供

目前国内PVC产能严重过剩，价格持续下跌，同时烧碱价格也有所下降，公司40万吨聚氯乙烯投产后能否取得预期收益存在较大的不确定性。

### 公司焦炭产能利用率低，产销量有所下降，收入下滑，盈利能力较差

2014年，公司焦炭业务运营情况仍较为一般。公司焦炭业务由子公司山西襄矿集团沁县华安焦化有限公司（以下简称“华安焦化”）负责运营，截至2014年末，华安焦化焦炭产能为130万吨/年，较2013年末提升70万吨/年，但该70万吨产能尚在烘炉阶段，待年产6.8万吨焦炉煤气制液化天然气项目投产后再进行生产。由于焦化行业不景气，公司焦炭产能利

用率进一步下降，2014年仅为16.28%；全年焦炭销量为14.70万吨，同比下降30.23%，实现收入1.61亿元，但由于行业低迷，焦炭业务毛利率仅为0.07%。此外，公司已完成收购襄垣县恒祥焦化有限公司（以下简称“恒祥焦化”），其产能为94万吨/年，但由于工商变更尚未完成，因此尚未纳入合并范围。

**表16 2013-2014年公司焦炭产销情况（单位：万吨）**

产品名称	2014年					2013年				
	产能	产量	产能利用率	销量	产销率	产能	产量	产能利用率	销量	产销率
焦炭	130	21.17	16.28%	14.70	69.44%	60	25.36	42.27%	21.07	83.08%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司还在推进建设年产6.8万吨焦炉煤气制液化天然气项目，该项目计划投资3.86亿元，截至2015年4月末已投资2.1亿元。该项目建成投产后将延伸公司焦化产业链，拓宽公司收入来源，但液化天然气生产是公司新进入的业务领域，将面临新市场拓展所带来的业务风险，且该项目未来能否达到预期收益也值得关注。

#### 房地产业务能够在短期内拓宽公司收入来源，但持续性较弱

2014年公司新增售房收入，全部来源于东湖首府项目，该项目占地面积4.1万平方米，建筑面积9.4万平方米，计划总投资32,788万元，截至2014年末已投资26,352万元。东湖首府项目包括住宅和商铺，可销售面积为9.4万平方米，截至2014年末已销售5.1万平方米，已销售金额为23,012万元，已结算金额为18,285万元。

**表17 截至2014年末公司房地产项目情况（单位：万平方米、万元）**

项目名称	占地面积	建筑面积	计划总投资	已投资	可销售面积	已销售面积	已销售金额	已结算金额
东湖首府	4.1	9.4	32,788	26,352	9.4	5.1	23,012	18,285

资料来源：公司提供

除东湖首府项目外，公司无在建的房地产项目，也无土地储备。整体来看，公司房地产业务能够在短期内拓宽公司收入来源，但该业务持续性较弱。

#### 公司在财政补贴方面得到当地政府的有力支持

公司作为襄垣县的国有独资企业，在财政补贴方面得到当地政府的有力支持。2014年，公司合计收到政府补助2.02亿元，其中主要包括2014年煤矿和焦化行业困难补助12,500万元和改革转型资金6,000万元，有力提升了公司的利润水平。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中勤万信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年度审计报告，公司财务报表均按照新会计准则编制。2014年公司合并范围新增1家，为公司投资设立的山西襄矿集团有线电视传播有限公司，公司持股比例为100%。截至2014年末，公司纳入合并范围的子公司共24家。

公司根据财政部2014年修订及颁布的《企业会计准则》对部分科目进行了调整，以下分析所采用数据均为调整后的数据。

## 资产结构与质量

### 公司资产规模保持增长，但资产流动性一般

跟踪期内公司资产规模保持增长，截至2014年末为156.48亿元，较2013年末增长9.81%。从资产结构来看，公司资产以非流动资产为主，2014年末公司非流动资产占总资产的比重为54.45%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。截至2014年末，公司货币资金为10.38亿元，其中其他货币资金为9.43亿元，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金。2014年末公司应收账款有所下降，账龄在1年以内的应收账款占比为67.64%，应收账款余额前十名单位合计金额为1.06亿元。公司预付款项规模较大，主要为预付的工程及设备款，跟踪期内保持增长，截至2014年末达到31.90亿元，较2013年末增长15.43%，占总资产的比重为20.39%，2014年末公司预付款项余额前十名单位合计金额为10.97亿元。公司其他应收款有所下降，但规模仍较大，2014年末为15.75亿元，占总资产的比重为10.07%，对公司资金形成一定占用。2014年末其他应收款账龄在1年以内的占比为60.42%，前十名应收单位合计金额为12.59亿元，占比70.70%，其中应收恒祥焦化的款项达9.11亿元，包括股权收购款与往来款。截至2014年末，公司存货主要包括原材料2.33亿元、库存商品3.73亿元和开发成本2.31亿元，公司未对存货计提跌价准备。

表18 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	103,835.45	6.64%	57,235.14	4.02%
应收账款	22,667.09	1.45%	26,771.13	1.88%
预付款项	319,033.43	20.39%	276,376.09	19.39%
其他应收款	157,520.39	10.07%	180,575.95	12.67%
存货	84,120.63	5.38%	90,634.25	6.36%
<b>流动资产合计</b>	<b>712,687.45</b>	<b>45.55%</b>	<b>663,070.34</b>	<b>46.53%</b>

固定资产	387,988.16	24.80%	407,372.16	28.59%
在建工程	327,486.37	20.93%	223,132.83	15.66%
无形资产	70,133.04	4.48%	77,446.16	5.43%
<b>非流动资产合计</b>	<b>852,087.95</b>	<b>54.45%</b>	<b>761,946.01</b>	<b>53.47%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,564,775.40</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,425,016.35</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程和无形资产，其中固定资产2014年末账面价值为38.80亿元，占总资产的比重为24.80%，主要包括房屋及建筑物21.80亿元和机器设备16.14亿元。公司在建工程主要为煤矿技改项目以及煤化工项目，随着项目建设的推进，在建工程规模不断扩大，2014年末达到32.75亿元。无形资产主要为土地使用权和资源价款，截至2014年末账面价值分别为2.24亿元和4.76亿元。

## 资产运营效率

### 公司资产周转效率有所下降

公司煤炭与煤化工产品多采用先收款后发货的政策，应收账款规模不大，且跟踪期内有所下降，因此2014年公司应收账款周转率有所提高，但收入下滑导致存货周转率下降。另一方面，应付账款的大幅增加使得其周转天数有所增长，公司通过占用上游资金使得净营业周期缩短。但从整体资产运营效率来看，公司流动资产、固定资产和总资产周转率均有所下降，周转天数同比分别增长14.65%、15.46%和25.09%。

**表19 公司资产运营效率情况（单位：天）**

项目	2014年	2013年
应收账款周转天数	30.00	38.52
存货周转天数	134.92	102.66
应付账款周转天数	152.62	107.18
净营业周期	12.30	34.00
流动资产周转天数	834.87	728.16
固定资产周转天数	482.66	418.02
总资产周转天数	1,814.35	1,450.44

资料来源：公司2013-2014年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

公司收入与综合毛利率均有所下降，期间费用仍较高，主业出现亏损，利润水平对政府补贴依赖较大

公司收入主要来源于煤炭与煤化工业务，受行业景气度下降影响，2014年公司营业收入有所下滑，同比降低6.67%。随着技改矿井的陆续完工，公司煤炭产能将有所扩大，但考虑到目前煤炭行业景气度较低，未来公司煤炭业务面临一定的产能释放风险。同时，近年煤炭、PVC与烧碱价格持续下跌，短期内大幅回升的可能性较低，未来公司收入或仍将受到一定不利影响。

盈利能力方面，由于主要产品价格均有所下降，公司各项业务毛利率均有不同程度的下滑，导致2014年公司综合毛利率同比下降10.43个百分点。2014年公司期间费用率小幅下降，主要系销售费用与管理费用下降所致，但目前公司管理费用仍较高，2014年为4.37亿元，同时随着债务规模的扩大，公司利息支出持续增加，使得财务费用同比增长21.97%，2014年达到1.72亿元。整体来看，公司期间费用较高，且本期债券的发行将进一步增加公司财务费用，未来公司利润或将继续受到期间费用的侵蚀。

从盈利水平来看，由于收入和综合毛利率的下降，2014年公司营业利润大幅下降120.72%，亏损5,042.69万元。2014年，公司共收到政府补助20,209.05万元，其中包括2014年煤矿和焦化行业困难补助12,500万元和改革转型资金6,000万元。受益于此，2014年公司利润仍为正，但利润水平降幅较大，利润总额和净利润分别同比下降56.51%和33.53%。

**表20 公司盈利情况（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
营业收入	296,615.16	317,800.69
营业利润	-5,042.69	24,332.63
政府补助	20,209.05	7,437.98
利润总额	12,310.16	28,304.43
净利润	9,145.76	13,758.23
综合毛利率	21.40%	31.83%
期间费用率	22.11%	23.26%

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

## 现金流

### 公司经营活动现金流有所恶化，未来资金需求较大，面临较大的资金压力

公司净利润有所下降，由于非付现费用和非经营损益均有所增长，2014年公司FFO同比增长6.68%，但公司经营活动现金流有所恶化，主要系经营性应付项目大幅减少所致。2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比下降38.56%，销售收现比为45.78%，较2013年下降23.76个百分点，主要系公司产品销售收到的票据增加所致。

随着煤矿技改项目以及煤化工建设项目的推进，2014年公司投资活动现金仍表现为较



大规模的净流出。截至2015年4月末，公司在建的煤矿技改项目以及煤化工等项目尚需投资超过21亿元，公司面临较大的资金压力，而目前公司经营活动所取得的现金无法满足投资活动所需，公司对外部融资的依赖较大。2014年公司外部融资仍保持在较大规模，其中取得银行借款所收到的现金达49.45亿元，收到其他与筹资活动有关的现金29.03亿元，主要系公司收到的融资租赁款和票据贴现款；公司筹资活动现金流出主要系偿还债务本息。

**表21 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
销售收现比	45.78%	69.54%
<b>净利润</b>	<b>9,145.76</b>	<b>13,758.23</b>
非付现费用	54,528.48	53,133.82
非经营损益	21,951.43	13,370.96
<b>FFO</b>	<b>85,625.67</b>	<b>80,263.01</b>
<b>营运资本变化</b>	<b>-107,158.51</b>	<b>-46,937.13</b>
其中：存货的减少（减：增加）	6,513.62	-57,713.41
经营性应收项目的减少（减：增加）	-14,109.48	-79,660.24
经营性应付项目的增加（减：减少）	-99,562.65	90,436.51
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-21,532.84</b>	<b>33,325.87</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-57,982.92</b>	<b>-61,845.64</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>79,578.43</b>	<b>-36,951.16</b>
现金及现金等价物净增加额	62.67	-65,470.93

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

公司刚性债务规模不断攀升，资产负债率较高，偿债压力不断加大

2014年公司负债规模进一步增加，截至2014年末负债总额达115.64亿元，较2013年末增长13.79%，公司负债仍以流动负债为主，2014年末流动负债占比为70.18%。2014年公司所有者权益变化不大，产权比率进一步上升，所有者权益对负债的保障程度差。

**表22 公司资本结构情况（单位：万元）**

项目	2014年	2013年
负债合计	1,156,420.31	1,016,279.20
其中：流动负债	811,520.87	745,023.20
非流动负债	344,899.44	271,256.01
所有者权益合计	408,355.10	408,737.14
产权比率	283.19%	248.64%

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要为短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款和一年

内到期的非流动负债。2014年公司短期借款规模有所下降，截至2014年末为13.72亿元，包括保证借款13.26亿元和信用借款4,560万元，其中公司自民生银行太原分行取得的借款采用了石板沟煤业100%股权、新庄煤业100%股权、西故县煤业51%股权、辉坡煤业51%股权、上良煤业51%股权质押以及新庄煤业、上良煤业和辉坡煤业采矿权质押。公司应付票据包括17.48亿元的银行承兑汇票和1亿元的商业承兑汇票。应付账款主要为应付工程、材料以及设备款，2014年末同比增长57.22%。预收款项主要为预收的产品销售款，其他应付款包括往来款与借款等。公司一年内到期的非流动负债规模较大，截至2014年末为15.73亿元，其中包括一年内到期的长期借款9.80亿元和一年内到期的长期应付款5.93亿元。

**表23 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	137,195.00	11.86%	322,545.00	31.74%
应付票据	184,800.00	15.98%	82,483.50	8.12%
应付账款	120,830.18	10.45%	76,852.12	7.56%
预收款项	45,493.56	3.93%	35,940.13	3.54%
其他应付款	115,574.47	9.99%	123,775.96	12.18%
一年内到期的非流动负债	157,288.96	13.60%	67,803.17	6.67%
<b>流动负债合计</b>	<b>811,520.87</b>	<b>70.18%</b>	<b>745,023.20</b>	<b>73.31%</b>
长期借款	262,400.00	22.69%	159,898.92	15.73%
长期应付款	66,497.34	5.75%	78,146.75	7.69%
专项应付款	9,993.90	0.86%	21,210.34	2.09%
<b>非流动负债合计</b>	<b>344,899.44</b>	<b>29.82%</b>	<b>271,256.01</b>	<b>26.69%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,156,420.31</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,016,279.20</b>	<b>100.00%</b>
其中：刚性债务	808,181.30	69.89%	710,877.34	69.95%

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要为长期借款、长期应付款和专项应付款。公司长期借款包括保证借款和质押借款，规模有所扩大，截至2014年末为26.24亿元，其中质押借款质押物为晋平煤业股权与采矿权。长期应付款为应付融资租赁款，专项应付款主要为应付襄垣财政拨款和襄垣县人民政府款项。

2014年公司刚性债务规模继续攀升，期末余额达80.82亿元，较2013年末增长13.69%，占公司负债总额的比重为69.89%，其中短期刚性债务为47.93亿元，占全部刚性债务的比重为59.30%，公司短期偿债压力较大。此外，本期债券于2015年2月发行，公司刚性债务规模进一步扩大，偿债压力有所加大。

随着负债规模的扩大，公司资产负债率继续上升，截至2014年末为73.90%，负债水平

较高，且公司流动比率、速动比率均偏低。利润水平的降低使得公司EBITDA有所下降，同时债务规模的攀升导致利息支出不断增加，EBITDA利息保障倍数有所下降，目前水平较低，且EBITDA对公司刚性债务的保障程度也有所下降。整体来看，公司刚性债务规模不断攀升，资产负债率较高，偿债能力指标有所弱化，偿债压力不断加大。

**表24 公司偿债能力指标**

项目	2014年	2013年
资产负债率	73.90%	71.32%
流动比率	0.88	0.89
速动比率	0.77	0.77
EBITDA（万元）	90,143.89	96,381.40
EBITDA 利息保障倍数	1.55	2.54
刚性债务/EBITDA	8.97	7.38

资料来源：公司 2014 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**

本期债券发行前，公司已与中国邮政储蓄银行股份有限公司山西省长治市分行签订了采矿权抵押协议和抵押资产监管协议，根据上述协议，公司以其子公司合法拥有并有权处分的山西襄矿石板沟煤业有限公司采矿权（采矿权许可证号：C1400002009111220045152）为本期债券还本付息提供抵押担保，并应于本期债券发行后10日内完成抵押资产的抵押登记手续，抵押权人为本期债券的全体持有人。根据山西大地评估规划勘测有限公司出具的晋大地矿评字[2013]第028号评估报告，截至2013年3月31日，山西襄矿石板沟煤业有限公司采矿权评估价值为159,151.11万元，为本期债券未偿还本息的1.29倍。

本期债券发行后，公司积极协调山西省国土资源厅办理石板沟煤业的采矿权抵押登记手续，同时襄垣县人民政府也向山西省国土资源厅出具了《襄垣县人民政府关于解决山西襄矿集团办理15襄矿债采矿权抵押备案的函》（襄政函[2015]23号），希望山西省国土资源厅尽快办理15襄矿债采矿权抵押备案手续，但山西省国土资源厅根据晋国土资发（2013）237号、晋国土资函（2014）123号两项文件的规定，表示山西省国土资源厅目前仅针对债务人以采矿权作为抵押担保向金融机构贷款相关事宜办理登记手续。但公司以石板沟煤业采矿权为本期债券提供担保，抵押权人为“全体债券持有人”，抵押权人既不是金融机构，也不是具体对象，同时抵押协议为三方协议（抵押人为公司，抵押权人为全体债券持有人，

债权代理人为中国邮政储蓄银行股份有限公司山西省长治市分行), 不符合前述两项文件的相关规定, 不具备办理条件。截至本评级报告出具之日, 山西省国土资源厅仍按前述两项文件的规定, 不予办理石板沟煤业的采矿权抵押登记手续, 本期债券到期偿付的保障程度有所下降。

## 七、或有事项分析

截至2014年末, 公司对外担保(不含对子公司的担保)金额合计163,200.00万元, 占2014年末公司净资产的比重为39.97%, 存在或有负债风险。

**表25 截至2014年末公司对外担保情况(单位: 万元)**

被担保单位名称	担保金额
山西襄垣七一新发煤业有限公司	78,980.00
山西七一煤化集团有限公司	43,000.00
襄垣县兴通城市建设投资管理有限公司	34,500.00
汕头市万华化工有限公司	3,720.00
襄垣县王桥工业园区和投资经营有限责任公司	3,000.00
<b>合计</b>	<b>163,200.00</b>

资料来源: 公司 2014 年审计报告, 鹏元整理

## 八、评级结论

公司煤炭资源储量丰富, 同时业务覆盖煤炭开采、洗选、煤化工与电力等, 一体化的经营模式使得公司各业务之间形成了较好的协同效应, 且公司在财政补贴方面得到当地政府的有力支持。

同时值得关注的是, 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; 煤炭、PVC以及烧碱行业低迷, 公司收入有所下滑, 综合毛利率大幅下降, 主业出现亏损, 利润依赖于政府补助, 经营活动现金流有所恶化, 刚性债务规模不断攀升, 资产负债率较高, 偿债压力不断加大; 在建项目使得公司面临较大的资金压力, 且投产后能否取得预期收益存在较大的不确定性; 公司对外担保规模较大, 存在或有负债风险。

基于以上情况, 鹏元下调公司主体长期信用等级为AA-, 下调本期债券信用等级为AA-, 评级展望维持为负面。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
<b>流动资产：</b>			
货币资金	103,835.45	57,235.14	100,004.34
交易性金融资产	3.00	3.00	19,553.97
应收票据	3,484.82	14,018.82	21,352.65
应收账款	22,667.09	26,771.13	41,236.44
预付款项	319,033.43	276,376.09	229,195.01
应收股利	-	76.00	-
其他应收款	157,520.39	180,575.95	178,281.13
存货	84,120.63	90,634.25	32,920.84
其他流动资产	22,022.65	17,379.94	-
<b>流动资产合计</b>	<b>712,687.45</b>	<b>663,070.34</b>	<b>622,544.38</b>
<b>非流动资产：</b>			
可供出售金融资产	25,808.20	25,808.20	-
长期股权投资	-	-	25,602.97
固定资产净额	387,988.16	407,372.16	330,666.48
在建工程	327,486.37	223,132.83	89,666.59
工程物资	11,223.08	69.50	2.50
无形资产	70,133.04	77,446.16	45,133.38
长期待摊费用	14,449.11	13,117.16	12,207.97
其他非流动资产	15,000.00	15,000.00	10,000.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>852,087.95</b>	<b>761,946.01</b>	<b>513,279.88</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,564,775.40</b>	<b>1,425,016.35</b>	<b>1,135,824.25</b>
<b>流动负债：</b>			
短期借款	137,195.00	322,545.00	238,782.00
应付票据	184,800.00	82,483.50	85,885.00
应付账款	120,830.18	76,852.12	52,142.23
预收款项	45,493.56	35,940.13	22,946.24
应付职工薪酬	16,892.14	11,789.26	9,077.03
应交税费	26,496.55	21,384.06	8,370.93
应付股利	6,950.00	2,450.00	-
其他应付款	115,574.47	123,775.96	24,282.11
一年内到期的非流动负债	157,288.96	67,803.17	104,200.00
<b>流动负债合计</b>	<b>811,520.87</b>	<b>745,023.20</b>	<b>545,685.54</b>
<b>非流动负债：</b>			
长期借款	262,400.00	159,898.92	63,316.92
长期应付款	66,497.34	78,146.75	106,564.03

专项应付款	9,993.90	21,210.34	28,448.58
其他非流动负债	6,008.20	12,000.00	-
<b>非流动负债合计</b>	<b>344,899.44</b>	<b>271,256.01</b>	<b>198,329.53</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,156,420.31</b>	<b>1,016,279.20</b>	<b>744,015.07</b>
<b>所有者权益（或股东权益）：</b>			
实收资本（股本）	70,000.00	70,000.00	70,000.00
资本公积	61,888.64	61,888.64	61,888.64
专项储备	45,120.29	44,300.91	38,743.97
盈余公积	15,193.79	13,436.70	11,806.29
未分配利润	153,407.13	152,041.81	138,298.59
少数股东权益	62,745.25	67,069.09	71,071.69
<b>所有者权益合计</b>	<b>408,355.10</b>	<b>408,737.14</b>	<b>391,809.18</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1,564,775.40</b>	<b>1,425,016.35</b>	<b>1,135,824.25</b>

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2014 年	2013 年	2012 年
<b>一、营业总收入</b>	<b>296,615.16</b>	<b>317,800.69</b>	<b>312,382.96</b>
其中：营业收入	296,615.16	317,800.69	312,382.96
其中：主营业务收入	293,028.63	309,748.64	304,895.39
其他业务收入	3,586.53	8,052.05	7,487.58
<b>二、营业总成本</b>	<b>302,652.88</b>	<b>294,133.75</b>	<b>274,282.54</b>
其中：营业成本	233,144.71	216,639.48	194,498.55
其中：主营业务成本	233,036.43	216,318.76	194,498.55
其他业务成本	108.28	320.72	-
营业税金及附加	4,167.15	3,550.79	3,777.45
销售费用	4,738.34	7,765.37	4,552.69
管理费用	43,651.76	52,077.88	49,744.08
财务费用	17,181.71	14,086.33	21,709.77
资产减值损失	-230.79	13.89	-
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	-	-53.97	53.97
投资收益（损失以“-”号填列）	995.03	719.65	384.14
<b>三、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>-5,042.69</b>	<b>24,332.63</b>	<b>38,538.53</b>
加：营业外收入	21,472.80	9,215.04	1,753.05
减：营业外支出	4,119.95	5,243.24	4,890.92
<b>四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>12,310.16</b>	<b>28,304.43</b>	<b>35,400.66</b>
减：所得税费用	3,164.40	14,546.20	12,872.75
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>9,145.76</b>	<b>13,758.23</b>	<b>22,527.91</b>
归属于母公司所有者的净利润	8,611.80	15,305.25	14,444.69
少数股东损益	533.96	-1,547.02	8,083.22
<b>六、综合收益总额</b>	<b>9,145.76</b>	<b>13,758.23</b>	<b>22,527.91</b>
归属于母公司所有者的综合收益总额	8,611.80	15,305.25	14,444.69
归属于少数股东的综合收益总额	533.96	-1,547.02	8,083.22

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项 目	2014 年	2013 年	2012 年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>			
销售商品、提供劳务收到的现金	135,784.48	220,985.75	240,353.33
收到的税费返还	337.24	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	175,244.09	230,217.10	193,180.07
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>311,365.82</b>	<b>451,202.85</b>	<b>433,533.40</b>
购买商品、接收劳务支付的现金	138,437.26	189,277.12	102,602.93
支付给职工以及为职工支付的现金	36,980.55	38,344.33	37,368.66
支付的各项税费	36,300.88	57,156.02	96,734.13
支付其他与经营活动有关的现金	121,179.97	133,099.50	286,925.17
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>332,898.66</b>	<b>417,876.98</b>	<b>523,630.89</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-21,532.84</b>	<b>33,325.87</b>	<b>-90,097.49</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>			
收回投资收到的现金	-	38,127.16	14,821.70
取得投资收益收到的现金	1,035.26	516.49	159.21
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	-	54,030.75	70,014.00
收到其他与投资活动有关的现金	592.34	32,389.64	-
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>1,627.61</b>	<b>125,064.04</b>	<b>84,994.91</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	58,283.77	120,909.68	56,116.30
投资支付的现金	-	28,000.00	53,219.35
支付其他与投资活动有关的现金	1,326.75	38,000.00	6,300.00
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>59,610.53</b>	<b>186,909.68</b>	<b>115,635.64</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-57,982.92</b>	<b>-61,845.64</b>	<b>-30,640.74</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>			
吸收投资所收到的现金	-	-	20,100.00
取得借款所收到的现金	494,514.30	517,425.00	256,938.92
收到其他与筹资活动有关的现金	290,250.49	40,000.00	-
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>784,764.79</b>	<b>557,425.00</b>	<b>277,038.92</b>
偿还债务所支付的现金	479,315.45	460,498.00	115,290.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	53,657.83	14,199.36	39,127.09
支付其他与筹资活动有关的现金	172,213.08	119,678.80	8,615.88
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>705,186.36</b>	<b>594,376.16</b>	<b>163,032.98</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>79,578.43</b>	<b>-36,951.16</b>	<b>114,005.94</b>
<b>四、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>62.67</b>	<b>-65,470.93</b>	<b>-6,732.28</b>

资料来源：公司审计报告，鹏元整理



### 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项 目	2014 年	2013 年	2012 年
净利润	9,145.76	13,758.23	22,527.91
加：资产减值准备	-230.79	13.89	-
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	40,246.18	41,217.26	22,839.65
无形资产摊销	10,959.54	9,338.65	4,240.16
长期待摊费用摊销	3,553.56	2,564.01	2,890.96
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-128.00	-49.69	15.42
公允价值变动损失（收益以“-”填列）	-	53.97	-53.97
财务费用（收益以“-”填列）	23,074.45	14,086.33	21,709.77
投资损失（收益以“-”填列）	-995.03	-719.65	-384.14
存货的减少（增加以“-”填列）	6,513.62	-57,713.41	4,762.75
经营性应收项目的减少（增加以“-”填列）	-14,109.48	-79,660.24	-120,144.05
经营性应付项目的增加（减少以“-”填列）	-99,562.65	90,436.51	-48,354.12
其他	-	-	-147.84
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-21,532.84</b>	<b>33,325.87</b>	<b>-90,097.49</b>

资料来源：2012-2013年数据来源于公司审计报告，2014年数据由公司提供，鹏元整理

## 附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
产权比率	283.19%	248.64%	189.89%
资产负债率	73.90%	71.32%	65.50%
刚性债务(万元)	808,181.30	710,877.34	598,747.95
流动比率	0.88	0.89	1.14
速动比率	0.77	0.77	1.08
综合毛利率	21.40%	31.83%	37.74%
EBITDA(万元)	90,143.89	96,381.40	87,342.56
EBITDA 利息保障倍数	1.55	2.54	2.68
期间费用率	22.11%	23.26%	24.33%
刚性债务/EBITDA	8.97	7.38	6.86
非付现费用(万元)	54,528.48	53,133.82	29,970.78
非经营损益(万元)	21,951.43	13,370.96	21,287.08
FFO(万元)	85,625.67	80,263.01	73,785.77
营运资本变化(万元)	-107,158.51	-46,937.13	-163,735.42
应收账款周转天数	30.00	38.52	60.54
存货周转天数	134.92	102.66	65.34
应付账款周转天数	152.62	107.18	112.35
净营业周期	12.30	34.00	13.53
流动资产周转天数	834.87	728.16	638.50
固定资产周转天数	482.66	418.02	337.70
总资产周转天数	1,814.35	1,450.44	1,174.38

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 附录五 截至2014年末公司纳入合并范围的子公司情况

子公司名称	实收资本 (万元)	持股比例	取得方式
襄垣县盛丰镁业有限公司	1,000.00	99.00%	投资设立
襄垣县诚丰电力有限公司	5,000.00	46.20%	投资设立
襄垣县鸿杰建材有限公司	50.00	51.00%	投资设立
襄垣县国能建材有限公司	500.00	100.00%	投资设立
襄垣县泰瑞达供热有限公司	300.00	87.20%	投资设立
襄垣县龙泽生态园餐饮有限公司	50.00	100.00%	投资设立
山西襄矿新庄煤业有限公司	5,000.00	100.00%	股权收购
山西吕梁襄矿环能国鼎煤业有限公司	3,015.00	61.00%	股权收购
山西襄矿华都房地产开发有限公司	2,000.00	100.00%	投资设立
襄垣县襄矿益欣煤气化有限公司	1,000.00	100.00%	投资设立
山西襄矿晋平煤业有限公司	50,000.00	100.00%	无偿划转
山西瑞恒化工有限公司	60,000.00	47.50%	投资设立
山西襄矿辉坡煤业有限公司	10,000.00	51.00%	股权收购
襄垣县万发选煤有限公司	3,622.29	51.00%	股权收购
山西襄矿泓通化工有限公司	5,000.00	100.00%	投资设立
山西襄矿集团顺达物流有限公司	350.00	100.00%	投资设立
山西襄矿西故煤业有限公司	10,000.00	51.00%	股权收购
山西襄矿鑫海物资有限公司	1,100.00	100.00%	投资设立
山西襄矿集团聚薪煤层气开发有限公司	500.00	100.00%	投资设立
山西襄矿石板沟煤业有限公司	10,000.00	100.00%	无偿划转
山西襄矿集团恒通新能源有限公司	5,000.00	100.00%	投资设立
山西襄矿上良煤业有限公司	20,000.00	51.00%	股权收购
山西襄矿集团沁县华安焦化有限公司	15,000.00	100.00%	股权收购
山西襄矿集团有线电视传播有限公司	100.00	100.00%	投资设立

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业总收入-营业成本）/营业总收入×100%
	销售净利率	净利润/营业总收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业总收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业总收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期刚性债务	长期借款+应付债券+长期应付款
	短期刚性债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债
	刚性债务	长期刚性债务+短期刚性债务
	长期资产适合率	（所有者权益总额+长期负债总额）/非流动资产×100%

## 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。