

# 信用等级通知书

[2017]跟踪0284

信评委函字

号

## 神木县国有资产运营公司：

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“14神木债”和“16神木小微债/16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

信用评级委员会

二零一七年六月二十七日

## 神木县国有资产运营公司 2017 年度跟踪评级报告

受评对象

神木县国有资产运营公司

本次主体信用等级 **AA<sup>+</sup>** 评级展望 **稳定**

上次主体信用等级 **AA** 评级展望 **稳定**

存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
14 神木债	15	7	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
16 神木小微债/ 16 神木债	8	4	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>

概况数据

神木国资	2014	2015	2016
总资产(亿元)	135.17	139.92	157.68
所有者权益(亿元)	82.89	102.26	108.95
总负债(亿元)	52.28	37.67	48.73
总债务(亿元)	28.88	18.63	32.53
营业总收入(亿元)	20.03	13.08	19.16
净利润(亿元)	11.50	4.81	9.59
EBIT(亿元)	14.09	6.83	11.05
EBITDA(亿元)	16.25	8.51	13.47
经营活动净现金流(亿元)	-1.98	10.97	7.66
营业毛利率(%)	38.98	45.13	38.05
总资产收益率(%)	10.86	4.96	7.50
资产负债率(%)	38.68	26.92	30.90
总资本化比率(%)	25.84	15.41	22.99
总债务/EBITDA(X)	1.78	2.19	2.41
EBITDA 利息倍数(X)	10.35	5.04	8.47

注：2014-2016 年财务报告均按照新会计准则编制；所有者权益含少数股东权益。

分析师

项目负责人：魏建

jwei@ccxi.com.cn

项目组成员：曾格凯

kxzengge@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2017 年 6 月 27 日

基本观点

中诚信国际维持神木县国有资产运营公司（以下简称“神木国资”或“公司”）的主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“14 神木债”和“16 神木小微债/16 神木债”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

2016 年以来，公司保持了丰富的煤炭资源、持有大量优质煤炭公司股权以及财务实力较强等优势。同时，中诚信国际也关注到公司承担基础设施建设项目带来的资金占用及回款风险，以及拓展金融业务带来资金回收风险等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

优势

- **神木县煤炭资源丰富，经济保持快速发展。**神木县煤炭资源丰富，已探明储量达 500 多亿吨。近年来在煤炭产业的带动下，神木县经济得到快速发展，2016 年全县 GDP 为 904.8 亿元，同比增长 7.6%，在全国百强县中排名前列。
- **公司持有大量的优质煤炭公司股权。**除控股陕西神木煤业（集团）有限公司（以下简称“神木煤业”）外，公司还参股陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤集团”）下属子公司红柳林矿业、张家峁矿业和柠条塔矿业，2016 年公司共计从三家公司获得分红 7.35 亿元，是公司营业利润的重要来源。
- **公司财务实力较强。**公司货币资金充足，截至 2016 年末，为 35.22 亿元。同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 30.90% 和 22.99%，资本结构稳健。

关注

- **公司承担部分基础设施建设工作，面临一定的资金占用及回款风险。**目前，公司承担环城南路及环城北路土地整理及征收项目建设，共支出资金 7.02 亿元，相关政府结算及还款时间尚未确定，面临一定资金占用及回款风险。
- **公司的金融业务面临一定的资金风险。**公司近年来拓展了诸如担保、创业投资以及委贷等金融业务来扶植中小企业，虽然公司制定了一系列严格的制度和措施，但在项目筛选决策、资金监控及资金回收等方面仍存在一定不确定性。

## 声明

一、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。

二、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。

三、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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本债券的存续期内每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次为定期跟踪评级。

## 资金项目进展

“14 神木债”募集资金 15 亿元，按照募集资金使用计划，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、和谐家园经济适用房项目等 5 个保障性住房项目的建设。截至 2015 年末，募集资金已全部用于项目建设，目前无余额，资金使用与募集说明书一致。

“16 神木小微债/16 神木债”募集资金 8 亿元，全部用于以委托贷款形式投放于经公司确认的，位于神木县政府管辖区域内的小微企业，目前已投放于符合条件的陕西省神木县长青食品有限公司、神木县天湖农牧养殖有限公司、神木县众兴种养殖农民专业合作社五家小微企业，投放金额总计 1,400 万元，资金使用情况正常，还有部分项目处于调研论证中。目前资金余额为 78,600 万元，资金使用与募集说明书一致。

## 基本分析

### 近年来煤炭主要下游行业增速放缓，未来宏观经济增速的持续放缓和环保政策趋严都将继续压制煤炭需求增长

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 80% 左右。2011 年四季度开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，煤炭价格位于低位，煤炭行业景气度持续低迷。中诚信国际认为，煤炭行业面临的下行态势属长周期性的转折，未来煤炭行业增速将显著放缓。

图 1：2011 年以来主要耗煤行业当月产品产量增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

电力行业耗煤在煤炭总产量中的比重接近 50%，对煤炭行业的发展影响最大。2015 年，受到经济发展趋缓、节能减排力度加大以及“暖冬”等因素影响，全国发电量为 5.6 万亿千瓦时，同比下降 0.2%，出现负增长。其中，火电发电量同比继续下滑，2015 年仅为 4.1 万亿千瓦时，同比下降 2.8%，降幅较上年进一步扩大。火电发电量负增长导致对煤炭需求下滑，2015 年电力行业煤炭消费量同比下滑 5.3%。2016 年，随着中国经济转型加速，第三产业用电量同比增幅较大，带动全社会用电量同比增长 5.0%，较 2015 年回升 4.5 个百分点。2016 年全国用电量的提升带动发电量有所增长，全国发电量为 5.9 万亿千瓦时，同比增长 4.5%；其中，随着风电、光伏等新能源装机占比的上升，火电占比呈下降态势，全年发电量约为 4.4 万亿千瓦时，同比小幅增长 2.6%，电力行业煤炭消费量与 2015 年基本持平。但长期来看，宏观经济增速放缓以及新能源产能的释放都将继续压制电力行业对煤炭的需求。

钢铁行业耗煤量占煤炭总产量的 11% 左右。2015 年，我国固定资产投资增速小幅下滑，特别是房地产行业尚未步出下行调整期，2015 年房地产开发投资同比增长 1.0%（名义增长），增速同比下降 9.5 个百分点，受此影响，2015 年国内粗钢产量为 8.06 亿吨，同比下降 2.0%，首次出现负增长。2016 年以来，国内基建投资与房地产投资有所改善，房地产开发投资同比增长 6.9%（名义增长），同比增加 5.9 个百分点，但受钢铁行业淘汰落后产能政策

以及更为严格的环保政策影响，2016 年国内粗钢产量为 8.08 亿吨，同比仅上升 1.2%。长期来看，钢铁行业需求承压，未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求也将产生负面影响。

水泥行业耗煤量占比约为 12% 左右。2015 年，在固定资产投资、房地产投资增速双双下滑的背景下，水泥市场需求整体偏弱，2015 年全国累计实现水泥产量 23.48 亿吨，同比下降 4.9%，首次出现负增长。2016 年，随着下游需求有所增加，全国水泥产量约为 24 亿吨，同比上升 2.5%。但目前来看，受宏观经济增速放缓的影响，水泥行业需求增速下滑，对煤炭需求较弱的态势短期内不会改变。但长期看，保障房、铁路、公路、基建以及水利等建设项目或为水泥需求提供一定支撑。

化工行业方面，不同于电力、钢铁和水泥，化肥行业的下游需求相对较为稳定。但近年来尿素新建产能不断投产使得行业出现较为严重的产能过剩。受 2015 年上半年价格上涨影响，当年尿素产量同比增长 7.6% 至 3,446.49 万吨。2016 年，受尿素价格下跌及环保政策趋严影响，我国尿素产量为 3,098.39 万吨，同比减少 10.1%。未来，由于尿素需求相对平稳，在建尿素产能不断投产，预计一段时间内化肥行业产能过剩形势仍将延续，对煤炭需求增速也将放缓。

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

**表 1：煤炭行业主要环保政策**

时间	政策名称	内容
2013.9	《大气污染防治行动计划》	到 2017 年，煤炭占能源消费总量比重降低到 65% 以下，其中京津冀、长三角、珠三角等区域力争实现煤炭消费总量负增长，通过逐步提高接受外输电比例、增加天然气供应、加大非化石能源利用强度等措施替代燃煤

2013.9	《京津冀及周边地区落实大气污染防治行动计划实施细则》	到 2017 年底，北京市、天津市、河北省和山东省压计划削减煤炭消费总量 8,300 万吨
2014.9	《商品煤质量管理暂行办法》	对商品煤相关质量指标进行了明确规定，对于在中国境内远距离运输（运距超过 600 公里）的商品煤，其发热量、灰分、硫分还要满足更严格的指标要求，其中褐煤发热量需要大于等于 16.5MJ/kg（约为 3,942 大卡/千克）。
2015.1	《关于促进煤炭安全绿色开发和清洁高效利用的意见》	到 2020 年，大型煤炭基地煤炭生产能力占全国总生产能力的 95% 左右；煤炭占一次能源消费比重控制在 62% 以内；燃煤锅炉平均运行效率在 2013 年基础上提高 7 个百分点，煤炭转化能效在 2013 年基础上提高 2 个百分点。
2015.3	《工业领域煤炭清洁高效利用行动计划》	力争到 2020 年节约煤炭消耗 1.6 亿吨以上。
2015.5	《煤炭清洁高效利用行动计划（2015~2020）》	全国新建燃煤发电机组平均供电煤耗低于 300 克标准煤/千瓦时；到 2020 年，原煤入选率达到 80% 以上；现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于 310 克标准煤/千瓦时，电煤占煤炭消费比重提高到 60% 以上。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

总体来看，2016 年以来，主要耗煤行业产量增速较 2015 年有所改善，但煤炭下游需求整体仍较为低迷；此外，目前政府治理大气污染决心较大，环保政策趋严将进一步抑制煤炭需求，特别是劣质煤消费量受到的影响将更为明显。

### 供给侧改革有助于从根本改变煤炭供大于求局面，“276 天”限产政策造成短期内煤炭供给偏紧，推升煤炭价格；未来随着去产能相关政策的执行，煤价有望稳定在合理区间

煤炭产能方面，根据煤炭工业协会数据显示，截至 2015 年末，我国煤矿总产能达到 57 亿吨/年，其中，正常生产及改造的煤矿产能 39 亿吨/年，停产煤矿产能 3.08 亿吨/年，新建及改扩建煤矿产能 14.96 亿吨。需求方面，2015 年我国煤炭实际消费量约为 39.65 亿吨，若考虑在建项目产能释放，且 2016 年以来煤炭需求仍呈下降趋势，行业整体产能过剩较严重。

为了缓解煤炭产能过剩，近年来国家对供给侧改革力度不断加大。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），支持煤炭行业通过产能退出、

减量重组和行业转型的方式实现化解过剩产能的目标。2016年4月，国家发改委、能源局等四部门联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行[2016]593号），明确要求自2016年开始，全国所有煤矿按照276个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以0.84的系数后取整作为新的合规生产能力。2016年5月，财政部印发了《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》（财建〔2016〕253号），明确了此次改革中央设立的专项奖补资金规模为1,000亿元，涉及人员安置180万人，并明确对多关产能、早关产能的企业省份进行多奖励，同时重点支持历史问题较多的原国有重点煤矿，相关资金已按规定有序发放。2016年7月，国家发改委、能源局等三部门联合发布了《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》（发改能源〔2016〕1602号），明确了3年内原则上停止核准新建煤矿项目及减量置换相关内容。2016年12月，发改委及能源局联合发布了《煤炭工业发展“十三五”规划》（以下简称“《规划》”），明确了我国将坚决执行煤炭供给侧结构性改革，在“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年左右，减量置换和优化布局增加先进产能5亿吨/年，实现煤炭供需基本平衡。

表2：煤炭行业限制产能政策

时间	政策名称	内容
2015.3	《关于做好2015年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》（国能煤炭〔2015〕95号）	公布了全国2015年煤炭行业淘汰落后产能计划，要求在2015年要淘汰煤炭行业落后产能7,779万吨/年、煤矿1,254座。
2015.4	《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》（国能煤炭〔2015〕120号）	明确提出到2015年底开展严格治理煤矿超能力生产专项活动，煤矿全年产量不得超过公告的生产能力，月度产量不得超过月度计划的110%；无月度计划的，月度产量不得超过公告生产能力的1/12。
2015.7	《关于对违法违规建设生产煤矿实施联合惩戒的通知》（发改运行[2015]1631号）	要求有关部门和行业企业必须严格治理违法违规煤矿建设和生产，严格治理超能力生产。
2016.2	国务院《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）	从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右。
2016.4	发改委《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行[2016]593号）	全国所有煤矿按照276个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以0.84的系数后取整作

为新的合规生产能力。

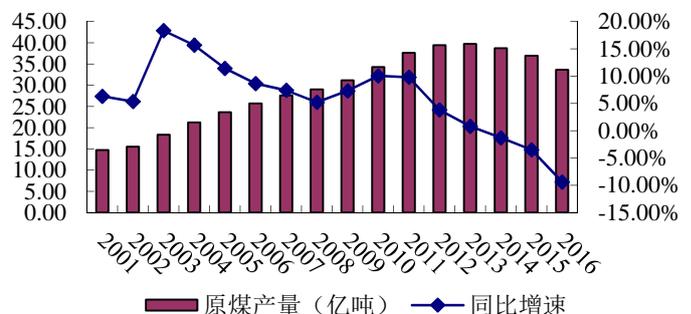
2016.5	财政部《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》（财建〔2016〕253号）	明确中央财政设立工业企业结构调整专项奖补资金，专项奖补资金规模为1,000亿元，实行梯级奖补。
2016.7	发改委《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》（发改能源〔2016〕1602号）	明确在建煤矿与关闭退出煤矿产能置换、严控煤炭新增产能等相关内容，旨在将落后产能置换为技术先进、成本较低的先进产能。
2016.12	发改委煤炭工业发展“十三五”规划》（发改能源〔2016〕2714号）	化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年，减量置换和优化布局增加先进产能5亿吨/年。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

从去产能的执行情况来看，2016年全国超额完成去产能目标，淘汰落后产能超过3亿吨/年，但淘汰的产能多数属于此前已经停产或半停产状态的矿井，去产能本身（不包括限产政策）对实际产量的影响有限。根据《规划》，预计未来4年每年淘汰产能1~1.5亿吨/年左右，2017年之后的淘汰产能将多为在产矿井，去产能的难度也将有所增加。

原煤产量方面，2015年，全国原煤产量为36.8亿吨，同比下降3.5%。2016年以来，受限制工作天数及淘汰落后产能影响，全国原煤产量为33.6亿吨，同比下降9.4%，降幅较大。进口方面，2014年以来，随着国内外价差的缩小和限制进口政策的执行，进口煤量同比增速6年以来首度下滑，2014年和2015年，我国煤炭进口量分别为2.91亿吨和2.04亿吨，分别同比下滑10.90%和29.98%。2016年以来，由于国内供应量收紧，煤炭进口量为2.56亿吨，同比大幅增加25.20%。

图2：2001年以来全国原煤产量



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

从煤炭价格走势情况来看，2015年至2016年一季度，受宏观经济增速和固定资产投资增速下滑影响，全国煤炭库存高企，价格处于下行通道。2016

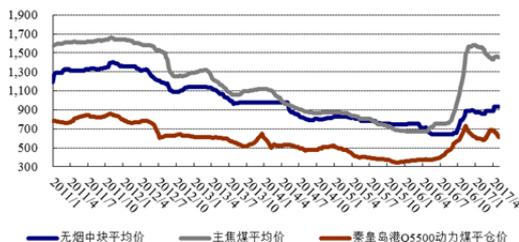
年6月份以来，在供给量收缩的背景下，煤价回升幅度较大。

动力煤方面，2015年，动力煤价格总体维持下滑态势，2015年末，秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价为360元/吨，较2015年初下降30.10%。2016年二季度以来，受到煤炭供给量缩减的影响，港口动力煤价格回升，2016年11月14日秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价为731元/吨，创近年来新高。受抑制煤价相关政策出台影响，2017年以来煤价震荡下跌，截至2017年5月5日，秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价为609元/吨，较最高价格已下降16.69%。

炼焦煤方面，2015年，钢材和焦化市场持续低迷，焦煤价格不断下滑，同期末，主焦煤的全国平均价格为573元/吨，较2015年初下降24.61%。2016年以来，由于限产导致的供给紧缺和前期钢、焦市场的大涨，推升各地焦煤价格不断上调，截至2017年5月2日，主焦煤和1/3焦煤的全国平均价分别为1,458.0元/吨和1,303.1元/吨，同比分别上涨112.51%和112.79%，增幅较大。

无烟煤方面，近年来，在化肥市场整体产能过剩、供大于求以及出口不畅影响下，国内化肥价格持续大幅下滑，带动无烟煤价格持续下行，2015年末，无烟中块全国平均价为774元/吨，较2015年初下滑11.74%。2016年以来，由于整体产能收缩对无烟煤产量影响较小，且下游化工企业需求平淡，前三季度无烟煤价格呈低位震荡，四季度为化肥旺季，在刚需和煤市景气度回升的推动下，9月以来，无烟煤中块价格呈波动上涨态势，截至2017年5月5日，山西晋城无烟中块平均价为930元/吨，同比增加51.22%。

图3：2011年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

针对6月以来煤价的过快上涨，2016年9月8

日，国家发改委等部门召开了稳定煤炭供应、抑制煤炭价格过快上涨预案启动工作会议，确定了部分先进产能可在市场供求偏紧时按要求阶段性增产，在市场供求宽松时按要求减产，但调整后的年度产量仍不能突破276个工作日核定的产能。9月29日，国家发改委等部门又联合下发了《关于适度增加部分先进产能投放，保障今冬明春煤炭稳定供应的通知》，暂定2016年10月1日至2016年12月31日符合先进产能煤矿将有序的释放部分安全产能，安监局公布的2015年安全质量标准化煤矿以及各地向煤炭工业协会申报的安全高效煤矿可在276~330个工作日日间释放产能，而此前未批先建的煤矿也可落实产能置换指标后可提前投入生产。此外，2017年1月，发改委等四部门联合发布了《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》，明确提出了对未来煤炭价格的控制区间并提供了相应调控措施。

总体来看，煤炭供给侧改革方案得到了较有力的执行，严格的限产使得短期内供应偏紧，2016年6月以来，煤价大幅反弹。未来为保障去产能的顺利进行，国家将通过适度微调政策稳定煤炭供应，抑制煤价过快上涨，预计未来煤炭价格将逐步稳定在合理区间。

### 公司持有优质煤炭公司股权，加之在产矿井赋存条件好、生产成本较低，受产品价格回升影响，2016年以来公司自营及参股煤炭公司生产经营状况均有所好转

2005年，经县政府批准，公司与陕煤集团合作成立了红柳林矿业、柠条塔矿业和张家峁矿业等三家公司，持股比例分别为25.00%、24.00%和45.00%。受2016年下半年煤炭销售价格大幅上升影响，2016年公司共计从上述三家公司获得分红7.35亿元，同比增加19.90%，是公司营业利润的重要来源。红柳林矿业、柠条塔矿业和张家峁矿业的设计产能分别为1,500万吨/年、1,800万吨/年和1,000万吨/年，2016年分别生产原煤1,639万吨、2,018万吨和890万吨，受限产政策影响，总产量同比小幅降低7.68%，但产能利用率仍维持在较高水平。此外，公司参股的陕西小保当矿业有限公司、陕西陕煤曹家滩矿业

有限公司目前正在建矿过程中，设计产能分别为 1,500 万吨/年和 1,000 万吨/年。未来随着公司参股煤矿产能的逐步扩大，公司的盈利能力有望得到进一步增强。

表 3：公司参股煤矿情况（亿吨，万吨/年，万吨）

	地质储量	可采储量	设计产能	2016 年产量
红柳林矿业	19.54	14.03	1,500	1,639
柠条塔矿业	26.20	16.51	1,800	2,018
张家峁矿业	8.65	5.43	1,000	890
合计	54.39	35.97	4,300	4,546

资料来源：公司提供

公司自身的煤炭业务是由神木煤业石窑店矿业有限公司（以下简称“石窑店矿业”）运营。石窑店矿业成立于 2009 年 7 月，由公司全资子公司神木煤业控股，持股比例为 84%。目前石窑店矿业控制的煤炭井田面积为 103.93 平方公里，资源储量为 7.19 亿吨，拥有在产矿井 1 处，为石窑店矿井，设计生产能力为 500 万吨/年。公司煤质优良，具有低灰、低硫、低磷、高挥发分、高发热量等特点，是优质的动力、化工、工业和民用煤。受限产政策影响，2016 年公司原煤产量为 329.56 万吨，同比小幅减少 2.21%。

从煤炭生产成本来看，2016 年，因管理费用有所上升，公司吨煤完全生产成本增至 174.73 元/吨，同比增加 25.71%。总体来看，公司煤矿赋存条件较好，开采难度较低，安全管理难度不大，吨煤制造成本较低。

煤炭销售方面，公司的煤炭产品主要以末煤、块煤、籽煤为主。2016 年公司由于自有原煤产量减少导致销量下降至 330.31 万吨，同比减少 3.70%。煤炭销售价格方面，2016 年下半年，煤炭市场有所回暖，使得公司煤炭全年平均销售价格同比增加 39.89% 至 237.81 元/吨。

表 4：公司煤炭近年产销情况

石窑店煤矿	2014	2015	2016
煤炭产量（万吨）	359.57	337.00	329.56
煤炭销量（万吨）	359.57	343.00	330.31
煤炭平均销售价格（元/吨）	227.57	170.00	237.81

资料来源：公司提供

煤炭运输方面，公司产品主要通过公路运输，供应府谷鑫耀财煤焦有限公司、榆林贵源煤炭运销有限公司、神木县顺德煤化工有限公司、神木县同得利煤化工有限公司等周边用户。此外，公司还通过参股陕西红柠铁路有限责任公司、榆林煤炭运销集团有限公司获得部分铁路运力。

总体看，公司煤炭资源储备较为丰富，在产矿井赋存条件较好、生产成本较低。2016 年受限产政策影响，公司煤炭产销量有所下滑，但产品价格回升，自营及参股煤炭公司生产经营状况均有所好转，公司盈利能力有所增强。

## 2016 年公司水务业务供水量大幅上升，收入规模亦有所增加

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

近年来公司水务业务发展迅速，受下游工业园区招商引资、扩大规模影响，2016 年公司实现供水量 5,114 万吨，同比大幅增加 69.11%；但由于公司对供水收入确认时点有所滞后，供水业务实现收入 1.13 亿元，同比仅增加 6.60%。

表 5：公司水务近年收入情况

合计	2014	2015	2016
供水量（万吨）	5,178	3,024	5,114
供水收入（亿元）	0.77	1.06	1.13

资料来源：公司提供

2016 年以来，公司供水量大幅上升，收入确认时点滞后导致公司供水收入规模仅小幅上涨。同时，公司与园区用水企业建立起良好的合作关系，水费回收率基本达到 100%。

## 公司未来将以煤炭产业和城市基础设施建设为主要投资方向，并不断拓展金融业务，收入来源趋于多元化

根据神木县煤炭产业发展规划，全县将以转变发展方式和调整结构为主线，坚持绿色、环保、循环的低硫经济发展方向，促进科技进步和创新，推进煤炭资源整合，淘汰落后产能，增强煤炭发展后

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

产业投资方面，公司未来主要投资领域将围绕煤炭产业和基础设施建设。其中，煤炭产业方面公司已参股陕西小保当矿业有限公司及陕西陕煤曹家滩矿业有限公司，以进一步扩大股权投资收益，持股比例分别为 9.968% 和 5.40%，投资额共计 2.568 亿元。公司预计将参股陕西神延煤炭有限责任公司（西湾露天煤矿），持股比例为 7.5%，投资金额尚未确定。

基础建设方面，公司近期基础设施建设项目为环城南路及环城北路土地整理及征收项目，投资额分别为 3.68 亿元和 3.35 亿元，截至目前已投资完成。其中，环城南路东连东兴街，西接滨河路，长约 801 米，平均拆除宽度约 35 米。截至目前，环城南路共计征收 56.39 亩土地。环城北路项目包含环城北路和麟州街中段两部分，其中环城北路东起东兴街，西至滨河路，麟州街中段北起惠泉路，南至大仙庙。截止目前，环城北路共计征收土地约 70.58 亩。

遵照政府“鼓励、支持和引导非公有制经济发展”的精神，公司通过资本运作，以“先进后退”股权投资、委托贷款、融资担保以及其他方式的资金支持等市场化手段，扶持县域内中小企业，在为企业提供资金支持的同时还起到了一定的增信作用。但中诚信国际关注到，虽然公司制定了一系列严格的制度和措施，但在项目筛选决策、资金监控及资金回收等方面仍存在一定不确定性。

公司设立了神木县中小企业融资担保有限公司（以下简称“担保公司”）和陕西神木创业投资有限公司（以下简称“创投公司”）为中小企业提供融资担保和创业股权投资支持，目前这两项业务对于公司的收入贡献很小。其中，担保公司 2016 年收入为 4 万元，担保项目被担保人为神木县德润碳质还原剂有限公司，担保金额为 200 万元。创投公司主要投资集中在高科技技术推广方面，旨在扶持神

木县高科技企业。具体项目方面，创投公司共出资 1,607 万元建设神木县锦丰源洁净煤科技有限公司，并与中科院工程热物理研究所合作开展固体热载体快速热解粉煤提油项目，该项目试验攻克了诸多技术难题，取得了较多有效数据，目前正在进行规模化生产的技术攻坚阶段。此外，创投公司还投资了陕西泓海荣通药业股份有限公司制药项目和陕西华和实业有限责任公司红枣加工项目，项目总投资额分别为 3,000 万元和 800 万元。截至目前，公司已全部出资完毕。

总体来看，依托神木县良好的资源优势，公司未来将以煤炭产业和城市基础设施建设为主要投资方向，并不断拓展金融业务，收入来源趋于多元化。目前来看，公司未来投资规模不大。

## 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 2014~2016 年合并财务报告。各期财务报表均依据新会计准则编制。

### 2016 年公司货币资金充足，虽债务规模增幅较大，但资产负债率仍处于较低水平，资本结构稳健，财务实力较强

随着公司业务规模的扩大及基础设施建设项目的推进，公司资产规模有所增长。截至 2016 年末，公司总资产为 157.68 亿元，同比增加 12.69%。

资产构成方面，公司长期股权投资、货币资金、应收账款、存货和固定资产占比较高，截至 2016 年末，上述五项资产金额占总资产比例分别达到 31.00%、22.33%、6.84%、6.74% 和 6.72%。由于公司参股企业达 14 家，长期股权投资金额较大。2016 年以来，公司参股企业盈利能力增强，使得按权益法核算的长期股权投资有所增长，截至 2016 年末，公司长期股权投资为 48.88 亿元，同比增加 24.34%。公司货币资金以银行存款为主，截至 2016 年末为 35.22 亿元，其中受限资金为 0.09 亿元，受限规模较小。应收账款主要为公司扶持县域内中小企业而向其提供的流动资金支持。截至 2016 年末，公司

应收账款为 10.79 亿元(无政府相关部门往来款)。存货方面,截至 2016 年末,由于增加对土地整理及城区改造的投入,公司增加开发成本 10.39 亿元,带动存货大幅增至 10.63 亿元。固定资产方面,截至 2016 年末,随着折旧的计提,公司固定资产小幅降至 10.59 亿元。此外,公司长期应收款核算账龄超过一年的往来单位借款,主要包括公司扶持县域内中小企业而向其提供的长期资金支持以及向神木县国土资源局提供的资金支持。2016 年公司收到 9.57 亿元的回款,其中政府相关部门回款 8.40 亿元,使得期末长期应收款同比减少 79.69% 下降至 2.57 亿元,其中应收政府相关部门的金额为 1.12 亿元。

表 6: 公司 2016 年底应收账款主要客户情况 (亿元, %)

单位名称	是否关联方	金额	占比
神木县电石集团能源发展有限责任公司	否	2.60	20.79
神木县鑫义能源化工有限公司	否	1.50	11.99
陕西美好置业有限公司	否	0.84	6.72
陕西玉林集团神木县污水处理有限公司	是	0.67	5.32
陕西神木泰安精细化工有限公司	否	0.65	5.20
合计	--	6.26	50.02

资料来源: 公司年报

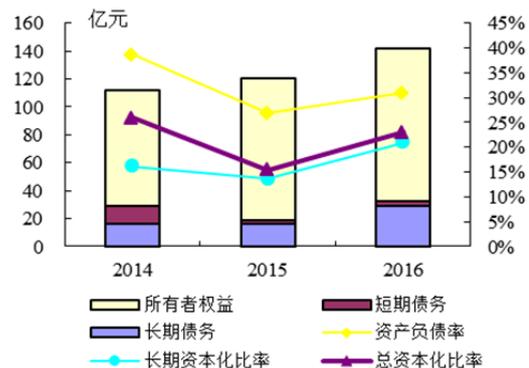
所有者权益方面,截至 2016 年末,公司所有者权益为 108.95 亿元,同比增加 6.55%,主要由于神木县政府的资本投入和利润的积累所致。2016 年,因县政府拨款使得公司资本公积同比小幅增长 3.54% 至 32.47 亿元;同期公司实现净利润 9.59 亿元,并上缴财政 7.39 亿元,使得未分配利润同比增加 4.17% 至 29.53 亿元。为了保障债权人的合法权益,有效控制资产运营风险,公司承诺每年实际上缴神木县财政的现金分红(可以扣除财政资金对公司的资本金注入部分)不超过上年度公司实现净利润的 50%。但财政返还公司的投资款是根据公司投资项目数量及进度情况进行,会有一定的不均衡性。中诚信国际将对此保持关注。

负债方面,随着基础设施建设工程的推进,公司债务规模有所增加,截至 2016 年末负债总额同

比增加 29.36% 至 48.73 亿元,资产负债率同比增加 3.98 个百分点至 30.90%。公司经营性负债主要为应付账款和其他应付款,其中应付账款包括公司与神木县生产发展基金管理中心(以下简称“发展基金管理中心”)的往来款项,占比达 78.76%。发展基金管理中心为神木县政府下属单位,起到了神木县财政资金蓄水池的作用,将财政盈余回笼盘活,并在财政资金不足时及时匹配项目资金需求,以达到在各财政年度间调剂余缺的目的。该往来款项主要是县政府为扶持县域内中小企业发展,通过发展基金管理中心对公司提供的资金支持。2016 年末公司应付神木县生产发展基金管理中心的账款余额同比减少 26.93% 至 4.21 亿元,带动应付账款同比减少 18.18% 至 5.34 亿元。其他应付款方面,2016 年末,公司偿还神木县慈善协会 2.29 亿理财资金,其他应付款同比减少 65.70% 至 2.84 亿元。

债务方面,截至 2016 年末,公司增加长期借款并发行一期小微债,总债务同比增加 74.65% 至 32.53 亿元,总资本化比率同比增加 7.58 个百分点至 22.99%。同期末,公司长短期债务比由 2015 年的 0.15 倍下降至 0.13 倍。整体来看,公司债务负担水平较低且债务结构合理。

图 4: 2014~2016 年公司资本结构变化情况



资料来源: 公司财报

总体来看,神木县唯一的基础设施投资投融资平台的地位及控股、参股煤矿较强的盈利能力为公司的资本实力提供了强有力的保证。2016 年,公司债务规模增幅较大,但资产负债率仍处于较低水平,资本结构稳健,短期偿债压力较小,债务结构合理。中诚信国际也关注到公司未来将承担神木县基础设施建设的职能,建设项目的增加将加大公司未来

资金需求，其债务规模或将继续上升。另外，公司提供资金以扶植中小企业，存在客户违约的风险。

### 2016年，受煤炭价格回升影响，公司控股及参股的煤炭企业盈利能力有所上升，推动公司整体盈利能力进一步增长

2016年，公司主营业务收入同比增加61.93%至17.44亿元，当期毛利率为32.68%，同比略有下

表7：2014~2016年公司分板块收入及毛利率情况（亿元，%）

项目	2014		2015		2016	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	17.32	29.43	10.77	33.33	17.44	32.68
煤炭销售	16.48	29.17	9.62	28.69	16.24	29.56
旅游业	0.07	26.63	0.09	66.67	0.07	71.43
供水收入	0.77	35.23	1.06	72.64	1.13	75.22
担保收入	--	--	--	--	0.0004	100
其他业务收入	2.71	--	2.31	--	1.72	--
租赁业务	0.03	--	0.01	--	0.02	--
使用费	2.67	--	2.23	--	1.56	--
其他	0.01	--	0.07	--	0.13	--

资料来源：公司年报

期间费用方面，2016年，公司期间费用合计4.08亿元，主要由于公司增加职工薪酬，管理费用同比增加52.14%至1.78亿元。2016年，公司三费收入占比为21.29%，随着收入规模的上升，三费收入占比同比下降5.16个百分点，但仍处于较高水平，公司费用控制能力有待加强。

表8：2014~2016年公司期间费用概况

	2014	2015	2016
销售费用（亿元）	1.22	0.77	0.83
管理费用（亿元）	1.22	1.17	1.78
财务费用（亿元）	1.39	1.52	1.48
三费合计（亿元）	3.84	3.46	4.08
营业总收入（亿元）	20.03	13.08	19.16
三费收入占比（%）	19.18	26.45	21.29

资料来源：公司年报

2016年，公司利润总额同比大幅增加84.09%至9.46亿元，主要由经营性业务利润和投资收益构成。受煤炭价格回升影响，2016年，公司实现经营性业务利润2.28亿元，同比增加28.56%；投资收益方面，公司共参股了14家子公司，其中与陕煤集团合资的红柳林矿业、柠条塔矿业和张家峁矿业由于煤质优良、开采成本低，具有很强的盈利能力，

滑。分板块看，由于煤炭开采成本低、煤质优良，公司煤炭业务盈利能力较强，煤炭销售收入为公司的主要收入来源。2016年，随着煤炭价格回暖，煤炭业务收入同比大幅增加68.81%至16.24亿元，毛利率为29.56%。供水业务方面，2016年公司供水业务收入为1.13亿元，毛利率为75.22%，同比小幅增加2.58个百分点。

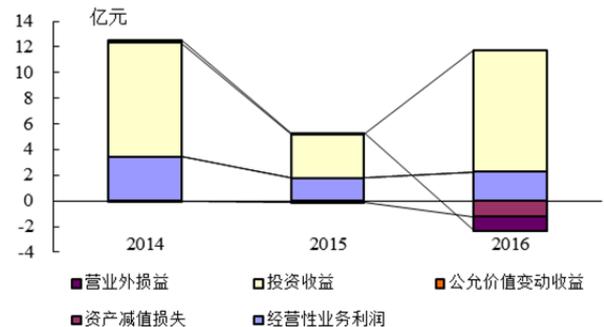
公司按照长期股权投资权益法对上述三家参股煤矿进行会计核算，并按照持股比例确认投资收益。2016年，公司投资收益为9.48亿元，同比大幅增加177.61%。

表9：2014~2016年公司投资收益情况（亿元）

	持股比例	2014	2015	2016
红柳林矿业	25%	3.84	1.30	2.36
柠条塔矿业	24%	1.01	0.43	2.10
张家峁矿业	45%	2.92	1.06	2.89
三家合计	--	7.77	2.79	7.35
投资收益	--	8.84	3.41	9.48

资料来源：公司年报

图5：2014~2016年公司利润总额构成情况



资料来源：公司年报

总体来看，2016年，煤炭价格回升，公司控股

及参股的煤炭业务盈利能力同比增幅较大，公司整体盈利能力出现较大提升。

### 2016年随着基础设施建设项目的推进，公司经营净现金流有所下滑，加之债务规模增幅较大，经营净现金流偿债指标有所弱化

现金流方面，2016年，受煤炭业务收入有所增加影响，公司经营活动现金流入同比增加32.64%至36.47亿元；但由于公司增加对基础设施建设项目的投入，加之公司为县域内中小企业发展提供的资金支持同比增加1.90亿元，同期经营活动现金流出同比大幅增加74.33%至28.81亿元，2016年，公司经营净现金流为7.66亿元，同比下降30.16%。

投资活动方面，2016年，受参股煤炭企业收益增加影响，公司投资活动现金流入为8.98亿元，同比增加29.31%；此外，收到其他与投资活动有关的现金2.35亿元，主要为政府为子公司注入的资本金。投资活动现金流出主要为公司购建固定资产和无形资产以及增加参股企业投资支付的现金，2016年，公司投资活动现金流出为9.74亿元。2016年，公司投资活动净现金流为-0.76亿元。

筹资活动方面，2016年，公司筹资活动现金流入为19.57亿元。其中，公司发行“16神木小微债/16神木债”收到资金7.92亿元。筹资活动现金流出主要是分配股利、利润或偿付利息支付的现金，2016年，公司筹资活动现金流出为13.15亿元，同比下降49.97%，其中公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金为8.81亿元。2016年公司筹资活动净现金流为6.42亿元。

表 10：2014-2016 年公司现金流量变化情况（亿元）

	2014	2015	2016
经营活动产生现金流入	46.34	27.50	36.47
经营活动产生现金流出	48.32	16.53	28.81
<b>经营活动净现金流</b>	<b>-1.98</b>	<b>10.97</b>	<b>7.66</b>
投资活动产生现金流入	10.06	6.95	8.98
投资活动产生现金流出	3.26	9.37	9.74
<b>投资活动净现金流</b>	<b>6.80</b>	<b>-2.42</b>	<b>-0.76</b>
筹资活动产生现金流入	36.20	20.40	19.57
其中：吸收投资收到的现金	5.91	15.51	2.65
借款所收到的现金	15.39	4.89	9.00

筹资活动产生现金流出	35.82	26.28	13.15
其中：偿还债务支付的现金	22.17	23.45	4.34
<b>筹资活动净现金流</b>	<b>0.38</b>	<b>-5.89</b>	<b>6.42</b>
<b>现金及现金等价物净增加</b>	<b>5.20</b>	<b>2.66</b>	<b>13.32</b>

资料来源：根据公司年报整理

偿债能力方面，公司债务规模较小，资产负债率和总资本化比率均处于低位。受煤炭产品价格回升影响，公司 EBITDA 增幅较大，对债务本息的保障能力有所增强。2016年，公司 EBITDA 利息保障倍数由 2015 年的 5.04 倍上升至 8.47 倍；但由于总债务规模增幅较大，总债务/EBITDA 由 2015 年的 2.19 倍小幅上升至 2.41 倍。经营净现金流偿债指标方面，2016 年公司经营净现金流/总债务由 2015 年的 0.59 倍下降至 0.24 倍；经营净现金流/利息支出由 2015 年的 6.49 倍下降至 4.82 倍，随着债务规模的增加，均呈弱化趋势，但整体偿债压力不大。

表 11：2014-2016 年公司长期偿债能力分析

	2014	2015	2016
长期债务（亿元）	15.98	16.19	28.85
总债务（亿元）	28.88	18.63	32.53
经营净现金流（亿元）	-1.98	10.97	7.66
EBITDA（亿元）	16.25	8.51	13.47
资产负债率（%）	38.68	26.92	30.90
总资本化比率（%）	25.84	15.41	22.99
EBITDA 利息倍数(X)	10.35	5.04	8.47
经营净现金流/利息支出(X)	-1.26	6.49	4.82
总债务/EBITDA(X)	1.78	2.19	2.41
经营净现金流/总债务(X)	-0.07	0.59	0.24

资料来源：根据公司年报计算

受限资产方面，截至 2017 年 3 月末，公司无抵押、质押的资产。

或有负债方面，截至 2016 年末，无重大未决诉讼事项。截至 2016 年末，公司对外担保金额为 23.56 亿元，占同期末净资产比例为 21.63%。担保对象除神木县公路建设公司外，其余均为公司参股公司。其中，神木县公路建设公司为国有独资企业，公司为其总计 1.00 亿元贷款提供担保。总体来看，公司对外担保金额较大，或存在一定代偿风险。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的资料，公司近三年借款能够到

期还本按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

存续债务融资工具方面，公司共有 2 期企业债尚在存续期内。

表 12：截至 2016 年底公司存续债券（亿元，年）

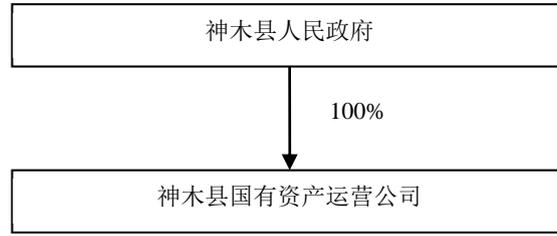
品种	债券简称	金额	发行时间	期限
企业债	14 神木债	15	2014-06-23	7
企业债	16 神木小微债 /16 神木债	8	2016-03-16	4

资料来源：公司提供

## 结 论

中诚信国际维持神木县国有资产运营公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“14 神木债”和“16 神木小微债/16 神木债”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

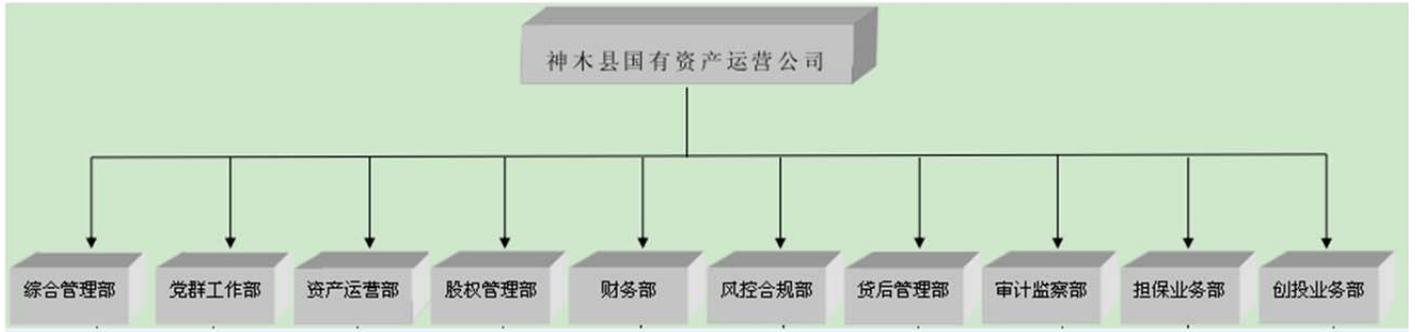
附一：神木县国有资产运营公司股权结构图（截至 2016 年底）



公司名称	注册资本（万元）	公司持股比例	是否合并报表
陕西神木煤业（集团）有限公司	111,772.00	100.00%	是
神木县神海水务有限责任公司	5,000.00	96.00%	是
神木县水务集团有限公司	7,500.00	100.00%	是
神木县红碱淖旅游发展有限公司	550.00	100.00%	是
神木县城市建设投资有限公司	70,000.00	100.00%	是
神木县中小企业融资担保有限公司	20,000.00	100.00%	是
陕西神木创业投资有限公司	20,000.00	100.00%	是
陕煤集团神木红柳林矿业有限公司	90,891.04	25.00%	否
陕煤集团神木柠条塔矿业有限公司	142,600.00	24.00%	否
陕煤集团神木张家峁矿业有限公司	60,738.30	45.00%	否
陕西玉林集团神木县污水处理有限公司	5,750.00	20.87%	否
神木县星洋工业有限责任公司	2,000.00	20.00%	否
陕西榆林煤炭运销（集团）有限责任公司	100,000.00	30.00%	否
陕西榆林煤炭出口（集团）有限责任公司	84,000.00	20.00%	否
陕西神榆路业发展有限公司	80,412.72	39.00%	否
陕西省神木银丰陶瓷有限公司	41,538.00	29.90%	否
神木县神泓水务有限公司	4,500.00	40.00%	否
陕西陕煤曹家滩矿业有限公司	160,000.00	5.40%	否
神木县准神煤炭集运有限责任公司	8,000.00	49%	否
神木县国融精细化工有限公司	100,000.00	19.5%	否

资料来源：公司提供

附二：神木县国有资产运营公司组织结构图（截至 2016 年底）



资料来源：公司提供

**附三：神木县国有资产运营公司主要财务数据及财务指标（合并口径）**

财务数据(单位: 万元)	2014	2015	2016
货币资金	191,610.37	218,214.75	352,160.09
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	116,708.19	118,155.09	107,927.40
其他应收款	111,553.03	73,451.66	36,832.82
存货净额	1,633.17	2,308.65	106,281.80
长期投资	422,075.47	461,798.43	579,209.63
固定资产	96,277.81	109,617.18	105,925.59
在建工程	55,898.93	108,621.66	90,095.53
无形资产	28,976.99	16,200.27	16,157.79
总资产	1,351,676.68	1,399,215.87	1,576,779.06
其他应付款	51,148.13	82,664.45	28,355.99
短期债务	129,000.00	24,349.83	36,754.55
长期债务	159,831.31	161,903.82	288,544.31
总债务	288,831.31	186,253.65	325,298.87
净债务	97,220.94	-31,961.10	-26,861.22
总负债	522,808.80	376,659.34	487,251.50
财务性利息支出	15,706.27	16,897.74	15,907.67
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	828,867.88	1,022,556.53	1,089,527.56
营业总收入	200,295.79	130,802.59	191,611.40
三费前利润	72,987.66	52,296.75	63,551.67
投资收益	88,427.61	34,142.51	94,781.30
净利润	114,980.43	48,051.59	95,935.74
EBIT	140,876.79	68,258.40	110,458.06
EBITDA	162,494.44	85,086.04	134,747.84
经营活动产生现金净流量	-19,773.72	109,692.56	76,605.61
投资活动产生现金净流量	67,971.79	-24,209.84	-7,614.21
筹资活动产生现金净流量	3,782.12	-58,878.34	64,190.72
现金及现金等价物净增加额	51,980.20	26,604.38	133,182.12
资本支出	15,986.25	47,366.77	44,368.33
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	38.98	45.13	38.05
三费收入比(%)	19.18	26.45	21.29
EBITDA/营业总收入(%)	81.13	65.05	70.32
总资产收益率(%)	10.86	4.96	7.50
流动比率(X)	1.48	2.81	4.66
速动比率(X)	1.48	2.79	3.96
存货周转率(X)	78.60	36.41	2.19
应收账款周转率(X)	1.68	1.11	1.70
资产负债率(%)	38.68	26.92	30.90
总资本化比率(%)	25.84	15.41	22.99
短期债务/总债务(%)	44.66	13.07	11.30
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.07	0.59	0.24
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.15	4.50	2.08
经营活动净现金流/利息支出(X)	-1.26	6.49	4.82
总债务/EBITDA(X)	1.78	2.19	2.41
EBITDA/短期债务(X)	1.26	3.49	3.67
EBITDA 利息倍数(X)	10.35	5.04	8.47

注：2014-2016 年财务报告均按照新会计准则编制；所有者权益含少数股东权益。

## 附四：基本财务指标的计算公式

### 公式说明：

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+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润 = 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业收入-营业成本)/营业收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本合计） / 存货平均净额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均净额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务+所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注：三费前利润中“利息支出、手续费及佣金收入、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出和分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。

## 附五：主体信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

## 附六：债券信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。