

山西兰花科技创业股份有限公司
2012 年 30 亿元公司债券
2014 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。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

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。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

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。



山西兰花科技创业股份有限公司

2012年30亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券剩余规模：30 亿元

债券到期日期：2017 年 11 月 7 日

评级日期：2014 年 05 月 28 日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

债券剩余规模：30 亿元

评级日期：2013 年 05 月 15 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对山西兰花科技创业股份有限公司（以下简称“兰花科创”或“公司”）及其2012年11月7日发行的30亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014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。

主要财务指标：

项目	2014年3月	2013年	2012年
总资产（万元）	2,073,398.17	2,048,319.48	2,037,411.09
归属于母公司股东权益（万元）	969,972.49	970,607.91	953,173.39
有息债务	816,906.45	761,750.54	727,469.91
资产负债率	49.61%	48.84%	49.33%
流动比率	1.87	1.95	1.49
速动比率	1.66	1.79	1.34
营业收入（万元）	119,319.29	657,750.15	760,050.90
资产减值损失（万元）	25,140.32	4,179.97	2,008.43
投资收益（万元）	8,151.78	38,238.27	54,117.96
营业利润（万元）	-7,464.71	125,865.60	234,543.68
利润总额（万元）	-7,812.88	122,617.66	230,614.12
综合毛利率	38.65%	35.28%	44.83%
EBITDA（万元）	-	195,365.54	307,355.72
EBITDA 利息保障倍数	-	6.13	10.97
经营活动净现金流净额（万元）	28,846.42	-38,881.65	102,149.84

资料来源：公司提供

正面：

- 目前，公司煤炭资源储量丰富，为公司未来煤炭业务发展提供了较好的保障；
- 跟踪期内，公司根据市场需求状况采取灵活的定价策略以及转变货款结算方式，保障了公司煤炭销量的稳定性；
- 在建煤炭项目与己内酰胺项目投产后，有望为公司带来较大规模的收入。

关注：

- 煤炭及尿素行业需求持续低迷，库存高企，价格不断下跌，短期内大幅回升的可能性较小，受此影响，公司收入与毛利率有所下降，利润水平降幅较大，未来仍不容乐观；
- 公司在建与技改煤矿项目投产后面临较大的产能释放风险，同时在建己内酰胺项目面临新市场拓展带来的业务风险，上述项目未来能否实现预计收益均存在一定的不确定性；
- 公司经营活动现金流有所恶化，在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力；
- 公司资产主要集中于固定资产、在建工程 and 无形资产，整体资产流动性一般，同时公司资产运营效率也有所下降；
- 公司期间费用率较高，对利润构成了一定侵蚀；
- 公司有息负债规模较大，存在一定的偿债压力。

分析师

姓名：王晨 李飞宾

电话：010-66216006

邮箱：wangch@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1336号文件核准，公司于2012年11月7日发行30亿元公司债券，发行利率为5.09%，扣除相关费用后实际募集资金29.72亿元。

本期债券起息日为2012年11月7日，按年计息，每年付息一次。本期债券附第3年末上调后2年票面利率选择权，在公司做出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券存续期内第3个付息日将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给公司。截至2014年4月30日，本期债券本息兑付情况见表1。

表1 截至2014年4月30日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013年11月7日	300,000	-	15,270	300,000

资料来源：公司提供

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司银行贷款及补充流动资金，截至2014年4月30日，本期债券募集资金已全部使用完毕。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东、实际控制人以及主营业务均未发生变更。

目前，山西太行无烟煤发展集团有限公司（以下简称“太行无烟煤”）持有公司控股股东山西兰花煤炭实业集团有限公司（以下简称“兰花集团”）33.79%的股份。根据晋城市政府《关于部分市属国有企业产权划转有关事宜的通知》，拟将太行无烟煤持有的兰花集团33.79%的股权划转给晋城市城市经济发展投资有限公司（以下简称“晋城经投”），晋城市人民政府持有晋城经投99%的股份，为其控股股东和实际控制人。上述股权划转完成后，兰花集团注册资本仍为100,800万元，其中晋城经投持股比例为33.79%，将是兰花集团第一大股东，公司的实际控制人将由晋城市国有资产监督管理委员会变更为晋城市人民政府。目前，该股权划转相关工作正在进行中，尚需取得中国证监会核准豁免要约收购义务。

2013年，公司无新增纳入合并范围的子公司，减少1家纳入合并范围单位：2013年1月9日公司召开四届董事会第二次临时会议，决议同意公司控股子公司山西兰花嘉名科技有限公司进行清算注销，2013年3月11日该公司清算注销事项全部结束，不再纳入公司合并范围。

截至2014年3月31日，公司资产总额为207.34亿元，归属于母公司股东权益为97.00亿元，资产负债率为49.61%。2013年度，公司实现营业收入65.78亿元，实现利润总额12.26亿元，经营活动产生的现金流量净额-3.89亿元。

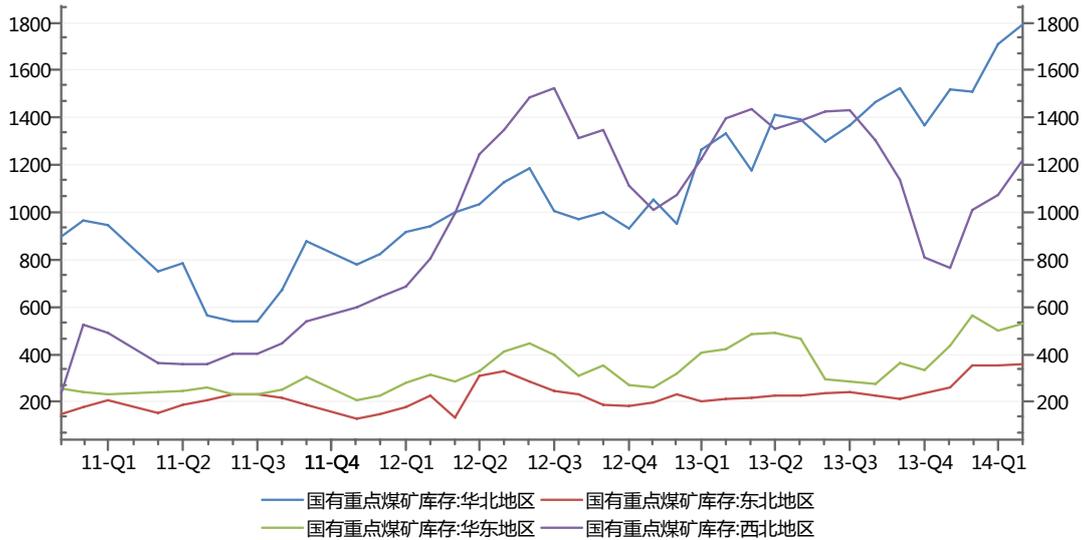
三、运营环境

受宏观经济放缓影响，煤炭需求持续低迷，库存高企，价格不断下跌，考虑到目前经济状况及下游行业淘汰落后产能等因素，煤炭价格短时期内大幅回升的可能性较小

2013年，我国宏观经济增速仍处于放缓阶段，GDP同比增速为7.7%，与2012年持平。煤炭产量同样变化不大，2013年我国原煤产量为36.80亿吨，较2012年增长0.82%。但煤炭需求具有明显的周期性特征，其与宏观经济环境及下游行业的发展关系密切。近两年，受经济增速放缓影响，煤炭行业下游需求持续低迷，预计短期内难以迅速回升。此外，目前我国正在加快实现经济增长方式的转变，调结构、降能耗将是主要途径。钢铁、水泥等行业属于产业结构调整中的重点行业，淘汰落后产能是其主基调，煤炭需求将受到一定程度的影响。从趋势上来看，煤炭及焦炭需求增量空间被严重压缩。

在煤炭产量增加与下游需求低迷的共同影响下，近年来我国煤炭库存也有所攀升。2012年末我国社会煤炭库存达34,700万吨；截至2013年11月末，我国社会煤炭库存为29,000万吨，仍维持在高位。分地区来看，华北、东北及华东地区国有重点煤矿库存均处于历史高位，西北地区库存短暂下降后持续提高。从山西省情况来看，截至2014年4月末，全省国有重点煤矿库存达到1,222.49万吨，较2012年末与2013年末分别增长147.47%和41.17%。整体来看，煤炭行业供过于求的现象凸显。

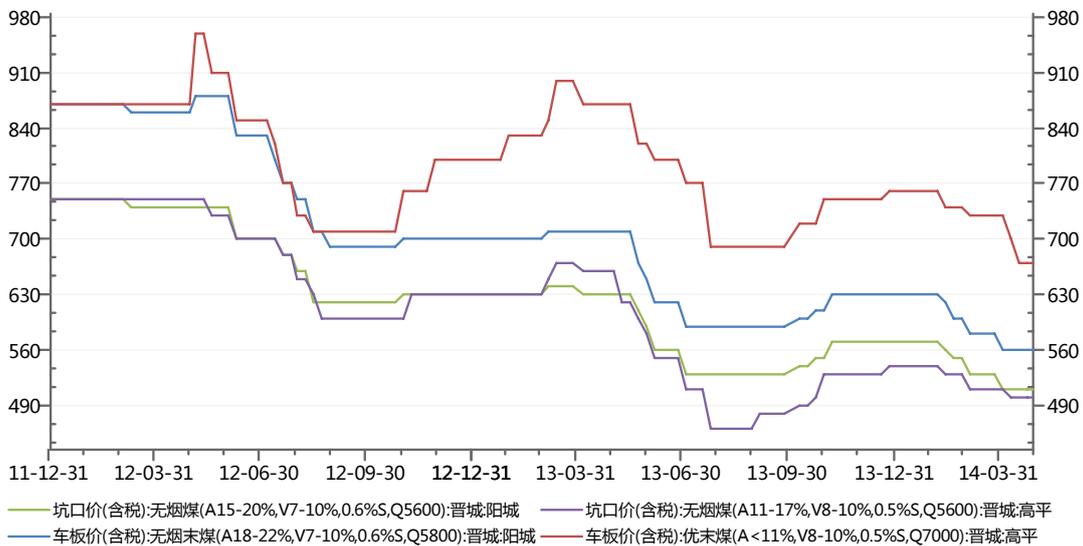
图1 2011.01-2014.04年我国部分地区煤矿库存情况（单位：万吨）



数据来源：wind

受宏观经济影响，近年来我国煤炭价格波动幅度较大，自2012年4月以来，我国煤炭价格整体呈下降趋势，以晋城产无烟煤为例，2014年4月的价格已较2012年的相对高点下降了30%左右。考虑到煤炭主要下游需求行业目前均处于产能过剩状态，短时期内煤炭价格大幅回升的可能性较小。

图2 2012.01-2014.04年晋城产无烟煤价格走势情况（单位：元/吨）



数据来源：Wind

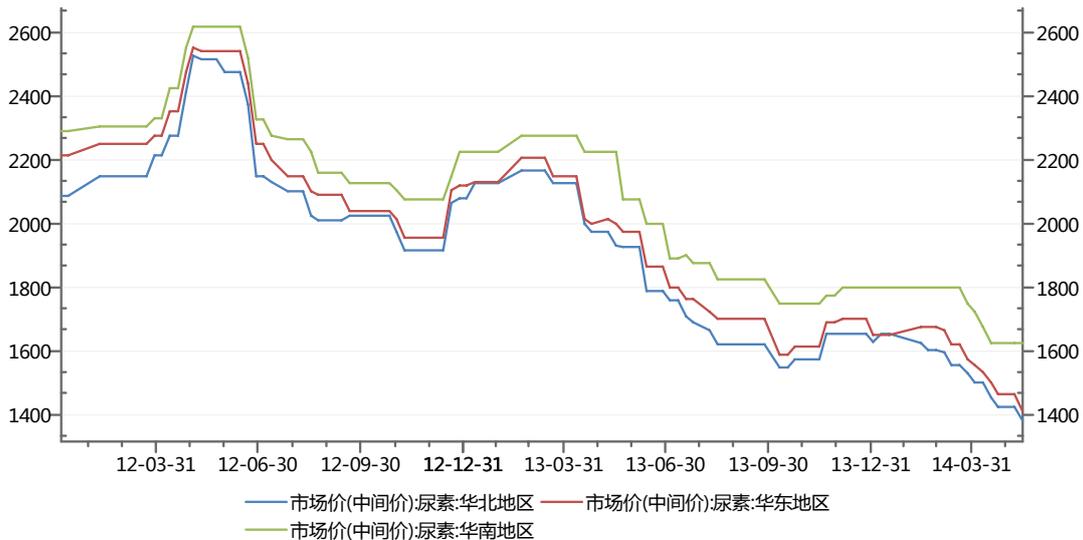
近两年，我国尿素产能不断增长，市场需求则变动不大，价格持续下跌，厂商经济效益大幅下降，预计未来产能将进一步增加，尿素价格实现较快或较大增长难度较大

尿素作为重要的农资产品，门槛不高，长期以来受到投资者的追捧。企业装置规模从以前年产不到10万吨，发展到如今单套装置超百万吨的水平，国内供销局面也从需要进口发展到产量过剩寻求出口。

据中国石油和化学工业联合会2014年4月11日发布的石化行业产能过剩预警报告显示，“十一五”以来，我国氮肥产能快速增长，尤其是尿素产能增速最大，2005-2013年我国尿素产能年均增长率为8.7%，同期表观消费量年均增速为5.0%。2013年，我国尿素总产能为8,070万吨，产量为6,707万吨，市场需求仅为6,500万吨，产能过剩1,500万吨，而且还在继续增加。需求方面，2010-2013年，我国粮食全年种植面积复合增长率仅为0.63%，2013年全年粮食种植面积11,195万公顷，较2012年增加75万公顷，同比增长0.63%，整体来看，国内市场需求却不会有太大增长。

一方面新增产能不断增加，另一方面缺少退出机制与管理老旧产能，产能过剩局面严重；同时，尿素行业还面临严重的同质化恶性竞争。众多不利因素导致尿素价格低迷，自2012年4月的相对高点以来，尿素价格已下滑约40%。目前，个别地区尿素出厂价已跌破1,400元/吨的生产成本线。

图3 2012.01-2014.04年我国尿素价格情况（单位：元/吨）



数据来源：Wind

价格的持续下跌造成了尿素厂商经济效益大幅下降，据中国石油和化学工业联合会公布的数据显示，2013年尿素行业利润率仅为2.31%，处于近年来的较低水平。然而，近两年国内氮肥行业投资热情不减，产能增长势头迅猛。预计到2015年，尿素产能达到9,500万吨，需求量6,230万吨，国际市场同样供过于求，若2015年尿素出口量保持在850万吨的水平，则过剩产能将高达2,400万吨左右，过剩程度进一步加剧。在产能过剩前提下，产品价格将会维持在较低水平，尿素价格实现较大幅度和较快速度的增长难度较大。

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主要业务仍为煤炭和化肥的生产与销售，但由于煤炭与尿素市场价格不断下降，公司收入与利润水平受到了较大影响，2013年公司实现主营业务收入652,897.05万元，较2012年下降13.56%，主营业务毛利率为35.34%，较2012年下降9.66个百分点。

表2 2012-2013年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2013年		2012年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭产品	375,052.28	55.15%	464,514.26	65.30%
化工化肥产品	427,049.68	4.43%	501,917.51	6.60%
其他收入	51,023.39	9.74%	56,359.62	5.46%
内部交易抵消金额	-200,228.30	-	-267,430.74	-
合计	652,897.05	35.34%	755,360.64	45.00%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司煤炭产销量有所增长，但产销率持续下滑，煤炭价格下跌对公司煤炭业务收入与毛利率影响较大，且该不利影响预计短期内仍将持续

跟踪期内，公司在产煤矿仍然为望云矿、伯方矿、唐安矿以及大阳矿四个煤矿，产能水平均未发生变更。2013年，除望云矿产量小幅下降外，其他三个煤矿产量均有所提升，其中伯方矿产量同比提高18.18%，主要系2012年因两个矿属综采队过无炭柱，产量受到了一定影响，2013年恢复了正常水平。上述四个煤矿2013年合计产量为620.63万吨，较2012年增长8.34%，加上过渡生产矿井百盛矿所产煤炭，2013年公司煤炭产量合计达到630.34万吨，同比增长9.15%。2014年1-3月，公司煤炭产量合计159.9万吨，其中上述四大煤矿产量合计153.93万吨。

表3 近两年又一期公司在产煤矿的煤炭产销情况（单位：万吨、万吨/年）

项目		望云矿	伯方矿	唐安矿	大阳矿	合计
2012年	产能	90	210	180	180	660
	产量	76.62	165.01	170.62	160.62	572.87
	销量	77.14	167.20	198.58	181.14	624.06
	产能利用率	85.13%	78.58%	94.79%	89.23%	86.80%
	产销率	100.68%	101.33%	116.39%	112.78%	108.94%
2013年	产能	90	210	180	180	660
	产量	75.17	195.01	180.04	170.41	620.63
	销量	74.2	193.65	181.31	177.16	626.32
	产能利用率	83.52%	92.86%	100.02%	94.67%	94.03%
	产销率	98.71%	99.30%	100.71%	103.96%	100.92%
2014年1-3月	产能	90	210	180	180	660
	产量	16.05	47.95	57.15	32.78	153.93

销量	13.06	47.43	59.42	27.92	147.83
产能利用率	-	-	-	-	-
产销率	81.37%	98.92%	103.97%	85.17%	96.04%

资料来源：公司提供

公司煤炭销售则受到了煤炭行业不景气的影响，除伯方矿外，其他三大煤矿销量均出现下滑，其中唐安矿销量同比下滑8.70%，伯方矿销量提高主要原因是2012年其产量下滑导致销量下降，而2013年产销量均回升。受伯方矿销量回升带动，2013年公司四大煤矿销量变动不大，同比增长0.36%；公司煤炭销量合计为634.68万吨，同比增长1.18%。

但从产销率指标来看，公司煤炭销售则显下滑趋势，2013年望云矿、伯方矿、唐安矿与大阳矿四个煤矿产销率均出现不同程度的下滑，其中唐安矿与大阳矿产销率分别同比下滑15.68和8.81个百分点，四大煤矿合计产量率同比下降8.02个百分点，公司煤炭产销率同比下降7.93个百分点。2014年1季度，公司煤炭产销率继续下滑，四大煤矿仅唐安矿产销率小幅回升，合计产销率下滑4.88个百分点，全公司煤炭产销率则下滑6.21个百分点。

从每吨煤炭盈利水平来看，跟踪期内，公司盈利能力出现较大下降，2013年，公司煤炭平均价格（不含税）590.93元/吨，较2012年下降19.96%，而生产成本则同比提高4.26%；2014年1季度，煤炭平均价格（不含税）继续下滑6.77%，生产成本同比降低4.14%。

图4 近两年又一期公司煤炭价格与生产成本情况（单位：元/吨）



数据来源：公司提供

价格的持续下跌导致公司煤炭业务收入与盈利能力下降较大，2013年公司实现煤炭产品收入37.51亿元，同比降低19.26%，毛利率55.15%，同比下降10.15个百分点。尽管目前公司煤炭业务毛利率仍较高，但煤炭价格短时期内大幅回升的可能性较小，未来公司盈利能力仍将受到一定不利影响。

面对诸多不利影响，公司一方面根据市场需求状况采取灵活的定价策略，同时增加对重点客户银行承兑票据的结算规模以及减少销售预收现金款规模，保障了公司煤炭销量的稳定性。

目前，公司望云矿、伯方矿、唐安矿与大阳矿四个煤矿保有储量仍较为丰富，合计达到8.56亿吨，且均为无烟煤，毛利率相对较高，能够为公司未来煤炭业务发展提供较好的保障。

表4 截至2013年末公司在产煤矿保有储量情况（单位：万吨）

项目	望云矿	伯方矿	唐安矿	大阳矿	合计
保有储量	14,051.80	28,095.60	26,400.82	17,048.20	85,596.42

资料来源：公司提供

从下游客户集中度来看，2013年公司前五大客户营业收入达到28.57亿元，占比达到43.43%，较2012年提高28.09个百分点，其中宁波郑宜兰能源有限公司（以下简称“郑宜兰能源”）占比较高，主要系通过铁路运输的客户委托郑宜兰能源结算所致，而郑宜兰能源并不是公司实际客户。

表5 2012-2013年公司前五大客户情况（单位：万元）

2013年			2012年		
客户名称	营业收入	占比	客户名称	营业收入	占比
宁波郑宜兰能源有限公司	163,856.81	24.91%	江苏润禾农资有限公司	29,990.36	3.95%
河南中原铁道物流有限公司	43,638.19	6.63%	河南现代农业生产资料有限公司	23,668.16	3.11%
江苏润禾农资有限公司	40,100.79	6.10%	湖北楚星化工股份有限公司	22,515.39	2.96%
连云港金瑞农资有限公司	19,768.46	3.01%	河南中原铁道物流有限公司	21,503.95	2.83%
河南现代农业生产资料有限公司	18,306.40	2.78%	安徽长江钢铁股份有限公司	18,888.21	2.49%
合计	285,670.66	43.43%	合计	116,566.07	15.34%

资料来源：公司提供

受煤炭价格下跌影响，公司投资收益也出现较大下滑，2013年公司确认对山西华润大宁能源有限公司（以下简称“大宁能源”）的投资收益3.82亿元，同比下降29.42%。同时，公司追加投资3.85亿元，收购大宁能源5%的股权，持股比例由36%提高至41%。2013年，大宁能源对以前年度未分配利润进行了分配，公司实际取得现金分红款11.64亿元。

在建及技改煤矿投产有望带来公司煤炭业务收入规模的提升，但项目尚需投资规模较大，面临一定的资金压力，同时完工投产时间存在一定不确定性，且投产后面临较大的产能释放压力，未来能否实现预期收益存在一定的不确定性

跟踪期内，公司继续推进在建及技改煤矿的建设工作，其中玉溪矿供电、通风、瓦斯抽放、安全监测监控及工业广场综合管道五大系统已形成；兰兴矿一、二期工程全部完工，正

在进行三期建设，且联合试运转申请已上报；宝欣矿正在进行联合试运转，口前矿与永胜矿一、二期工程全部完工，正在进行三期建设，预计2014年10-11月进行联合试运转；同宝矿一期工程已完工，正在进行二期项目建设，百盛矿一期工程建设正在进行中。由于政府对煤矿安全生产要求标准越来越高，公司部分在建煤矿需增加投资额，导致累计已投资已超过或预计将超过计划总投资。截至2013年末，上述煤矿累计已完成投资28亿元，未来尚需投资将超过24亿元，存在一定的资金压力。此外，公司目前在建及技改煤矿项目进度受地质条件等因素制约，完工投产时间存在一定不确定性。

表6 截至2013年末公司在建及技改煤矿投资情况（单位：万吨、万元）

项目名称	预计产能	计划总投资	累计已投资	计划投产时间
玉溪矿	240	210,000.00	96,367.58	2017.10
兰兴矿	60	32,000.00	31,202.76	2014.10
宝欣矿	90	47,809.00	49,119.49	2014.08
口前矿	90	53,728.81	38,828.99	2014.10
永胜矿	120	46,735.63	42,411.80	2014.11
同宝矿	90	66,767.68	15,325.00	2016.08
百盛矿	90	61,004.78	7,066.01	2016.12
合计	780	518,045.90	280,321.63	-

注：玉溪矿为公司在建煤矿，其他矿为技术改造煤矿。

资料来源：公司提供

整体来看，上述在建及技改煤矿全部投产后，公司煤炭产能预计将增加780万吨/年，公司煤炭业务收入规模有望得到提升。然而，目前国内煤炭行业较为低迷，公司在建及技改煤矿投产后面临较大的产能释放压力，未来能否实现预期收益存在一定的不确定性。

跟踪期内，受尿素价格持续下跌影响，公司化工化肥产品收入及盈利能力均出现下滑，且未来情况仍不容乐观，此外，关停化肥分公司导致2014年一季度公司出现亏损；在建己内酰胺项目投产后有望给公司带来相当规模的收入，但公司将面临新市场拓展带来的业务风险，且项目预期收益能否达到值得关注，同时公司还将面临一定的资金压力

公司煤化工产品主要包括尿素和二甲醚。2013年，公司尿素产能维持在116万吨/年，产销量均较2012年有小幅提升，同时产销率也有所提高，但受全国尿素产能严重过剩影响，尿素价格不断下跌，公司尿素产品收入和毛利率受到较大不利影响，全年平均价格较2012年下降15.57%，大于生产成本的下降幅度（10.36%）。2014年一季度，公司尿素产销率出现较大下滑，同时价格继续下跌，较2013年平均价格下降7.00%，仍大于同期生产成本降幅（4.34%），尿素产品盈利能力持续下降。

表7 近两年又一期公司尿素产销量情况（单位：万吨/年、万吨、元/吨）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
产能	86	116	116
产量	27.77	160.19	157.56
销量	19.11	167.76	152.84
产能利用率	129.16%	138.09%	135.83%
产销率	68.82%	104.73%	97.00%
平均价格	1,671.87	1,797.79	2,129.45
生产成本	1,587.17	1,659.17	1,850.91

注：2014年1-3月产能利用率按照一季度折算后的实际产能计算。

资料来源：公司提供

由于公司化肥分公司处于晋城市城区建设重点规划范围，根据晋城市政府《关于中石化山西晋城油库和兰花科创化肥分公司搬迁工作的专题会议纪要》（晋城市政府市长办公会[2013]6次）要求，公司于2014年1月正式关停了化肥分公司，该分公司尿素产能为30万吨/年，因此，截至2014年3月末，公司尿素产能下降至86万吨/年。针对上述关停事项，公司共计提资产减值损失2.54亿元，导致公司2014年一季度出现亏损。但从另一个角度看，目前公司尿素毛利率约为4%，考虑到销售、管理等期间费用，公司尿素实际处于亏损状态，上述尿素厂的关停有助于公司未来减少亏损。

二甲醚是公司另一主要化工产品，但规模相对较小。跟踪期内，公司二甲醚产能维持在22万吨/年，产销情况较为稳定，受益原材料价格下跌，二甲醚生产成本不断降低，2014年一季度平均生产成本已较2012年下降10.35%，平均价格则波动不大，因此二甲醚吨毛利已由负转正，但整体来看，由于规模相对较小，对公司整体收入及利润影响有限。

表8 近两年又一期公司二甲醚产销量情况（单位：万吨/年、万吨、元/吨）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
产能	22	22	22
产量	4.52	22.03	21.87
销量	4.40	22.16	21.69
产能利用率	82.18%	100.14%	99.41%
产销率	97.35%	100.59%	99.18%
平均价格（不含税）	3,426.43	3,375.71	3,433.46
生产成本	3,295.57	3,352.92	3,675.99

注：2014年1-3月产能利用率按照一季度折算后的实际产能计算。

资料来源：公司提供

受尿素价格下跌影响，公司化工化肥产品收入及盈利能力均出现下滑，2013年公司实现化工化肥产品收入42.70亿元，同比下降14.92%，毛利率为4.43%，同比下降2.17个百分点。目前，我国尿素产能不断增加，且未来仍将进一步提升，产能过剩程度将进一步加剧，尿素

价格实现较快或较大增长的难度较大，公司未来化工化肥产品收入及盈利能力仍不容乐观。

目前，公司正在建设年产20万吨己内酰胺项目，该项目规模为年产20万吨己内酰胺，副产环己烷5万吨、30万吨硫酸铵，预计总投资45.31亿元。公司生产己内酰胺的主要原料为纯苯、液氨、氢气、硫酸等，纯苯拟从周边省份炼油厂采购，硫酸通过新建硫酸装置解决，液氨、氢气由公司现有生产系统提供。据公司测算，该项目投产后，预计可实现年销售收入45.5亿元，年净利润7.86亿元，投资回收期6.18年。目前，公司进行一期项目的建设，产能为10万吨，预计总投资25.63亿元，截至2014年3月末已投资16.29亿元，未来尚需投资9.34亿元，面临一定资金压力。整体来看，己内酰胺项目建成投产后有望为公司带来相当规模的收入，但公司还面临新市场拓展所带来的业务风险，同时，该项目未来能否达到预期收益也值得关注。

表9 截至2014年3月末，公司在建己内酰胺项目情况（单位：万吨/年、万元）

项目名称	预计产能	计划总投资	累计已投资	尚需投资	计划投产时间
己内酰胺一期工程	10	256,282.00	162,904.63	93,377.37	2014.11

资料来源：公司提供

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北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012-2013年审计报告，以及未经审计的2014年一季度报，公司会计报表按照新会计准则编制。2013年，公司无新增纳入合并范围的子公司，减少1家纳入合并范围单位，为山西兰花嘉名科技有限公司（已清算注销）。

财务分析

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模变化不大，主要集中于固定资产、在建工程和无形资产，整体资产流动性一般

截至2014年3月末，公司资产总额为207.34亿元，较2012年末增长1.77%，变化不大。近两年，公司资产构成变化不大，仍以非流动资产为主，截至2014年3月末，非流动资产占总

资产的比重为66.85%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、预付账款、其他应收款和存货。截至2013年末，公司货币资金为23.88亿元，其中主要包括银行存款和其他货币资金，其他货币资金主要系保证金，属使用权受限的货币资金，占比为9.16%；截至2014年3月末，公司货币资金较2013年末增长13.18%。公司应收票据全部为银行承兑汇票，由于公司结算政策放宽，票据结算规模有所增长，2013年末公司应收票据同比增长38.53%。预付款项主要系预付工程及设备款，规模变化不大。跟踪期内，其他应收款变化不大，其中规模较大的为应收山西兰花集团莒山煤矿有限公司4.15亿元和应收山西兰花集团东峰煤矿有限公司1.89亿元，均为公司2012年支付的股权收购款。截至2013年末，公司存货为5.61亿元，主要包括原材料3.37亿元和库存商品2.03亿元；截至2014年3月末，公司存货规模达到7.50亿元，较2013年末增长33.58%，目前煤炭与尿素产品市场价格不断下跌，需关注存货跌价风险。

表10 近两年又一期公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014年3月		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	270,254.48	13.03%	238,775.93	11.66%	327,644.45	16.08%
应收票据	170,234.96	8.21%	230,565.61	11.26%	166,437.05	8.17%
预付款项	56,143.92	2.71%	49,247.52	2.40%	55,537.18	2.73%
其他应收款	87,814.04	4.24%	83,146.18	4.06%	83,903.37	4.12%
存货	74,951.53	3.61%	56,110.39	2.74%	72,420.66	3.55%
流动资产合计	687,323.97	33.15%	685,216.40	33.45%	708,212.03	34.76%
长期股权投资	111,130.06	5.36%	102,526.20	5.01%	176,530.75	8.66%
固定资产	406,915.89	19.63%	443,628.65	21.66%	454,406.51	22.30%
在建工程	379,716.57	18.31%	328,529.66	16.04%	211,552.56	10.38%
无形资产	456,151.77	22.00%	457,593.93	22.34%	458,631.41	22.51%
非流动资产合计	1,386,074.20	66.85%	1,363,103.08	66.55%	1,329,199.06	65.24%
资产总计	2,073,398.17	100.00%	2,048,319.48	100.00%	2,037,411.09	100.00%

资料来源：公司提供

公司非流动资产主要为长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产。公司长期股权投资单位主要为大宁能源，持股比例41%，2013年公司共收到大宁能源现金分红款11.64亿元。截至2014年3月末，公司固定资产为40.69亿元，占公司总资产的比重为19.63%，其中主要包括房屋建筑物和机械机器设备；截至2013年末有1.02亿元的固定资产的相关产权尚在办理之中。在建工程主要系煤矿在建与技改项目以及己内酰胺项目，截至2014年3月末为37.97亿元，占总资产的比重为18.31%。无形资产近两年变化不大，截至2014年3月末为45.62亿元，占总

资产的比重为22.00%，其中主要为采矿权价款。

总体来看，跟踪期内公司资产规模变化不大，主要集中于固定资产、在建工程 and 无形资产，整体资产流动性一般。

资产运营效率

跟踪期内，由于收入规模的减少，公司整体运营效率有所下降

随着票据结算规模的增长，公司应收票据周转天数增长较快，2013年达到108.64天。由于公司应收账款规模较小，应收账款周转率迅速。跟踪期内，公司存货规模的降低带来存货周转天数的下降，应付账款周转天数变化不大，净营业周期进一步降低至-22.72天。由于收入规模的减少，导致公司流动资产周转天数、固定资产周转天数和总资产周转天数均有所上升，其中总资产周转天数提高32.76%，公司整体运营效率出现较大下降。

表11 2012-2013年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2013年	2012年
应收票据周转天数	108.64	76.02
应收账款周转天数	1.37	0.82
存货周转天数	54.35	71.76
应付账款周转天数	78.44	81.32
净营业周期	-22.72	-8.74
流动资产周转天数	381.33	312.15
固定资产周转天数	245.76	217.37
总资产周转天数	1,118.10	842.18

资料来源：公司提供

盈利能力

跟踪期内，公司各项盈利指标均出现下降，其中利润水平降幅较大，且未来仍不容乐观

跟踪期内，受煤炭及尿素价格下跌影响，公司收入规模有所下降，2013年营业收入同比下降13.46%。公司投资收益同样受到煤炭价格下跌的影响，2013年取得的投资收益同比下降29.34%。目前，煤炭需求仍未改善，尿素产能过剩程度将进一步加剧，公司所处的行业仍处于低迷阶段，煤炭与尿素价格短期内出现大幅回升的难度较大，因此，公司未来收入规模存在一定的不确定性。尽管在建与技改煤炭与己内酰胺项目未来有望给公司带来相当规模的收入，但也面临产能消化风险与新市场拓展风险，能否达到预期收益存在一定不确定性。

产品价格的下滑不仅造成收入规模的降低，同时带来盈利能力的下降，跟踪期内，公司煤炭与化工化肥产品毛利率均出现下滑，导致2013年公司综合毛利率下降9.55个百分点至35.28%，尽管2014年一季度有所提升，但目前煤炭与尿素价格仍处于下降趋势内，公司盈利能力存在进一步下滑的可能。目前，公司期间费用率较高，且管理、财务等相关费用存在一定的刚性，预计未来仍将保持在较高水平，对公司利润构成一定侵蚀。收入规模与综合毛利率的下滑导致公司利润水平出现较大下降，2013年公司利润总额为12.26亿元，同比下降46.83%。

2014年1月，公司关停化肥分公司，计提了较大的资产减值损失，导致公司2014年一季度出现亏损，利润总额为-0.78亿元，该事项造成的资产减值损失已计提完毕，公司未来将不会持续受到该事项的影响。

总体上看，跟踪期内，公司各项盈利指标均出现下降，其中利润水平降幅较大，且受行业低迷影响，未来公司收入与盈利水平仍不容乐观。此外，2014年的化肥分公司关停事项导致公司出现亏损。

表12 近两年又一期公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
营业收入	119,319.29	657,750.15	760,050.90
资产减值损失	25,140.32	4,179.97	2,008.43
投资收益	8,151.78	38,238.27	54,117.96
营业利润	-7,464.71	125,865.60	234,543.68
利润总额	-7,812.88	122,617.66	230,614.12
净利润	-7,725.01	87,633.32	167,760.44
综合毛利率	38.65%	35.28%	44.83%
期间费用率	29.18%	20.24%	19.63%

资料来源：公司提供

现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流有所恶化，且未来尚需投资规模较大，面临一定的资金压力

公司净利润的较大下滑导致经营所得现金（FFO）出现下降，现金生成能力有所降低。2013年，由于公司结算政策放宽，票据结算规模增长，同时预收现金款规模较少，公司经营活动现金流有所恶化，全年净流出3.89亿元。

跟踪期内，随着公司在建项目的持续推进，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资

产支付的现金规模仍较大，达到12.01亿元，但受益于大宁能源的现金分红11.64亿元，公司投资活动现金净流出规模有所下降。目前公司在建项目后续尚需投资金额仍较大，使公司面临一定的资金压力。

与2012年相比，公司缺少了发行本期债券所带来的现金流入，同时随着公司偿还债务与利息以及分配股利，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出。公司经营、投资与筹资活动均表现为现金净流出，现金及现金等价物出现较大规模下降。目前，公司经营活动所产现金尚不能满足投资活动所需，未来公司仍将依赖于外部融资。

表13 2012-2013年公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2013年	2012年
净利润	87,633.32	167,760.44
非付现费用	60,416.17	58,121.02
非经营损益	-21,495.18	-31,495.74
FFO	126,554.31	194,385.72
营运资本变化	-165,435.96	-92,235.88
其中：存货的减少（减：增加）	10,798.02	23,335.32
经营性应收项目的减少（减：增加）	-100,041.77	-58,360.34
经营性应付项目的增加（减：减少）	-76,192.21	-57,210.85
经营活动产生的现金流量净额	-38,881.65	102,149.84
投资活动产生的现金流量净额	-36,326.39	-173,811.19
筹资活动产生的现金流量净额	-28,750.47	186,220.56
现金及现金等价物净增加额	-103,958.51	114,559.20

资料来源：公司提供

资本结构和财务安全性

公司有息负债规模较大，存在一定的偿债压力

跟踪期内，公司负债规模变化不大，截至2014年3月末为1,028,568.30万元，较2012年末增长2.34%。负债结构同样变化不大，仍主要由非流动负债构成，截至2014年3月末，非流动负债占负债总额的比重为64.18%。公司股东权益变化不大，截至2014年3月末为1,044,829.87万元，较2012年末增长1.21%。负债和股东权益的较小变动使公司产权比率保持相对稳定。

表14 近两年又一期公司资本结构（单位：万元）

项目	2014年3月	2013年	2012年
负债合计	1,028,568.30	1,000,407.36	1,005,027.98
其中：流动负债	368,429.89	350,825.98	473,919.08

非流动负债	660,138.41	649,581.38	531,108.90
股东权益合计	1,044,829.87	1,047,912.11	1,032,383.11
产权比率	98.44%	95.47%	97.35%

资料来源：公司提供

公司流动负债主要由短期借款、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构成。截至2013年末，公司短期借款为7.44亿元，其中包括保证借款6.44亿元和信用借款1亿元；截至2014年3月末，短期借款为9.96亿元，较2013年末增长33.89%。应付票据全部为银行承兑汇票。应付账款主要为应付工程与设备款，跟踪期内变化不大。预收款项主要为预收的煤炭销售款，由于行业低迷，公司为保障销售，主动减少产品销售预收款规模，截至2014年3月末，预收款项为4.18亿元，较2012年末下降57.01%。截至2013年末，其他应付款为4.81亿元，主要为应付山西省国土资源厅1.28亿元和应付朔州万鑫煤业股东0.67亿元。一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款和一年内到期的长期应付款，截至2013年末分别为1.10亿元和2.91亿元，其中一年内到期的长期应付款为应付煤炭资源价款。

表15 近两年又一期公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014年3月		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	99,550.00	9.68%	74,350.00	7.43%	129,900.00	12.93%
应付票据	22,560.89	2.19%	15,005.08	1.50%	24,954.35	2.48%
应付账款	97,340.02	9.46%	99,659.82	9.96%	85,846.85	8.54%
预收款项	41,831.46	4.07%	62,395.83	6.24%	97,303.01	9.68%
其他应付款	47,397.21	4.61%	48,065.47	4.80%	52,964.71	5.27%
一年内到期的非流动负债	51,813.96	5.04%	40,106.13	4.01%	58,448.66	5.82%
流动负债合计	368,429.89	35.82%	350,825.98	35.07%	473,919.08	47.15%
长期借款	157,638.28	15.33%	168,143.86	16.81%	50,793.55	5.05%
应付债券	303,808.20	29.54%	299,911.72	29.98%	299,396.54	29.79%
长期应付款	181,535.12	17.65%	164,233.75	16.42%	163,976.82	16.32%
非流动负债合计	660,138.41	64.18%	649,581.38	64.93%	531,108.90	52.85%
负债总额	1,028,568.30	100.00%	1,000,407.36	100.00%	1,005,027.98	100.00%

资料来源：公司提供

公司非流动负债包括长期借款、应付债券和长期应付款。截至2013年末，公司长期借款为16.81亿元，其中包括保证借款16.58亿元和信用借款0.23亿元。应付债券为本期债券。长期应付款为应付煤炭资源价款和应付融资租赁款，截至2013年末分别为12.41亿元和4.02亿元。

跟踪期内，公司资产负债率变化不大，截至2014年3月末为49.61%，水平尚可。公司有息债务截至2014年3月末达到81.69亿元，较2012年末增长12.29%，占公司负债总额的比重为79.42%，规模较大，其中短期有息负债占负债总额的比重为16.91%，长期有息负债占比为62.51%。从偿债能力指标来看，跟踪期内公司流动比率与速动比率有所回升，但水平仍较低。受利润水平下降影响，2013年公司EBITDA同比下降36.44%，EBITDA利息保障倍数也出现下滑，偿债压力有所增大。整体而言，公司有息负债规模较大，存在一定的偿债压力。

表16 近两年又一期公司偿债能力指标

指标名称	2014年3月	2013年	2012年
资产负债率	49.61%	48.84%	49.33%
流动比率	1.87	1.95	1.49
速动比率	1.66	1.79	1.34
EBITDA（万元）	-	195,365.54	307,355.72
EBITDA 利息保障倍数	-	6.13	10.97

资料来源：公司提供

六、评级结论

目前，公司煤炭资源储量丰富，为公司未来煤炭业务发展提供了较好的保障；跟踪期内，公司根据市场需求状况采取灵活的定价策略以及转变货款结算方式，保障了公司煤炭销量的稳定性；在建煤炭项目与己内酰胺项目投产后，有望为公司带来较大规模的收入。

同时值得关注的是，煤炭行业需求持续低迷，库存高企，价格不断下跌，短时期内大幅回升的可能性较小；近两年我国尿素产能不断增长，市场需求则变动不大，价格持续下跌，预计未来产能将进一步增加，尿素价格实现较快或较大增长的难度较大；煤炭与尿素价格下跌影响，公司收入与毛利率有所下降，利润水平降幅较大，未来仍不容乐观，同时公司期间费用率较高，对利润构成了一定侵蚀；化肥分公司的关停致使公司计提了较大规模的资产减值准备，导致公司2014年一季度出现亏损；在建与技改煤矿项目投后面临较大的产能释放风险，同时在建己内酰胺项目面临新市场拓展带来的业务风险，上述项目未来能否实现预计收益均存在一定的不确定性；公司经营活动现金流有所恶化，在建项目投资规模较大，面临一定的资金压力；资产主要集中于固定资产、在建工程和无形资产，整体资产流动性一般，同时资产运营效率也有所下降；有息负债规模较大，面临一定的偿债压力。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（万元）

项目	2014年3月	2013年	2012年
流动资产：			
货币资金	270,254.48	238,775.93	327,644.45
应收票据	170,234.96	230,565.61	166,437.05
应收账款	3,582.08	3,039.46	1,973.05
预付款项	56,143.92	49,247.52	55,537.18
应收股利	24,092.68	24,092.68	-
其他应收款	87,814.04	83,146.18	83,903.37
存货	74,951.53	56,110.39	72,420.66
一年内到期的非流动资产	250.29	238.62	296.27
流动资产合计	687,323.97	685,216.40	708,212.03
非流动资产：			
长期股权投资	111,130.06	102,526.20	176,530.75
投资性房地产	1,672.43	1,687.28	1,746.70
固定资产	406,915.89	443,628.65	454,406.51
在建工程	379,716.57	328,529.66	211,552.56
工程物资	6,336.63	4,927.70	2,782.83
无形资产	456,151.77	457,593.93	458,631.41
商誉	17,390.02	17,390.02	17,390.02
长期待摊费用	885.37	1,027.09	985.72
递延所得税资产	5,875.47	5,792.55	5,172.56
非流动资产合计	1,386,074.20	1,363,103.08	1,329,199.06
资产总计	2,073,398.17	2,048,319.48	2,037,411.09
流动负债：			
短期借款	99,550.00	74,350.00	129,900.00
应付票据	22,560.89	15,005.08	24,954.35
应付账款	97,340.02	99,659.82	85,846.85
预收款项	41,831.46	62,395.83	97,303.01
应付职工薪酬	15,901.31	10,203.32	13,693.45
应交税费	-8,444.97	564.96	10,342.86
应付利息	24.01	19.37	9.18
应付股利	456.00	456.00	456.00
其他应付款	47,397.21	48,065.47	52,964.71
一年内到期的非流动负债	51,813.96	40,106.13	58,448.66
流动负债合计	368,429.89	350,825.98	473,919.08

非流动负债:			
长期借款	157,638.28	168,143.86	50,793.55
应付债券	303,808.20	299,911.72	299,396.54
长期应付款	181,535.12	164,233.75	163,976.82
递延所得税负债	9,697.36	9,714.96	9,932.98
其他非流动负债	7,459.45	7,577.10	7,009.02
非流动负债合计	660,138.41	649,581.38	531,108.90
负债合计	1,028,568.30	1,000,407.36	1,005,027.98
股东权益:			
股本	114,240.00	114,240.00	114,240.00
资本公积	39,343.62	38,891.54	38,301.29
专项储备	49,473.90	45,395.69	60,138.51
盈余公积	128,787.20	128,787.20	115,993.68
未分配利润	638,127.77	643,293.48	624,499.90
归属于母公司股东权益合计	969,972.49	970,607.91	953,173.39
少数股东权益	74,857.38	77,304.20	79,209.72
股东权益合计	1,044,829.87	1,047,912.11	1,032,383.11
负债和股东权益总计	2,073,398.17	2,048,319.48	2,037,411.09

附录二 合并利润表（万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
一、营业总收入	119,319.29	657,750.15	760,050.90
其中：营业收入	119,319.29	657,750.15	760,050.90
二、营业总成本	134,935.78	570,122.82	579,625.18
其中：营业成本	73,201.86	425,686.20	419,336.68
营业税金及附加	1,779.57	7,146.00	9,077.63
销售费用	5,366.85	24,164.58	23,288.10
管理费用	26,363.05	96,101.07	109,335.67
财务费用	3,084.14	12,845.00	16,578.67
资产减值损失	25,140.32	4,179.97	2,008.43
加：投资收益（损失以“-”号填列）	8,151.78	38,238.27	54,117.96
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	8,151.78	38,198.44	54,117.96
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-7,464.71	125,865.60	234,543.68
加：营业外收入	265.31	2,325.06	2,396.80
减：营业外支出	613.48	5,573.00	6,326.35
其中：非流动资产处置损失	-	1,537.41	1,074.43
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-7,812.88	122,617.66	230,614.12
减：所得税费用	-87.87	34,984.35	62,853.68
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	-7,725.01	87,633.32	167,760.44
归属于母公司股东的净利润	-5,165.71	100,131.10	186,287.19
少数股东损益	-2,559.30	-12,497.79	-18,526.74
六、每股收益：			
（一）基本每股收益	-0.05	0.88	1.63
（二）稀释每股收益	-0.05	0.88	1.63
七、综合收益总额	-7,725.01	87,633.32	167,760.44
归属于母公司股东的综合收益总额	-5,165.7141	100,131.10	186,287.19
归属于少数股东的综合收益总额	-2,559.2967	-12,497.79	-18,526.74

附录三-1 合并现金流量表（万元）

项目	2014年1-3月	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金	145,737.39	475,960.87	676,758.69
收到其他与经营活动有关的现金	5,845.20	16,459.98	48,658.12
经营活动现金流入小计	151,582.60	492,420.85	725,416.81
购买商品、接受劳务支付的现金	44,261.05	209,992.93	247,261.26
支付给职工以及为职工支付的现金	41,213.29	170,181.18	143,573.68
支付的各项税费	24,174.15	109,346.71	150,125.76
支付其他与经营活动有关的现金	13,087.69	41,781.70	82,306.27
经营活动现金流出小计	122,736.18	531,302.51	623,266.97
经营活动产生的现金流量净额	28,846.42	-38,881.65	102,149.84
二、投资活动产生的现金流量：			
取得投资收益收到的现金	-	116,433.95	14.86
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.10	279.60	186.13
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	39.39	-
收到其他与投资活动有关的现金	-	-	11.48
投资活动现金流入小计	0.10	116,752.94	212.47
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	37,688.13	120,084.79	114,259.28
投资支付的现金	-	32,994.54	59,764.39
投资活动现金流出小计	37,688.13	153,079.33	174,023.66
投资活动产生的现金流量净额	-37,688.02	-36,326.39	-173,811.19
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	-	5,500.00	24,744.15
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	5,500.00	24,744.15
取得借款收到的现金	44,700.00	252,474.48	303,945.23
发行债券收到的现金	-	-	297,150.00
收到其他与筹资活动有关的现金	21,040.13	28,872.00	11,833.00
筹资活动现金流入小计	65,740.13	286,846.48	637,672.38
偿还债务支付的现金	14,547.50	210,699.01	399,157.97
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,933.38	97,559.85	52,293.85
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	-	-	70.00
支付其他与筹资活动有关的现金	2,186.39	7,338.09	-
筹资活动现金流出小计	20,667.27	315,596.95	451,451.83
筹资活动产生的现金流量净额	45,072.86	-28,750.47	186,220.56
四、现金及现金等价物净增加额	36,231.26	-103,958.51	114,559.20
加：期初现金及现金等价物余额	216,896.13	320,854.64	206,295.44
五、期末现金及现金等价物余额	253,127.39	216,896.13	320,854.64

附录三-2 合并现金流量表补充资料（万元）

项目	2013年	2012年
净利润	87,633.32	167,760.44
加：资产减值准备	4,179.97	2,008.43
固定资产折旧	51,330.63	52,608.15
无形资产摊销	3,657.79	2,339.92
长期待摊费用摊销	1,247.78	1,164.52
处置固定资产、无形资产和其他长期资产损失	-245.40	85.34
固定资产报废损失	1,314.83	865.46
财务费用	16,511.67	21,772.89
投资损失	-38,238.27	-54,657.13
递延所得税资产减少	-619.99	-141.38
递延所得税负债增加	-218.02	579.08
存货的减少	10,798.02	23,335.32
经营性应收项目的减少	-100,041.77	-58,360.34
经营性应付项目的增加	-76,192.21	-57,210.85
经营活动产生的现金流量净额	-38,881.65	102,149.84

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产报酬率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	流动资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初流动资产} + \text{期末流动资产}) / 2]$
	存货周转率(次)	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率(次)	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款}) / 2]$
	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流动负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。