

山西兰花科技创业股份有限公司

2012 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：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

山西兰花科技创业股份有限公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【256】号 01

债券剩余规模: 30 亿元

债券到期日期: 2017 年
11 月 7 日

债券偿还方式: 本期债
券按年付息, 到期一次
还本, 附第 3 年末投资
者回售选择权

分析师

姓名:
王晨 杨建华

电话:
010-66216006

邮箱:
wangch@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	负面	稳定
评级日期	2015 年 06 月 15 日	2014 年 05 月 28 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 月发行的 30 亿元公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2015 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA+, 发行主体长期信用等级维持为 AA+, 评级展望调整为负面。该评级结果是考虑到公司煤炭资源储量丰富, 目前煤炭产销水平较好, 未来煤炭业务发展有所保障, 且在建与技改煤矿与己内酰胺项目投产后有望给公司带来一定规模的收入, 同时我们也关注到公司各项盈利指标均出现下滑, 有息债务继续攀升, 偿债压力不断加大, 在建项目未来能否实现预期收益存在不确定性, 且使公司面临一定的资金压力、资产流动性一般且运营效率下降等风险因素。

正面:

- 公司煤炭资源储量丰富, 能为煤炭业务未来发展提供较好的保障。截至 2014 年末公司望云矿、伯方矿、唐安矿与太阳矿四个煤矿煤炭储量合计达到 8.46 亿吨, 以无烟煤为主, 能够支撑公司煤炭业务未来发展。
- 公司煤炭产销水平较好。2014 年公司煤炭产量为 670.59 万吨, 同比增长 6.39%; 煤炭销量为 678.24 万吨, 同比增长 6.86%, 煤炭产销率为 101.14%。
- 在建与技改煤矿与己内酰胺项目投产后有望给公司带来一定规模的收入。公司在建与技改煤矿规划年产能 780 万吨, 其中宝欣矿已取得安全生产许可证, 兰兴矿和口前矿正在联合试运转; 此外, 一期 10 万吨己内酰胺项目计划于 2015 年底前投产。

关注：

- **煤炭和化工行业低迷，公司各项盈利指标均有所下滑，其中利润水平降幅较大，未来仍存在不确定性。**2014年公司实现营业收入52.16亿元，较2013年下降20.70%；综合毛利率为30.30%，较2013年下降4.98个百分点；利润总额为0.99亿元，较2013年下降91.95%；考虑到行业低迷的影响，未来公司收入与利润仍存在不确定性。
- **公司有息债务继续攀升，且流动负债占比上升，偿债压力不断加大。**截至2015年3月末公司有息债务达到94.07亿元，较2013年末增长23.50%，占公司负债总额的比重达到79.48%，其中一年内的短期有息债务规模达到30.39亿元，较2013年末增长134.75%，同时公司偿债能力指标弱化明显，2014年EBITDA利息保障倍数由6.13下降至1.97。
- **公司投资收益大幅下降。**2014年公司投资收益为1.31亿元，较2013年下降65.86%，煤炭行业目前较为低迷，未来公司投资收益或仍将受到一定不利影响。
- **公司面临一定的资金压力。**截至2015年3月末，公司在建与技改煤矿项目以及内酰胺项目未来尚需投资约为23亿元，公司面临一定的资金压力。
- **在建与技改煤矿与己内酰胺项目未来能否达到预期收益值得关注。**公司在建与技改煤矿项目规划年产能为780万吨，规模较大，目前煤炭行业景气度较低，未来上述项目面临产能释放风险；己内酰胺项目将使公司面临新市场拓展所带来的业务风险，未来能否实现预期收益存在一定不确定性。
- **公司期间费用对利润构成一定侵蚀。**2014年公司期间费用率为23.33%，较2013年提高3.09个百分点；2014年公司期间费用为12.17亿元，规模较大，对利润构成侵蚀。
- **公司资产流动性一般，资产运营效率下降明显。**截至2015年3月末，固定资产、在建工程和无形资产占公司总资产的比重合计为64.55%，资产流动性一般；2014年公司流动资产、固定资产和总资产周转天数分别同比增长23.77%、17.23%和49.60%，整体运营效率出现较大下降。

主要财务指标：

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	2,208,543.41	2,183,310.97	2,048,319.48	2,037,411.09
归属于母公司所有者权益（万元）	958,465.29	951,991.67	970,607.91	953,173.39
有息债务（万元）	940,728.05	943,906.29	761,750.54	727,469.91

资产负债率	53.59%	53.22%	48.84%	49.33%
流动比率	1.27	1.24	1.95	1.49
速动比率	1.15	1.15	1.79	1.34
营业收入（万元）	103,082.00	521,590.03	657,750.15	760,050.90
资产减值损失（万元）	336.19	28,990.93	4,179.97	2,008.43
投资收益（万元）	706.73	13,054.65	38,238.27	54,117.96
营业利润（万元）	5,117.29	12,279.12	125,865.60	234,543.68
利润总额（万元）	2,382.12	9,866.70	122,617.66	230,614.12
净利润（万元）	-2,090.40	-1,693.91	87,633.32	167,760.44
综合毛利率	37.10%	30.30%	35.28%	44.83%
EBITDA（万元）	-	80,114.34	195,365.54	307,355.72
EBITDA 利息保障倍数	-	1.97	6.13	10.97
经营活动净现金流净额（万元）	29,128.28	8,142.10	-38,881.65	102,149.84

资料来源：2012-2014 年数据来自于公司 2013 年和 2014 年审计报告，2015 年 1-3 月数据来自于公司未经审计的 2015 年一季度财务报表，鹏元整理

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，2015年11月7日为回售日。截至2015年4月30日，本期债券本息兑付情况见表1。

表1 截至2015年4月30日本期债券兑付情况（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
2014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2015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、实际控制人均未发生变更，注册资本仍为114,240万元，控股股东仍为山西兰花煤炭实业集团有限公司（以下简称“兰花集团”），持有公司45.11%的股份，实际控制人仍为晋城市国有资产管理委员会。

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。

跟踪期内，公司主营业务未发生变更，财务报表合并范围也未发生变更。

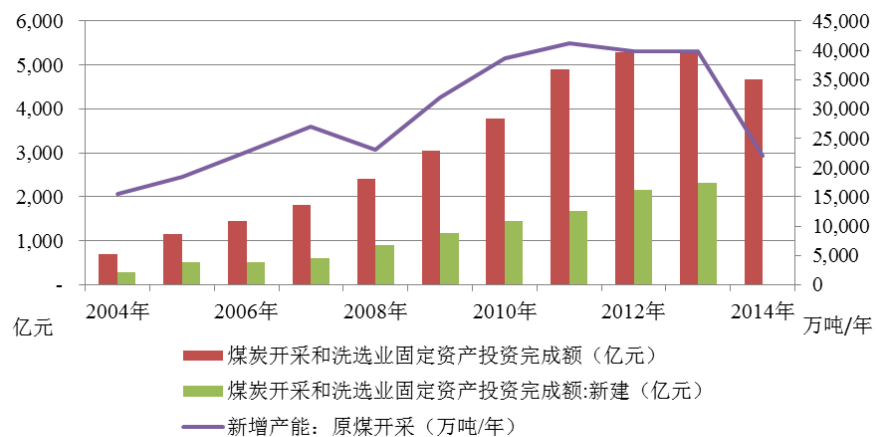
截至2015年3月31日，公司资产总额为220.85亿元，归属于母公司所有者权益为95.85亿元，资产负债率为53.59%；2014年度，公司实现营业收入52.16亿元，利润总额0.99亿元，经营活动现金净流入0.81亿元。

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10年来首次出现大幅下降。

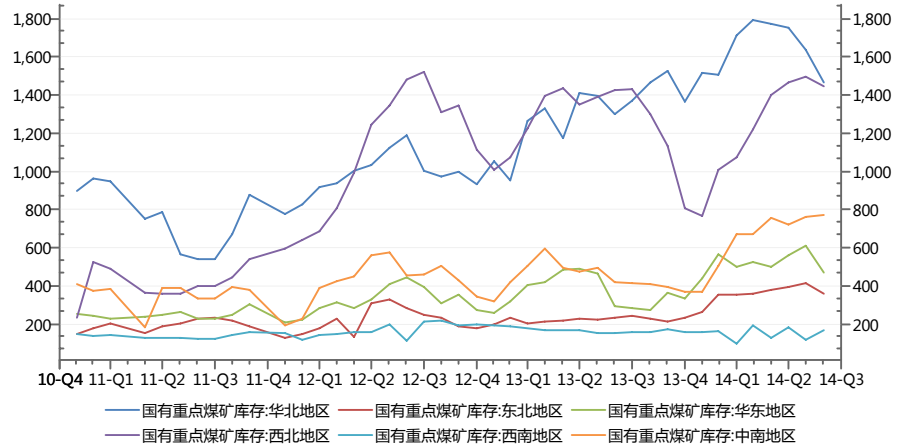
图1 2004-2014年我国原煤开采新增产能、煤炭开采和选洗业固定资产投资情况



注：截至本报告发布日，2014年全国“煤炭开采和选洗业固定资产投资完成额：新建”未公布
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。

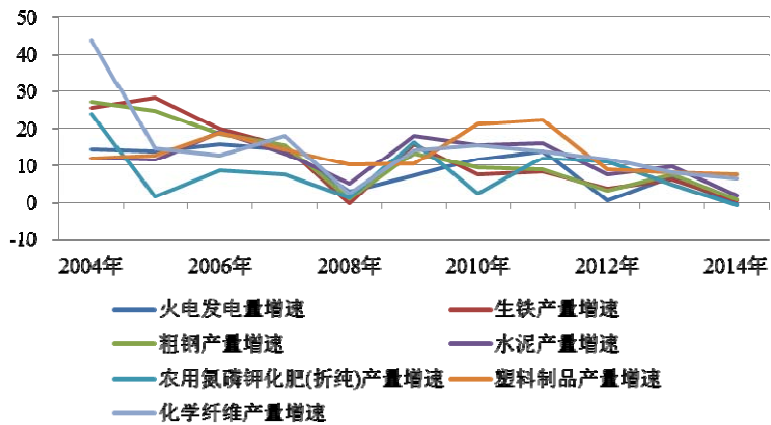
图2 近年我国部分地区煤矿库存情况（单位：万吨）



资料来源：Wind资讯

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个月全国煤炭消费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。

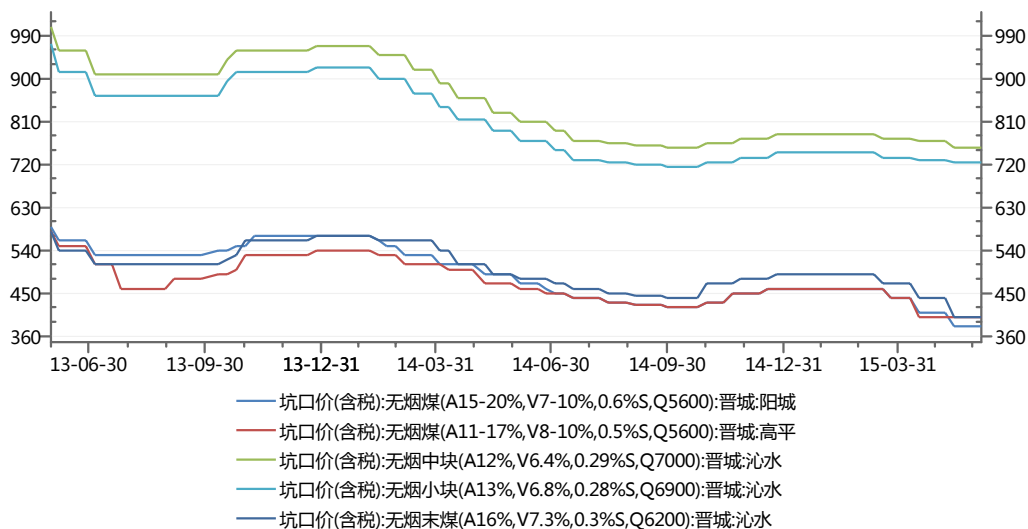
图3 近年来全国主要耗煤产业产量增长情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

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。

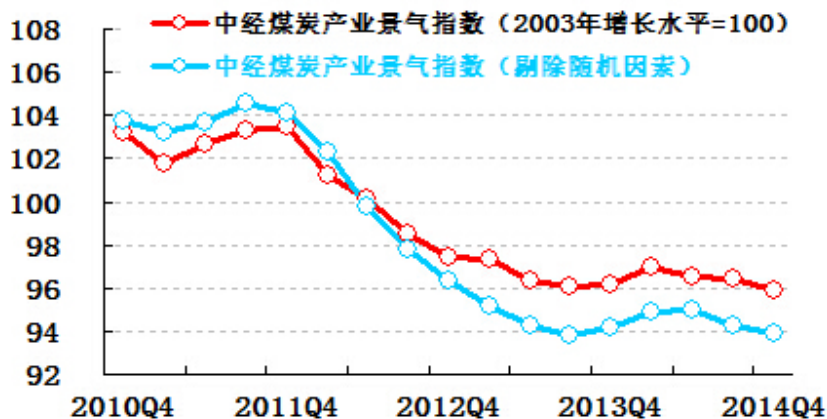
图4 近年来晋城市无烟煤价格情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

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

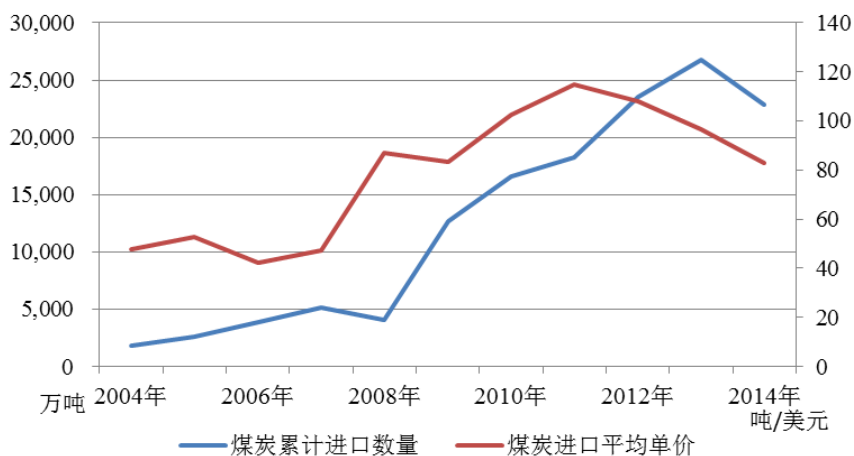
进口煤炭对国内煤炭市场的冲击有所减弱，但石油价格的持续下跌、清洁能源的不断发展以及运输费用的不断上涨将对煤炭行业产生一定不利影响

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）



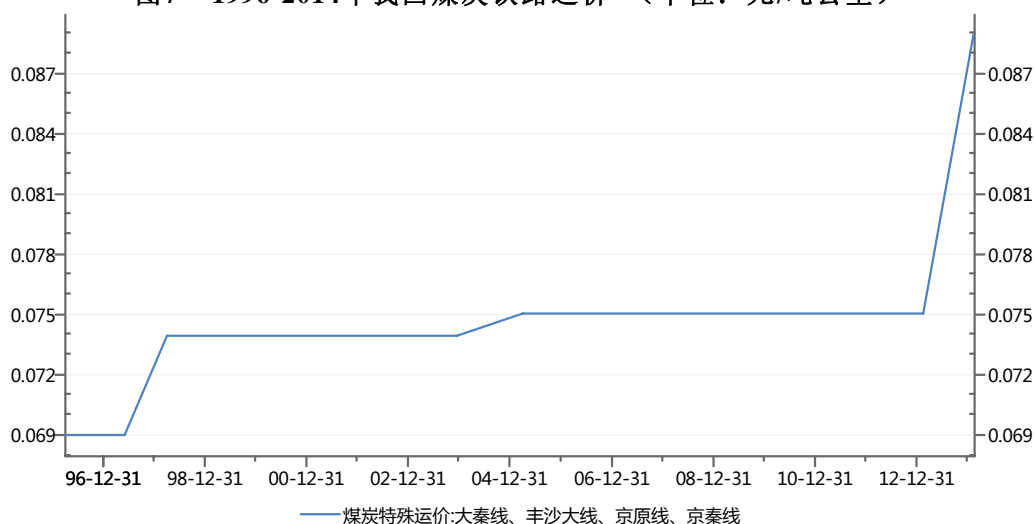
资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

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/桶降至了2015年1月30日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 1996-2014年我国煤炭铁路运价（单位：元/吨公里）



资料来源：Wind 资讯

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

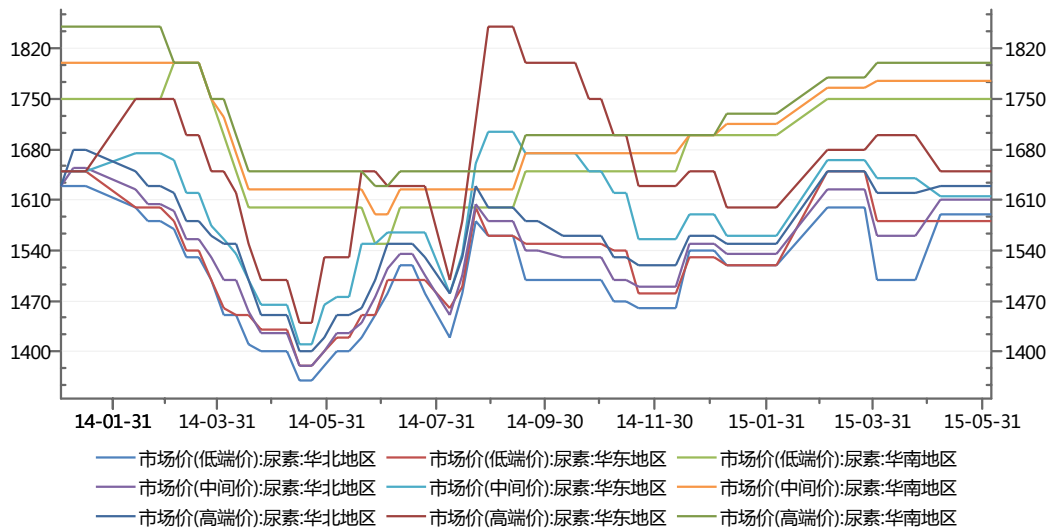
时间	主要内容	影响
2014年3月27日	国家能源局发布了《关于做好2014年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》	2014年我国将淘汰煤矿1,725处,淘汰落后产能1.17亿吨。其中,关闭退出煤矿800处,涉及产能4,70万吨;改造升级煤矿402处,涉及产能1,66万吨;兼并重组煤矿523处,涉及产能5,12万吨。
2014年8月25日	国家发改委、国家能源局和国家煤矿安监局联合发布《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》	全国所有的煤矿按照登记公布的生产能力组织生产,不得超能力生产。
2014年9月12日	国土资源部发布《国土资源部关于不再暂停受理新设煤炭探矿权申请的公告》	煤炭企业将获得探矿权利,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	国家能源局公布了二批煤矿生产能力,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

得益于产量的下滑以及出口量的攀升，我国尿素价格有所回暖，但国内市场需求难以大幅增长，而尿素产能预计仍将继续增长，产能过剩的局面仍将持续，或对尿素价格的回暖形成一定的打压

我国尿素仍面临产能过剩的局面，据国家石油和化工网显示，2014年我国尿素的产能达到了8,070万吨，产量为6,592万吨，过剩约1,500万吨。而国内市场需求未有大的变化，2014年农业消费约4,350万吨，较2013年提高约100万吨，工业销售约1,450万吨，与2013年基本持平。此外，尿素行业还面临严重的同质化恶性竞争。2014年5月底之前，尿素价格持续下跌，个别地区尿素出厂价已跌破1,400-1,500元/吨的生产成本区间。此后，尿素价格有所回升，至2015年5月底，尿素价格已基本回升至2014年初的水平，主要原因包括两方面因素：首先，2014年尿素产量是自2010年以来首次下滑，全年产量同比下降约1.71%；另一份方面，与2010年类似，2014年尿素出口量也创下了近年来的新高，全年出口1,362万吨，较2013年增长64.79%。2015年1-4月，我国尿素出口量为527.76万吨，较2014年同期增长61.24%。若全年出口量能够保持较高水平，将为未来尿素价格带来一定支撑。

图8 2014年以来我国尿素价格情况（单位：元/吨）



数据来源：Wind资讯

目前国内氮肥行业投资热情不减，产能增长势头迅猛。据中国氮肥工业协会预计，2015年国内产能将达到9,500万吨，且预计2016年前后仍有产能投放。国内需求预计难以发生大的增长，若2015年出口量保持2014年的水平，2015年尿素行业的产能过剩也将达到2,000万吨左右，未来尿素价格的回暖预计仍将受到一定打压。

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，2014年公司实现主营业务收入51.59亿元，较2013年下降20.98%，主营业务毛利率为30.30%，较2013年下降5.04个百分点。

表3 2013-2014年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭业务	337,373.07	42.58%	403,294.31	52.17%
化肥化工	274,644.53	4.12%	427,049.68	4.43%
其他业务	17,579.50	5.32%	22,781.36	6.19%
内部抵消	-113,658.20	-	-200,228.30	-
合计	515,938.90	30.30%	652,897.05	35.34%

资料来源：公司年报，鹏元整理

公司煤炭产销量有所增长，但煤炭价格持续下跌，公司煤炭业务收入与毛利率受到较大影响，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、唐安矿以及大阳矿共计四个煤矿，产能水平均未发生变更。2014年，受望云煤矿下组煤延深工程建设的影响，望云矿产量同比下降10.38%，其他三个煤矿产量则均有所提升，上述四个煤矿2014年合计产量为630.60万吨，较2013年增长1.61%，加上过渡生产矿井百盛矿所产的40万吨煤炭，2014年公司煤炭产量合计达到670.59万吨，同比增长6.39%。2015年1-3月，公司煤炭产量合计184.86万吨。

表4 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
2013年	产能	90.00	210.00	180.00	180.00	660.00
	产量	75.17	195.01	180.04	170.41	620.63
	销量	74.20	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	产能	90.00	210.00	180.00	180.00	660.00
	产量	67.37	195.51	183.77	183.95	630.60
	销量	66.31	201.63	186.59	185.06	639.59
	产能利用率	74.86%	93.10%	102.09%	102.19%	95.55%
	产销率	98.43%	103.13%	101.53%	100.60%	101.43%
2015年1-3月	产能	90.00	210.00	180.00	180.00	660.00

产量	19.51	54.21	67.99	43.15	184.86
销量	14.70	39.32	65.99	39.52	159.53
产能利用率	86.71%	103.26%	151.09%	95.89%	112.04%
产销率	75.35%	72.53%	97.06%	91.59%	86.30%

注：2015年1-3月产能利用率按照一季度折算后的实际产能计算。

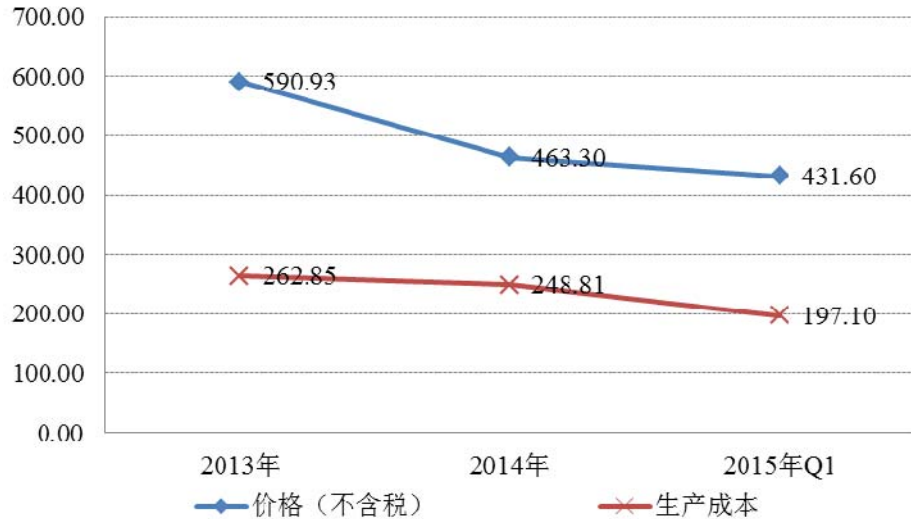
资料来源：公司提供，鹏元整理

从煤炭生产成本的构成来看，2014年原材料、人工和其他占总成本的比重分别为14.58%、54.15%和31.27%，其中人工成本是公司煤炭业务最主要的成本。2014年公司开展了多项降低成本的工作，其中降薪是一项主要的措施，2014年以来公司对经理层及以上的员工的进行了一定的调薪，但基层等一线员工的下调幅度很小，2015年公司继续推行该项工作，并将经理层的工资与公司业绩挂钩。同时，公司还通过洗煤和配煤来调节产品结构，满足客户差异化的需求，并降低生产过程中的产品损耗。2014年公司原煤入洗量248.53万吨，产出洗精煤40.86万吨，块炭142.19万吨；全年公司沫煤（原煤）销量484.33万吨，洗精煤41.90万吨，块炭152.01万吨。此外，公司还通过精细化管理、预算考核等方面的加强管理，降低生产成本。整体来看，公司成本管控取得一定成效，2014年煤炭生产成本同比下降5.34%，2015年1季度生产成本较2014年下降20.78%。

面对煤炭行业景气度不断下降的不利局面，跟踪期内公司另一项工作重点在于保证煤炭销售。目前公司实施的是大客户战略，2014年以来，公司不断加强与大客户的联系，同时积极开拓其他大客户。得益于大客户的支撑，2014年公司煤炭销量保持了一定的增长，全年销量同比增长6.86%。除望云矿销量下滑外，其他三个主要矿井销量均实现小幅增长。从产销率来看，公司各个煤矿均保持着较高的产销率。2015年1季度，公司实现煤炭销量161.50万吨，较2014年同期增长6.90%。此外，跟踪期内公司煤炭销售结算政策未发生变化，采用先收款后发货的政策，结算以票据结算为主。

然而，煤炭价格的持续下跌对公司收入与盈利能力影响较大。2014年公司煤炭平均价格（不含税）463.30元/吨，较2013年下降21.60%，高于同期生产成本下降的幅度，煤炭业务毛利率降幅较大。2015年1季度，公司煤炭平均价格（不含税）为431.60元/吨，较2014年下降6.84%，低于同期生产成本下降的幅度，煤炭业务盈利能力有所回升。

图9 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：公司年报，鹏元整理

2014年，公司煤炭业务实现收入33.74亿元，同比下降16.35%；毛利率为42.58%，同比下降9.59个百分点。考虑到目前煤炭主要下游需求行业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，未来公司收入和盈利能力仍将受到一定不利影响。

从下游客户集中度来看，2014年公司前五大客户营业收入为8.91亿元，占全年营业收入的比重为17.09%，较2013年下降26.34个百分点，客户集中度有所下降。

表5 2013-2014年公司前五大客户情况（单位：万元）

2014年			2013年		
客户名称	营业收入	占比	客户名称	营业收入	占比
河南中原铁道物流有限公司	28,219.65	5.41%	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	21,490.78	4.12%	河南中原铁道物流有限公司	43,638.19	6.63%
山西心禾农业生产资料有限公司	15,503.10	2.97%	江苏润禾农资有限公司	40,100.79	6.10%
吉林瓮福隆源农业发展有限公司	12,489.92	2.39%	连云港金瑞农资有限公司	19,768.46	3.01%
连云港金瑞农资有限公司	11,417.82	2.19%	河南现代农业生产资料有限公司	18,306.40	2.78%
合计	89,121.27	17.09%	合计	285,670.66	43.43%

资料来源：公司年报，鹏元整理

此外，受煤炭价格下跌影响，公司投资收益也出现较大下滑，2014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1.30亿元，同比下降约65.84%，一定程度上影响了公司盈利水平。

整体来看，跟踪期内公司煤炭产销量均有所增长，但煤炭价格持续下跌对公司收入和盈利能力影响较大。目前煤炭行业景气度仍较低，煤炭价格短期内大幅回升的可能性较小，未来公司收入与利润仍将受到一定不利影响。

目前公司煤炭资源储量较为丰富，能够为公司未来煤炭业务发展提供较好的保障，同时在建及技改煤矿投产有望带来公司煤炭业务收入的提升，但项目后续建设将使公司面临一定资金压力，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

目前，公司望云矿、伯方矿、唐安矿与太阳矿四个煤矿保有储量仍较为丰富，合计达到8.46亿吨，能够为公司未来煤炭业务发展提供较好的保障。

表6 截至2014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	太阳矿	合计
保有储量	13,967.30	27,848.50	26,171.85	16,602.14	84,589.79

资料来源：公司年报，鹏元整理

从煤炭品种上来看，伯方矿、唐安矿和太阳矿无烟煤储量仍较高，但望云矿经过多年开采，3号无烟煤层资源已近枯竭，目前公司正在进行望云煤矿下组煤延深工程，该项目预计总投资4.91亿元，主要建设内容包括：新掘主斜井、副斜井及回风立井，井下开掘运输大巷、轨道大巷及回风大巷，开掘一个综采工作面，并配备两个综掘面，井巷工程总量9,132米。截至2015年3月末，该项目已投资0.96亿元，计划于2016年底开始联合试运转，届时望云煤矿将主要开采9号煤层和15号煤层，这部分煤炭储量含硫量较高，与无烟煤相比毛利率较低，或对公司盈利能力产生一定不利影响。

跟踪期内，公司继续推进在建及技改煤矿的建设工作，其中玉溪矿井下通风系统已形成，正在进行二期建设，井巷三期已招标，地面洗煤厂总包工程正在进行，预计2017年11月底投产。同宝矿初步设计于2014年9月份开始进行重大变更，待变更批复后恢复建设，计划2015年底拿到初设变更批复。百盛矿井巷一期工程三个井筒遇流砂层影响，目前进展较慢，地面工程尚未开工，预计2017年8月底投产。兰兴矿和口前矿目前正在联合试运转，宝欣矿于2015年1月13日取得山西省煤炭厅验收批复；2015年3月18日取得安全生产许可证，已正式投产。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2015年3月末，上述煤矿技改项目预计总投资53.99亿元，已累计投资37.30亿元，未来尚需投资将超过16亿元，存在一定的资金压力。同时，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7 截至2015年3月末公司主要煤炭建设项目情况（单位：万吨、万元）

项目名称	预计产能	计划总投资	累计已投资	目前进展
在建矿井：				
玉溪矿	240	210,000.00	125,185.86	预计 2017 年 11 月底投产
兰兴矿	60	32,466.96	35,654.73	正在联合试运转
宝欣矿	90	47,809.00	62,431.02	2015 年 1 月 13 日取得省煤炭厅验收批复；2015 年 3 月 18 日取得安全生产许可证
口前矿	90	53,728.81	64,579.34	正在联合试运转
永胜矿	120	68,082.31	56,875.94	预计 2015 年 12 月初投产
同宝矿	90	66,767.68	18,447.00	正在进行初设变更，计划 2015 年底拿到初设变更批复
百盛矿	90	61,004.78	9,863.02	预计 2017 年 8 月底投产
小计	780	539,859.54	373,036.91	-
其他项目：				
望云煤矿下组煤延深工程	90	49,118.42	9,600.98	预计 2016 年底开始联合试运转
大阳煤矿洗煤厂项目	年入洗能力 90 万吨	7,683.62	6,059.65	预计 2015 年 6 月底开始联合试运转
小计	-	56,802.04	15,660.63	-
合计	-	596,661.58	388,697.54	-

资料来源：公司提供

此外，目前公司正在进行大阳煤矿洗煤厂项目，该项目预计2015年6月底开始联合试运转。综合考虑该项目、望云煤矿下组煤延深工程以及在建煤炭技改项目，公司未来需要投资规模将超过20亿元，存在一定的资金压力。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，目前国内煤炭行业仍较为低迷，公司在建及技改煤矿投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。

受化肥分公司关停以及产品价格持续下跌影响，公司化肥化工业务收入下降较多，毛利率保持基本稳定，但水平较低，且该业务未来盈利情况仍存在一定不确定性；在建己内酰胺项目投产后有望给公司带来一定规模的收入，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

公司煤化工产品主要包括尿素和二甲醚。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，2014年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。

受产能下降影响，2014年公司尿素产销量也有所降低，但产能利用率与产销率保持在较好水平，全年尿素产量120.18万吨，较2013年下降24.98%；实现尿素销量122.32万吨，较2013年下降27.09%。同时，国内尿素产能过剩的局面仍在存在，下游需求未有大的改善，受此影响，2014年公司尿素平均销售价格有所下滑，同比下降13.07%，但由于煤炭价格的下跌以及公司在成本管控方面的成效，2014年公司尿素平均生产成本同比下降12.18%，因此，尿素产品的盈利能力未发生太大变化。

表8 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	2015年1-3月	2014年	2013年
产能	86	86	116
产量	31.72	120.18	160.19
销量	22.00	122.32	167.76
产能利用率	147.53%	139.74%	138.09%
产销率	69.36%	101.78%	104.73%
平均价格	1,618.16	1,562.90	1,797.79
生产成本	1,415.18	1,457.08	1,659.17

注：2015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

2015年以来，尿素价格有所回暖，而煤炭价格继续下跌，因此2015年1-3月公司尿素产品平均价格较2014年全年均价提高3.54%，平均生产成本较2014年全年平均水平降低2.88%，尿素产品的盈利能力有所回升。在此局面下，公司增加了尿素产品产量，2015年1季度公司共生产尿素31.72万吨，较2014年同期增长14.22%；实现销售22.0万吨，较2014年同期提高15.12%，产销率水平不高，但与2014年同期相比变化不大。

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，但产能利用率有所下滑，产销量小幅下降。一方面，受益原材料价格下跌，2014年二甲醚生产成本同比下降10.55%，但二甲醚市场价格仍不断下降，2014年公司平均销售价格（不含税）同比下降7.79%，幅度小于成本下降的幅度，二甲醚吨毛利有所提高。2015年二甲醚市场出现价格倒挂现象，销售价格继续下跌，而生产成本则有所上涨，2015年1-3月，公司二甲醚吨毛利约为-745.55元，考虑到销售、管理等期间费用，2015年1季度公司二甲醚亏损较多，但由于产销量规模较小，目前对公司整体盈利水平影响有限。但若未来二甲醚价格倒挂现象持续，预计将对公司利润产生一定不利影响。

表9 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	2015年1-3月	2014年	2013年
----	-----------	-------	-------

产能	22	22	22
产量	2.24	20.02	22.03
销量	2.56	20.08	22.16
产能利用率	40.73%	91.00%	100.14%
产销率	114.29%	100.30%	100.59%
平均价格（不含税）	2,489.80	3,112.71	3,375.71
生产成本	3,235.35	3,032.41	3,390.03

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

受产品价格下跌影响，公司化肥化工业务收入下降较多，2014年实现收入27.46亿元，较2013年下降35.69%。由于尿素生产成本和销售价格跌幅接近，同时二甲醚吨毛利有所回升，因此2014年公司化肥化工业务毛利率变化不大，同比下降0.31个百分点至4.12%，整体水平较低。但需要关注的是，国内尿素产能预计将进一步增加，而短期内需求大幅提升的可能性较小，尿素价格的回暖或受到一定打压。此外，2015年以来二甲醚已出现价格倒挂现象。上述不利因素将使公司化肥化工业务未来盈利情况存在一定的不确定性。

跟踪期内，公司继续推进年产20万吨己内酰胺项目建设，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。目前公司建设的主要是一期工程，年产能为10万吨，计划总投资25.63亿元，截至2015年3月末已投资23.44亿元，未来尚需投资2.19亿元。推动该项目的建成投产是公司短期内的重点工作，根据公司计划，该项目预计于2015年9月底开车运行，届时有望为公司带来一定规模的收入，但公司将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10 截至2015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
己内酰胺一期工程	10	256,282.00	234,404.10	21,877.90

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2014年审计报告以及未经审计的2015年一季度财务报表，公司会计报表按照新会计准则编制。2014年公司合并范围无变化。

2014年，公司对长期股权投资、可供出售金融资产等进行了会计科目调整，对本部分的财务分析无实质性影响。以下分析中2013年数据采用的是2014年度审计报告的期初数。

资产结构与质量

公司资产规模增长稳定，但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2015年3月末，公司资产总额为220.85亿元，较2013年末增长7.82%。近两年，公司资产仍以非流动资产为主，且占比有所上升，截至2015年3月末，非流动资产占总资产的比重为69.45%，较2013年末提高2.90个百分点。

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。公司货币资金变化不大，截至2014年末为24.38亿元，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16.03%。公司应收票据全部为银行承兑汇票，规模有所下降，截至2014年末已质押的应收票据占比为4.88%。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；其他主要包括保证金及抵押金以及代垫款项等。截至2014年末，公司存货为5.16亿元，主要包括原材料3.15亿元和库存商品1.97亿元，公司已对原材料和库存商品计提了跌价准备；截至2015年3月末，公司存货规模为6.50亿元，较2014年末增长26.03%，目前煤炭与化肥化工行业景气度较低，需关注存货跌价风险。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	246,950.76	11.18%	243,783.09	11.17%	238,775.93	11.66%
应收票据	159,040.40	7.20%	206,436.27	9.46%	230,565.61	11.26%
预付款项	47,082.79	2.13%	42,725.11	1.96%	49,247.52	2.40%
其他应收款	83,067.90	3.76%	79,074.76	3.62%	83,146.18	4.06%
存货	64,981.66	2.94%	51,559.10	2.36%	56,110.39	2.74%
流动资产合计	674,804.11	30.55%	682,471.26	31.26%	685,216.40	33.45%
长期股权投资	79,224.30	3.59%	78,523.91	3.60%	102,300.76	4.99%

固定资产	383,088.60	17.35%	391,245.94	17.92%	443,628.65	21.66%
在建工程	535,201.61	24.23%	493,665.68	22.61%	328,529.66	16.04%
无形资产	507,289.38	22.97%	507,607.01	23.25%	457,593.93	22.34%
非流动资产合计	1,533,739.31	69.45%	1,500,839.71	68.74%	1,363,103.08	66.55%
资产总计	2,208,543.41	100.00%	2,183,310.97	100.00%	2,048,319.48	100.00%

资料来源：公司2014年审计报告以及未经审计的2015年一季度财务报表，鹏元整理

公司非流动资产主要为长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产。公司长期股权投资单位主要为大宁能源，持股比例41%，2014年公司确认大宁能源投资收益1.30亿元。公司固定资产主要包括机械机器设备和房屋建筑物等，2015年3月末固定资产占总资产的比重为17.35%，由于固定资产折旧和化肥分公司关停计提的减值准备，固定资产规模有所下降；截至2014年末有1.32亿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、望云煤矿下组煤延深工程以及己内酰胺项目，随着项目建设的推进，公司在建工程不断增加，截至2015年3月末达到53.52亿元，占总资产的比重达到24.23%。2014年公司无形资产有所增长，主要是增加的采矿权价款所致，截至2015年3月末无形资产为50.73亿元，占总资产的比重为22.97%，其中主要为采矿权价款；2014年末公司尚有账面原值为1.23亿元的土地使用权尚未办妥产权证书。

总体来看，跟踪期内公司资产规模保持稳定增长，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。

资产运营效率

公司整体运营效率下降明显

由于公司产品主要采用先收款后发货的政策，结算以票据结算为主，因此公司应收账款周转率迅速，但应收票据周转天数较长，且随着收入的下降，公司应收票据周转率下降明显。跟踪期内公司存货周转率保持稳定，应付账款周转天数有所延长，净营业周期进一步降低至-41.28天。由于收入规模的下降，导致公司流动资产、固定资产和总资产周转率下降明显，周转天数分别同比增长23.77%、17.23%和49.60%，整体运营效率出现较大下降。

表12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014年	2013年
应收票据周转天数	150.81	108.64
应收账款周转天数	2.35	1.37
存货周转天数	53.31	54.35
应付账款周转天数	96.94	78.44

净营业周期	-41.28	-22.72
流动资产周转天数	471.99	381.33
固定资产周转天数	288.11	245.76
总资产周转天数	1,460.33	976.15

资料来源：公司2014年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司各项盈利指标均出现下降，其中利润水平降幅较大，且未来仍存在不确定性

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，2014年营业收入同比下降20.70%。公司投资收益同样受到煤炭价格下跌的影响，2014年取得的投资收益同比下降65.86%。目前，煤炭行业景气度仍较低，价格短期内难以大幅回升，尿素产能过剩的局面仍然存在，对未来价格回暖形成一定打压，因此公司未来收入规模存在一定的不确定性。尽管在建与技改煤矿与己内酰胺项目未来投产后有望给公司带来一定规模的收入，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，公司煤炭业务与化工化肥业务毛利率均出现下滑，其中煤炭业务毛利率同比下降9.59个百分点，导致2014年公司综合毛利率下降4.98个百分点至30.30%。2015年1季度综合毛利率有所提升，主要原因是相对于成本的下降，煤炭价格降幅较小，同时尿素产品价格有所回升。此外，化肥分公司的关停对公司盈利水平影响较大，2014年公司计提的资产减值损失2.90亿元，其中化肥分公司的关停共计提减值准备2.54亿元。

跟踪期内，公司期间费用率有所提高，对公司利润构成一定侵蚀。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，预计未来难以大幅下降，仍将对公司盈利水平产生不利影响。收入与综合毛利率的下滑、期间费用的增长以及规模较大的资产减值准备共同导致公司利润水平大幅下降，2014年公司利润总额为0.99亿元，较2013年下降91.95%。2015年1季度，公司实现利润总额0.24亿元，与2014年同期相比提升明显。

此外，公司所得税费用规模较大，2014年达到1.16亿元，导致公司当年度净利润为负，主要原因是部分子公司亏损降低了公司合并范围的利润总额，但这部分亏损不能抵扣公司本部和其他盈利子公司的应纳税所得额。

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存在不确定性。

表13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
----	-----------	-------	-------

营业收入	103,082.00	521,590.03	657,750.15
资产减值损失	336.19	28,990.93	4,179.97
投资收益	706.73	13,054.65	38,238.27
营业利润	5,117.29	12,279.12	125,865.60
利润总额	2,382.12	9,866.70	122,617.66
净利润	-2,090.40	-1,693.91	87,633.32
综合毛利率	37.10%	30.30%	35.28%
期间费用率	26.25%	23.33%	20.24%

资料来源：公司2014年审计报告以及未经审计的2015年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金生成能力下降，投资资金需求较大，存在融资压力

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。2014年由于经营性应收项目增加的规模与2013年相比明显下降，同时经营性应付项目减少的规模也有所下降，因此当年度公司经营活动现金流有所改善，全年净流入0.81亿元。

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，2014年达到12.85亿元，同时收到的大宁能源的现金分红款大幅下降，导致公司投资活动现金净流出规模增长明显。目前公司在建项目后续尚需投资金额仍较大，公司面临一定的资金压力。

为保障正常的生产经营和在建项目的顺利推进，公司对外部融资存在依赖，2014年公司取得借款收到的现金达到21.86亿元，通过融资租赁和承兑汇票贴现取得现金4.89亿元；而公司偿还债务的规模同比下降51.97%，故当年度公司筹资活动表现为现金净流入。但由于投资活动保持着较大规模的现金净流出，2014年末公司现金及现金等价物有所下降。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14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
净利润	-1,693.91	87,633.32
非付现费用	80,775.02	60,416.17
非经营损益	2,528.11	-21,495.18
FFO	81,609.22	126,554.31
营运资本变化	-73,467.13	-165,435.96
其中：存货的减少（减：增加）	11,507.07	10,798.02
经营性应收项目的减少（减：增加）	-41,660.62	-100,041.77
经营性应付项目的增加（减：减少）	-43,313.58	-76,192.21

经营活动产生的现金流量净额	8,142.10	-38,881.65
投资活动产生的现金流量净额	-103,051.50	-36,326.39
筹资活动产生的现金流量净额	82,723.59	-28,750.47
现金及现金等价物净增加额	-12,185.81	-103,958.51

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

公司有息债务继续攀升，且流动负债占比上升，偿债能力指标弱化明显，偿债压力不断加大

跟踪期内，公司负债规模保持增长，截至2015年3月末为118.37亿元，较2013年末增长18.32%，其中流动负债占比有所提高，截至2015年3月末，流动负债占负债总额的比重为44.83%，较2013年末提高9.76个百分点。公司所有者权益有所下降，截至2015年3月末为102.49亿元，较2013年末下降2.20%。跟踪期内，公司产权比率有所提高，所有者权益对负债的保障程度有所下降。

表15 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年
负债合计	1,183,652.26	1,161,935.86	1,000,407.36
其中：流动负债	530,650.14	548,271.93	350,825.98
非流动负债	653,002.12	613,663.93	649,581.38
所有者权益合计	1,024,891.15	1,021,375.11	1,047,912.11
产权比率	115.49%	113.76%	95.47%

资料来源：公司2014年审计报告以及未经审计的2015年一季度财务报表，鹏元整理

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。跟踪期内，公司短期借款增长明显，截至2015年3月末达到19.55亿元，较2013年末增长162.99%。公司2014年末17.37亿元的短期借款中包含保证借款8.28亿元、信用借款8.50亿元和质押借款0.59亿元。应付票据全部为银行承兑汇票，2014年增长明显。应付账款主要为应付工程与设备款，跟踪期内小幅下降。预收款项主要为预收的产品销售款，跟踪期内公司预收款规模有所减少，截至2015年3月末，预收款项为5.17亿元，较2013年末下降17.15%。其他应付款主要为资源收购价款、往来款和股权收购款，跟踪期内变化不大，2014年末其他应付款中主要包括应付山西省国土资源厅1.28亿元和应付米山煤业有限公司0.45亿元。跟踪期内一年内到期的非流动负债增长快速，主要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2014年末分别为7.12亿元和5.53亿元，其中一年内到期的长期应付款为应付融资租赁款和煤炭资源价款。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	195,530.00	16.52%	173,700.00	14.95%	74,350.00	7.43%
应付票据	29,827.21	2.52%	46,378.00	3.99%	15,005.08	1.50%
应付账款	91,088.00	7.70%	96,119.91	8.27%	99,659.82	9.96%
预收款项	51,692.41	4.37%	35,522.28	3.06%	62,395.83	6.24%
其他应付款	48,624.71	4.11%	45,571.06	3.92%	48,065.47	4.80%
一年内到期的非流动负债	78,553.96	6.64%	126,488.97	10.89%	40,106.13	4.01%
流动负债合计	530,650.14	44.83%	548,271.93	47.19%	350,825.98	35.07%
长期借款	156,053.28	13.18%	125,866.56	10.83%	168,143.86	16.81%
应付债券	304,358.53	25.71%	300,454.91	25.86%	299,911.72	29.98%
长期应付款	176,405.07	14.90%	171,017.86	14.72%	164,233.75	16.42%
非流动负债合计	653,002.12	55.17%	613,663.93	52.81%	649,581.38	64.93%
负债总额	1,183,652.26	100.00%	1,161,935.86	100.00%	1,000,407.36	100.00%
其中：有息债务	940,728.05	79.48%	943,906.29	81.24%	761,750.54	76.14%

资料来源：公司2014年审计报告以及未经审计的2015年一季度财务报表，鹏元整理

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2015年3月末，公司长期借款为15.61亿元，较2013年末下降7.19%。应付债券为本期债券，长期应付款变化不大，主要包括应付煤炭资源价款和应付融资租赁款，截至2014年末分别为13.35亿元和3.75亿元。整体来看，跟踪期内公司有息债务继续攀升，截至2015年3月末达到94.07亿元，较2013年末增长23.50%，占公司负债总额的比重达到79.48%，其中一年内的短期有息债务规模达到30.39亿元，同时考虑到本期债券于2015年11月面临投资者回售选择权，公司偿债压力不断加大。

跟踪期内，公司资产负债率有所提高，截至2015年3月末为53.59%。公司流动比率与速动比率均有所下降，目前水平较低。受利润水平大幅下降影响，2014年公司EBITDA同比下降58.99%，EBITDA利息保障倍数也大幅下滑。从有息债务和EBITDA的比率来看，目前公司EBITDA对有息债务的覆盖程度较差。整体来看，公司偿债能力指标弱化明显，债务压力加大。

表17 公司偿债能力指标

指标名称	2015年3月	2014年	2013年
资产负债率	53.59%	53.22%	48.84%
流动比率	1.27	1.24	1.95
速动比率	1.15	1.15	1.79

EBITDA（万元）	-	80,114.34	195,365.54
EBITDA 利息保障倍数	-	1.97	6.13
有息债务/EBITDA	-	11.78	3.90

资料来源：公司2014年审计报告以及未经审计的2015年一季度财务报表，鹏元整理

六、评级结论

目前公司煤炭产销水平较好，产销量较2013年均有所提升，且煤炭资源储量丰富，能为煤炭业务未来发展提供较好的保障；同时，在建与技改煤矿与己内酰胺项目投产后有望给公司带来一定规模的收入。

同时值得关注的是，公司各项盈利指标均有所下滑，且期间费用对利润构成一定侵蚀，利润水平降幅较大，未来仍存在不确定性；有息债务继续攀升，偿债压力不断加大；在建与技改煤矿与己内酰胺项目尚需投资规模较大，使公司面临一定的资金压力，且未来能否达到预期收益存在一定不确定性；公司资产流动性一般，资产运营效率下降明显。

基于上述情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望调整为负面。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
流动资产：				
货币资金	246,950.76	243,783.09	238,775.93	327,644.45
应收票据	159,040.40	206,436.27	230,565.61	166,437.05
应收账款	16,660.77	3,766.35	3,039.46	1,973.05
预付款项	47,082.79	42,725.11	49,247.52	55,537.18
应收股利	36,688.25	36,688.25	24,092.68	-
其他应收款	83,067.90	79,074.76	83,146.18	83,903.37
存货	64,981.66	51,559.10	56,110.39	72,420.66
一年内到期的非流动资产	203.54	129.19	238.62	296.27
其他流动资产	20,128.03	18,309.14	-	-
流动资产合计	674,804.11	682,471.26	685,216.40	708,212.03
非流动资产：				
可供出售金融资产	225.44	225.44	225.44	-
长期股权投资	79,224.30	78,523.91	102,300.76	176,530.75
投资性房地产	1,613.01	1,627.86	1,687.28	1,746.70
固定资产	383,088.60	391,245.94	443,628.65	454,406.51
在建工程	535,201.61	493,665.68	328,529.66	211,552.56
工程物资	3,070.04	3,774.49	4,927.70	2,782.83
固定资产清理	0.63	-	-	-
无形资产	507,289.38	507,607.01	457,593.93	458,631.41
商誉	17,390.02	17,390.02	17,390.02	17,390.02
长期待摊费用	998.12	1,179.73	1,027.09	985.72
递延所得税资产	5,638.15	5,599.62	5,792.55	5,172.56
非流动资产合计	1,533,739.31	1,500,839.71	1,363,103.08	1,329,199.06
资产总计	2,208,543.41	2,183,310.97	2,048,319.48	2,037,411.09
流动负债：				
短期借款	195,530.00	173,700.00	74,350.00	129,900.00
应付票据	29,827.21	46,378.00	15,005.08	24,954.35
应付账款	91,088.00	96,119.91	99,659.82	85,846.85
预收款项	51,692.41	35,522.28	62,395.83	97,303.01
应付职工薪酬	21,996.87	13,664.52	10,203.32	13,693.45
应交税费	12,727.28	10,263.66	564.96	10,342.86
应付利息	153.70	107.54	19.37	9.18
应付股利	456.00	456.00	456.00	456.00
其他应付款	48,624.71	45,571.06	48,065.47	52,964.71

一年内到期的非流动负债	78,553.96	126,488.97	40,106.13	58,448.66
流动负债合计	530,650.14	548,271.93	350,825.98	473,919.08
非流动负债：				
长期借款	156,053.28	125,866.56	168,143.86	50,793.55
应付债券	304,358.53	300,454.91	299,911.72	299,396.54
长期应付款	176,405.07	171,017.86	164,233.75	163,976.82
递延收益	6,470.24	6,591.68	7,577.10	7,009.02
递延所得税负债	9,715.00	9,732.92	9,714.96	9,932.98
非流动负债合计	653,002.12	613,663.93	649,581.38	531,108.90
负债合计	1,183,652.26	1,161,935.86	1,000,407.36	1,005,027.98
所有者权益：				
股本	114,240.00	114,240.00	114,240.00	114,240.00
资本公积	38,741.06	38,747.39	38,891.54	38,301.29
专项储备	55,911.52	50,291.04	45,395.69	60,138.51
盈余公积	131,103.65	131,103.65	128,787.20	115,993.68
未分配利润	618,469.06	617,609.59	643,293.48	624,499.90
归属于母公司所有者权益合计	958,465.29	951,991.67	970,607.91	953,173.39
少数股东权益	66,425.86	69,383.44	77,304.20	79,209.72
所有者权益合计	1,024,891.15	1,021,375.11	1,047,912.11	1,032,383.11
负债和所有者权益总计	2,208,543.41	2,183,310.97	2,048,319.48	2,037,411.09

资料来源：2012-2014 年数据来源于公司 2013 年和 2014 年审计报告，2015 年 1-3 月数据来源于公司未经审计的 2015 年一季度财务报表，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	103,082.00	521,590.03	657,750.15	760,050.90
其中：营业收入	103,082.00	521,590.03	657,750.15	760,050.90
二、营业总成本	98,671.43	522,365.56	570,122.82	579,625.18
其中：营业成本	64,838.93	363,544.16	425,686.20	419,336.68
营业税金及附加	6,435.19	8,162.46	7,146.00	9,077.63
销售费用	4,315.93	16,980.05	24,164.58	23,288.10
管理费用	18,853.46	90,259.31	96,101.07	109,335.67
财务费用	3,891.73	14,428.65	12,845.00	16,578.67
资产减值损失	336.19	28,990.93	4,179.97	2,008.43
加：投资收益（损失以“-”号填列）	706.73	13,054.65	38,238.27	54,117.96
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	706.73	13,052.77	38,198.44	54,117.96
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	5,117.29	12,279.12	125,865.60	234,543.68
加：营业外收入	373.08	7,872.34	2,325.06	2,396.80
减：营业外支出	3,108.25	10,284.76	5,573.00	6,326.35
其中：非流动资产处置损失	0.00	88.04	1,537.41	1,074.43
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	2,382.12	9,866.70	122,617.66	230,614.12
减：所得税费用	4,472.52	11,560.61	34,984.35	62,853.68
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	-2,090.40	-1,693.91	87,633.32	167,760.44
归属于母公司所有者的净利润	859.47	6,677.68	100,131.10	186,287.19
少数股东损益	-2,949.87	-8,371.59	-12,497.79	-18,526.74

资料来源：2012-2014年数据来源于公司2013年和2014年审计报告，2015年1-3月数据来源于公司未经审计的2015年一季度财务报表，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	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	119,326.34	490,188.67	475,960.87	676,758.69
收到其他与经营活动有关的现金	4,049.64	20,535.41	16,459.98	48,658.12
经营活动现金流入小计	123,375.98	510,724.08	492,420.85	725,416.81
购买商品、接受劳务支付的现金	25,808.59	204,416.04	209,992.93	247,261.26
支付给职工以及为职工支付的现金	39,823.42	167,467.91	170,181.18	143,573.68
支付的各项税费	18,805.83	83,157.40	109,346.71	150,125.76
支付其他与经营活动有关的现金	9,809.86	47,540.64	41,781.70	82,306.27
经营活动现金流出小计	94,247.70	502,581.99	531,302.51	623,266.97
经营活动产生的现金流量净额	29,128.28	8,142.10	-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	-	24,094.56	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	1.66	1,321.38	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	1.66	25,415.95	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	30,464.96	128,467.45	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	30,464.96	128,467.45	153,079.33	174,023.66
投资活动产生的现金流量净额	-30,463.29	-103,051.50	-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
取得借款收到的现金	98,830.00	218,600.00	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	8,403.55	48,927.62	28,872.00	11,833.00
筹资活动现金流入小计	107,233.55	267,527.62	286,846.48	637,672.38
偿还债务支付的现金	80,517.50	101,193.73	210,699.01	399,157.97
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,118.09	66,823.86	97,559.85	52,293.85
支付其他与筹资活动有关的现金	16,649.94	16,786.45	7,338.09	-
筹资活动现金流出小计	103,285.52	184,804.03	315,596.95	451,451.83
筹资活动产生的现金流量净额	3,948.02	82,723.59	-28,750.47	186,220.56

四、现金及现金等价物净增加额	2,613.01	-12,185.81	-103,958.51	114,559.20
加：期初现金及现金等价物余额	204,710.32	216,896.13	320,854.64	206,295.44
五、期末现金及现金等价物余额	207,323.33	204,710.32	216,896.13	320,854.64

资料来源：2012-2014 年数据来源于公司 2013 年和 2014 年审计报告，2015 年 1-3 月数据来源于公司未经审计的 2015 年一季度财务报表，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	-1,693.91	87,633.32	167,760.44
加：资产减值准备	28,990.93	4,179.97	2,008.43
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	47,778.07	51,330.63	52,608.15
无形资产摊销	3,224.59	3,657.79	2,339.92
长期待摊费用摊销	781.44	1,247.78	1,164.52
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	-3,131.22	-245.40	85.34
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	39.55	1,314.83	865.46
财务费用（收益以“-”号填列）	18,463.54	16,511.67	21,772.89
投资损失（收益以“-”号填列）	-13,054.65	-38,238.27	-54,657.13
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	192.93	-619.99	-141.38
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	17.96	-218.02	579.08
存货的减少（增加以“-”号填列）	11,507.07	10,798.02	23,335.32
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-41,660.62	-100,041.77	-58,360.34
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-43,313.58	-76,192.21	-57,210.85
经营活动产生的现金流量净额	8,142.10	-38,881.65	102,149.84

资料来源：公司2013年和2014年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
产权比率	115.49%	113.76%	95.47%	97.35%
有息债务(万元)	940,728.05	943,906.29	761,750.54	727,469.91
资产负债率	53.59%	53.22%	48.84%	49.33%
流动比率	1.27	1.24	1.95	1.49
速动比率	1.15	1.15	1.79	1.34
综合毛利率	37.10%	30.30%	35.28%	44.83%
期间费用率	26.25%	23.33%	20.24%	19.63%
EBITDA(万元)	-	80,114.34	195,365.54	307,355.72
EBITDA利息保障倍数	-	1.97	6.13	10.97
有息债务/EBITDA	-	11.78	3.90	2.37
非付现费用(万元)	-	80,775.02	60,416.17	58,121.02
非经营损益(万元)	-	2,528.11	-21,495.18	-31,495.74
FFO(万元)	-	81,609.22	126,554.31	194,385.72
营运资本变化(万元)	-	-73,467.13	-165,435.96	-92,235.88
应收票据周转天数	-	150.81	108.64	76.02
应收账款周转天数	-	2.35	1.37	0.82
存货周转天数	-	53.31	54.35	71.76
应付账款周转天数	-	96.94	78.44	81.32
净营业周期	-	-41.28	-22.72	-8.74
流动资产周转天数	-	471.99	381.33	312.15
固定资产周转天数	-	288.11	245.76	217.37
总资产周转天数	-	1,460.33	976.15	842.18

资料来源：2012-2014年数据来源于公司2013年和2014年审计报告，2015年1-3月数据来源于公司未经审计的2015年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 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	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×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/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×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
	长期有息债务	长期借款+应付债券+长期应付款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录六 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。