

山西兰花科技创业股份有限公司

2012 年公司债券 2016 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【2016】跟踪第【258】号 02

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: 罗力 王贞姬

电话: 010-66216006

邮箱: luol@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司公司债券评级方法, 该评级方法已披露于公司官方网站。

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

山西兰花科技创业股份有限公司 2012 年公司债券

2016 年跟踪信用评级报告

	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	稳定	负面
评级日期	2016 年 06 月 15 日	2015 年 06 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日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的2016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,评级展望调整为稳定。该评级结果是考虑到公司无烟煤品质良好,销售价格较高,能为公司煤炭销售提供更好的保障;煤炭资源储量丰富,能为煤炭业务未来发展提供很好收益延续性;在建技改煤矿与己内酰胺项目投产后有助于增加公司收入。同时我们也关注到,公司主要产品量价齐跌导致公司收入和盈利能力均下降、客户稳定性不高、公司在建工程投产时间及后续投产能否实现预期收益值得关注、公司资产流动性一般、未来偿债压力加重等风险因素。

正面:

- 公司无烟煤品质良好,销售价格较高,能为公司煤炭销售提供更好的保障。公司无烟煤生产矿井大阳矿、唐安矿无烟煤品质优良,2015年销售单价均超过400元/吨,品质优良的无烟煤为公司煤炭销售提供更好的保障。
- 公司煤炭资源储量丰富,能为煤炭业务未来发展提供很好收益延续性。截至2015年末,公司拥有矿井井田157.48平方公里,保有储量14.88亿吨,可采储量7.20亿吨。公司煤炭储量丰富,主要无烟煤生产矿井可采年限均超过40年,未来仍可提供较好的收益延续性。
- 公司在建技改煤矿与己内酰胺项目投产后有助于增加公司收入。公司主要煤炭建

设项目有序推进，建成后每年可增加煤炭产能690万吨；此外，一期10万吨己内酰胺项目计划于2016年6月试生产，未来有望增加公司收入来源。

关注：

- **受行业需求低迷和政策性变动影响，公司主要产品量价齐跌导致主营业务收入及盈利能力均下降。**跟踪期内，下游行业需求低迷导致2015年公司煤炭销量及价格同比分别下降2.22%和15.90%；原材料价格下跌、化肥化工产品需求疲软致使公司尿素产品销量和价格分别下降2.91%和5.29%，二甲醚产品销量和价格分别下降1.79%和19.36%，受此影响，公司主营业务收入同比减少12.58%，主营业务毛利率同比下降3.3%。2016年1季度，公司煤炭产量因煤炭行业安全生产天数调整有所下降，煤炭价格及销量继续下滑，化工产品价格均出现倒挂，主营业务收入及毛利率进一步下降。
- **公司主要客户变动较大，销售稳定性有待观察。**公司前5大销售客户变动较大，且公司下游客户主要是化肥化工企业，下游行业需求疲软导致公司销售低迷，销售稳定性有待观察。
- **公司在建工程投产时间及后续投产能否实现预期收益值得关注。**公司主要煤炭在建项目计划总投资为54.12亿元，目前已投资34.69亿元，尚需投资19.43亿元，项目进度受地质条件等因素制约，投产时间及投产后的收益也存在不确定性。己内酰胺在建项目已基本完工，但己内酰胺月平均市场价格近期下跌较快，2016年3月市场价格为11,400元/吨，较2014年1月下跌37.36%，投产后的收益能否达到预期值得关注。
- **公司应收款项对营运资金形成较大占用，非流动资产占比大，资产流动性一般。**截至2016年3月末，公司应收款项占总资产比例为10.07%，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66.84%，公司固定资产、在建工程、无形资产主要是生产矿井、在建煤炭和化工项目、采矿权价款，是公司生产经营的必备资产，短期内难以变现，资产流动性一般。
- **公司有息债务持续攀升，偿债压力加重。**截至2016年3月末，公司有息债务达到105.63亿元，较2014年末增长11.90%。跟踪期内，公司资产负债率提高，流动比率、速动比率等偿债能力指标进一步弱化，2015年公司经营性现金流净流出224.28万元，EBITDA 利息保障倍数下降至1.58，未来偿债压力进一步加重。

主要财务指标:

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
总资产(万元)	2,296,957.58	2,212,067.48	2,183,310.96	2,048,319.47
归属于母公司所有者权益(万元)	951,462.39	962,644.42	951,991.67	970,607.91
有息债务(万元)	1,056,257.84	977,273.43	943,906.30	761,750.54
资产负债率	56.31%	53.97%	53.22%	48.84%
流动比率	1.11	1.04	1.24	1.95
速动比率	1.01	0.95	1.15	1.79
营业收入(万元)	75,447.32	456,451.71	521,590.03	657,750.15
资产减值损失(万元)	405.00	4,387.58	28,990.93	4,179.97
投资收益(万元)	1,511.67	13,601.95	13,054.65	38,238.27
营业利润(万元)	-17,293.18	1,713.24	12,279.12	125,865.60
利润总额(万元)	-18,674.52	-1,891.60	9,866.70	122,617.66
综合毛利率	5.24%	26.86%	30.30%	35.28%
总资产回报率	-	-0.09%	0.47%	6.00%
EBITDA(万元)	-12,018.54	68,641.52	80,114.34	195,365.54
EBITDA 利息保障倍数	-0.97	1.58	1.97	6.13
经营活动现金流净额(万元)	-4,733.87	-224.27	8,142.09	-38,881.67

资料来源: 公司 2013-2015 年审计报告及 2016 年 1 季度未经审计的财务报表, 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。根据公司2015年9月29日发布的《关于“12晋兰花”公司债券票面利率不调整的公告》，公司决定不上调“12晋兰花”存续期后两年的票面利率，债券存续期后2年票面利率仍维持5.09%不变。根据公司于2015年10月16日发布的《关于“12晋兰花”公司债券回售实施结果的公告》，本次回售申报有效数量为0手，回售金额为0元，故无回售情况。截至2016年4月30日，本期债券本息兑付情况如表1所示。

表 1 截至 2016 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	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
2015年11月9日	300,000	0	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2016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

截止2016年3月末，公司注册资本、控股股东及持股比例、实际控制人均未发生变更。截至2015年末，公司总股本为114,240万元，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”）持有公司的股份数量为51,534万股，占比45.11%，其中处于冻结状态的股份数量为497.59万股，晋城市经济和信息化委员会（国有资产监督管理委员会）持有山西太行无烟煤发展集团有限公司38.46%的股份，后者持有兰花集团33.79%股权，晋城市经济和信息化委员会仍为公司实际控制人。跟踪期内，公司主营业务及纳入合并报表范围的子公司均未发生变化。

公司2013年12月21日公告《关于公司控股股东国有股权划转的提示性公告》，具体内容，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》，拟将山西太

行无烟煤发展集团有限公司持有的兰花集团 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，兰花集团公司注册资本仍为100,800万元，其中晋城经投出资 34,060 万元，占总股本的 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。本次股权划转尚需得到相关政府部门批准，并需中国证监会核准豁免要约收购义务。

截至2015年12月31日，公司资产总额为221.21亿元，归属于母公司的所有者权益为96.26亿元，资产负债率为53.97%；2015年度，公司实现营业收入45.65亿元，利润总额-0.19亿元，经营活动现金净流出0.02亿元。

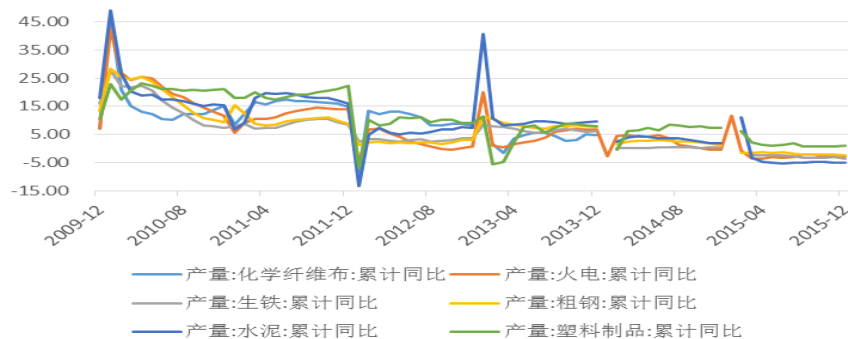
截至2016年3月31日，公司资产总额为229.70亿元，归属于母公司的所有者权益为95.15亿元，资产负债率为56.31%；2016年1-3月，公司实现营业收入7.54亿元，利润总额-1.87亿元，经营活动现金净流出0.47亿元。

三、运营环境

库存高企、需求趋缓导致煤炭行业投资持续下滑、价格进一步下降，行业景气度较低且短期内难以扭转

煤炭是我国最大的基础性能源，其需求具有明显的周期性特征，与宏观经济环境及下游行业的发展关系密切。2015年我国宏观经济增速持续放缓，受淘汰落后产能及产能整合影响，大部分下游行业产量增速持续放缓甚至出现负增长，煤炭行业需求增速放缓。统计局数据显示，2015年全国能源消费总量43.0亿吨标准煤，其中煤炭消费量占能源消费总量的64.0%，同比下降3.7%。另外，随着大气污染治理、节能减排政策力度的加大，煤炭消费需求或受到进一步抑制。

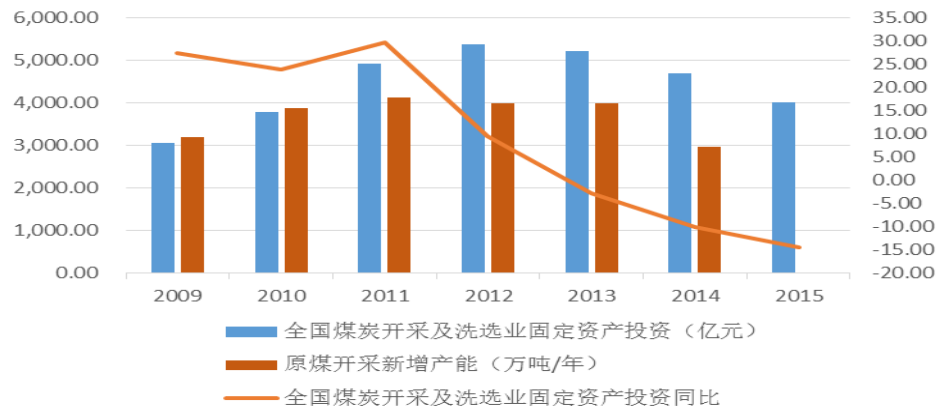
图1 近年来全国主要耗煤产业产量增速情况（单位：%）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

下游行业需求增速放缓导致煤炭行业固定资产投资增速同时下滑。2015年全国煤炭开采和洗选业固定资产投资完成投资4,008亿元，同比下降14.4%。但由于前期建设产能正集中释放，且尚有一定产能在建，煤炭行业仍处于产能过剩状态。

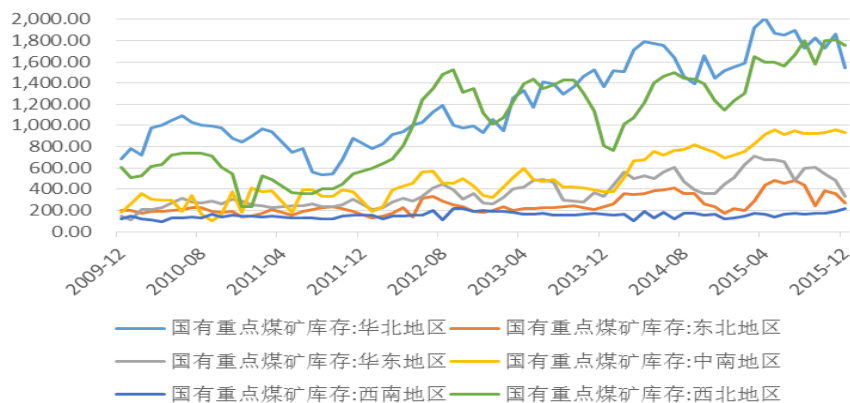
图2 近年我国原煤开采新增产能、煤炭开采和洗选业固定资产投资情况



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

供给方面，依据国家统计局公布数据，2015年全国原煤产量为37.5亿吨，同比下降3.3%；全年累计进口煤炭2.04亿吨，同比下降29.9%。从国有重点煤矿库存情况来看，2015年3月以来基本维持在5,000万吨以上，2015年12月末，六大重点煤矿库存合计为5,045.35万吨，较2014年12月末增长23.26%。各个地区煤炭库存仍总体呈上升趋势，整体仍处于高位。

图3 近年我国部分地区煤矿库存情况（单位：万吨）

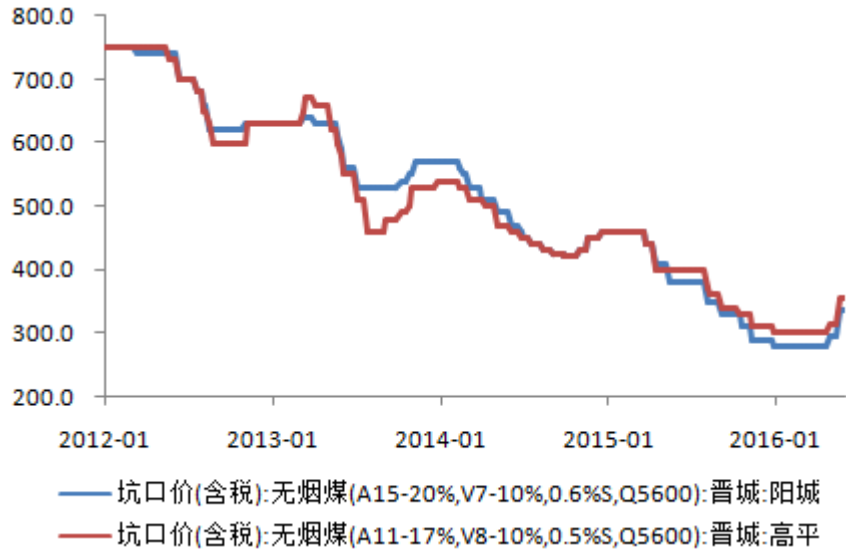


资料来源：wind 资讯，鹏元整理

在库存高企、需求增速趋缓的影响下，近年来晋城市无烟煤降幅较大，自2012年下半年以来，无烟煤价格整体呈下降趋势，2016年1季度无烟煤价格短期有所回调。但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。

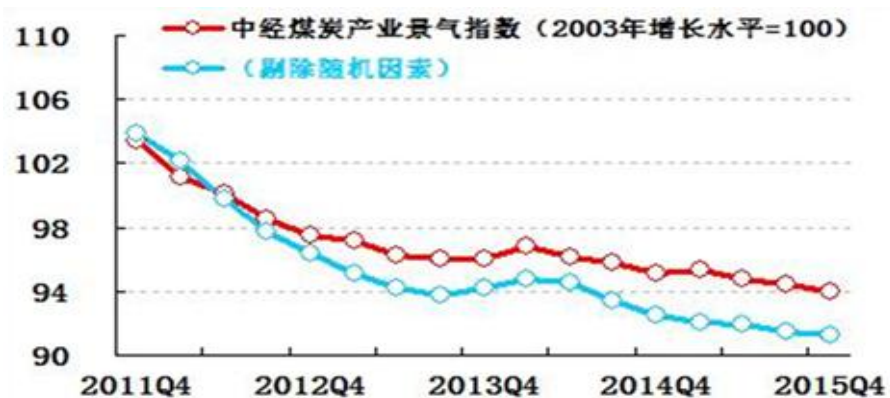
图 4 近年来晋城市无烟煤价格情况



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，并且短期内难以回升。

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

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

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、企业效益下滑等问题。为促进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 2015 年以来我国主要煤炭产业政策

时间	政策	主要内容
2015年3月25日	国家能源局发布关于促进煤炭工业科学发展的指导意见	严格新建煤矿准入，严禁核准新建 30 万吨/年以下煤矿、90 万吨/年以下煤与瓦斯突出矿井。完善煤炭落后产能标准，加大淘汰落后产能力度，继续淘汰 9 万吨/年及以下煤矿，支持具备条件的地区淘汰 30 万吨/年以下煤矿。支持资源枯竭煤矿依法有序退出。
2015年5月7日	国家能源局和国家煤矿安监局联合发布《国务院关于加强淘汰落后产能工作的通知》和《工信部国家发展改革委国家能源局等部门关于印发淘汰落后产能工作考核实施方案的通知》	2015 年我国拟淘汰煤炭行业落后产能 7,779 万吨/年，淘汰煤矿数量 1,254 座。
2015年7月1日	国家税务总局关于发布《煤炭资源税征收管理办法（试行）》的公告	煤炭资源税应纳税额按照原煤或者洗选煤计税销售额乘以适用税率计算。
2015年8月29日	第十二届全国人民代表大会常务委员会通过《中华人民共和国大气污染防治法》	1、加强煤炭生产、流通和使用过程中的防污治污工作；2、调整能源结构，降低煤炭消费比重，重点区域煤炭等量或减量替代等内容首次入法；3、加大违法处罚力度。
2015年9月1日	国家发改委发布《关于从严控制新建煤矿项目有关问题的通知》	1、严格新建煤矿项目核准审查；2、有序推进已核项目建设；3、妥善处理违规在建煤矿项目。
2016年1月21日	发改委等部门发布正就煤炭去产能征求意见	1、2016 年起试行两年内将煤矿年设计工作日从 330 天调至 276 天，适当核减煤矿产能；2、从 2016 年开始，两年内暂停审批新建煤矿项目，已开工的违法违规建设煤矿，在补办手续时，按 130%-150%的比例淘汰过剩产能。对超能力生产的，一律责令停产；对发现连续超产的，停产时间不低于 6 个月；3、用三年左右时间退出国有关煤矿 300 处、淘汰产能 3 亿吨；关闭小煤矿 4,000 处，淘汰落后产能 4 亿吨；分流人员 100 万人。产能退出实施以奖代补，煤炭产能每退出 1 吨，政府奖补 150 元，其中中央 100 元、地方 50 元。
2016年2月1日	国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见	1、从 2016 年起，3 年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目 and 产能核增项目；2、产能小于 30 万吨/年且发生重大及以上安全生产责任事故的煤矿，产能 15 万吨/年及以下且发生较大及以上安全生产责任事故的煤矿，以及采用国家明令禁止使用的采煤方法、工艺且无法实施技术改造的煤矿，要在 1 至 3 年内淘汰。

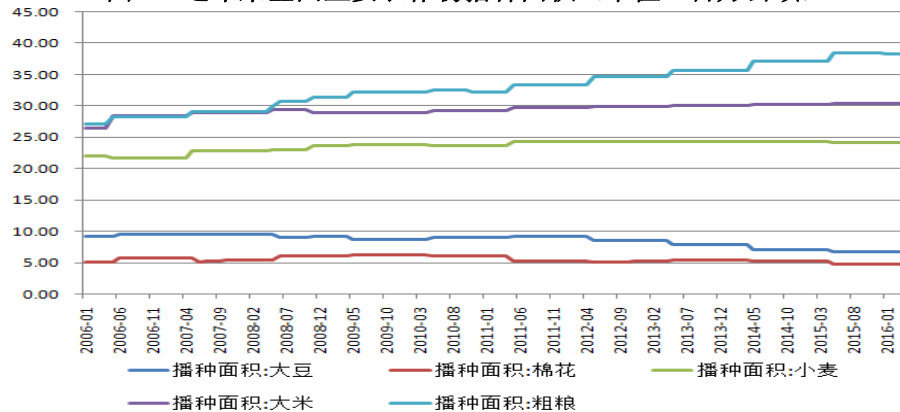
资料来源：公开资料，鹏元整理

我国目前尿素处于供过于求、产能过剩状态，导致其价格持续下降，且短期内难以有

效回暖

尿素是含氮量最高的中性速效氮肥，是我国目前用量最大的氮肥品种，约占氮肥总量的70%，同时也可以与其他肥料制成混合肥料。大豆、大米、小麦等农作物是氮肥的主要需求方。2015年全国大豆、棉花、小麦、大米和粗粮的总计播种面积为104.46公顷，同比增长0.48%，对氮肥总需求量变化影响不大。

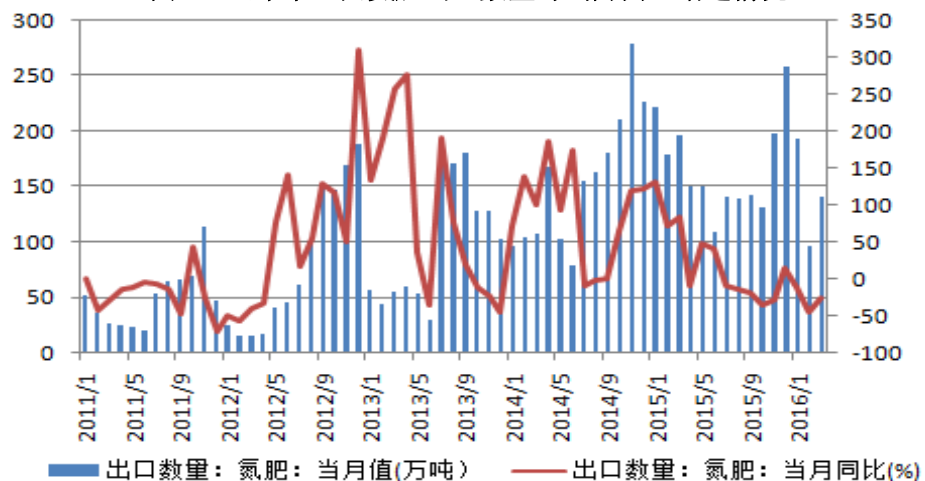
图6 近年来全国主要农作物播种面积（单位：百万公顷）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

氮肥出口也是其销售的主要途径，2015年上半年我国氮肥出口情况良好，当月同比增速均值为59.98%，2015年下半年出口数量快速回落，当月同比增速均值为-16.32%，氮肥出口急转直下。整体而言，尿素出口下滑导致氮肥的需求总体呈下降态势。

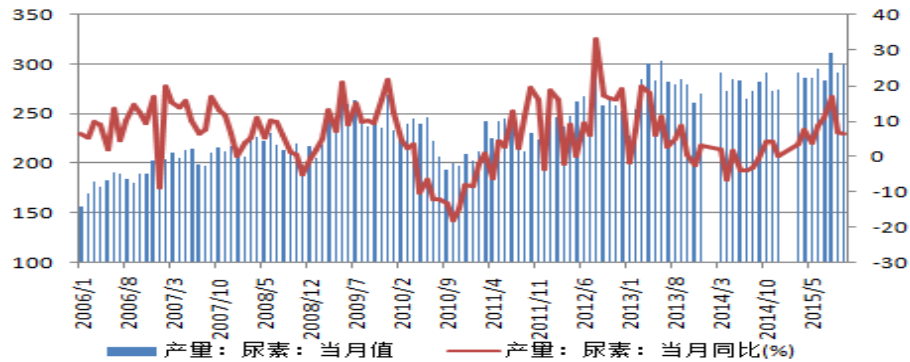
图7 近年来全国氮肥出口数量与当月同比增速情况



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

据wind资讯，截至2015年10月全国累计生产尿素2,345.03万吨，较同期增长4.55%，尿素产量当月同比增速均大于零，意味着2015年全国尿素总产量继续增长。

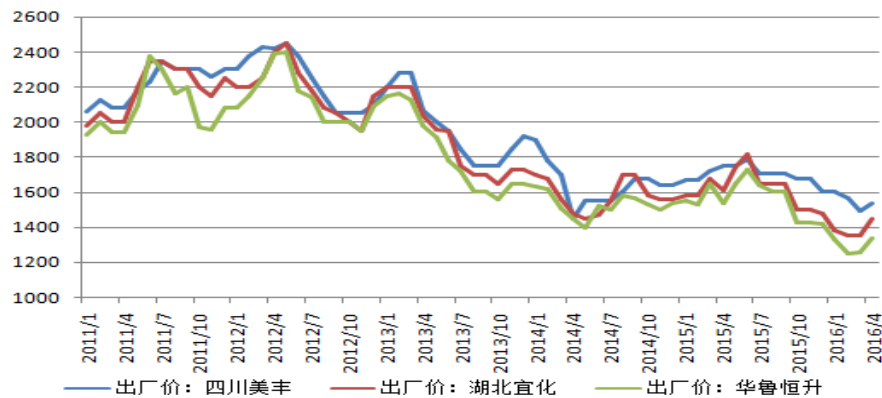
表8 近年来全国月度尿素产量情况（单位：万吨）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

尿素产量提升、需求疲软和出口下滑等因素导致其价格持续下跌。2015年末四川美丰、湖北宜化和华鲁恒丰三大尿素生产厂商的出厂平均价格为1,500元/吨，较2014年末下跌5.06%。2016年3月，尿素价格继续下跌，4月价格有所回暖，出厂平均价为1,443.3元/吨。从行业整体情况来看，受产能过剩、农产品化肥需求不旺、尿素恢复征收增值税等市场和政策因素影响，尿素行业整体形势仍较为严峻，预期尿素价格短期内难以有效回升。

图9 近年来全国主要生厂商尿素出厂价（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变更，仍为煤炭、化肥化工等产品的生产和销售，其中化肥化工产品主要为尿素和二甲醚。公司煤炭及化工产品量价齐跌导致公司收入及毛利率均出现下降，2015年公司实现主营业务收入45.11亿元，同比下降12.58%，主营业务毛利率为27.00%，较2014年下降3.3个百分点。2016年第1季度，公司煤炭量价齐跌、化工产品价格下降并出现倒挂导致公司当期营业收入同比下降26.81%，利润总额亏损1.87亿元，较2015年同期减少2.00亿元。

表 3 2014-2016 年 1 季度公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年 1-3 月		2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭业务	28,641.62	25.10%	271,671.20	40.71%	337,373.07	42.58%
化肥化工	42,980.65	-10.51%	238,864.76	3.95%	274,644.53	4.12%
其他产品	7,559.80	12.49%	21,215.44	6.43%	17,579.50	5.32%
内部抵消	-7,145.74	-	-80,699.96	-	-113,658.20	-
合计	72,036.33	5.02%	451,051.44	27.00%	515,938.90	30.30%

资料来源：公司 2014-2015 年年报，鹏元整理

公司无烟煤品质好，售价较高，丰富的煤炭储量、在建的技改矿井为未来业务提供较好保障

2015年，公司在产煤矿的煤种为无烟煤和焦煤。公司无烟煤生产矿井大阳矿、唐安矿无烟煤品质优良，销售单价均超过400元/吨，品质优良的无烟煤为公司煤炭销售提供更好的保障。

截至2015年末，公司拥有矿井井田面积157.48平方公里，保有储量14.88亿吨，可采储量7.20亿吨。其中，无烟煤保有储量12.14亿吨，可采储量6.13亿吨；动力煤保有储量2.12亿吨，可采储量0.86亿吨；焦煤保有储量0.62亿吨，可采储量0.21亿吨。随着煤矿的正常开采，矿井保有储量有所下降，但公司的煤炭储量丰富，主要无烟煤生产矿井可采年限均超过40年，未来能提供较好的收益延续性。

表 8 截至 2015 年末公司在产和在建煤矿储量情况（单位：万吨、元/吨）

矿井类别	煤矿名称	煤种	销售单价	保有储量	可采储量	核定产量	可采年限
生产矿井	大阳	无烟煤	414.19	16,358.6	7,857.7	180	43.65
	唐安	无烟煤	429.81	25,951.9	10,352.0	180	57.51
	伯方	无烟煤	370.43	27,596.9	16,385.6	210	78.03
	望云	无烟煤	339.14	13,895.5	4,923.3	90	54.70
	宝欣	焦煤	240.23	4,899.8	1,307.8	90	14.53
基建矿井	玉溪	无烟煤	-	21,667.4	16,425.0	240	68.44
资源整合矿井	同宝	无烟煤	-	9,806.0	2,989.1	90	33.21
	百盛	无烟煤	-	6,091.9	2,409.1	90	26.77
	口前	动力煤	-	6,419.0	2,551.3	90	28.35
	永胜	动力煤	-	14,749.2	6,057.4	120	50.48
	兰兴	焦煤	-	1,332.4	763.6	60	12.73
合计		-	-	148,768.7	72,021.9	1,440	50.02

注：可采年限=可采储量/核定产能

资料来源：公司2015年年报，鹏元整理

公司在建基建矿井和资源整合矿井多，截止2015年末，公司主要煤炭建设项目计划总投资54.12亿元，累计已投资34.69亿元，尚需投资19.43亿元。预期工程完工后，每年将新增产能690万吨，可增加公司煤炭产量，丰富煤炭品种，增加公司收入。但公司目前在建工程项目进度受地质条件等因素制约，投产时间也存在不确定性。

煤化工二期3052项目为公司控股子公司山西兰花煤化工有限公司二期工程，原计划在煤化工公司一期工程1830项目顺利达产基础上，建设年产30万吨合成氨、52万吨尿素装置。近年来，由于化肥市场外部环境发生变化，产能过剩、价格低迷，全行业处于亏损状态，项目预期投资收益率大幅度下降。公司适应形势变化，调整了煤化工发展思路，由传统煤化工向现代煤化工转型，已缓建了该项目的建设。截至2015年末，煤化工二期3052项目预算投资22.60亿元，截止2015年末已投资3.39亿元，目前已完成工程进度20%，

表9 截至2015年末公司主要煤炭建设项目工程进度（单位：万吨、万元）

项目名称	预计产能	计划总投资	累计已投资	项目进度
玉溪矿	240	210,000.00	140,745.55	预计 2017 年 12 月投产
兰兴矿	60	32,466.96	35,654.73	2014 年 8 月开始联合试运转
口前矿	90	53,728.81	66,253.20	已取得竣工验收批复
永胜矿	120	68,082.31	58,930.80	预计 2016 年 12 月投产
同宝矿	90	66,767.68	20,233.92	2014 年 9 月开始进行重大变更，目前已完成《初步设计变更方案》，正在审批
百盛矿	90	61,004.78	13,792.02	一期工程完工，地面工程未开工
望煤矿下组煤延深工程	-	49,118.42	11,303.62	井巷一期工程完工，二期工程正在建设中
合计	690	541,168.96	346,913.84	-

注：兰兴矿目前正在开展安全设施、工程质量认证等专篇的验收工作，尚未完成竣工验收

资料来源：公司2015年年报，鹏元整理

跟踪期内，受煤炭行业低迷及政策性变动影响，公司煤炭量价齐跌，收入及盈利能力均有所下降

2015年，公司煤矿生产相对稳定，过渡生产矿井百盛矿未进行开采，新增一座在产矿井宝欣矿，2015年4月投入生产，生产煤种为焦煤，核定产能为90万吨/年，其余四座生产矿井的煤种为品质优良的无烟煤。由于宝欣矿的投产，2015年公司煤矿产能从690万吨上升至750万吨；公司当年产量为663.00万吨，同比下降1.13%；产能利用率为88.40%，仍处于较高水平。2016年1季度，公司煤炭产量为132.18万吨，较同期减少50万余吨，主要系公司大阳和唐安两个骨干矿井由于工作面搬家减产以及煤矿有效生产天数减少所致。2015年公司煤炭销量为663.17万吨，同比下降2.22%，主要系下游化工化肥行业需求疲软所致。2016年1季度，受下游行业需求下降影响，公司煤炭产品销量有所下降，产销率仅为64.34%，同比减少23.02个百分点。

表 4 2014-2015 年公司主要生产矿井生产和销售情况（单位：万吨）

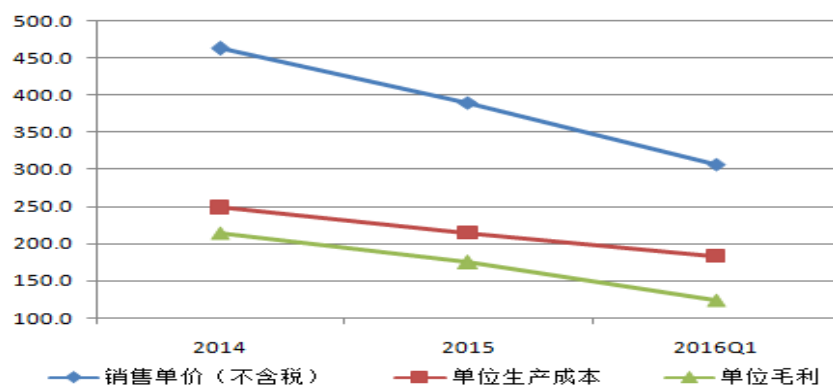
项目	望云矿	伯方矿	唐安矿	大阳矿	宝欣矿	合计	
2014 年	产能	90	210	180	180	-	690
	产量	67.37	195.51	183.77	183.95	-	670.60
	销量	66.31	201.63	186.59	185.06	-	678.23
	产能利用率	74.86%	93.10%	102.09%	102.19%	-	89.41%
	产销率	98.43%	103.13%	101.53%	100.60%	-	101.14%
2015 年	产能	90	210	180	180	90	750
	产量	67.16	198.97	185.07	179.38	32.42	663.00
	销量	65.94	199.95	179.29	184.97	30.53	663.17
	产能利用率	74.62%	94.75%	102.82%	99.66%	36.02%	88.40%
	产销率	98.18%	100.49%	96.88%	103.12%	94.17%	99.65%

注：合计数包含过渡生产矿井百盛矿，百盛矿过渡生产期间产能为30万吨/年。

资料来源：公司2014-2015年年报，鹏元整理

公司的无烟煤品质较高，加之公司对于煤炭矿井的合理维护，煤炭产品售价高于行业均值，但面对行业整体的产能过剩和库存高企的现状，公司煤炭售价进一步下跌，价格从2014年463.30元/吨下跌至2015年389.64元/吨，跌幅达15.90%，另外，2015年公司新增煤矿宝欣矿主要生产价格较低的焦煤，一定程度上导致公司煤炭平均售价下降。受煤炭量价齐跌影响，2015年，公司煤炭业务实现收入27.17亿元，同比下降19.47%。2016年1季度，公司煤炭销售价格未见好转，平均销售单价为307.21元/吨，较2015年下跌21.16%。

图10 2014-2016年1季度公司煤炭价格与生产成本情况（单位：元/吨）



资料来源：公司2014-2015年年报，鹏元整理

从煤炭生产成本的构成来看，2015年煤炭总生产成本同比下降14.61%，主要系原材料价格下降、公司加强管理和调整设备折旧年限三大因素共同所致。原材料、人工和其他成本占总成本的比重分别为15.23%、57.04%和27.73%，其中人工成本占主导地位。2015年公司延续2014年的策略继续加强成本控制，降薪是一项主要的措施，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，并将经理层的工资与公司业绩挂钩。近年来鉴于公司加大固定资产的定期维修、维护保养，部分固定资产使用寿命明显延长，公司结合实际情况，参照同行业固定资产折旧年限，2015年对部分固定资产折旧年限进行调整；在原规定的折旧年限（房屋建筑物20-30年，机器设备10-14年）范围内，对部分固定资产的折旧年限进行适当延长。本次调整摊提折旧费用同比下降24.53%。毛利率方面，公司虽在成本管控方面取得一定成效，但公司煤炭价格降幅更大，因而导致煤炭产品的单位毛利有所下降。2015年公司煤炭毛利率为40.71%，同比下降1.87个百分点。

表 5 2014-2015 年公司煤炭业务成本构成情况（单位：万元）

项目	2015 年	占总成本比例	2014 年	占总成本比例	同比变动
原材料	21,706.56	15.23%	24,329.33	14.58%	-10.78%
职工薪酬	81,273.02	57.04%	90,342.50	54.14%	-10.04%
摊提折旧	37,396.30	26.25%	49,552.12	29.70%	-24.53%
其他成本	2,103.15	1.48%	2,629.77	1.58%	-20.03%
合计	142,479.03	100.00%	166,853.72	100.00%	-14.61%

资料来源：公司2015年年报，鹏元整理

原材料价格下跌、需求下调导致公司化肥价格下挫，收入及盈利能力均下降，2016年1季度化肥产品价格倒挂，化肥化工业务经营亏损

2015年公司尿素产量125.08万吨，同比增长4.08%，销量为118.76吨，同比下降2.91%，需求下调导致销售情况相对低迷，产销缺口扩大，去库存压力加大；二甲醚产量19.69万吨，销量19.72万吨，略有下滑。产品价格方面，受原材料成本下降影响，公司尿素产品和二甲醚销售价格分别下跌5.29%和19.36%。其中尿素产品的销售价格跌幅小于生产成本跌幅，因而毛利率有所提升，而二甲醚产品销售价格跌幅大于生产成本跌幅，价格倒挂，二甲醚毛利率出现下降。总体来看，主要受产品价格下跌影响，2015年公司化肥化工业务营业收入为23.89亿元，同比下降13.03%，毛利率为3.95%，与2014年4.12%基本持平。2016年1季度，公司尿素销售价格进一步下降，出现倒挂现象；公司加大了二甲醚产品的生产和销售，二甲醚的销售价格跌幅小于生产成本降幅，亏损压力有所缓解。

表6 跟踪期内公司尿素和二甲醚产品产销情况

项目		2016 年 1-3 月	2015 年 1-3 月	同比增减	2015 年	2014 年	同比增减
尿素 产品	产量（万吨）	31.46	31.72	-0.82%	125.08	120.18	4.08%
	销量（万吨）	25.35	22.00	15.23%	118.76	122.32	-2.91%
	价格（元/吨）	1,090.37	1,618.16	-32.62%	1,480.28	1,562.90	-5.29%
	生产成本（元/吨）	1,195.78	1,428.14	-16.27%	1,335.69	1,457.08	-8.33%
	库存（万吨）	-	-	-	9.18	2.86	220.98%

二甲醚产品	产量（万吨）	6.07	2.24	170.98%	19.69	20.02	-1.65%
	销量（万吨）	6.20	2.56	142.19%	19.72	20.08	-1.79%
	价格（元/吨）	2,083.90	2,489.80	-16.30%	2,510.16	3,112.71	-19.36%
	生产成本（元/吨）	2,373.42	3,236.50	-26.67%	2,604.36	3,032.41	-14.12%
	库存（万吨）	-	-	-	0.31	0.35	-11.43%

注：销售单价为不含税收入

资料来源：公司2015年年报和2016年公司1季度报告，鹏元整理

公司目前正在建设的己内酰胺一期工程土建工程已完成99%，年产能为10万吨，预计2016年6月试生产出合格产品。据wind资讯，己内酰胺月平均市场价格近期下跌较快，2016年3月市场价格为11,400元/吨，较2014年1月下跌幅度达37.36%，投产后的收益能否达到预期值得关注。

公司客户集中度提高且主要客户变动较大，销售稳定性有待观察

公司生产的优质无烟煤具有“三高两低一适中（发热量高、机械强度高、含碳量高、低灰、低硫、可磨指数适中）的显著特点，是化工化肥企业的首选原料用煤。相比之下，电煤要求高热值、高灰份，且无烟煤售价远远高于电煤，因此公司主要面向化工化肥企业用户销售。

从下游客户收入结构来看，2015年公司前五大客户营业收入为9.12亿元，占全年营业收入的比重为19.97%，较2014年增长2.88个百分点，客户集中度有所提高；同时我们关注到公司前5大客户变动较大，且公司下游客户主要是化肥化工企业，下游行业需求疲软导致公司销售低迷，销售稳定性有待观察。

表7 2014-2015年公司前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	营业收入	占比
2015年	江苏润禾农资有限公司	32,159.14	7.05%
	湖北宜化化工股份有限公司	17,000.20	3.72%
	晋城市胡杨农业生产资料有限公司	14,458.76	3.17%
	山西心禾农业生产资料有限公司	14,191.20	3.11%
	湖北三环科技股份有限公司	13,362.50	2.93%
	合计	91,171.80	19.97%
2014年	河南中原铁道物流有限公司	28,219.65	5.41%
	江苏润禾农资有限公司	21,490.78	4.12%
	山西心禾农业生产资料有限公司	15,503.10	2.97%
	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	11,417.82	2.19%
	合计	89,121.27	17.09%

资料来源：公司2014-2015年年报，鹏元整理

2015年公司其他产品收入为21,215.44万元，同比增长20.68%。公司其他产品收入主要包括：公司所属兰花包装制品有限公司所产的包装制品、兰花机械制造有限公司生产的矿机产品、重庆兰花太阳能电力有限公司生产的单晶硅片产品、兰花污水处理有限公司从事污水处理业务取得的营业收入。2015年其他产品收入增长的主要原因是：重庆兰花太阳能电力股份有限公司营业收入较2014年增加2,348万元，兰花机械制造有限公司营业收入较2014年增加1,812万元。

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2015年审计报告以及未经审计的2016年1季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2015年公司合并范围无变化。

近年来鉴于公司加大固定资产的定期维修、维护保养，部分固定资产使用寿命明显延长，结合公司实际情况，参照同行业固定资产折旧年限，2015年公司对部分固定资产折旧年限进行调整。在原规定的折旧年限（房屋建筑物20-30年，机器设备10-14年）范围内，对部分固定资产的折旧年限进行适当延长。本次调整是为了公司固定资产更加符合实际使用情况。同时更加公允、恰当地反映公司的财务状况经营成果。受重要影响的报表项目名称和金额见下表。

表 10 2015 年公司会计估计调整影响的报表科目情况（单位：万元）

报表项目	调整金额	开始试用时点
生产成本	-2,196.54	2015年10月1日
管理费用	-297.47	2015年10月1日
销售费用	-138.29	2015年10月1日
其他	-49.32	2015年10月1日
累计折旧	-2,681.62	2015年10月1日
利润	2,209.87	2015年10月1日

资料来源：公司 2015 年审计报告

公司按企业会计准则的规定对此项会计变更采用未来适用法核算，从2015年10月1日起执行，受此次会计估计变更的影响，公司2015年生产成本降低2,196.54万元，利润总额增加2,209.87万元。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但应收款项对公司营运资金形成较大占用，且公司资产以非流动资产为主，整体资产流动性一般

2015年公司资产规模增加，截至2015年末，公司资产总额221.21亿元，同比增长1.32%，其中非流动资产163.81亿元，占比74.05%。截至2016年3月末，公司资产总额为229.70亿元，其中非流动资产占比72.38%。

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、存货和其他流动资产。截至2015年公司货币资金为20.49亿元，较2014年下降15.95%，其中其他货币资金4.65亿元使用受限，主要是土地复垦专项基金、用于担保的定期存单或通知存款、银行承兑汇票保证金和国内信用证保证金，2016年3月，公司货币资金为26.77亿元，较2015年末增长30.65%，系公司取得银行借款收到的现金增加所致。公司应收票据全部为银行承兑票据，规模有所下降，主要系应收票据到期兑付所致，其中已质押的应收票据占比为4.98%。预付款项主要系预付工程及设备款，2015年年末规模略有下降。截至2015年末，公司其他应收款同比增长18.52%，其中规模较大的为应收西兰花集团莒山煤矿有限公司5.18亿元和西兰花集团东峰煤矿有限公司2.42亿元，均为公司支付的股权收购款，对公司资金形成较大占用，截至2015年末，股权过户正在积极办理过程中。截至2015年末，公司存货为4.90亿元，主要包括原材料2.48亿元和库存商品2.31亿元；由于公司煤炭销售欠佳，截至2016年3月末，公司存货规模增加至5.82亿元，较2015年末增长18.73%，考虑到公司产品价格持续下降，需关注存货跌价风险。其他流动资产主要是待抵扣增值税，金额为2.68亿元，同比增加46.88%。

表 11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	267,691.79	11.65%	204,893.42	9.26%	243,783.09	11.17%
应收票据	122,407.42	5.33%	145,358.25	6.57%	206,436.27	9.46%
预付款项	49,552.27	2.16%	40,157.76	1.82%	42,725.11	1.96%
其他应收款	98,909.58	4.31%	93,720.03	4.24%	79,074.76	3.62%
存货	58,168.10	2.53%	48,992.22	2.21%	51,559.10	2.36%
其他流动资产	27,634.77	1.20%	26,892.18	1.22%	18,309.14	0.84%
流动资产合计	634,460.50	27.62%	573,968.81	25.95%	682,471.26	31.26%
可供出售金融资产	215.00	0.01%	215.00	0.01%	225.44	0.01%
长期股权投资	94,296.24	4.11%	92,347.16	4.17%	78,523.91	3.60%

投资性房地产	1,553.59	0.07%	1,568.44	0.07%	1,627.86	0.07%
固定资产	433,532.44	18.87%	442,618.12	20.01%	391,245.94	17.92%
在建工程	587,246.89	25.57%	555,627.18	25.12%	493,665.68	22.61%
无形资产	514,567.77	22.40%	515,051.12	23.28%	507,607.01	23.25%
非流动资产合计	1,662,497.09	72.38%	1,638,098.66	74.05%	1,500,839.71	68.74%
资产总计	2,296,957.58	100.00%	2,212,067.47	100.00%	2,183,310.97	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 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山西华润大宁能源有限公司（以下简称“大宁能源”），持股比例41%，2015年公司确认大宁能源投资收益1.36亿元。公司固定资产主要包括机械机器设备和房屋建筑物等，由于宝欣煤矿转为固定资产以及公司调整部分固定资产折旧年限，固定资产规模有所上升，另外，截至2015年末有16.49亿元的房屋及建筑物的相关产权尚在办理之中。在建工程方面，宝欣矿已经建设完毕，转为固定资产；其余的在建工程主要有玉溪煤矿项目、己内酰胺一期工程等，随着项目建设的推进，公司在建工程不断增加，截至2016年3月末达到58.72亿元，占总资产的比重达到25.57%。公司无形资产主要是采矿权，2015年末同比略有增长，此外公司尚有账面价值为11.95亿元的采矿权仍处于待办理阶段。

总体来看，跟踪期内公司资产规模有所增长，截至2016年3月末，公司应收款项占总资产比例为10.07%，应收款项对公司营运资金形成较大占用。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66.84%，公司固定资产、在建工程、无形资产主要是生产矿井、在在建煤炭和化工项目、采矿权价款，是公司生产经营的必备资产，短期内难以变现，资产流动性一般。

资产运营效率

公司收入下降、宝欣矿转为固定资产、在建工程以及无形资产增加共同导致公司资产运营效率下降

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效率较高。2015年，公司部分应收票据到期，应收票据金额下降导致应收票据周转天数减少12.08天。公司应收票据主要是银行承兑汇票，流动性较高，必要时可贴现兑付，给公司提供一定的资金支持。2015年，受煤炭市场行业景气度下降和下游需求降低的影响，公司对部分客户的销售采用了先货后款的结算方式，导致应收账款周转天数有所上升。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94.35天。2015年宝欣矿转为固定资产，公司固定资产规模上升，固定资产周转天数增加

40.72天至328.83天。2015年公司收入规模的下降、在建工程、无形资产增加共同导致公司总资产周转率下降，2015年公司总资产周转天数增加272.97天，整体资产运营效率下降。

表 12 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2015年	2014年
应收票据周转天数	138.73	150.81
应收账款周转天数	6.96	2.35
存货周转天数	54.21	53.31
应付账款周转天数	105.55	96.94
净营业周期¹	94.35	109.53
流动资产周转天数	495.47	471.99
固定资产周转天数	328.83	288.11
总资产周转天数	1,733.30	1,460.33

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入及盈利能力下降，且煤炭及化工行业低迷或将继续对公司产生不利影响

2015年，受煤炭及尿素价格持续下跌影响，公司收入规模有所下降，当年营业收入同比下降12.49%。目前，煤炭行业景气度较低，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助于拓宽收入渠道，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下降，同时导致盈利能力下降。2015年，公司综合毛利率下降3.44个百分点至26.86%；2016年1季度公司，公司煤炭产品销售价格回落较大，单位毛利进一步减少，毛利率大幅下滑，降至5.24%。此外，2015年公司投资收益基本不变，系公司取得大宁能源的现金股利分红；资产减值损失相比2014年大幅减少，主要是2014年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，公司通过降薪等措施加强对日常开支的管理，2015年管理费用同比减少16,722.81万元；有息债务的利息支出增加导致公司财务费用增加，公司期间费用率略有提高，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刚性，预计未来难以大幅下降，仍将对公司盈利水平产生一定侵蚀。收入与综合毛利率的下滑、较高期间费用共同导致公司利润水平大幅下降，2015年公司利润总额亏损1,891.60万元，较2014年减少11,758.3万元。2016

¹净营业周期=应收票据周转天数+应收账款周转天数+存货周转天数+应付账款周转天数

年1季度，受煤炭价格进一步下跌以及公司煤炭销售局面低迷影响，公司实现利润总额-18,674.52万元，亏损加剧。

总体上看，跟踪期内公司收入及盈利能力下降，各项盈利指标均弱化，其中利润水平降幅较大，且煤炭及化工行业低迷或将继续对公司产生不利影响。

表 13 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年
营业收入	75,447.32	456,451.71	521,590.03
资产减值损失	405.00	4,387.58	28,990.93
投资收益（万元）	1,511.67	13,601.95	13,054.65
营业利润	-17,293.18	1,713.24	12,279.12
利润总额	-18,674.52	-1,891.60	9,866.70
净利润	-18,711.62	-11,983.31	-1,693.91
综合毛利率	5.24%	26.86%	30.30%
期间费用率	26.35%	23.53%	23.33%
总资产回报率	-	-0.09%	0.47%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流变差，在建项目面临一定资金压力，较依赖筹资活动

2015年公司亏损加剧，当年净利润为-11,983.31万元，资产减值准备的大幅降低导致公司非付现费用下降。受此影响，公司2015年经营所得现金（FFO）出现下降。营运资本方面，经营性应收项目减少主要系应收票据和应收账款减少所致，应付账款、预收账款的下降导致经营性应付项目减少。整体来看，2015年公司经营性现金净流出224.28万元，相比去年减少8,366.38万元，经营性现金流变差。

投资现金流方面，2015年公司取得投资收益收到的现金为3.67亿元，其中包含长期股权投资收益1.36亿元以及公司取得山西华润大宁能源有限公司2013年和2014年的分配的现金股利。跟踪期内，随着公司在建项目的持续推进，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为6.53亿元，受工程进度等因素影响，同比下降49.18%。公司主要煤炭在建项目计划总投资为54.12亿元，目前已投资34.69亿元，尚需投资19.43亿元。

2015年公司取得借款收到的现金38.73亿元，通过融资租赁、质押存单到期收回和承兑汇票贴现等取得现金3.18亿元。公司偿还债务的支付现金30.65亿元，同比增长202.89%，主要系偿还2015年到期的短期有息债务所致；另外，公司支付融资租赁款、定期存单质押贷款、票据融资款等款项6.84亿元。整体来看，2015年到期的短期债务和其他融资现金的

支出金额较大，融资现金净流出规模增加。

截止2016年3月末公司的流动性较强的资金有货币资金26.77亿元，应收票据12.24亿元，但公司短期有息债务为35.15亿元，在建煤矿项目尚需投资19.43亿，此外合计105.63亿有息债务会给公司带来一定的利息支出。为保障正常的生产经营和在建项目的顺利推进，公司将面临一定资金压力，未来仍将依赖于外部融资。

表 14 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015 年	2014 年
净利润	-11,983.31	-1,693.91
非付现费用	55,431.98	80,775.03
非经营损益	15,860.99	2,528.11
FFO	59,309.66	81,609.23
营运资本变化	-59,533.94	-73,467.13
其中：存货的减少（减：增加）	2,171.87	11,507.07
经营性应收项目的减少（减：增加）	21,595.36	-41,660.62
经营性应付项目的增加（减：减少）	-83,301.17	-43,313.58
经营活动产生的现金流量净额	-224.28	8,142.10
投资活动产生的现金流量净额	-47,947.55	-103,051.51
筹资活动产生的现金流量净额	1,845.16	82,723.58
现金及现金等价物净增加额	-46,326.66	-12,185.84

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告

资本结构与财务安全性

公司有息债务持续攀升，偿债压力进一步加重

跟踪期内，公司负债规模保持增长，截至2015年末，公司负债总额119.39亿元，其中非流动债占比53.79%。截至2016年3月末公司负债总额129.35亿元，较2014年末增长11.33%。受经营亏损影响，公司所有者权益有所下降，截至2016年3月末为100.34亿元，较2014年末下降1.76%。跟踪期内，公司产权比率提高15.15个百分点，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	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
负债合计	1,293,527.32	1,193,921.00	1,161,935.87
其中：流动负债	573,025.18	551,732.04	548,271.94
非流动负债	720,502.14	642,188.96	613,663.93
所有者权益合计	1,003,430.26	1,018,146.49	1,021,375.11
产权比率	128.91%	117.26%	113.76%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表，鹏元整理

公司的流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司2015年末21.90亿元的短期借款中包含2.05亿质押借款，2.85亿保证借款和17.00亿信用借款，其中2.05亿银行质押借款是以2.14亿定期存单作为质押。应付账款主要是应付工程与设备款，跟踪期内应付账款规模略有提高。其他应付款主要是资源收购价款、社会保险费和往来款，账龄超过1年的重要欠款对象包括山西国土资源厅1.28亿元，系公司延期支付给山西国土资源厅的资源价款。跟踪期内一年内到期的非流动负债略有下降，主要包括1年内到期的长期借款3.41亿元和1年内到期的长期应付款7.97亿元；其中1年内到期的长期借款全部为保证借款，系公司为子公司提供保证，1年内到期的长期应付款主要包含融资租赁款2.69亿元和资源价款5.27亿元，根据山西省出台的相关减负政策，企业可缓交2015年度资源价款，缓缴期内企业承担资金占用费，一定程度上减轻了企业的偿债压力。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016年3月		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	236,482.13	18.28%	218,982.13	18.34%	173,700.00	14.95%
应付票据	22,150.67	1.71%	18,184.64	1.52%	46,378.00	3.99%
应付账款	106,951.56	8.27%	99,648.17	8.35%	96,119.91	8.27%
其他应付款	58,027.77	4.49%	52,173.44	4.37%	45,571.06	3.92%
一年内到期的非流动负债	92,822.47	7.18%	113,769.18	9.53%	126,488.97	10.89%
流动负债合计	573,025.18	44.30%	551,732.04	46.21%	548,271.94	47.19%
长期借款	265,298.63	20.51%	198,190.60	16.60%	125,866.56	10.83%
应付债券	304,982.25	23.58%	301,027.63	25.21%	300,454.91	25.86%
长期应付款	134,521.69	10.40%	127,119.25	10.65%	171,017.86	14.72%
非流动负债合计	720,502.14	55.70%	642,188.96	53.79%	613,663.93	52.81%
负债总额	1,293,527.32	100.00%	1,193,921.00	100.00%	1,161,935.87	100.00%
其中：有息债务	1,056,257.84	81.66%	977,273.43	81.85%	943,906.30	81.24%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。截至2016年3月末，公司长期借款为26.53亿元，较2014年末增长110.78%，截至2015年末公司长期借款金额为19.82亿元，主要是公司为子公司提供的保证借款18.85亿元，公司主要大额长期借款的利率区间为5.92%-6.65%。应付债券即本期债券。公司长期应付款主要是应付资源价款和应付融资租赁款，随着企业逐步偿还长期应付资源价款，公司长期应付款账面余额略有下降。

有息债务方面，截至2016年3月，公司有息债务总额为105.63亿元，较2014年末增长11.90%，短期有息债务变化不大，长期有息债务为70.48亿元，较2014年末增加10.75亿元，

其中长期借款为26.53亿元，较2014年末增长110.78%，公司主要大额长期借款的利率区间为5.92%-6.65%，有息债务的增加加大了公司未来债务本息偿付压力。

表 17 截至 2016 年 3 月 31 日公司有息债务情况（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年
短期借款	236,482.13	218,982.13	173,700.00
应付票据	22,150.67	18,184.64	46,378.00
一年内到期的非流动负债	92,822.47	113,769.18	126,488.97
短期有息债务合计	351,455.27	350,935.95	346,566.97
长期借款	265,298.63	198,190.60	125,866.56
应付债券	304,982.25	301,027.63	300,454.91
长期应付款	134,521.69	127,119.25	171,017.86
长期有息债务合计	704,802.57	626,337.48	597,339.33
有息债务合计	1,056,257.84	977,273.43	943,906.30

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表，鹏元整理

从公司各项偿债指标来看，跟踪期内，因公司借入大量长期借款，公司资产负债率有所提高，截至2016年3月末为56.31%，较2014年末上升3.09个百分点。流动资产的减少和流动负债的增加导致流动比率和速动比率均有所下滑。受利润大幅下降影响，2015年公司EBITDA同比下降14.32%，EBITDA利息保障倍数也有所下降。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下降。整体来看，公司有息债务继续攀升，长短期偿债能力指标进一步弱化，偿债压力加大。

表 18 公司偿债能力指标

指标名称	2016年3月	2015年	2014年
资产负债率	56.31%	53.97%	53.22%
流动比率	1.11	1.04	1.24
速动比率	1.01	0.95	1.15
EBITDA（万元）	-12,018.54	68,641.52	80,114.34
EBITDA 利息保障倍数	-0.97	1.58	1.97
有息债务/EBITDA	-	14.23	11.78

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表

六、评级结论

公司无烟煤品质良好，销售价格较高，能为公司煤炭销售提供更好的保障；煤炭资源储量丰富，能为煤炭业务未来发展提供很好收益延续性；在建技改煤矿与己内酰胺项目投资后有助于增加公司收入。同时我们也关注到受行业需求低迷和政策性变动影响，公司主

要产品量价齐跌导致主营业务收入及盈利能力均下降；公司主要客户变动较大，销售稳定性有待观察；公司在建工程投产时间及后续投产能否实现预期收益值得关注；公司应收款项对营运资金形成较大占用，非流动资产占比大，资产流动性一般；公司有息债务继续攀升，偿债压力加重。

基于以上情况，经综合评定，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，评级展望调整为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
流动资产：				
货币资金	267,691.79	204,893.42	243,783.09	238,775.93
应收票据	122,407.42	145,358.25	206,436.27	230,565.61
应收账款	9,953.79	13,887.57	3,766.35	3,039.46
预付款项	49,552.27	40,157.76	42,725.11	49,247.52
其他应收款	98,909.58	93,720.03	79,074.76	83,146.18
应收股利	-	-	36,688.25	24,092.68
存货	58,168.10	48,992.22	51,559.10	56,110.39
一年内到期的非流动资产	142.78	67.39	129.19	238.62
其他流动资产	27,634.77	26,892.18	18,309.14	-
流动资产合计	634,460.50	573,968.81	682,471.26	685,216.40
非流动资产：				
可供出售金融资产	215.00	215.00	225.44	-
长期股权投资	94,296.24	92,347.16	78,523.91	102,526.20
投资性房地产	1,553.59	1,568.44	1,627.86	1,687.28
固定资产	433,532.44	442,618.12	391,245.94	443,628.65
在建工程	587,246.89	555,627.18	493,665.68	328,529.66
工程物资	2,913.28	2,446.91	3,774.49	4,927.70
无形资产	514,567.77	515,051.12	507,607.01	457,593.93
商誉	15,875.36	15,875.36	17,390.02	17,390.02
长期待摊费用	997.51	997.06	1,179.73	1,027.09
递延所得税资产	5,299.00	5,352.31	5,599.62	5,792.55
其他非流动资产	6,000.00	6,000.00	-	-
非流动资产合计	1,662,497.09	1,638,098.66	1,500,839.71	1,363,103.08
资产总计	2,296,957.58	2,212,067.47	2,183,310.97	2,048,319.48
流动负债：				
短期借款	236,482.13	218,982.13	173,700.00	74,350.00
应付票据	22,150.67	18,184.64	46,378.00	15,005.08
应付账款	106,951.56	99,648.17	96,119.91	99,659.82
预收款项	34,034.66	20,571.43	35,522.28	62,395.83
应付职工薪酬	17,739.38	18,930.28	13,664.52	10,203.32
应交税费	4,041.50	8,740.05	10,263.66	564.96
应付利息	319.04	276.72	107.54	19.37
应付股利	456.00	456.00	456.00	456.00
其他应付款	58,027.77	52,173.44	45,571.06	48,065.47
一年内到期的非流动负债	92,822.47	113,769.18	126,488.97	40,106.13

流动负债合计	573,025.18	551,732.03	548,271.93	350,825.98
非流动负债：				
长期借款	265,298.63	198,190.60	125,866.56	168,143.86
应付债券	304,982.25	301,027.63	300,454.91	299,911.72
长期应付款	134,521.69	127,119.25	171,017.86	164,233.75
递延收益	6,220.94	6,355.15	6,591.68	-
递延所得税负债	9,478.63	9,496.33	9,732.92	9,714.96
其他非流动负债	-	-	-	7,577.10
非流动负债合计	720,502.14	642,188.96	613,663.93	649,581.38
负债合计	1,293,527.33	1,193,920.99	1,161,935.86	1,000,407.36
所有者权益：				
股本	114,240.00	114,240.00	114,240.00	114,240.00
资本公积	39,298.42	38,861.02	38,747.39	38,891.54
专项储备	65,017.10	61,513.92	50,291.04	45,395.69
盈余公积	133,885.10	133,885.10	131,103.65	128,787.20
未分配利润	599,021.77	614,144.38	617,609.59	643,293.48
归属于母公司所有者权益合计	951,462.38	962,644.41	951,991.67	970,607.91
少数股东权益	51,967.87	55,502.07	69,383.44	77,304.20
所有者权益合计	1,003,430.26	1,018,146.48	1,021,375.11	1,047,912.11
负债和所有者权益总计	2,296,957.58	2,212,067.47	2,183,310.97	2,048,319.48

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013年
一、营业总收入	75,447.32	456,451.71	521,590.03	657,750.15
其中：营业收入	75,447.32	456,451.71	521,590.03	657,750.15
二、营业总成本	94,252.17	468,340.42	522,365.56	570,122.82
其中：营业成本	71,493.17	333,861.51	363,544.16	425,686.20
营业税金及附加	2,472.20	22,702.70	8,162.46	7,146.00
销售费用	3,487.47	16,867.70	16,980.05	24,164.58
管理费用	13,405.46	73,536.50	90,259.31	96,101.07
财务费用	2,988.87	16,984.43	14,428.65	12,845.00
资产减值损失	405.00	4,387.58	28,990.93	4,179.97
加：投资收益（损失以“-”号填列）	1,511.67	13,601.95	13,054.65	38,238.27
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1,511.67	13,601.94	13,052.77	38,198.44
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-17,293.18	1,713.24	12,279.12	125,865.60
加：营业外收入	703.11	3,524.63	7,872.34	2,325.06
减：营业外支出	2,084.45	7,129.47	10,284.76	5,573.00
其中：非流动资产处置损失		196.98	88.04	1,537.41
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-18,674.53	-1,891.59	9,866.70	122,617.66
减：所得税费用	37.10	10,091.71	11,560.61	34,984.35
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	-18,711.63	-11,983.31	-1,693.91	87,633.32
归属于母公司所有者的净利润	-15,122.61	1,372.55	6,677.68	100,131.10
少数股东损益	-3,589.02	-13,355.85	-8,371.59	-12,497.79

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年1-3月	2015年	2014年	2013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	83,656.82	374,071.22	490,188.67	475,960.87
收到的税费	14.18	7.21	-	-
收到其他与经营活动有关的现金	9,419.55	28,764.70	20,535.41	16,459.98
经营活动现金流入小计	93,090.55	402,843.13	510,724.08	492,420.85
购买商品、接受劳务支付的现金	30,893.79	126,760.32	204,416.04	209,992.93
支付给职工以及为职工支付的现金	40,076.89	157,699.17	167,467.91	170,181.18
支付的各项税费	10,019.08	70,603.42	83,157.40	109,346.71
支付其他与经营活动有关的现金	16,834.66	48,004.49	47,540.64	41,781.70
经营活动现金流出小计	97,824.42	403,067.39	502,581.99	531,302.51
经营活动产生的现金流量净额	-4,733.87	-224.27	8,142.10	-38,881.65
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	30.44	-	-
取得投资收益收到的现金	-	36,688.25	24,094.56	116,433.95
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	226.19	5.50	1,321.38	279.60
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	-	39.39
投资活动现金流入小计	226.19	36,724.19	25,415.95	116,752.94
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	16,817.54	65,282.31	128,467.45	120,084.79
投资支付的现金	-	18,718.37	-	32,994.54
支付其他与投资活动有关的现金	-	671.06	-	-
投资活动现金流出小计	16,817.54	84,671.75	128,467.45	153,079.33
投资活动产生的现金流量净额	-16,591.35	-47,947.56	-103,051.50	-36,326.39
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	-	5,500.00
取得借款收到的现金	121,937.49	387,348.13	218,600.00	252,474.48
收到其他与筹资活动有关的现金	17,206.90	31,768.08	48,927.62	28,872.00
筹资活动现金流入小计	139,144.39	419,116.21	267,527.62	286,846.48
偿还债务支付的现金	28,147.51	306,510.72	101,193.73	210,699.01
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	6,485.57	42,335.92	66,823.86	97,559.85
支付其他与筹资活动有关的现金	21,238.92	68,424.41	16,786.45	7,338.09
筹资活动现金流出小计	55,872.00	417,271.05	184,804.03	315,596.95
筹资活动产生的现金流量净额	83,272.39	1,845.16	82,723.59	-28,750.47
四、现金及现金等价物净增加额	61,947.17	-46,326.67	-12,185.81	-103,958.51
加：期初现金及现金等价物余额	158,383.66	204,710.32	216,896.13	320,854.64

五、期末现金及现金等价物余额	220,330.83	158,383.66	204,710.32	216,896.13
----------------	------------	------------	------------	------------

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年	2014年	2013年
净利润	-11,983.31	-1,693.91	87,633.32
加：资产减值准备	4,387.58	28,990.93	4,179.97
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	48,274.35	47,778.07	51,330.63
无形资产摊销	1,819.43	3,224.59	3,657.79
长期待摊费用摊销	950.62	781.44	1,247.78
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）	-122.95	-3,131.22	-245.40
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）	131.34	39.55	1,314.83
财务费用（收益以“-”号填列）	29,443.82	18,463.54	16,511.67
投资损失（收益以“-”号填列）	-13,601.95	-13,054.65	-38,238.27
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	247.32	192.93	-619.99
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	-236.59	17.96	-218.02
存货的减少（增加以“-”号填列）	2,171.87	11,507.07	10,798.02
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	21,595.36	-41,660.62	-100,041.77
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-83,301.17	-43,313.58	-76,192.21
经营活动产生的现金流量净额	-224.27	8,142.10	-38,881.65

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
产权比率	128.91%	117.26%	113.76%	95.47%
有息债务(万元)	1,056,257.84	977,273.43	943,906.30	761,750.54
资产负债率	56.31%	53.97%	53.22%	48.84%
流动比率	1.11	1.04	1.24	1.95
速动比率	1.01	0.95	1.15	1.79
综合毛利率	5.24%	26.86%	30.30%	35.28%
期间费用率	26.35%	23.53%	23.33%	20.24%
EBITDA(万元)	-12,018.54	68,641.52	80,114.34	195,365.54
EBITDA利息保障倍数	-0.97	1.58	1.97	6.13
有息债务/EBITDA	-	14.23	11.78	3.90
非付现费用(万元)	-	55,431.98	80,775.02	60,416.17
非经营损益(万元)	-	15,860.99	2,528.11	-21,495.18
总资产回报率	-	-0.09%	0.47%	6.00%
FFO(万元)	-	59,309.66	81,609.23	126,554.31
应收票据周转天数	-	138.73	150.81	108.64
应收账款周转天数	-	6.96	2.35	1.37
存货周转天数	-	54.21	53.31	54.35
应付账款周转天数	-	105.55	96.94	78.44
净营业周期	-	94.35	-41.28	-22.72
流动资产周转天数	-	495.47	471.99	381.33
固定资产周转天数	-	328.83	288.11	245.76
总资产周转天数	-	1,733.30	1,460.33	976.15

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季度财务报表

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	应收票据周转天数(天)	$(\text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / (2 * \text{营业收入})$
	应收账款周转天数(天)	$(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / (2 * \text{营业收入})$
	存货周转天数(天)	$(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / (2 * \text{营业成本})$
	应付账款周转天数(天)	$(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / (2 * \text{营业成本})$
	净营业周期(天)	应收票据周转天数+应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	流动资产周转天数(天)	$(\text{本年流动资产总额} + \text{上年流动资产总额}) / (2 * \text{营业收入})$
	固定资产周转天数(天)	$(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / (2 * \text{营业收入})$
	总资产周转天数(天)	$(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / (2 * \text{营业收入})$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{财务费用} + \text{销售费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	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+1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
	EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

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。