

山西兰花科技创业股份有限公司

2012 年公司债券 2017 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报  
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要  
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何  
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间  
变更信用评级。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证券信用  
评级的变化情况。

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>

报告编号：  
鹏信评【2017】跟踪第  
【111】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：  
于一飞 罗力

电话：  
010-66216006

邮箱：  
yuyf@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司煤炭开采  
和选洗行业企业主体长  
期信用评级方法，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](http://www.pyrating.cn)

## 山西兰花科技创业股份有限公司 2012 年公司债券 2017 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	稳定
评级日期	2017 年 05 月 26 日	2016 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 2017 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。该评级结果是考虑到公司煤炭资源储量丰富，能为煤炭业务未来发展提供较好保障；2017 年 1 季度，公司主营业务盈利能力显著提高；口前煤矿与己内酰胺项目的投产有助于增加公司收入。同时也关注到，尿素行业面临产能过剩问题，2016 年价格创近年新低；公司出现大额亏损，煤炭产品销量和收入有所下降，化肥化工产品价格下挫导致业务收入及毛利率均下降，在建煤矿项目面临较大资金压力，偿债压力加大等风险因素。

### 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保障。截至 2016 年末，公司拥有矿井保有储量 15.98 亿吨，可采储量 7.73 亿吨。公司煤炭储量丰富，可采年限长，煤种以品质优质的无烟煤为主，未来能提供较好的发展保障。
- 2017 年 1 季度，公司主营业务盈利能力显著提高。2017 年 1 季度，随着煤炭和尿素价格的回升，公司煤炭和化肥化工业务营业收入和毛利率水平明显改善，1 季度实现主营业务收入 167,733.53 万元，较 2016 年同期增加 132.85%，主营业务毛利率 36.66%，同比上升 31.64 个百分点。
- 口前煤矿与己内酰胺项目的投产有助于增加公司收入。跟踪期内，产能 90 万吨的

动力煤矿井口前煤矿与产能10万吨的己内酰胺项目已投产，未来有望增加公司收入。

## 关注：

- **尿素行业面临产能过剩问题，2016年价格创近年新低。**尿素行业仍处于产能过剩状态，2016年价格创历年新低；虽然2016年4季度来尿素企业减产、原材料价格大幅增长，尿素价格有所回升，但受产能过剩、农产品需求不旺、出口竞争压力加剧和政策因素影响，尿素行业整体形势仍较为严峻，预期尿素行业供需矛盾的局面短期内难以改变。
- **2016年尿素产品价格倒挂、煤炭销量下降、计提大额资产减值准备以及期间费用增加等导致公司出现大额亏损。**2016年，尿素产品价格倒挂、煤炭销量下降、计提大额资产减值准备以及期间费用增加等导致公司出现大额亏损，公司实现净亏损86,979.92万元，较上年增亏74,211.51万元。
- **煤炭下游需求疲软，公司煤炭产品销量和收入有所下降。**公司煤炭销量及产销率进一步下降，2016年煤炭销量为619.65万吨，同比下降6.56%，产销率为93.98%，同比下降5.67个百分点，库存40.48万吨，较上年增长191.85%，实现煤炭业务收入264,381.76万元，同比下降2.68%，煤炭产品销量下降、库存增加主要系下游化工化肥行业产量下降所致。
- **公司化肥化工产品价格下挫导致业务收入及毛利率均下降。**2016年公司尿素和二甲醚价格同比分别下降28.49%和5.64%，其中尿素价格倒挂，受此影响，2016年公司化肥化工业务收入和毛利率水平均下降，化肥化工业务实现收入203,319.32万元，同比下降14.88%，毛利率为-5.50%，同比下降9.44个百分点。
- **在建煤炭项目面临较大资金压力，且后续投产时间不定。**截至2016年末，公司主要煤炭建设项目计划总投资73.52亿元，尚需投资33.97亿元，存在较大的资金压力，同时，受煤炭行业去产能政策影响，公司放缓在建矿井的建设进度，投产时间存在不确定性。
- **公司有息债务继续攀升，偿债压力加大。**截至2017年3月末，公司有息债务达115.94亿元，较2015年末增长9.85%，其中本期债务30亿元本金将于2017年11月7日兑付，而2016年末及2017年3月末，公司流动指标与速动指标变现均较差，公司债务规模持续攀升，资产短期债务保障能力不足，面临债券刚性支付压力，偿债压力加大。

**主要财务指标:**

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	2,454,396.81	2,410,112.59	2,372,899.67	2,183,310.97
归属于母公司所有者权益(万元)	886,060.62	859,995.26	931,110.16	951,991.67
有息债务(万元)	1,159,404.71	1,119,932.22	1,055,419.07	943,906.30
资产负债率	60.66%	60.92%	56.43%	53.22%
流动比率	0.63	0.62	0.83	1.24
速动比率	0.53	0.55	0.74	1.15
营业收入(万元)	171,914.65	435,761.38	456,451.71	521,590.03
资产减值损失(万元)	1,218.78	39,637.30	4,330.42	28,990.93
投资收益(万元)	9,263.15	17,991.06	13,601.95	13,054.65
营业利润(万元)	27,703.20	-73,437.32	820.17	12,279.12
利润总额(万元)	27,504.03	-80,574.56	-2,679.48	9,866.70
综合毛利率	36.31%	23.52%	26.86%	30.30%
总资产回报率	-	-1.91%	0.74%	1.34%
EBITDA(万元)	-	22,403.37	68,836.63	80,114.34
EBITDA 利息保障倍数	-	0.42	1.59	1.97
经营活动现金流净额(万元)	24,792.16	7,474.14	-1,967.59	8,142.10

注: 2015年数据采用2016年期初数

资料来源: 公司2014、2016年审计报告及2017年1季度未经审计的财务报表, 鹏元整理

## 一、本期募集资金使用情况

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，已全部用于偿还公司银行贷款及补充流动资金。

## 二、发行主体概况

截止2017年4月30日，公司注册资本、控股股东及持股比例均未发生变更，注册资本仍为114,240.00万元，第一大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”），持股比例为仍为45.11%。

山西太行无烟煤发展集团有限公司和晋城市国土资源局分别持有兰花集团33.79%和22.95%的股份。公司2013年12月21日发布《关于公司控股股东国有股权划转的提示性公告》，根据晋城市人民政府《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“晋城城投”）；公司2016年12月3日发布《关于公司控股股东国有股权划转的提示性公告》，根据晋城市政府常务会议精神，原则同意将晋城市国土资源局持有的兰花集团22.95%的股权划转给晋城城投。

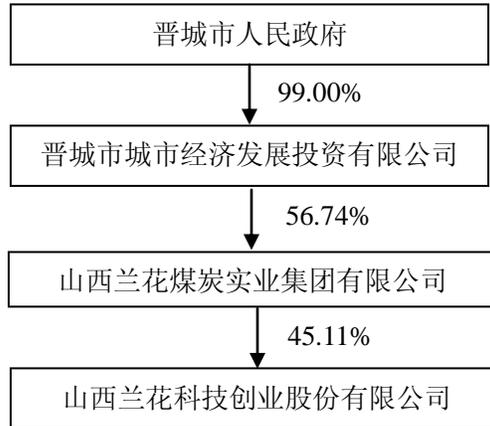
**表1 公司控股股东股权拟变更情况**

变更前	变更后
山西太行无烟煤发展集团有限公司持有兰花集团 33.79%股权，晋城市国土资源局持有公司 22.95%股权	晋城城投持有兰花集团 56.74%股权
实际控制人为晋城市国有资产监督管理委员会	实际控制人为晋城市人民政府

资料来源：公司公告，鹏元整理

若两项国有股权划转全部完成，兰花集团公司注册资本仍为100,800万元，其中晋城市城市经济发展投资有限公司出资57,193.92万元，占总股本的56.74%，为兰花集团第一大股东，公司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。根据山西省相关政策要求，上述两项国有股权划转事宜尚需山西省政府批准、尚需取得中国证监会核准豁免要约收购义务。

图2 股权划转后公司股权结构图



资料来源：公司提供

经公司2012年第一次临时股东大会审议通过，同意以现金方式收购山西兰花莒山煤矿有限公司所持有的山西兰花沁裕煤矿有限公司（以下简称“沁裕煤矿”）53.2%的股权，沁裕煤矿于2016年5月10日完成工商变更登记，纳入公司合并报表范围。

山西兰花集团芦河煤业有限公司（以下简称“芦河煤业”）原为公司控股股东兰花集团下属资源整合煤矿，为解决同业竞争，经公司2012年第一次临时股东大会审议通过，同意公司收购兰花芦河51%的股权，芦河煤业于2016年12月31日起纳入公司合并报表范围，并于2017年2月13日完成工商变更。

表1 2016年公司新纳入合并范围子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务
山西兰花沁裕煤矿有限公司	53.20%	10,000	煤矿采掘
山西兰花集团芦河煤业有限公司	51.00%	19,000	煤矿采掘

资料来源：公司2016年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，公司资产总额为2,410,112.59万元，所有者权益为941,866.16万元，资产负债率为60.92%；2016年度，公司实现营业收入435,761.38万元，利润总额-80,574.56万元，经营活动现金净流入7,474.14万元。

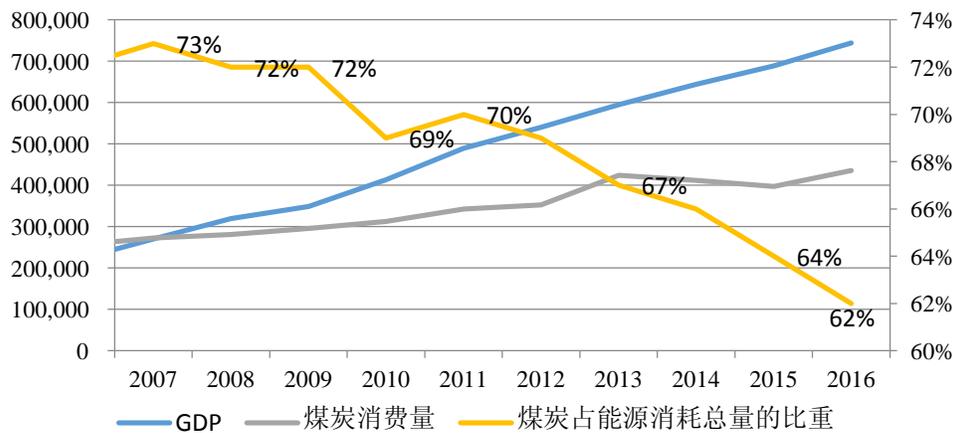
截至2017年3月31日，公司资产总额为2,454,396.81万元，所有者权益为965,534.19万元，资产负债率为60.66%；2017年1-3月，公司实现营业收入171,914.65万元，利润总额27,504.03万元，经营活动现金净流入24,792.16万元。

### 三、运营环境

煤炭在中国一次能源消费结构中仍位于主导地位，但近年来占比不断下降；随着供给侧改革政策的推进，2016年煤炭过剩产能有所化解，煤炭产量及库存均有下降

煤炭是我国最大的基础性能源，占我国化石能源资源的90%以上，近年原煤占我国能源消费总量的比重均在60%以上，远高于30%的世界煤炭平均水平。随着我国能源结构进入战略调整期，能源革命加速推进，天然气、核能和可再生能源开发利用程度不断加强，对煤炭等传统能源的替代性增强，煤炭消费占比逐年降低。国家统计局数据显示，2016年我国能源消费总量为43.6亿吨标准煤，较2015年增长1.4%，其中煤炭消费量下降4.7%，占能源消费总量的62%，较2015年下降2个百分点。根据2016年12月国家发展改革委、国家能源局发布的《煤炭工业发展“十三五”规划》，预计到2020年，煤炭消费比重下降到58%左右。

图3 近年我国GDP、煤炭消费量及原煤占能源消费总量比重情况（单位：亿元、万吨）



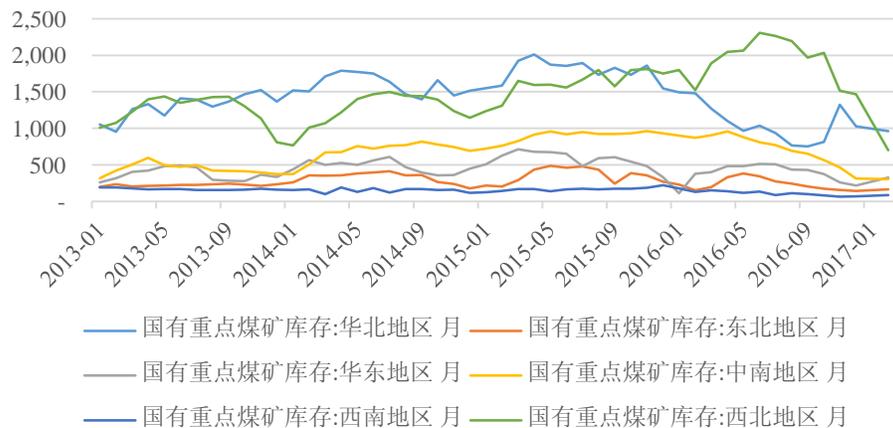
资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2016年煤炭行业固定资产投资增速继续下滑，全国煤炭开采和洗选业固定资产投资3,038亿元，同比下降24.2%。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。2016年国家规划煤炭产能退出2.5亿吨，实际执行退出2.9亿吨，化解煤炭过剩产能工作初见成效。2017年3月5日，李克强政府工作报告中指出，2017年国内煤炭产能要退出1.5亿吨以上，煤炭过剩产能化解形势仍较严峻。考虑到2016年退出的2.9亿吨产能中大部分为已经停产的矿井，预计未来化解过剩产能难度将增加。

2016年3月，国家发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》，通知规定从2016年开始，全国所有煤矿按照276个工作日重新确定生产能力，即直接将现有合规产能乘以0.84（276除以330）的系数

后取整，作为新的合规生产能力。受此政策影响，全国煤炭产量大幅下降，2016年全年原煤产量34.1亿吨，同比下降9.0%，这是自2013年原煤产量达到39.7亿吨后，连续第三年下降。同时2016年社会存煤在连续四年增加后出现下降，2016年末重点煤炭企业存煤9,300万吨，同比下降27.3%；重点发电企业存煤6,546万吨，同比下降11%；六大重点煤矿库存合计为3,238万吨，同比下降35.8%，煤炭库存情况得到明显改善。

图4 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

### 煤炭价格经历长时间的低迷重回高位，2016年行业景气度有所复苏，行业盈利情况明显好转

受益于去产能政策的不断推进，2016年以来煤炭价格大幅回升，其中环渤海动力煤价格已由年初的371元/吨最高涨至11月的607元/吨，涨幅高达63.61%，2016年末价格为593元/吨。

图5 近年环渤海动力煤价格指数变动情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2016年9月8日，国家发展改革委、能源局、煤矿安监局及煤炭工业协会召开稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨预案启动会议，预案参照环渤海动力煤价格指数，按照500元、480元、460元三个价格划分三个等级启动预案的条件。同时，国家发改委明确部分先进煤矿产能可以按照330个工作日进行生产，但应保证煤矿年度产量不突破276个工作日核定的产能。

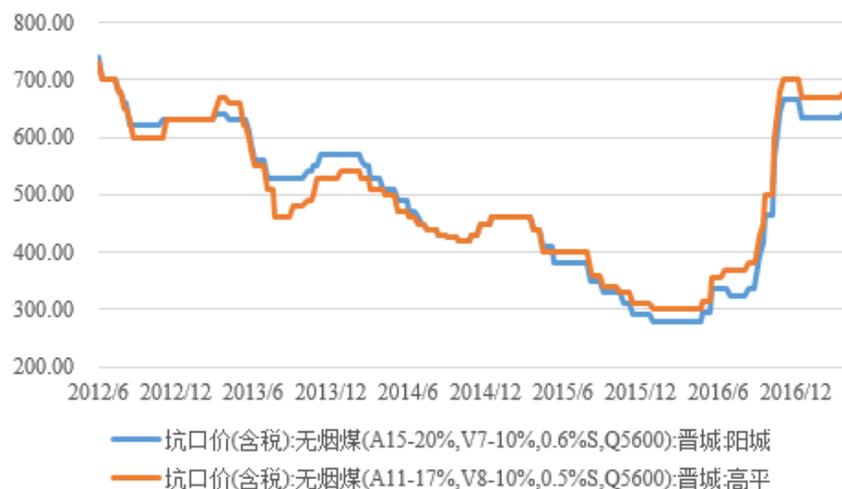
表 2 稳定煤价预案

项目	环渤海动力煤指数	响应动作	响应范围	响应停滞条件
一级响应	上涨到 500 元/吨	日均增产 50 万吨	全国 74 个煤矿	下跌至 490 元/吨
二级响应	上涨到 480 元/吨	日均增产 30 万吨	晋、陕、蒙、鲁、豫、皖、苏的 66 个煤矿	下跌至 470 元/吨
三级响应	上涨到 460 元/吨	日均增产 20 万吨	晋、陕、蒙的 53 个煤矿	下跌至 460 元/吨

资料来源：公开资料，鹏元整理

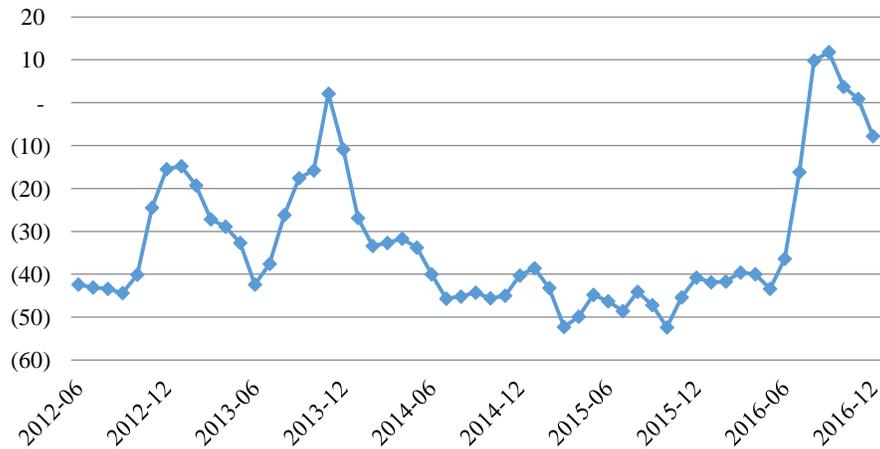
上述政策实施后，煤炭价格仍然没有停止上涨势头。2016年11月16日，国家发改委宣布：所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在2017年采暖季结束前都可按330个工作日组织生产，2016年11月份以后煤炭价格才整体维持平稳。

图 6 近年来晋城市无烟煤价格情况



晋城市无烟煤价格走势与环渤海动力煤价格变动趋势基本一致，2016年下半年无烟煤价格迅速攀升，2016年末阳城和高平无烟煤坑口价分别为635元/吨和670元/吨，同比分别增长385元/吨和370元/吨。随着各地煤炭价格的攀升，2016年6月以来煤炭市场景气指数出现大幅上扬。

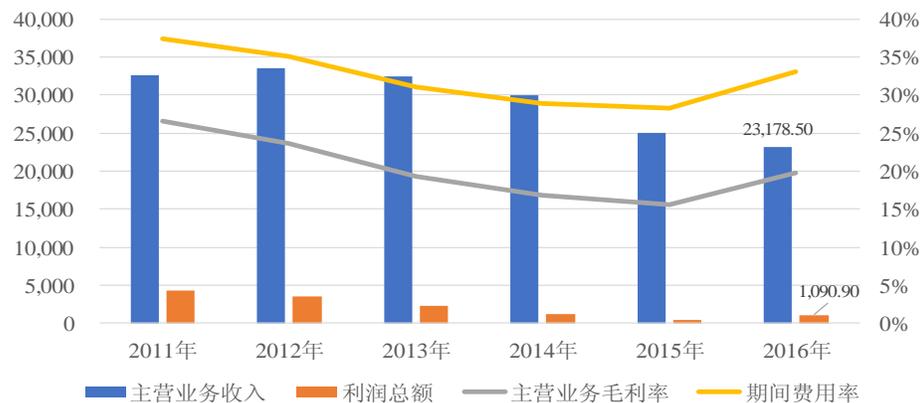
图7 近年来中国煤炭市场景气指数情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

受益于煤炭价格的上涨，煤炭企业盈利状况明显好转。2016年全国规模以上煤炭企业实现主营业务收入2.32万亿元，同比下降1.60%，实现利润总额1,090.90亿元，同比增长223.60%；主营业务毛利率为19.77%，较2015年上升了4.12个百分点。

图8 煤炭行业主营业务收入、利润总额及毛利率水平（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，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，集中度提高将成为行业的主旋律

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。

在产业结构调整，淘汰落后产能，供给侧改革等多项发展战略引导下，煤炭库存下降的同时，产业结构得到明显优化，2016年14个大型煤炭生产基地产量占全国的92.7%，大

型煤炭基地成为煤炭供应主体。全国煤矿数量由2005年的2.48万处减少至目前的9,000处左右，平均单井规模由不足10万吨/年提高到50万吨/年以上，产业集中度进一步提高。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 3 2016 年以来我国主要煤炭产业政策**

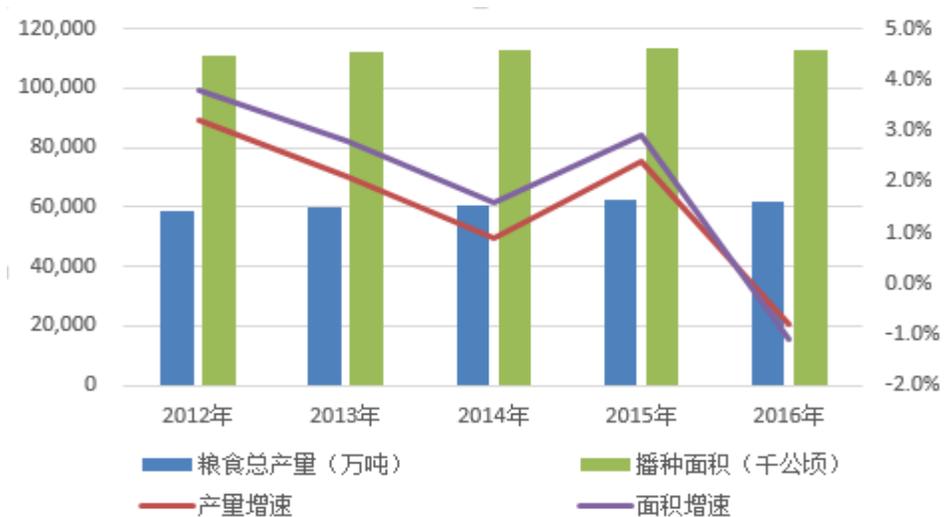
时间	主要内容	影响
2016年2月1日	国务院《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	1、从2016年起，3年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目；2、产能小于30万吨/年且发生重大及以上安全生产责任事故的煤矿，产能15万吨/年及以下且发生较大及以上安全生产责任事故的煤矿，以及采用国家明令禁止使用的采煤方法、工艺且无法实施技术改造的煤矿，要在1至3年内淘汰。从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右
2016年3月18日	中国铁路总公司《中国铁路总公司关于推进铁路供给侧改革深化现代物流建设若干措施的通知》	煤炭运价下浮20%
2016年3月21日	国家发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》	从2016年开始，全国所有煤矿按照276个工作日重新确定生产能力。
2016年9月	国家发改委、能源局、煤矿安监局及煤炭工业协会召集数十家大型煤炭企业，召开稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨预案启动工作会议	参照环渤海动力煤价格指数，按照500元、480元、460元三个价格划分三个等级启动预案的条件
2016年10月10日	国务院发布了《关于市场化银行债权转股的指导意见》	主基调是市场化，主要内容有：1、禁止将“僵尸企业”列为债转股对象；2、银行不得直接将债权转为股权，银行将债权转为股权，应通过向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现；3、银行、企业和实施机构自主协商确定债权转让、转股价格和条件；4、鼓励社会资本参与、政府不兜底；5、多元化股权转让方式。债转股的实施机构主要由金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司组成
2016年12月22日	国家发改委、国家能源局《煤炭工业发展“十三五规划”》	指出到2020年，煤炭生产开发进一步向大型煤炭基地集中，大型煤炭基地产量占95%以上，化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年左右，煤炭消费比重下降到58%左右
2017年2月	国家能源局发布《2017年能源工作指导意见》	指出2017年全国能源消费总量控制在44亿吨标准煤左右，煤炭消费比重下降到60%左右，全年力争关闭落后煤矿500处以上，退出产能5,000万吨左右
2017年3月7日	十六部门联合发布《关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》	通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘

资料来源：公开资料，鹏元整理

我国尿素市场仍处于产能过剩状态，2016年尿素价格创历史新低；受尿素企业减产、原材料价格大幅上涨影响，2016年4季度来尿素价格有所反弹，但尿素行业供需矛盾的局  
面短期内难以改变

我国尿素下游有三大销售渠道：农业需求、工业需求和出口需求。农业需求方面，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。玉米、粗粮、大豆、大米、小麦等农作物是氮肥的主要需求方。2016年全国粮食产量61,623.9万吨，同比减少0.8%，近几年首次出现下降，粮食播种面积为113,028.2千公顷，同比下降0.3%。同时，我国农业耕地过去过度的施用化肥，使许多土地PH值过低，其后果是一方面使土壤中重金属的活性增强，另一方面影响农作物的产量，今后测土施肥有望普及，不合理使用化肥的情况会减少；且我国大部分农产品的价格下行或者处于低位，影响农民用肥积极性，直接减少对尿素的需求。

图9 近年来全国粮食产量和播种面积

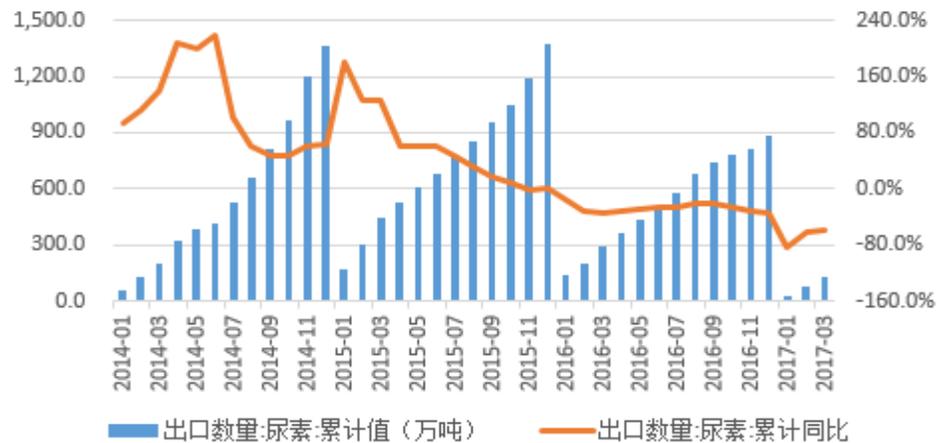


资料来源：国家统计局，鹏元整理

工业需求方面，车用尿素和增值尿素正处在较快发展阶段，各种尿素下游的新产品也在不断开发当中，但工业尿素由于需求所占比例较小，暂时难以提振尿素市场的整体需求。

尿素出口亦是其销售的主要途径，中东石油国家凭借其低成本的石油优势，也在不断规划尿素的新产能，将导致尿素的国际市场竞争日趋激烈，不利于我国尿素出口。2016年我国尿素出口885.97万吨，同比下降35.6%，海外竞争加剧导致尿素出口量急转直下。

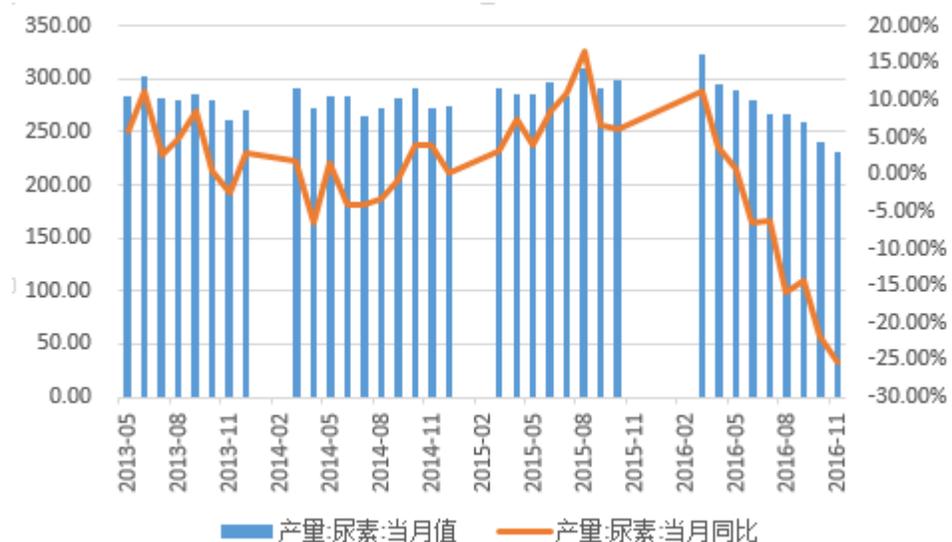
图 10 近年来全国尿素累计出口数量与累计同比增速情况



资料来源: wind 资讯, 鹏元整理

目前我国尿素市场仍面临严重的产能过剩问题, 根据中国氮肥工业协会统计, 2016年我国退出尿素产能433万吨, 尿素产能仍过剩35%左右, 未来去产能仍是行业发展的主要趋势。从生产情况来看, 2016年初, 国内尿素企业开工情况尚可, 但农业需求和出口需求低迷导致尿素市场供过于求以及尿素价格的市场性下调抑制了尿素企业的生产动力, 下半年尿素产量明显下降。据wind资讯, 2016年3-10月全国累计生产尿素2,220.30万吨, 较2015年同期下降5.32%, 且2016年下半年来, 原材料煤炭价格的上涨也加大了尿素企业成本压力, 全国尿素产量全线下滑。

表 11 近年来全国月度尿素产量情况 (单位: 万吨)

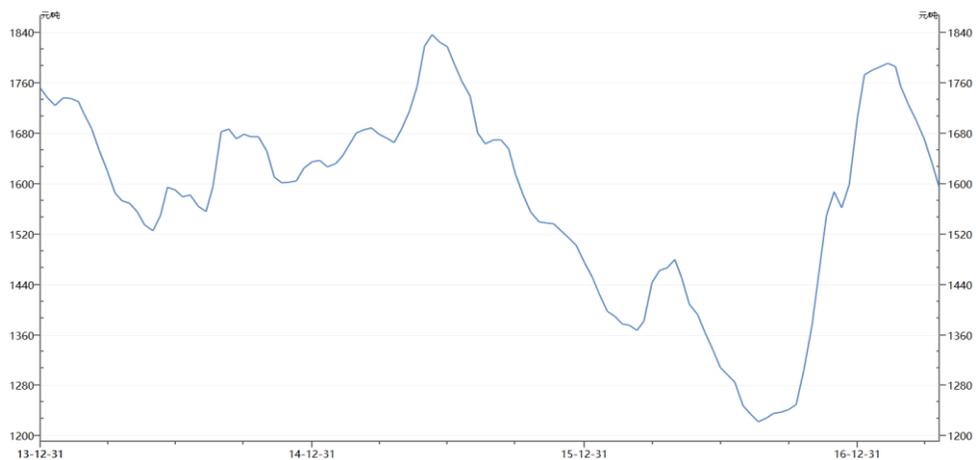


资料来源: wind 资讯, 鹏元整理

尿素产品供过于求、农业需求和出口需求疲软导致2016年前3季度尿素价格大幅下跌。据Wind资讯, 2016年8月20日尿素(小颗粒)市场价跌至1,222.50元/吨, 创近年新低。尿

素价格下挫、价格倒挂导致尿素企业盈利能力下降，不得不采取减产措施，2016年4季度尿素产量明显下滑，供过于求的局面得到一定缓解，加之煤炭价格自2016年下半年来持续上行也推动了尿素价格的回升。但2017年来尿素价格出现回落，主要系尿素价格前期涨幅过大，而农产品价格上扬空间不大，透支了尿素继续上涨的空间，且随着尿素价格上涨，尿素企业开工率提升，供给端的增加也抑制了其价格的进一步增长，2017年3月31日尿素（小颗粒）市场价为1,670.60元/吨。

图 12 近年来全国尿素（小颗粒）市场价（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

政策层面，一方面，2016年10月17日国务院发布的全国农业现代化（2016-2020年）的通知中显示，规划玉米的种植面积从2015年的5.7亿亩缩减到2020年的5亿亩，据《中国农产品供需形势分析（2016年7月）》预测，2017年度，中国玉米的播种面积将比上年度减少2,091千公顷，折合3,136.5万亩，玉米种植面积的减少，将直接减少尿素的施用量。另一方面，2016年6月，农业部会同财政部等10个部门和单位联合印发了《探索实行耕地轮作休耕制度试点方案》，农业部并于11月17日在贵州省召开了试点工作调度会，2017年预计耕地轮作休耕将会逐步推广起来，这将减少全年耕地的种植面积，从而减少对尿素等化肥的需求。此外，根据国务院关税税则委员会2016年12月发布的《2017年关税调整方案》，决定取消尿素（原80元/吨）、氯化铵（原5%）等氮肥出口关税，一定程度上将有利于尿素出口，增加国内尿素在国际市场的竞争力。

从尿素行业整体情况来看，尿素行业仍处于产能过剩状态，2016年价格创历年新低。虽然2016年4季度来尿素企业减产、原材料价格大幅增长，尿素价格有所回升，但受产能过剩、农产品需求不旺、出口竞争压力加剧和政策因素影响，尿素行业整体形势仍较为严峻，预期尿素行业供需矛盾的局面短期内难以改变。

## 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，其中煤炭产品为无烟煤、焦煤和动力煤，化肥化工产品主要为尿素、二甲醚和己内酰胺。2016年化肥化工行业需求疲软导致公司煤炭销量下降，煤炭业务实现收入264,381.76万元，同比下降2.68%，但煤炭价格2016年下半年以来逐步回升，且公司成本把控能力增强，煤炭业务毛利率水平小幅增加；市场二甲醚价格走低，尿素价格倒挂，2016年公司化肥化工业务收入和毛利率水平均有所下降。受煤炭和化肥化工业务收入下滑影响，2016年公司主营业务收入下滑5.15%至427,823.99万元，化肥化工业务盈利能力下降导致公司主营业务毛利率同比下降3.58个百分点至23.42%。

2017年1季度，随着煤炭和尿素价格回升，公司煤炭和化肥化工业务营业收入和毛利率水平明显改善，1季度实现主营业务收入167,733.53万元，较2016年同期增长132.85%，主营业务毛利率36.66%，同比提高31.64个百分点。

**表 4 2015-2017 年 1 季度公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2017 年 1-3 月		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭业务	82,737.98	58.49%	264,381.76	41.41%	271,671.20	40.71%
化肥化工	98,055.38	12.42%	203,319.32	-5.50%	238,864.76	3.95%
其他产品	10,837.98	8.44%	22,194.58	11.61%	21,215.44	6.43%
内部抵消	23,897.80	-	62,071.67	-	80,699.96	-
<b>主营业务合计</b>	<b>167,733.53</b>	<b>36.66%</b>	<b>427,823.99</b>	<b>23.42%</b>	<b>451,051.44</b>	<b>27.00%</b>
其他业务合计	4,181.12	22.49%	7,937.39	29.03%	5,400.27	15.12%
<b>合计</b>	<b>171,914.65</b>	<b>36.31%</b>	<b>435,761.38</b>	<b>23.52%</b>	<b>456,451.71</b>	<b>26.86%</b>

资料来源：公司 2016 年审计报告、2017 年 1 季度未经审计的财务报表，鹏元整理

**公司煤炭储量丰富，可采年限较长，业务持续性较好，但在建技改项目受政策影响进度缓慢，且面临较大资金压力**

公司主要的煤炭品种为无烟煤、焦煤和动力煤，无烟煤是化肥化工的原材料，焦煤多用于钢铁企业的生产，动力煤是火电的动力能源。2016年芦河煤业和沁浴煤矿纳入公司合并范围，截至2016年末，公司拥有矿井保有储量15.98亿吨，可采储量7.73亿吨，同比增长7.36%。其中，无烟煤保有储量13.23亿吨，可采储量6.69亿吨；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0.63亿吨，可采储量0.18亿吨。随着煤矿的正常开采，各生产矿井保有储量和可采储量有所下降，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，未来仍能提供较好的收益延续性。

**表 5 截至 2016 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	2016 年末保有储量	2016 年末可采储量	核定产量	可采年限
生产矿井	大阳煤矿	无烟煤	16,133.29	7,701.68	180	42.79
	唐安煤矿	无烟煤	25,759.81	10,133.84	180	56.30
	伯方煤矿	无烟煤	27,317.66	16,135.50	210	76.84
	望云煤矿	无烟煤	13,830.70	5,223.00	90	58.03
	宝欣煤业	焦煤	4,941.40	1,078.34	90	11.98
	口前煤矿	动力煤	6,410.40	2,544.10	90	28.27
基建矿井	玉溪煤矿	无烟煤	21,661.70	16,425.00	240	68.44
资源整合矿井	同宝煤矿	无烟煤	9,806.00	2,989.10	90	33.21
	百盛煤矿	无烟煤	6,018.90	2,375.68	90	26.40
	永胜煤矿	动力煤	14,749.20	6,057.40	120	50.48
	兰兴煤业	焦煤	1,332.40	763.6	60	12.73
	芦河煤业	无烟煤	7,212.00	3,086.55	90	34.30
	沁浴煤矿	无烟煤	4,600.00	2,810.24	90	31.22
<b>合计</b>			<b>159,773.46</b>	<b>77,324.03</b>	<b>1,620</b>	<b>47.73</b>

注：可采年限=可采储量/核定产能

资料来源：公司 2016 年年报

公司煤炭在建项目主要是基建技改矿井和资源整合矿井，近年煤炭行业面临去产能的政策调整，除永胜煤业在 2017 年 6 月试投产、玉溪煤矿预计在 2017 年末投产外，公司放缓其余在建矿井的建设进度，投产时间存在不确定性。跟踪期内，为保证工程建设的顺利推进，玉溪煤矿于 2016 年 3 月 3 日组织召开了第三届董事会第九次会议，同意按照山西省发改委批准的初步设计变更批复和山西煤矿安全监察局批准的安全设施设计变更批复，将其计划总投资由 2015 年末的 210,000.00 万元调整至 337,876.85 万元，其中矿井部分增加 87,343.61 万元，选煤厂二期工程增加 16,957.85 万元。截至 2016 年末，公司主要煤炭建设项目计划总投资 73.52 亿元，累计已投资 39.55 亿元，尚需投资 33.97 亿元，面临较大资金压力。

**表 6 截至 2016 年末公司主要煤炭建设项目工程进度（单位：万吨/年、万元）**

项目名称	预计产能	计划总投资	2016 年投资额	累计已投资
玉溪煤矿	240	337,876.85	66,321.62	207,067.17
兰兴煤业	60	32,466.96	0	35,654.73
永胜煤矿	120	68,082.31	8,657.92	67,588.72
同宝煤矿	90	66,767.68	646.73	20,880.65
百盛煤矿	90	61,004.78	917.98	14,710.00
望云煤矿下组煤延深工程	-	51,741.29	7,107.69	22,823.31

芦河煤业	90	63,144.90	0	11,696.97
沁浴煤矿	90	54,070.91	0	15,069.59
<b>合计</b>	<b>780</b>	<b>735,155.68</b>	<b>83,651.94</b>	<b>395,491.14</b>

注：兰兴矿目前正在开展安全设施、工程质量认证等验收工作，尚未完成竣工验收  
 资料来源：公司2016年年报，鹏元整理

**煤炭下游需求疲软，2016年公司煤炭产品销量和收入有所下降；2017年1季度，公司煤炭产、销量均有明显提升，煤炭业务收入和毛利率水平有所改善**

跟踪期内，公司口前煤矿转入生产矿井，百盛煤矿恢复生产，煤矿产能由上年的750万吨增至870万吨。根据国家和山西省煤炭主管部门要求，公司各生产矿井2016年4月起按276个工作日组织生产，2016年10月起先进产能按原产能330个工作日组织生产至冬季供暖结束。由于2016年中期生产天数下降，加之大阳煤矿和唐安煤矿两个骨干矿井工作面搬迁，2016年公司煤炭产量降至659.31万吨，产能利用率同比下降12.62个百分点至75.78%。2017年1季度，公司煤炭产量为168.01万吨，较同期增加27.11%，主要系2016年1季度公司大阳煤矿和唐安煤矿两个骨干矿井工作面搬迁减产以及2017年来煤炭市价维持高位所致。

**表 7 2015-2016 年公司主要生产矿井生产和销售情况（单位：万吨）**

项目	望云煤矿	伯方煤矿	唐安煤矿	大阳煤矿	宝欣矿业	口前煤矿	百盛煤矿	合计
2015 年	产能	90	210	180	180	90	-	<b>750</b>
	产量	67.16	198.97	185.07	179.38	32.42	-	<b>663.00</b>
	销量	65.94	199.95	179.29	184.97	30.53	-	<b>663.17</b>
	产能利用率	74.62%	94.75%	102.82%	99.66%	36.02%	-	<b>88.40%</b>
	产销率	98.18%	100.49%	96.88%	103.12%	94.17%	-	<b>99.65%</b>
2016 年	产能	90	210	180	180	90	90	<b>870</b>
	产量	59.66	200.16	172.07	156.06	44.93	5.18	<b>659.31</b>
	销量	59.83	184.32	162.7	144.17	46.08	4.81	<b>619.65</b>
	产能利用率	66.29%	95.31%	95.59%	86.70%	49.92%	5.76%	<b>75.78%</b>
	产销率	100.28%	92.09%	94.55%	92.38%	102.56%	92.86%	<b>93.98%</b>

注：2015年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2015-2016年年报，鹏元整理

2016年公司煤炭销量及产销率进一步下降，煤炭销量为619.65万吨，同比下降6.56%，产销率为93.98%，同比下降5.67个百分点，库存40.48万吨，较上年增长191.85%，煤炭产品销量下降、库存增加主要系下游化工化肥行业产量下降所致。2017年1季度，下游尿素价格相对较高，尿素企业开工率亦有所提高，对煤炭原材料的需求增加，公司煤炭销量有所回升，当期销量145.42万吨，较上年同期增长70.98%；煤炭业务实现收入82,737.98万元，

较上年同期增长188.87%，毛利率为58.49%，同比提高33.39个百分点。

尽管2016年下半年来，煤炭价格保持增长，但上半年价格处于低位，2016年公司煤炭平均销售单价（不含税）与上年平均售价相比变化不大，为393.34元/吨。2017年1季度，煤炭价格维持高位，公司煤炭平均销售单价同比增长85.28%至568.96元/吨。从煤炭生产成本的构成来看，2016年煤炭业务总生产成本同比下降4.98%，原材料、人工和其他成本占总成本的比重分别为12.84%、52.19%和31.23%，其中人工成本占主导地位。2016年公司主要矿井运营平稳，用于维修和更替相关设备的原材料成本有所下降；公司延续加强成本控制的策略，2016年各阶层职工薪酬均有所降低，人工费用同比下降13.07%；跟踪期内，由于口前煤矿的投产和百盛煤矿的复产，公司摊提折旧成本同比增长13.07%。毛利率方面，公司煤炭平均售价基本稳定，且成本管控方面取得一定成效，煤炭产品的单位毛利有所上升，2016年公司煤炭毛利率为41.41%，同比增长0.70个百分点。

**表 8 2015-2016 年公司煤炭业务生产成本构成情况（单位：万元）**

项目	2016年	占总成本比例	2015年	占总成本比例	同比变动
原材料	17,386.10	12.84%	21,706.56	15.23%	-19.90%
职工薪酬	70,653.71	52.19%	81,273.02	57.04%	-13.07%
摊提折旧	42,283.73	31.23%	37,396.30	26.25%	13.07%
其他成本	5,066.02	3.74%	2,103.15	1.48%	140.88%
<b>合计</b>	<b>135,389.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>142,479.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>-4.98%</b>

资料来源：公司2016年年报，鹏元整理

总体来看，2016年下半年来煤炭价格短期趋于增长，且公司控制生产成本，煤炭业务毛利率水平小幅增加，但受安全生产天数调整和尿素市场需求下降影响，公司煤炭业务产量和销量均有所下滑；2017年1季度，尿素企业开工率提高，对煤炭需求提高，当期煤炭产、销量有明显提升，煤炭业务收入和毛利率水平有所改善。

**2016年尿素价格下挫，公司尿素产品价格倒挂，化肥化工业务经营亏损；2017年1季度，尿素、二甲醚价格处于相对高位，且新投产己内酰胺项目未来收益较好，公司化肥化工业务扭亏为盈**

受市场供过于求影响，2016年公司尿素平均售价1,058.59元/吨，同比下降28.49%，二甲醚平均售价2,308.97元/吨同比下降5.64%。成本方面，公司前期储备的煤炭原材料价格较低且采取员工降薪措施，生产成本随之下降，尿素和二甲醚的单位生产成本分别下降12.09%和11.34%。尿素产品售价较成本跌幅较大，价格出现倒挂现象，二甲醚售价降幅小，扭亏为盈。由于尿素产品在公司化肥化工产品中占比较大，其售价下降以及价格倒挂制约了公司化肥化工业务的盈利能力，2016年公司化肥化工业务毛利率为-5.50%，同比下降9.44

个百分点。2017年1季度，由于尿素和二甲醚价格处于相对高位，化肥化工盈利能力较好，二者分别实现毛利2,322万元和2,760万元，加之新投产的己内酰胺项目1季度新增毛利7,256万元，公司化肥化工业务盈利能力较去年同期明显改善，2017年1季度化肥化工业务毛利率为12.42%，较去年同期提高22.93个百分点。

**表9 公司尿素和二甲醚产品价格和成本情况**

项目		2017年3月	2016年	2015年
尿素	单位销售价格（元/吨）	1,427.03	1,058.59	1,480.28
	单位生产成本（元/吨）	1,380.18	1,191.75	1,355.69
	单位毛利（元/吨）	46.85	-133.16	124.59
二甲醚	单位销售价格（元/吨）	3,261.53	2,368.61	2,510.16
	单位生产成本（元/吨）	2,826.04	2,308.97	2,604.36
	单位毛利（元/吨）	435.49	59.64	-94.20

资料来源：公司2016年年报和2017年公司1季度报告，鹏元整理

受尿素价格倒挂导致生产亏损影响，2016年公司控制尿素产量，当年尿素产量同比下降4.17%至119.87万吨；2016年尿素销量121.39万吨，同比增长2.21%，2016年末公司尿素产品库存7.66万吨，同比下降9.18%，主要系尿素产品价格处于低位导致市场需求小幅反弹所致。2017年1季度，公司尿素产量和销量分别为27.63万吨和26.52万吨，较上年同期相比，产销基本达平衡状态，而销量由于2017年1季度尿素价格向下回调出现小幅增长，同比增长4.62%。

作为清洁能源，公司二甲醚产销情况较好，2016年产量25.52万吨，销量24.84万吨，分别同比增长29.61%和25.96%，2017年1季度产、销量较上年同比也均有不同程度的增长。

公司产能为10万吨的己内酰胺一期工程已于2017年初投产，可生产液态己内酰胺和固态己内酰胺，主要客户是纺织类企业。2017年1季度，公司已内酰胺产量2.3万吨，销量1.85万吨，实现销售收入27,956万元，毛利7,256万元。公司已内酰胺平均售价为15,111.35元/吨，据Wind资讯，2017年2月己内酰胺国内月平均市场价18,800元/吨，较2015年末增长50.4%，若产品价格保持上涨，将提升公司已内酰胺产品的收益能力。

**表10 公司尿素和二甲醚产销情况（单位：万吨）**

项目		2017年1-3月	2016年1-3月	同比增减	2016年	2015年	同比增减
尿素	产量（万吨）	27.63	31.46	-12.17%	119.87	125.08	-4.17%
	销量（万吨）	26.52	25.35	4.62%	121.39	118.76	2.21%
	库存（万吨）	-	-	-	7.66	9.18	-16.56%
二甲醚	产量（万吨）	7.12	6.07	17.30%	25.52	19.69	29.61%
	销量（万吨）	6.51	6.2	5.00%	24.84	19.72	25.96%

库存(万吨)	-	-	-	0.99	0.31	219.35%
--------	---	---	---	------	------	---------

资料来源：公司2016年年报和2017年公司1季度报告，鹏元整理

公司重要的煤化工建设项目煤化工二期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。公司调整了煤化工发展思路，由传统煤化工向现代煤化工转型，该项目暂缓建设。

总体来看，2016年公司二甲醚虽扭亏，但生产规模相对较大的尿素价格倒挂仍导致当年公司化肥化工业务收入及毛利率均有所下降。2017年1季度，公司尿素和二甲醚价格处于相对高位，且新投产己内酰胺项目未来收益较好，化肥化工业务扭亏为盈。

#### 跟踪期内，公司主要客户变化不大，但客户集中度提高

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。跟踪期内，公司主要客户湖北宜化集团有限责任公司、江苏润禾农资有限公司和晋城市胡杨农业生产资料有限公司仍为公司前五大客户，主要客户变化不大。

从下游客户收入结构来看，2016年公司前五大客户营业收入为11.18亿元，占全年营业收入的比重为25.65%，较2015年增长5.68个百分点，客户集中度有所提高，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煤炭销售低迷，未来销售稳定性有待观察。

**表11 2015-2016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
2016年	湖北宜化集团有限责任公司	50,430.48	11.57%
	安泽县佳润鑫成煤业有限公司	19,120.38	4.39%
	江苏润禾农资有限公司	19,034.16	4.37%
	晋城市胡杨农业生产资料有限公司	11,978.43	2.75%
	洛阳浩淦商贸有限公司	11,206.83	2.57%
	<b>合计</b>	<b>111,770.27</b>	<b>25.65%</b>
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%
	湖北双环科技股份有限公司	13,362.50	2.93%
	<b>合计</b>	<b>91,171.80</b>	<b>19.97%</b>

资料来源：公司2015-2016年年报，鹏元整理

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。2016年公司其他产品收入为22,194.58万元，同比增长4.62%，毛利率为11.61%，同比增长5.18个百分点。

### 其他重要事项

公司于2017年1月3日收到中国证监会山西监管局（以下简称“山西证监局”）下发的《关于对山西兰花科技创业股份有限公司采取责令改正措施的决定》（【2016】22号），经山西证监局现场检查，发现公司存在信息披露不及时和决策程序滞后问题，山西证监局对公司采取责令改正的监管措施，并计入证券期货市场诚信档案。

## 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信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年、2016年审计报告以及未经审计的2017年1季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。跟踪期内，沁浴煤矿和芦河煤业的股权收购完成工商变更登记，分别于2016年5月10日和2016年12月31日起开始纳入合并报表范围，以下分析中2015年数据采用2016年审计报告期初数。

2016年8月26日，公司召开董事会通过了《关于调整整合煤矿采矿权摊销方法的议案》，对整合煤矿采矿权资产摊销方法进行修改。公司整合煤矿采矿权摊销方法由原平均年限法变更为产量法，年摊销额=采矿权价款总额/可采储量\*（当年产量\*储量备用系数）。此次会计估计变更采用未来适用法，于2016年4月1日执行，对公司2016年度合并财务报表项目影响如表12所示。

**表12 会计估计变更对公司2016年各报表项目影响情况（单位：万元）**

项目	变更前金额	变更后金额	变更影响金额
资产合计	2,406,426.86	2,410,112.59	3,685.73
无形资产	613,403.71	617,089.44	3,685.73
归属于母公司股东权益合计	857,316.15	859,995.26	2,679.11
未分配利润	523,439.39	526,118.50	2,679.11
少数股东权益	80,864.29	81,870.91	1,006.62
归属于母公司股东的净利润	-68,683.33	-66,004.22	2,679.11
少数股东损益	-21,982.32	-20,975.70	1,006.62
营业成本	336,952.43	333,266.71	-3,685.73

资料来源：公司提供

## 资产结构与质量

### 公司资产以非流动资产为主，资产质量及流动性一般

跟踪期内，公司按照有保有压的原则加快玉溪煤矿、己内酰胺等重点项目建设，资产规模有所增加。截至2016年末，公司资产总额241.01亿元，同比增长1.57%，其中非流动资产192.59亿元，占比79.91%，占比较上年提高1.89个百分点。截至2017年3月末，公司资产总额245.44亿元，其中非流动资产占比79.59%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、预付款项、存货和其他流动资产。截至2016年公司货币资金为191,596.20万元，同比减少10.19%，主要系在建工程投入所致，其中其他货币资金48,558.95万元使用受限，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，2017年3月末，公司货币资金207,302.76万元，较2016年末增长8.20%，系公司经营活动现金流好转所致。公司业务多以票据结算，2016年末应收票据148,634.22万元，2017年3月末公司应收票据下降至109,862.12万元主要系应收票据到期兑付所致。预付款项主要系预付工程及设备款，2016年随着玉溪煤矿、口前煤矿、己内酰胺等项目的建设，预付款项转入在建工程而有所下降。截至2016年末，公司存货账面价值55,655.16万元，主要包括原材料25,511.23万元和库存商品27,781.92万元，2016年公司煤炭销量下降导致期末存货同比增长8.00%；2017年1季度，公司煤炭、尿素和二甲醚产品销量和价格较2016年同期均有不同程度的增加，因而公司对应加大了产品的生产力度，2017年3月末，公司存货规模增加至77,336.80万元，较2016年末增长38.96%，考虑到2017年来煤炭和尿素市场价格略有波动，需关注公司存货跌价风险。其他流动资产主要是待抵扣增值税，受公司亏损加剧以及待抵扣进项增值税增加影响，2016年末公司待抵扣增值税账面价值进一步增至38,160.56万元。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	207,302.76	8.45%	191,596.20	7.95%	213,346.61	8.99%
应收票据	109,862.12	4.48%	148,634.22	6.17%	145,748.25	6.14%
预付款项	36,034.40	1.47%	23,326.86	0.97%	44,656.33	1.88%
存货	77,336.80	3.15%	55,655.16	2.31%	51,533.50	2.17%
其他流动资产	38,360.35	1.56%	38,206.34	1.59%	27,792.78	1.17%
<b>流动资产合计</b>	<b>500,873.22</b>	<b>20.41%</b>	<b>484,259.37</b>	<b>20.09%</b>	<b>521,736.15</b>	<b>21.99%</b>
长期股权投资	110,015.01	4.48%	100,145.06	4.16%	92,347.16	3.89%
固定资产	706,648.80	28.79%	487,615.15	20.23%	453,976.63	19.13%

在建工程	495,904.47	20.20%	693,591.61	28.78%	625,604.46	26.36%
无形资产	614,682.23	25.04%	617,089.44	25.60%	646,760.93	27.26%
商誉	2,455.03	0.10%	2,455.03	0.10%	15,875.36	0.67%
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,953,523.58</b>	<b>79.59%</b>	<b>1,925,853.22</b>	<b>79.91%</b>	<b>1,851,163.51</b>	<b>78.01%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,454,396.81</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,410,112.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,372,899.67</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 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 and 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%，大宁能源经营效益较好，2016年公司权益法确认其投资收益17,990.16万元，获现金股利12,519.99万元。公司固定资产主要包括生产矿井和相关机器设备等，2016年和2017年1季度，公司口前煤矿和己内酰胺一期工程分别转入固定资产，2017年1月末公司固定资产增至706,648.80万元；此外，截至2016年末公司尚有63,763.32亿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，2016年公司主要推进己内酰胺项目和与玉溪煤矿建设，当年口前煤矿由于建设完毕转入固定资产；2017年1季度己内酰胺项目转入固定资产并投产，2017年3月在建工程账面价值降至495,904.47万元。2016年口前煤矿计提采矿权和商誉资产减值准备3.34亿元，永胜煤业、兰兴煤业等计提商誉减值准备1,931.83万元，公司无形资产和商誉账面价值有所下降，截至2016年末公司无形资产中采矿权价款账面价值543,316.51万元，由于2016年公司计提了口前煤矿计提采矿权和商誉资产减值准备3.34亿元，永胜煤业、兰兴煤业等矿井计提商誉减值准备1,931.83万，未来需关注公司其他采矿权资产的减值风险。

总体来看，公司资产有所增加，但仍以生产矿井、在建煤炭、化工项目和采矿权价款等非流动资产为主，2016年末固定资产、在建工程和无形资产占公司总资产的比重合计为74.61%，资产质量及流动性一般。

## 资产运营效率

### 公司净营业周期有所下降，收入下降导致资产运营效率下降

由于公司产品结算以票据为主，因此应收账款规模较低导致其周转天数较少。与2014年末相比，2016年公司应收票据规模受收入下滑影响降幅较大，应收票据周转天数减少17.28天至121.60天。跟踪期内，公司煤炭销量下降，库存有所增加，存货周转天数增至57.89天。公司煤矿技改的建设款项尚未结算，应付账款有所增加，应付账款周转天数相应延长。受益于应付账款支付周期的延长和应收票据周转天数的减少，公司净营业周期进一步降低至57.28天。

2016年，由于公司预付账款和玉溪煤矿、己内酰胺项目以及口前煤矿建设资金投入结转至在建工程和固定资产，流动资产账面价值和周转天数有所下降。口前煤矿转入固定资产，导致固定资产规模增加，加之收入下降，固定资产周转天数增加55.63天至388.94天。整体来看，受收入规模下降影响，2016年公司总资产周转天数增至1,975.72天，整体资产运营效率下降。

**表 14 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2016年	2015年
应收账款周转天数	8.12	7.04
应收票据周转天数	121.60	138.88
存货周转天数	57.89	55.58
应付账款周转天数	130.33	107.39
<b>净营业周期</b>	<b>57.28</b>	<b>94.12</b>
流动资产周转天数	415.55	474.87
固定资产周转天数	388.94	333.31
<b>总资产周转天数</b>	<b>1,975.72</b>	<b>1,796.72</b>

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

2016年，尿素产品价格倒挂、煤炭销量下降、计提大额资产减值准备以及期间费用增加等导致公司出现大额亏损，2017年1季度随着煤炭和尿素价格回升及己内酰胺一期项目投产，公司收入及盈利水平有所好转

受煤炭销量下降及尿素价格降幅较大影响，2016年公司收入规模有所下降，当年营业收入同比下降4.53%至435,761.38万元。毛利率方面，虽然煤炭价格回升及成本控制等因素使得2016年煤炭业务毛利率同比增长0.70个百分点至41.41%；但尿素产品价格倒挂则导致2016年化肥化工业务毛利率下降9.44个百分点至-5.50%；整体来看，2016年公司综合毛利率也降至23.52%。

**表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2017年3月	2016年	2015年
营业收入	171,914.65	435,761.38	456,451.71
资产减值损失	1,218.78	39,637.30	4,330.42
投资收益	9,263.15	17,991.06	13,601.95
营业利润	27,703.20	-73,437.32	820.17
营业外支出	1,365.39	11,027.14	7,133.75

利润总额	27,504.03	-80,574.56	-2,679.48
净利润	20,044.23	-86,979.92	-12,768.41
综合毛利率	36.31%	23.52%	26.86%
期间费用率	20.05%	29.71%	23.73%
总资产回报率	-	-1.91%	0.74%

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

非经营损益方面，公司投资收益主要来源于参股公司大宁能源，2016年投资收益17,991.06万元，其中公司获得现金股利分红12,519.99万元，近年大宁能源盈利性较好，且连年分红，给公司带来了较好的投资收益。根据企业会计准则，2016年公司口前煤矿计提采矿权和商誉资产减值准备3.34亿元，永胜煤业、兰兴煤业等矿井计提商誉减值准备1,931.83万，当年资产减值损失达39,637.30万元。期间费用方面，2016年公司管理费用为80,494.93万元，主要系公司员工的薪酬支出，芦河煤业和沁裕煤矿并表后，职工薪酬增加导致公司管理费用小幅增长，2016年公司财务费用32,287.31万元，同比增长90.10%，主要系公司芦河煤业、沁裕煤矿等整合矿井停缓建，利息支出停止资本化所致，管理费用和财务费用的增长导致公司期间费用率增至29.71%，对公司营业利润的侵蚀进一步加重。

收入和毛利率水平下降、资产减值损失增加以及期间费用的增长叠加影响导致公司2016年大额亏损，2016年公司营业利润亏损73,417.32万元。公司控股子公司山西兰花焦煤有限公司（以下简称“兰花焦煤”）根据山西省煤矿企业兼并重组的有关政策要求，整合重组原山西蒲县沙坪子煤业有限公司（以下简称“沙坪子煤业”）过程中，于2011年与沙坪子煤业签署了《资产转让协议》、《采矿权转让资源价款返还补偿协议》、《沙坪子煤矿前期投资补偿协议》、《资产转让补充协议》等协议，上述协议交易价款总计8,810.41万元。整合期间，兰花焦煤公司已履行了上述前三项协议，累计支付5,838.13万元。因对《资产转让补充协议》发生争议，原告将兰花焦煤公司起诉至临汾市中院，请求临汾市中院判令兰花焦煤公司支付剩余款项约3,000万元，并赔偿因延迟支付收购价款给原告造成的损失，承担本案诉讼费，2016年12月公司支付赔偿款3,461.18万元。此外，2014年1月关停的山西兰花科技创业股份有限公司化肥分公司2016年关停停工损失4,503.68万元，主要系化肥分公司职工工资保险支出。诉讼赔偿和停工损失加剧了公司的亏损，2016年利润总额亏损86,979.92万元，较上年增亏74,211.51万元。

2017年1季度，公司营业收入和毛利率均有较大提升，其中当期实现营业收入171,914.65万元，较2016年同期增加127.86%，主要系煤炭、尿素等产品价格处于相对高位、销量略有增长以及己内酰胺项目投产所致；加之公司毛利率水平也增加至36.31%，期间费用率降至20.05%，2017年1-3月公司实现营业利润27,703.20万元，净利润20,044.23万元。

总体上看，2016年下半年来，煤炭价格触底反弹，有利于提升公司收入水平；但下游尿素市场产能过剩的局面尚未改变，对尿素价格仍形成一定打压，尿素价格倒挂迫使尿素企业减产，尿素产量下降，对煤炭销售途径亦有较大影响，因此尿素的价格走势和煤炭的销售情况将在很大程度上决定公司未来的收入水平。

## 现金流

**公司经营活动现金流有所改善，但在建项目面临较大资金压力，未来仍需依赖筹资活动**

2016年公司亏损加剧，经非付现费用和非经营损益调整后，公司FFO同比仍下降29.25%至41,948.99万元，主营业务现金生成能力下降。2016年公司存货和应收票据增加，经营性应付款项有所减少，导致营运资本增加34,474.86万元。整体而言，公司营运资本占用增加幅度较去年有所改善，主营业务生成的现金得以覆盖增加的营运资本，2016年经营活动现金净流入7,474.14万元，经营性现金较上年有所好转。2017年1季度，公司收入和利润水平显著增长，经营性现金流进一步好转，当期现金净流入24,792.16万元。

2016年公司投资活动现金流入13,944.02万元，主要是大宁能源的现金股利分红。公司投资活动现金流出主要用于煤炭技改整合项目的建设。截至2016年末，公司在建煤矿项目尚需投资33.97亿元，未来存在一定投资现金支出需求。

2016年，公司取得借款收到的现金413,417.25万元，较上年变化不大；新增融资租赁款以及收回到期存单取得现金36,400.00万元。2016年公司偿还债务支付现金312,680.40万元，支付融资租赁款30,856.47万元，定期存单质押贷款7,000.00万元，当年筹资活动现金净流入40,314.30万元。

总体来看，公司经营性现金流有所好转，投资性现金流主要用于在建煤炭技改项目建设，筹资活动持续正常流入。截至2016年末，公司账面流动性较强的资金有191,596.20万元，应收票据148,634.22万元，但公司短期有息债务和本期债券合计达743,443.73万元，在建煤矿项目尚需投资33.97亿元，此外合计111.99亿元的有息债务给公司带来较大的利息支出。为保障正常的生产经营、债务偿付和在建项目的顺利推进，公司将面临较大资金压力，未来仍将依赖于外部融资。

**表 16 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2016年	2015年
净利润	-86,979.92	-12,768.41
非付现费用	107,675.98	56,357.81

非经营损益	21,252.93	15,698.47
<b>FFO</b>	<b>41,948.99</b>	<b>59,287.87</b>
营运资本变化	-34,474.86	-61,386.80
其中：存货减少（减：增加）	-7,721.54	2,202.46
经营性应收项目的减少（减：增加）	-4,642.84	21,950.75
经营性应付项目的增加（减：减少）	-22,110.48	-85,540.01
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>7,474.14</b>	<b>-1,967.59</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-71,174.80</b>	<b>-60,522.55</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>40,314.30</b>	<b>20,699.69</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-23,386.36</b>	<b>-41,790.46</b>

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务持续攀升，偿债压力加重

跟踪期内，受融资规模扩大影响，公司负债规模保持增长，2016年末公司负债总额1,468,246.42万元，其中流动债占比52.84%，2017年3月末公司负债总额进一步增至1,488,862.61万元，其中流动负债占比53.79%。受经营亏损影响，2016年末公司所有者权益下降至941,866.16万元，导致期末产权比率提高26.39个百分点至155.89%，所有者权益对负债的保障程度有所下降。2017年1季度扭亏为盈使得2017年3月末公司所有者权益增加至965,534.19万元，使得产权比率有所下降，但所有者权益对负债的保障程度仍较低。

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年
<b>负债合计</b>	<b>1,488,862.61</b>	<b>1,468,246.42</b>	<b>1,338,951.65</b>
其中：流动负债	800,864.14	775,878.23	631,762.52
非流动负债	687,998.48	692,368.19	707,189.14
<b>所有者权益合计</b>	<b>965,534.19</b>	<b>941,866.16</b>	<b>1,033,948.01</b>
<b>产权比率</b>	<b>154.20%</b>	<b>155.89%</b>	<b>129.50%</b>

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 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、应付票据、应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。公司2016年末短期借款账面余额249,730.00万元，较年初增长14.04%，短期借款包含6,730.00万元质押借款、20,000.00万元保证借款和223,000.00万元信用借款。公司应付票据主要是银行承兑汇票和信用证，2016年末账面余额24,491.82万元，2017年1季度公司票据融资规模增加，应付票据增至45,072.59万元。应付账款主要是应付工程与设备款，跟踪期内在建煤炭矿井和己内酰胺项目投入较大，相关工程暂未结算，2016

年末应付账款较年初增长34.14%至138,244.57万元。2016年下半年煤炭市场回暖，下游客户通过预付部分煤炭采购款以应对煤炭价格上涨预期，公司预收账款大幅增加，2016年末增至51,346.19万元。其他应付款主要是资源收购价款、借款以及往来款，其中借款金额为46,858.05万元，主要系芦河煤业和沁浴煤矿的借款，2017年1季度，该借款已偿还，其他应付款降至65,203.21万元。随着长期借款及长期应付款即将到期，2016年末公司一年内到期的非流动负债增长至169,221.91万元，其中包括一年内到期的长期借款96,304.80万元和一年内到期的长期应付款72,917.10万元。

**表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	293,710.00	19.73%	249,730.00	17.01%	218,982.13	16.35%
应付票据	45,072.59	3.03%	24,491.82	1.67%	18,184.64	1.36%
应付账款	157,664.18	10.59%	138,244.57	9.42%	103,063.28	7.70%
预收款项	51,455.77	3.46%	51,346.19	3.50%	20,571.43	1.54%
其他应付款	65,203.21	4.38%	110,885.06	7.55%	114,241.56	8.53%
一年内到期的非流动负债	148,371.95	9.97%	169,221.91	11.53%	126,914.64	9.48%
<b>流动负债合计</b>	<b>800,864.14</b>	<b>53.79%</b>	<b>775,878.23</b>	<b>52.84%</b>	<b>631,762.52</b>	<b>47.18%</b>
长期借款	270,843.86	18.19%	271,153.86	18.47%	260,568.66	19.46%
应付债券	305,552.31	20.52%	301,633.20	20.54%	301,027.63	22.48%
长期应付款	95,854.00	6.44%	103,701.43	7.06%	129,741.37	9.69%
<b>非流动负债合计</b>	<b>687,998.48</b>	<b>46.21%</b>	<b>692,368.19</b>	<b>47.16%</b>	<b>707,189.14</b>	<b>52.82%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,488,862.61</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,468,246.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,338,951.65</b>	<b>100.00%</b>
<b>其中：有息债务</b>	<b>1,159,404.71</b>	<b>77.87%</b>	<b>1,119,932.22</b>	<b>76.28%</b>	<b>1,055,419.07</b>	<b>78.82%</b>

资料来源：公司2016年审计报告及未经审计的2017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年末，公司长期借款为271,153.86万元，同比增长4.06%，包括公司为子公司提供的保证借款230,770.00万元和信用借款40,383.86万元，公司长期借款的利率区间为4.90%-8.00%。应付债券即本金30亿元的本期债券，将于2017年11月7日到期。公司长期应付款主要是应付国土部门的生产矿井、整合矿井的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，公司长期应付款有所下降。

有息债务方面，截至2017年3月，公司有息债务总额115.94亿元，较2015年末增长9.85%，其中短期有息债务和本期债务合计74.34亿元，占比64.11%。从公司各项偿债指标来看，负债规模扩大导致资产负债率提高，2017年3月末公司资产负债率为60.66%，较2015年末提高6.69个百分点。流动资产减少和流动负债增加导致公司流动比率和速动比率均有所下降

滑，短期偿债能力指标表现较弱且进一步下降。受利润大幅下降影响，2016年公司EBITDA仅为22,403.37万元，EBITDA利息保障倍数降至0.42，有息债务与EBITDA的比值提高至49.99，EBITDA对有息债务本息的覆盖程度下降。整体来看，公司有息债务持续攀升，加之各项偿债能力指标弱化，未来偿债压力加大，此外，2017年3月末公司短期有息债务及本期债券合计74.34亿元，短期偿债压力较大。

**表 19 公司偿债能力指标**

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	60.66%	60.92%	53.97%
流动比率	0.63	0.62	1.04
速动比率	0.53	0.55	0.95
EBITDA（万元）	-	22,403.37	68,641.53
EBITDA 利息保障倍数	-	0.42	1.59
有息债务/EBITDA	-	49.99	15.33

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

## 六、或有事项分析

公司涉及诉讼主要系与工程相关的纠纷，涉及金额不大。截至2016年末，公司涉及的未决诉讼如下：

1、公司所属子公司山西蒲县兰花兰兴煤业有限公司（以下简称“兰兴煤业”）欠山东天晟煤矿装备有限公司货款507.50万元，根据山东省淄博市淄川人民法院《民事判决书》【（2015）川商初字第1304-1号】，兰兴煤业公司的5个银行存款账户被冻结，截至2016年12月31日银行存款被冻结金额为27.22万元。

2、河南金达建筑工程有限公司诉公司所属子公司山西古县兰花宝欣煤业有限公司（以下简称“宝欣煤业”）支付工程款，根据山西省古县人民法院《民事判决书》【（2015）古民初字第208号】，宝欣煤业公司应支付工程款64.64万元，宝欣煤业公司两个银行账户被冻结，截至2016年12月31日银行存款被冻结金额为30.57万元。

3、子公司山西兰花科创玉溪煤矿有限公司（以下简称“玉溪煤矿”）与中煤第五建设有限公司因建设工程施工合同纠纷互向法院起诉及上诉，山西省晋城市中级人民法院民事判决书(晋市法民初字第51号)，判决中煤第五建设有限公司于本判决生效后，支付违约金850.79万元。中煤第五建设有限公司不服，向山西省高级人民法院起诉，要求玉溪煤矿支付其补偿费用195.28万元，该案件正在山西省高院的二审程序中。

4、王海军、王海莲诉子公司山西兰花科技创业股份有限公司伯方煤矿分公司及山西

潞业电力工程有限公司电力线路架设对其造成侵害，根据高平市人民法院民事判决书（2016晋0581民109号），判决公司及山西潞业电力工程有限公司将跨越被告房屋上空的电力线路予以拆除。公司已上诉至晋城市中级人民法院，至报告日，该案件正在审理当中。

5、子公司山西朔州山阴兰花口前煤业有限公司（以下简称“口前煤矿”）涉及的诉讼

（1）公司口前煤矿欠兖矿集团大陆机械有限公司设备款95.00万元，根据山东省济宁市兖州区人民法院《民事判决书》【（2016）鲁0812民初1017号】，口前煤矿交通银行晋城分行红星街支行和山阴县农村信用联社账号被冻结，截至2016年12月31日，被冻结金额分别为0.61万元和2.02万元。

（2）公司欠泛亚电缆集团有限公司货款24.32万元，根据江苏省宜兴市人民法院《民事判决书》【（2016）苏0282民初2944号】，口前煤矿兴业银行账号被冻结，截至2016年12月31日，被冻结金额为7.80万元。截至2016年12月31日，被冻结金额合计为10.43万元，该等账户仍被冻结当中。

## 七、评级结论

跟踪期内公司煤炭资源储量丰富，能为煤炭业务未来发展提供较好保障；2017年1季度，公司主营业务盈利能力显著提高；口前煤矿与己内酰胺项目的投产有助于增加公司收入。同时也关注到，尿素行业面临产能过剩问题，2016年价格创近年新低；2016年尿素产品价格倒挂、煤炭销量下降、计提大额资产减值准备以及期间费用增加等导致公司出现大额亏损；煤炭下游需求疲软，2016年公司煤炭产品销量和收入有所下降；2016年公司化肥化工产品价格下挫导致业务收入及毛利率均下降；公司非流动资产占比大；在建工程面临较大资金压力，且后续投产时间不定；公司有息债务继续攀升，偿债压力加大等风险因素。

基于以上情况，经综合评定，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，评级展望维持为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
<b>流动资产：</b>				
货币资金	207,302.76	191,596.20	213,346.61	243,783.09
应收票据	109,862.12	148,634.22	145,748.25	206,436.27
应收账款	5,641.82	5,563.86	14,097.85	3,766.35
预付款项	36,034.40	23,326.86	44,656.33	42,725.11
其他应收款	26,027.83	21,011.74	24,493.44	79,074.76
应收股利	0.00	0.00	0.00	36,688.25
存货	77,336.80	55,655.16	51,533.50	51,559.10
一年内到期的非流动资产	307.12	264.99	67.39	129.19
其他流动资产	38,360.35	38,206.34	27,792.78	18,309.14
<b>流动资产合计</b>	<b>500,873.22</b>	<b>484,259.37</b>	<b>521,736.15</b>	<b>682,471.26</b>
<b>非流动资产：</b>				
可供出售金融资产	195.00	195.00	215.00	225.44
长期股权投资	110,015.01	100,145.06	92,347.16	78,523.91
投资性房地产	2,184.41	2,206.41	1,568.44	1,627.86
固定资产	706,648.80	487,615.15	453,976.63	391,245.94
在建工程	495,904.47	693,591.61	625,604.46	493,665.68
工程物资	2,367.82	2,971.45	2,446.91	3,774.49
无形资产	614,682.23	617,089.44	646,760.93	507,607.01
商誉	2,455.03	2,455.03	15,875.36	17,390.02
长期待摊费用	12,831.98	13,631.18	997.06	1,179.73
递延所得税资产	3,146.45	3,147.09	5,371.56	5,599.62
其他非流动资产	3,092.38	2,805.81	6,000.00	
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,953,523.58</b>	<b>1,925,853.22</b>	<b>1,851,163.51</b>	<b>1,500,839.71</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,454,396.81</b>	<b>2,410,112.59</b>	<b>2,372,899.67</b>	<b>2,183,310.97</b>
<b>流动负债：</b>				
短期借款	293,710.00	249,730.00	218,982.13	173,700.00
应付票据	45,072.59	24,491.82	18,184.64	46,378.00
应付账款	157,664.18	138,244.57	103,063.28	96,119.91
预收款项	51,455.77	51,346.19	20,571.43	35,522.28
应付职工薪酬	22,833.55	18,516.11	19,689.10	13,664.52
应交税费	15,127.89	12,069.17	8,741.08	10,263.66
应付利息	968.99	917.41	918.66	107.54
应付股利	456.00	456.00	456.00	456.00

其他应付款	65,203.21	110,885.06	114,241.56	45,571.06
一年内到期的非流动负债	148,371.95	169,221.91	126,914.64	126,488.97
<b>流动负债合计</b>	<b>800,864.14</b>	<b>775,878.23</b>	<b>631,762.52</b>	<b>548,271.93</b>
<b>非流动负债：</b>				
长期借款	270,843.86	271,153.86	260,568.66	125,866.56
应付债券	305,552.31	301,633.20	301,027.63	300,454.91
长期应付款	95,854.00	103,701.43	129,741.37	171,017.86
递延收益	6,328.07	6,441.82	6,355.15	6,591.68
递延所得税负债	9,420.25	9,437.88	9,496.33	9,732.92
<b>非流动负债合计</b>	<b>687,998.48</b>	<b>692,368.19</b>	<b>707,189.14</b>	<b>613,663.93</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,488,862.61</b>	<b>1,468,246.42</b>	<b>1,338,951.65</b>	<b>1,161,935.86</b>
<b>所有者权益：</b>				
股本	114,240.00	114,240.00	114,240.00	114,240.00
资本公积金	26,595.23	25,988.43	23,660.70	38,747.39
专项储备	69,034.09	65,961.52	126,715.55	50,291.04
盈余公积金	127,686.81	127,686.81	604,517.98	131,103.65
未分配利润	548,504.48	526,118.50	61,975.93	617,609.59
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>886,060.62</b>	<b>859,995.26</b>	<b>931,110.16</b>	<b>951,991.67</b>
少数股东权益	79,473.58	81,870.91	102,837.85	69,383.44
<b>所有者权益合计</b>	<b>965,534.19</b>	<b>941,866.16</b>	<b>1,033,948.01</b>	<b>1,021,375.11</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>2,454,396.81</b>	<b>2,410,112.59</b>	<b>2,372,899.67</b>	<b>2,183,310.97</b>

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
<b>一、营业总收入</b>	<b>171,914.65</b>	<b>435,761.38</b>	<b>456,451.71</b>	<b>521,590.03</b>
营业收入	171,914.65	435,761.38	456,451.71	521,590.03
<b>二、营业总成本</b>	<b>153,474.59</b>	<b>527,189.77</b>	<b>469,233.49</b>	<b>522,365.56</b>
营业成本	109,486.67	333,266.71	333,861.51	363,544.16
营业税金及附加	8,299.78	24,825.49	22,702.89	8,162.46
销售费用	5,020.50	16,678.03	16,867.70	16,980.05
管理费用	18,859.47	80,494.93	74,486.54	90,259.31
财务费用	10,589.40	32,287.31	16,984.43	14,428.65
资产减值损失	1,218.78	39,637.30	4,330.42	28,990.93
加：投资收益	9,263.15	17,991.06	13,601.95	13,054.65
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	9,263.15	17,990.16	13,601.67	13,052.77
<b>三、营业利润（亏损以“-”号填列）</b>	<b>27,703.20</b>	<b>-73,437.32</b>	<b>820.17</b>	<b>12,279.12</b>
加：营业外收入	1,166.22	3,889.90	3,634.10	7,872.34
减：营业外支出	1,365.39	11,027.14	7,133.75	10,284.76
<b>四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）</b>	<b>27,504.03</b>	<b>-80,574.56</b>	<b>-2,679.48</b>	<b>9,866.70</b>
减：所得税	7,459.80	6,405.36	10,088.93	11,560.61
<b>五、净利润（净亏损以“-”号填列）</b>	<b>20,044.23</b>	<b>-86,979.92</b>	<b>-12,768.41</b>	<b>-1,693.91</b>
减：少数股东损益	-2,341.75	-20,975.70	-13,733.24	-8,371.59
归属于母公司所有者的净利润	22,385.98	-66,004.22	964.82	6,677.68

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告及未经审计的 2017 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	2017年3月	2016年	2015年	2014年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	124,863.46	380,855.37	374,071.22	490,188.67
收到的税费返还	0.00	610.43	7.21	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	11,477.08	25,953.04	30,194.00	20,535.41
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>136,340.54</b>	<b>407,418.83</b>	<b>404,272.43</b>	<b>510,724.08</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	39,694.88	131,336.93	126,923.69	204,416.04
支付给职工以及为职工支付的现金	37,866.98	149,132.94	158,305.42	167,467.91
支付的各项税费	27,890.28	63,822.87	70,678.39	83,157.40
支付其他与经营活动有关的现金	6,096.24	55,651.95	50,332.52	47,540.64
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>111,548.38</b>	<b>399,944.69</b>	<b>406,240.02</b>	<b>502,581.99</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>24,792.16</b>	<b>7,474.14</b>	<b>-1,967.59</b>	<b>8,142.10</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>				
收回投资收到的现金	0.00	20.00	30.44	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	12,520.90	36,688.25	24,094.56
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.03	444.30	5.50	1,321.38
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	958.82	0.00	0.00
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>0.03</b>	<b>13,944.02</b>	<b>36,724.19</b>	<b>25,415.95</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	21,023.23	83,118.82	77,857.31	128,467.45
投资支付的现金	2.77	0.00	18,718.37	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	2,000.00	671.06	0.00
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>21,026.00</b>	<b>85,118.82</b>	<b>97,246.74</b>	<b>128,467.45</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-21,025.97</b>	<b>-71,174.80</b>	<b>-60,522.55</b>	<b>-103,051.50</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>				
取得借款收到的现金	133,957.00	413,417.25	416,965.86	218,600.00
收到其他与筹资活动有关的现金	7,000.00	36,400.00	31,768.08	48,927.62
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>140,957.00</b>	<b>449,817.25</b>	<b>448,733.94</b>	<b>267,527.62</b>
偿还债务支付的现金	104,900.94	312,680.40	312,209.63	101,193.73
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	8,576.41	57,836.53	47,400.23	66,823.86
支付其他与筹资活动有关的现金	7,587.35	38,986.02	68,424.41	16,786.45
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>121,064.69</b>	<b>409,502.96</b>	<b>428,034.26</b>	<b>184,804.03</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>19,892.31</b>	<b>40,314.30</b>	<b>20,699.69</b>	<b>82,723.59</b>
<b>四、汇率变动对现金的影响</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>23,658.50</b>	<b>-23,386.37</b>	<b>-41,790.46</b>	<b>-12,185.81</b>

期初现金及现金等价物余额	143,037.24	166,423.61	208,214.07	216,896.13
六、期末现金及现金等价物余额	166,695.74	143,037.24	166,423.61	204,710.32

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告及未经审计的 2017 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	2016年	2015年	2014年
净利润	-86,979.92	-12,768.41	-1,693.91
加：资产减值准备	39,637.30	4,330.42	28,990.93
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	54,794.35	49,219.00	47,778.07
无形资产摊销	9,124.62	1,857.77	3,224.59
长期待摊费用摊销	4,119.71	950.62	781.44
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	1,239.68	-151.34	-3,131.22
固定资产报废损失	0.00	0.00	39.55
财务费用	35,838.30	29,443.82	18,463.54
投资损失	-17,991.06	-13,601.95	-13,054.65
递延所得税资产减少	2,224.46	244.53	192.93
递延所得税负债增加	-58.45	-236.59	17.96
存货的减少	-7,721.54	2,202.46	11,507.07
经营性应收项目的减少	-4,642.84	21,950.75	-41,660.62
经营性应付项目的增加	-22,110.48	-85,540.01	-43,313.58
<b>间接法-经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>7,474.14</b>	<b>-1,967.59</b>	<b>8,142.10</b>

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

## 附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
产权比率	154.20%	155.89%	129.50%	113.76%
有息债务（万元）	1,159,404.71	1,119,932.22	1,055,419.07	943,906.30
资产负债率	60.66%	60.92%	56.43%	53.22%
流动比率	0.63	0.62	0.83	1.24
速动比率	0.53	0.55	0.74	1.15
综合毛利率	36.31%	23.52%	26.86%	30.30%
期间费用率	20.05%	29.71%	23.73%	23.33%
EBITDA（万元）	-	22,403.37	68,836.63	80,114.34
EBITDA 利息保障倍数	-	0.42	1.59	1.97
有息债务/EBITDA	-	49.99	15.33	11.78
非付现费用（万元）	-	107,675.98	56,357.81	80,814.58
非经营损益（万元）	-	21,252.93	15,698.47	2,528.11
总资产回报率	-	-1.91%	0.74%	1.34%
FFO（万元）	-	41,948.99	59,287.87	81,648.78
应收票据周转天数	-	121.60	138.88	71.24
应收账款周转天数	-	8.12	7.04	2.35
存货周转天数	-	57.89	55.58	53.31
应付账款周转天数	-	130.33	107.39	96.94
净营业周期	-	57.28	94.12	29.96
流动资产周转天数	-	415.55	474.87	471.99
固定资产周转天数	-	388.94	333.31	135.02
总资产周转天数	-	1,975.72	1,796.72	1,460.33

资料来源：公司 2014、2016 年审计报告及未经审计的 2017 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	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+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。