



信用等级通知书

信评委函字[2013]跟踪049号

云南云维股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“云南云维股份有限公司公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA-，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一三年五月十三日

云南云维股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告 (2013)

发行主体	云南云维股份有限公司		
担保主体	云南煤化工集团有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2011/06/01—2018/06/1		
上次评级时间	2012 年 5 月 28 日		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	
	主体级别	AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA ⁻	评级展望 稳定

概况数据

云维股份	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益 (亿元)	32.01	31.92	17.59	16.51
总资产 (亿元)	126.20	141.41	155.39	167.37
总债务 (亿元)	76.94	86.05	101.56	106.04
营业总收入 (亿元)	65.90	87.56	71.39	24.50
营业毛利率 (%)	13.57	13.14	-0.25	7.33
EBITDA (亿元)	8.66	10.80	-2.34	-
所有者权益收益率 (%)	7.59	2.28	-78.82	-
资产负债率 (%)	74.64	77.43	88.68	90.13
总债务/EBITDA	8.88	7.97	-43.33	-
EBITDA 利息倍数	2.08	1.72	-0.30	-
云煤化	2010	2011	2012	2013.Q1
所有者权益 (亿元)	101.49	104.56	108.22	-
总资产 (亿元)	391.07	434.23	536.19	-
总债务 (亿元)	237.49	260.93	350.27	-
营业总收入 (亿元)	208.20	261.96	302.32	-
营业毛利率 (%)	11.28	14.68	8.62	-
EBITDA (亿元)	24.33	33.89	22.37	-
所有者权益收益率 (%)	1.80	0.75	-16.80	-
资产负债率 (%)	74.05	75.92	79.82	-
总债务/EBITDA	9.76	7.70	15.66	-
EBITDA 利息倍数	1.76	1.94	0.87	-

分析师

姜 珊 sjiang@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2013 年 5 月 13 日

基本观点

2012 年, 云南云维股份有限公司 (以下简称“云维股份”或“公司”) 的经营业绩受煤化工行业低迷以及下游需求不振的影响而表现不佳, 盈利能力和偿债能力均大幅下滑。经营亏损导致公司流动资金较为紧张, 负债规模增长, 面临较大的短期债务偿还压力。进入 2013 年以来, 由于焦炭下游的钢铁市场需求仍较为疲软, 而煤化工市场也处于产能过剩状态, 公司经营状况及偿债能力短期内难以根本改善。中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 将持续关注行业景气度、自身经营状况等因素对公司信用水平的影响。

中诚信证评下调 (以下简称“中诚信证评”) “云南云维股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级至 AA, 下调云南云维股份有限公司主体信用等级至 AA⁻, 评级展望稳定。该债项级别考虑了云南煤化工集团有限公司 (以下简称“云煤化”或“集团”) 提供的无条件不可撤销连带责任担保。

正 面

- 现代煤化工行业发展前景广阔。我国“富煤少油缺气”的能源结构决定了大力发展煤化工的必要性和重要性, 长期来看, 中国具备规模、资源与技术优势的煤化工企业具有较大的发展空间。
- 公司煤化工产业链较完善。公司已形成煤焦化、煤电石化、煤气化三条煤化工产业链, 是我国煤化工行业产业链最完善的上市公司之一, 产品也向精细化深加工方向发展。同时, 公司未来将继续拓展上下游产业链, 从而提升自身抗风险能力。

关 注

- 煤化工行业下游需求不振，产能相对过剩。由于供求失衡，2012年煤化工产品价格以波动走低为主。国家出台的产业结构调整和行业转型升级政策的实行将有助于行业整合和产能收缩，我们将对相关政策效果持续关注。
- 公司经营亏损严重。2012年，受宏观经济及行业环境影响，公司多数产品出现成本倒挂，毛利水平大幅下降，加之财务费用大幅增加，公司盈利能力受到较大影响。
- 财务杠杆水平高。由于借款规模增加，公司资产负债率和总资本化率持续上升，财务杠杆维持高水平。截至2013年3月31日，公司资产负债率和总资本化比率高达90.13%和86.53%，且债务规模的扩大使得公司资金压力和偿债压力进一步加大。

行业关注

煤化工行业整体产能过剩，国家政策促进结构调整，鼓励新技术应用，明确示范性项目

“十一五”期间，我国煤化工产业发展较为迅速，同时产能增长过快，产业布局不尽合理等问题也日益突出。2012年2月，工信部制定了《石化和化学工业“十二五”发展规划》，提出要突破现有煤化工企业的生产经营格局，鼓励石化化工企业与煤炭、电力等企业联合，形成若干个以大型企业为主体的“煤电化热一体化”产业集群和大型煤化工生产基地。该规划促进了行业转型升级，有利于转变行业发展模式。

同时，国家持续鼓励新技术应用，促进煤炭资源合理、充分、环保利用，以提高经济效益，降低能源消耗。2012年3月，工业和信息化部发布的《先进煤气化节能技术推广实施方案》提出，在5年（2011~2015年）内，选择19家左右以煤为原料的大中型合成氨等煤化工企业进行技术改造，形成一定规模的以先进煤气化技术为龙头的煤气化能力。

此外，为开展煤炭深加工升级示范工作，实现煤炭的高效、清洁和综合利用，2012年7月，由国家发改委、能源局编制的《煤炭深加工示范项目规划》以及《煤炭深加工产业发展政策》通过审批，共批复气化技术、合成技术、大型设备等18项重点示范内容以及内蒙古、新疆等11个省区15个煤炭深加工示范项目。

总体看来，2012年国家通过谨慎的行业政策、技术鼓励和示范性项目来遏制煤化工盲目过度发展，引导行业结构调整。进入2013年，“十八大”提出建设“美丽中国”的口号以及大中城市出现的PM2.5污染问题将导致政策提出更严格的环境保护要求，对煤化工新项目的审批可能进一步收紧，也将导致已建成的煤化工工厂运营成本进一步上升。

国内炼焦煤市场景气度较低，价格总体呈下降趋势，云南地区煤炭供给小幅增长，但仍不足以缓解供需矛盾

煤化工是以煤为原料的化工产业，煤炭行业景气度直接影响煤化工行业运营。2012年，我国原煤

产量为36.5亿吨，同比增加1.3亿吨，同比增长3.8%，增幅为六年来最低。在经济低速运转、煤炭产能过剩、用电量需求增速下降以及进口煤炭冲击的影响下，煤炭市场景气度较低，煤价总体呈下降趋势。2012年12月，全国动力煤（5000-5500大卡）价格约为450元/吨，较年初的500元/吨下降了约10%。

炼焦煤方面，受宏观形势及钢铁市场的影响，用于煤化工生产的炼焦煤在二季度末价格开始步入下行通道，经多次价格下调，截至10月初，全国炼焦用洗精煤（九级主焦精煤）较年内最高价下跌约10%以上。随着年底国际大宗商品价格触底反弹以及钢铁市场的好转，炼焦煤价格才出现较小幅度的反弹。

图 1：2011~2012 年国内煤炭价格



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从区域分布看，内蒙古、山西和陕西全年煤炭产量分别为10.8亿、9.13亿和4.63亿吨，同比分别增长10.32%、4.70%和15.75%，产量共占原煤产量的67.29%。与之相比，云南地区煤炭产量相对不足。2012年，云南省煤炭产量1.04亿吨，首次突破一亿吨，同比增长6.6%，但仍不足以缓解当地供需矛盾。

总体来说，由于前五年的经济刺激，国内钢铁产能急速放大，而煤炭随钢铁产能的放大而放大，产能均过剩；且生产地点与消费地点距离较远，加剧了供需失衡和区域失衡。

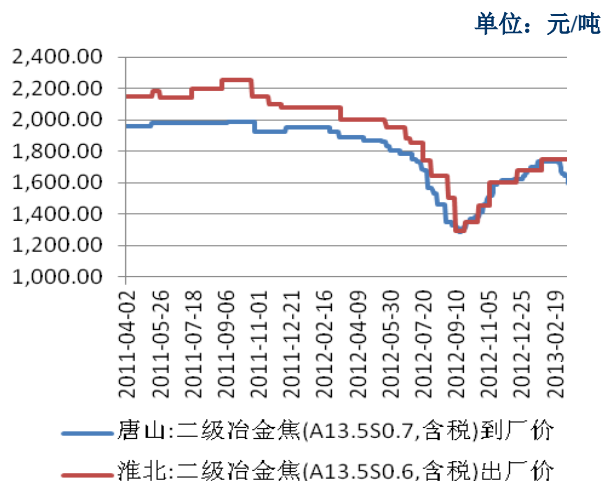
煤化工产品整体产能过剩，下游需求相对不足，产品价格以波动下行为主

焦炭是煤焦化产业最主要的产品。2012年国内淘汰落后焦炭产能2051万吨，焦炭总产能约6亿吨。2012年国内实际焦炭产量4.43亿吨，同比增长5.2%，

产能过剩的局面没有明显改观。

需求方面，钢铁是焦炭的主要下游消费行业，约占目前国内焦炭消费的85%。2012年上半年，宏观经济形式较为严峻，下游焦炭需求行业特别是钢铁行业低迷运行导致焦炭需求不佳，价格上涨乏力。下半年开始，经济下滑加速，对大宗商品价格构成明显压力，加上国家对房地产行业的控制，导致焦炭供给过剩问题更加突出，行业普遍亏损，焦炭价格大幅下跌。直至四季度经济回暖，投资增速的加快和炼钢利润的回升才使得利空因素逐步消退，带动焦炭价格的小幅走高。

图 2：2012 年焦炭(二级冶金焦)日市场成交价



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

此外，受行业整体产能过剩的影响，煤电石化和煤气化的大部分产品产能过剩情况未得到改善。2012年，煤电石化的主要产品聚乙烯醇（PVA）产能约为80万吨，而全年表观消费量约为60万吨；煤气化的主要产品甲醇产能约5100万吨，而实际产量约3600万吨，产能利用约为70%。

图 3：2011~2012 年精甲醇价格走势



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

价格方面，由于PVA下游化工等产业需求不振，加上行业竞争较为激烈，市场价格持续走低，行业出现大面积亏损，业内企业破产倒闭情况严重。2012年，甲醇价格整体呈现波动下降趋势，价格由年初的3450元/吨跌至年末的不足3300元/吨。甲醇价格下跌，一方面是由于上游原料煤炭价格不断走低，另一方面是由于甲醛和二甲醚等下游产品需求不足。

总体看来，2012年煤化工产品产能过剩态势未能转变，而下游需求相对不足，加上煤炭等原料价格的下跌，使得煤化工产品市场较为低迷，价格总体呈波动下行趋势。

业务经营

2012年公司实现营业收入71.39亿元，同比下降了18.47%。其中主营业务收入70.48亿元，占营业总收入的98.71%。从产品层面看，煤焦产品收入为公司收入的主要来源，2012年占主营业务收入比例为77.75%。

表1：公司2012年主营业务收入情况

单位：亿元

	营业收入	同比变化	占比	毛利率
煤焦产品	54.80	-9.17%	77.75%	2.32%
化工产品	13.65	-43.57%	19.37%	-10.99%
化肥产品	1.57	10.56%	2.23%	0.64%
建材产品	0.46	-39.47%	0.65%	-28.26%
合计	70.48	-18.71%	100%	-0.50%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012 年公司煤炭采购价格虽有降低，但不足以弥补煤化工产品价格下跌的影响

作为煤化工企业，煤炭是公司最主要的原材料，煤炭价格波动对公司生产成本影响较为直接。2012年公司各类煤炭采购总量达594.69万吨，其中炼焦煤481.71万吨，较上年下降了9.43%。2012年公司煤炭采购依然以省内采购为主，省内煤炭结算量占比约为82.34%。受煤炭市场价格下跌的影响，公司2012年大部分煤炭采购价格较上年有所下降，部分煤炭采购价格跌幅超过10%。

表2：煤焦公司2012年部分煤炭采购价格情况

单位：元/吨

煤种	质量指标	采购价格	同比变化
1/3 洗煤	≤10.5%	1167.43	-24.82%
	≤11.5%	1452	1.34%
	≤15%	1187.13	-6.06%
15 洗煤、25 洗煤	≤10.5%	1358.23	-17.23%
	≤11.5%	1336.64	-8.04%
	≤15%	1090	-11.42%
	≤17%	945.76	-8.67%
无烟洗煤	≤5-6%	1260	-2.02%
	≤12%	1144	1.75%
1/3 原煤	≤25%	950	10.90%
	≤35%	587	-25.69%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

自给煤炭方面，2011年公司收购富源县鑫龙煤矿有限公司少数股东权益，对其持股比例达100%，该煤矿目前仍处于建设状态。2012年，公司团结煤矿和罗冲煤矿煤炭产量分别为9.79万吨和2.27万吨，占煤炭采购量不足3%，对公司煤炭需求的支撑较为有限。为此，云维股份已于2011年12月发布公告拟收购云维集团所属5座煤矿，其权益资源量为3,663万吨。待煤矿资产注入、投产后，公司煤炭自给能力将得以提升，届时公司煤炭采购成本和煤炭价格波动风险有望降低。

总体看来，2012年公司自给煤炭不足，对外购煤炭依赖度仍然较大。虽然后期集团煤矿资产有望注入，但在煤炭价格下降通道中，其对公司盈利状况难有根本改善，同时，我们也对该收购进度保持关注。

受煤化工市场较为低迷的影响，公司多产品产量下降，产能利用情况不理想

公司拥有煤焦化、煤电石化、煤气化三条产业链，整体产能充足。2012年煤化工市场产能过剩，且受周边煤矿安全整顿影响，原料煤供应较为紧张。为此，公司主动调整产品结构和产品产量，当年焦炭、纯苯、电石等绝大部分产品的产量均出现明显下滑，未能完成生产计划。水泥产品未完成计划是由于日产3,000吨水泥项目投产延期所致。

表3：2012年公司主要产品生产情况

产品	产量（万吨）	同比变化	产能利用率	完成计划
焦炭	327.1	-14.06%	76.96%	77.07%
炭黑	6	19.52%	60.00%	70.84%
甲醇	27.95	-3.15%	45.08%	86.53%
纯碱	15.27	0.33%	76.35%	92.55%
纯苯	2.66	-17.39%	66.50%	64.72%
电石	10.33	-23.82%	36.89%	39.73%
PVA	2.02	-29.37%	72.14%	69.66%
醋酸	0	-100.00%	0.00%	-
BDO	1.4	-22.22%	56.00%	56.00%
水泥	17.83	-45.89%	59.43%	27.86%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2012年，公司新投产项目包括双氧水项目和炭黑项目。其中，双氧水项目的建成投产填补了云南省没有双氧水生产的历史；炭黑项目包括2万吨软质炭黑和3万吨硬质炭黑，将公司炭黑产能扩大到10万吨/年。2012年，炭黑的产能利用率达到60%，产量较上年上升了19.52%，是少数产量实现增长的产品之一。

总体来看，受煤化工市场低迷以及原料煤供应紧张等因素的影响，2012年公司多数产品产量均发生下滑，且降幅多在20%以上，产能利用情况不理想。

下游需求减弱使得煤化工产品价格总体呈下跌趋势，公司多数产品价量齐跌，销售情况不佳

表4：公司2012年焦炭销售情况

单位：万吨、元/吨

	销售量	均价	售价同比变化
大为焦化	81.45	1664	-11.02%
大为制焦	162.57	1591	-5.35%
泸西焦化	80	1559	-5.52%
合计	324.02	1601	-6.70%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

焦炭售价方面，受钢铁等下游需求低迷影响，公司焦炭产品价格出现下滑，2012年焦炭销售均价为1,601元/吨，较上年下降6.70%。从销售占比情况看，由于公司焦炭销售主要以对中小钢铁厂直销为主，因此受钢铁行业对焦炭需求减少的影响，公司焦炭销售前五大客户销售占比由33.91%降低至22.35%。公司焦炭产量下降也导致销量的下滑，

2012年公司焦炭销量为324.02万吨，同比降低9.74%。

2012年，由于西北、华北等地区煤化工新增产能逐步释放，产能过剩严重，加上成本煤价下跌，

公司各类化工产品和煤焦油深加工产品市场行情呈现普跌态势。销售量方面，受下游需求相对不足的影响，除了炭黑和纯碱等少数产品销量有小幅上升外，其余产品销量均出现了不同程度的下跌。

表5：2012年公司主要产品销售情况

	甲醇	PVA	BDO	炭黑	纯苯	水泥	沥青	纯碱	氯化铵
销量（万吨）	27.2	1.8	1.3	5.9	2.3	18.8	3.1	16	15.4
同比变化	-9.54%	-41.94%	-28.57%	19.68%	-36.29%	-42.77%	-29.22%	9.74%	-0.06%
销售均价（元/吨）	2721	14382	14892	4851	7928	285	2595	1386	1022
同比变化	-3.03%	1.52%	-28.29%	-14.55%	15.57%	4.78%	-15.28%	-24.10%	10.97%
前5大客户销售占比	40.50%	41.68%	69.85%	52.20%	97.00%	36.85%	37.24%	31.94%	57.42%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，2012年煤化工市场需求不足，而产能相对过剩，各类化工产品和煤焦油深加工产品市场较为低迷。受此影响，公司大部分产品出现了价量齐跌的情况，导致当年收入规模也发生了大幅下降，经营情况不理想。进入2013年以来，由于焦炭下游的钢铁市场需求仍较为疲软，而煤化工市场也处于产能过剩状态，公司经营状况持续不佳且短期内较难扭转，我们将予以持续关注。

在建项目

受产业政策影响，公司未来将向精细化深加工方向发展。目前，公司一方面对上游积极进行煤炭资源整合，努力提高煤炭资源的自给率；另一方面，不断向下游延伸，积极发展精细化工项目，提高产品附加值。

表6：公司部分在建项目情况

单位：亿元

项目	投资预算	进度	工程投入占预算比例
鑫龙煤矿 30 万吨井口开发	0.3	95%	166.67%
保山熟料水泥	7.5	69%	68.66%
云维乙炔化工工程	36.2	25%	13.52%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

这些项目建成后有利于进一步丰富公司的产品结构，增强市场竞争力，实现规模经济效益。但同时项目建设仍需较大规模资金投入，对公司融资能力要求较高，公司面临较大的资金压力。

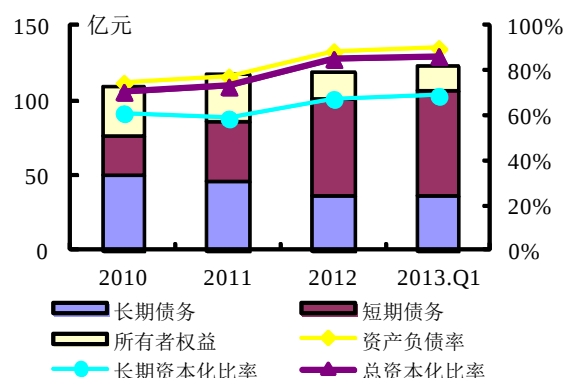
财务分析

以下财务分析基于中审亚太会计师事务所有

限公司审计并出具标准无保留意见的公司2010~2012年合并财务报告，以及未经审计的2013年一季度报。其中2010~2012年财务数据分别为当年财务报告的期末数，所有财务数据均为合并报表口径。

资本结构

图 4：2010~2013.Q1 公司资本结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着双氧水、炭黑及水泥等项目的建成投产，公司资产规模相应增加，截至2012年12月31日，公司总资产规模为155.39亿元，同比增长9.88%。同期，受经营亏损影响，公司资金需求紧张，负债规模明显增加，达到137.80亿元，同比增长25.85%。截至2012年12月31日，公司资产负债率和总资本化率分别为88.68%和85.24%，分别较上年同期上升11.25和12.29个百分点。随着负债规模的扩大，公司资产负债水平和财务杠杆比率明显高于同行业水平，对公司资本结构稳健性造成一定影响。受持续亏损影响，截至2013年3月31日，公司总资产规模为167.37亿元，负债规模150.86亿元，资产负债率高达90.13%。

表 7：截至 2012 年 12 月 31 日化工行业部分上市公司

财务指标对比

公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
云维股份	155.39	88.68	85.24
湖北宜化	284.55	73.47	69.49
华鲁恒升	120.29	54.09	50.88
安泰集团	73.44	56.15	51.64
皖维高新	61.18	55.25	50.29
山西三维	77.03	69.40	66.34
双环科技	84.40	74.52	62.74
柳化股份	44.14	65.31	60.61

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务结构看，由于经营亏损，公司对流动资金需求大幅增加，加上部分长期借款逐渐进入偿还期，短期债务规模上升明显。截至2012年12月31日，公司短期债务规模为65.04亿元，同比增长60.65%，短期债务/长期债务指标为1.78，较大的短期债务规模对公司资金调配造成一定压力。截至2013年3月31日，公司短期债务规模为69.51亿元，短期债务/长期债务指标升至1.90。

总体来看，公司目前负债规模较高，存在较大的财务和资金压力，且根据公司战略规划，未来仍有较大规模的固定资产投资计划，融资需求较高，存在财务压力进一步加大的风险。

鉴于此，公司于2011年12月9日公告非公开发行预案，拟募集21亿元收购煤化集团和云维集团的煤矿资产及补充部分流动资金。目前，上市公司及募投项目的环保核查已上报至环境保护部。依照2013年3月31日公司资产负债表静态计算，完成本次非公开发行后，公司相应的资产负债率降为80.09%。我们将对公司非公开发行事项持续关注。

盈利能力

受下游市场需求不振和产品价格下降的影响，公司多数产品出现价量齐跌的情况，导致收入规模大幅下降；同时，公司对生产装置负荷和做出调整，减少了相关产品的产量，化工装置不能满负荷运行大幅推高了产品成本，使得主要产品的毛利率大幅下降。2012年公司实现营业收入71.39亿元，同比下降18.47%；同期，公司营业毛利率为-0.25%。2013年1-3月，公司实现营业收入24.50亿元，营业毛利

率为7.33%。

表8：2012年公司细分产品销售情况

	收入(亿元)	占比	毛利率	同比(百分点)
焦炭	45.38	64.40%	0.96	-21.02
甲醇	4.83	6.85%	15.04	-17.75
焦油	4.39	6.23%	12.09	40.91
苯	2.69	3.82%	16.68	-0.81
炭黑	2.41	3.42%	-3.13	0.79
聚乙烯醇	2.29	3.25%	-25.57	-37.04
纯碱	1.92	2.72%	9.49	-15.26
1、4 丁二醇	1.66	2.36%	-50.08	-48.51
氯化铵	1.57	2.23%	0.6	10.73

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2012年公司期间费用为12.56亿元，占营业收入比例为17.59%，期间费用在整体规模和三费收入占比均呈现增长。具体看来，由于将停产装置相关费用计入管理费用，当年管理费用为3.34亿元，较上年增长了28.11%。财务费用方面，公司加大了票据贴现和债务融资规模，融资成本的上升导致公司财务费用明显增加，全年公司的财务费用高达6.92亿元，较上年增长了35.50%，进一步加剧了公司的亏损。

表 9：2010~2012 公司三费收入占比情况

	2010	2011	2012
销售费用(亿元)	1.48	2.55	2.30
管理费用(亿元)	2.00	2.60	3.34
财务费用(亿元)	2.49	5.10	6.92
三费合计(亿元)	5.98	10.25	12.56
三费收入占比	9.07%	11.71%	17.59%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

此外，公司年末按照会计准则的规定对存货和债权等进行了减值测试，计提了存货减值准备和坏账准备，2012年公司计提资产减值为9,181.28万元，较上年增加8,462.92万元，加大了公司的亏损幅度。公司经营情况不理想，加上期间费用大幅增加以及资产减值损失的影响，2012年公司营业利润为-13.81亿元，净亏损13.87亿元。2013年1-3月，公司营业利润为-1.53亿元，净亏损1.52亿元。

总体看来，产品价格的下降导致公司收入成本倒挂，经营亏损严重，短期内公司盈利能力也难以根本改善。

偿债能力

由于经营亏损，流动资金较为紧张，公司债务规模逐年增加。2012年总债务为101.56亿元，同比增长18.02%，其中短期债务65.04亿元，长期债务36.54亿元，面临较大的债务偿还压力。截至2013年3月31日，公司总债务为106.04亿元，其中短期债务69.51亿元，长期债务36.53亿元。

从获现能力看，由于公司销售规模下降、综合毛利率降低以及财务费用规模较大，2012年公司EBITDA为-2.34亿元，现金获取能力大幅降低。现金流方面，2012年公司经营活动现金流入51.13亿元，实现经营活动净现金流为-3.84亿元，对同期利息支出保障不足。

从偿债能力看，2012年公司总债务/EBITDA指标为-43.33，EBITDA利息倍数分别为-0.30倍，债务规模的增加以及盈利能力的下降使得其偿债指标较上年明显弱化。从现金流角度看，2012公司经营净现金与短期债务、利息支出的比分别为0.04和0.30，均较上年有所降低，公司资金压力和偿债压力加大。

表 10：2010~2012 年公司部分偿债能力指标

指标	2010	2011	2012
总债务/EBITDA (X)	8.88	7.97	-43.33
经营净现金流/短期债务 (X)	0.09	0.06	-0.06
经营净现金流/利息支出 (X)	0.89	0.40	-0.48
EBITDA 利息保障倍数 (X)	3.35	1.72	-0.30
资产负债率 (%)	74.64	77.43	88.68
总资本化比率 (%)	70.62	72.94	85.24

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

目前公司从银行获得总授信额度约32.77亿元，未使用额度为6.4亿元，财务弹性较为有限。目前的货币资金和银行融资能力尚不能覆盖短期债务。

或有事项方面，截至2012年末，公司担保金额为16.10亿元，全部为对子公司的担保，无对外担保，担保余额占净资产比例为91.53%，担保规模较大，存在一定或有风险。

总体来看，受宏观经济以及下游市场低迷等因素的影响，2012年公司销售规模下降，毛利水平降低；同时，债务规模的增加也大幅提升了财务杠杆水平，公司整体偿债能力弱化。

担保实力

云煤化以洁净煤产业为主，发展煤炭采选、煤电、煤焦化、煤气化、煤液化产业。目前集团拥有丰富的煤炭资源，形成了煤炭开采加工、煤化工、煤电、煤电铝等较为完善的上下游产业链。

业务运营

2012年，云煤化实现营业收入302.32亿元，同比增长15.41%。从主要产品收入规模看，增幅较大的有煤炭和化学原料，较2011年分别增加了22.16%和308.76%；受市场行情影响，炼焦的收入减少较多，同比下降了24.08%。

煤炭开采及加工板块中，随着先锋露天煤矿改扩建工程项目、朱家湾矿井项目等相继完工投产，公司煤矿的生产能力提升。2012年，在生产能力提升的影响下，云煤化原煤收入为85.32亿元，同比增长22.16%。

煤化工板块，受下游需求波动影响，主导产品炼焦、化肥等销量和销售价格有所下滑，收入相应下降；受硝酸铵、硝磷酸铵和二甲醚的产量大幅增长的影响，化学原料收入增长幅度较大，2012年为53.18亿元，较上年增长了308.76%。整体来看，2012年，煤化工板块业务收入约140亿元，同比增长约14%。

铝锭板块，2012年铝锭产量为36万吨，产能利用率为91.14%。同年电解铝销量约36万吨，销售价格同比下滑约4.6%至1.34万元/吨，实现营业收入48.16亿元，同比增长6.71%。

表 11：2010~2012 年云煤化主要产品收入

单位：亿元			
	2010	2011	2012
煤炭	31.37	69.84	85.32
炼焦	48.96	72.02	54.68
化肥	18.86	37.53	33.85
铝锭	38.05	45.13	48.16
化学原料	33.56	13.01	53.18

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利率方面，由于煤化工市场持续低迷，公司多数产品价格都有不同程度的下跌，煤炭、炼焦、化肥产品当年毛利率分别为18.69%、2.32%和5.55%，分别较上年下降了10.81、7.48和10.11个百

分点。

整体看来，云煤化煤炭上下游产业链较为完整，产品多元。2012年，虽然云煤化总体营业收入保持增长，但主导产品市场价格下跌导致其营业收入的增长难以覆盖其生产成本，对公司盈利造成负面影响。

财务分析

从资本结构来看，近年随着主营业务的发展、投资规模的增加和整合力度的加大，云煤化资产总额和所有者权益均实现一定增长。截至2012年底，其总资产和所有者权益分别为536.19亿元和108.22亿元，分别较上年增长23.48%和3.50%。同期，由于经营亏损，其债务规模也相应增长，资产负债率有所上升。截至2012年12月31日，云煤化资产负债率增至79.82%，中诚信证评将持续关注集团整体的财务结构稳健程度和后续投融资压力。

从盈利能力来看，2012年，云煤化营业总收入为302.32亿元，同比增长15.41%。受行业环境影响，2012年云煤化的综合毛利率8.62%，同比下降6.06个百分点；加上集团利息支出增加使得财务费用增长较快，进一步加剧亏损，2012年，集团净亏损18.19亿元。总体看来，2012年公司营业收入有所增长，但毛利率空间大幅下降，导致集团整体盈利水平出现下滑。

从偿债能力来看，受经营亏损的影响，公司EBITDA减少至22.37亿，同比下降34.00%。同年，集团总债务/EBITDA上升至15.66，EBITDA利息倍数提升至0.87倍，EBITDA对债务利息的覆盖能力有所弱化。

表 12：云煤化 2010~2012 年部分财务指标

云煤化	2010	2011	2012
所有者权益（亿元）	102.95	104.56	108.22
总资产（亿元）	392.53	434.23	536.19
总债务（亿元）	237.49	260.93	350.27
营业总收入（亿元）	208.20	261.96	302.32
营业毛利率（%）	11.28	14.68	8.62
EBITDA（亿元）	24.33	33.89	22.37
所有者权益收益率（%）	1.80	0.75	-16.80
资产负债率（%）	74.05	75.92	79.82
总债务/EBITDA（X）	9.76	7.70	15.66
EBITDA 利息倍数（X）	1.76	1.94	0.87

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

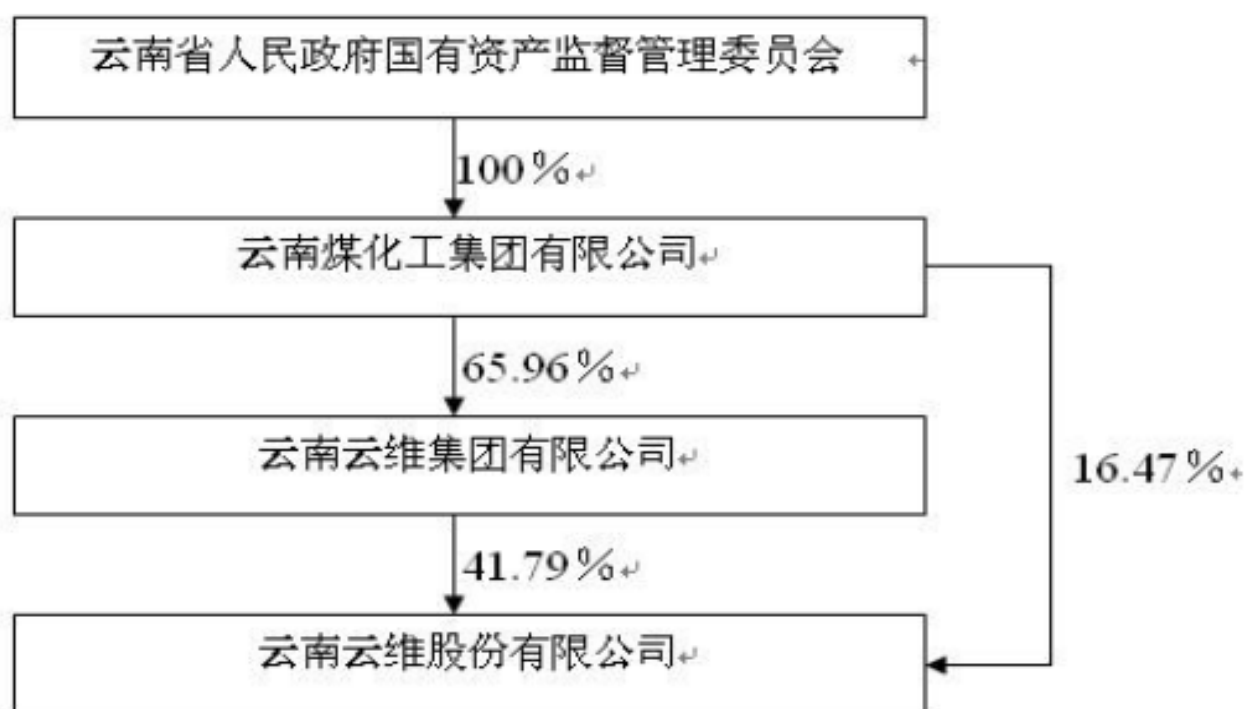
或有负债方面，由于集团承担对下属各板块企业融资的职能，故对外担保余额较大，截至2012年12月31日集团的担保余额为243.98亿元，其中30亿元为与云南省投资控股集团有限公司间的互保，其余为213.98亿为对下属子公司的担保。集团担保余额占其净资产（含少数股东权益）的比重为225.45%，存在一定的或有风险。

总体来看，受行业环境影响，2012年云煤化发生亏损，盈利能力和偿债能力均出现下降，但仍能为本期债券的本息偿还提供一定保障。

结 论

综上所述，中诚信证评公司下调债项评级至AA，下调主体评级至AA⁻，评级展望为稳定。

附一：云南云维股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 12 月 31 日）



附二：云南云维股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012	2013.Q1
货币资金	72,277.93	88,268.51	129,803.83	221,456.38
应收账款净额	19,983.51	21,434.75	40,973.95	80,392.58
存货净额	106,865.65	127,680.40	117,727.55	104,973.58
流动资产	364,594.94	416,802.54	458,960.77	588,575.85
长期投资	16,979.80	16,969.08	16,600.11	16,600.11
固定资产合计	833,658.93	930,600.12	1,026,316.50	1,016,409.68
总资产	1,261,985.52	1,414,105.67	1,553,879.22	1,673,662.72
短期债务	265,825.43	404,821.59	650,358.99	695,135.63
长期债务	503,555.04	455,712.68	365,268.19	365,311.76
总债务（短期债务+长期债务）	769,380.47	860,534.27	1,015,627.19	1,060,447.39
总负债	941,913.48	1,094,905.65	1,377,960.33	1,508,555.69
所有者权益（含少数股东权益）	320,072.04	319,200.01	175,918.88	165,107.03
营业总收入	659,042.13	875,605.93	713,918.45	245,006.21
三费前利润	87,975.80	112,484.58	-3,330.91	17,300.88
投资收益	27.67	14.19	26.79	0.00
净利润	24,284.40	7,291.08	-138,656.20	-15,160.25
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	86,609.31	107,973.97	-23,442.06	-
经营活动产生现金净流量	23,026.12	877,032.85	-38,361.83	42,516.70
投资活动产生现金净流量	-174,996.96	-118,987.78	-82,961.38	-16,068.94
筹资活动产生现金净流量	154,073.73	110,163.04	162,683.48	55,068.47
现金及现金等价物净增加额	2,102.28	15,990.57	41,360.27	81,516.23
财务指标	2010	2011	2012	2013.Q1
营业毛利率（%）	13.57	13.14	-0.25	7.33
所有者权益收益率（%）	7.59	2.28	-78.82	-
EBITDA/营业总收入（%）	13.14	122.32	-3.28	-
速动比率（X）	0.63	0.47	0.36	0.46
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	0.03	-0.04	0.16
经营活动净现金/短期债务（X）	0.09	0.06	-0.06	0.24
经营活动净现金/利息支出（X）	0.55	0.40	-0.48	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.08	1.72	-0.30	-
总债务/EBITDA（X）	8.88	7.97	-43.33	-
资产负债率（%）	74.64	77.43	88.68	90.13
总债务/总资本（%）	70.62	72.94	85.24	86.53
长期资本化比率（%）	61.14	58.81	67.49	68.87

附三：云南煤化工集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2010	2011	2012
货币资金	457,184.37	644,319.66	1,015,508.18
应收账款净额	72,432.49	91,876.18	135,724.34
存货净额	282,694.34	233,974.35	220,511.77
流动资产	1,092,962.87	1,225,298.20	1,667,976.78
长期投资	103,055.30	103,748.33	206,189.63
固定资产合计	2,473,287.57	2,633,832.35	2,877,042.96
总资产	3,910,708.16	4,342,328.22	5,361,906.47
短期债务	1,275,930.88	1,727,635.89	2,330,777.73
长期债务	1,098,928.63	881,679.82	1,171,970.33
总债务（短期债务+长期债务）	2,374,859.51	2,609,315.71	3,502,748.06
总负债	2,895,775.97	3,296,705.80	4,279,672.71
所有者权益（含少数股东权益）	1,014,932.19	1,045,622.42	1,082,233.76
营业总收入	2,082,031.00	2,619,587.33	3,023,206.48
三费前利润	225,571.16	368,576.74	246,762.50
投资收益	297.43	1,941.89	769.65
净利润	18,233.52	7,818.11	-181,863.01
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	243,255.08	338,923.01	223,683.95
经营活动产生现金净流量	65,266.67	206,939.29	48,146.89
投资活动产生现金净流量	-471,944.10	-404,302.89	-526,319.93
筹资活动产生现金净流量	451,672.65	384,508.19	829,364.65
现金及现金等价物净增加额	45,002.08	187,135.28	351,188.53
财务指标	2010	2011	2012
营业毛利率（%）	11.28	14.68	8.62
所有者权益收益率（%）	1.80	0.75	-16.80
EBITDA/营业总收入（%）	11.68	12.94	7.40
速动比率（X）	0.48	0.45	0.52
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	0.08	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.05	0.12	0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	0.47	1.18	0.19
EBITDA 利息倍数（X）	1.76	1.94	0.87
总债务/EBITDA（X）	9.76	7.70	15.66
资产负债率（%）	74.05	75.92	79.82
总债务/总资本（%）	70.06	71.39	76.40
长期资本化比率（%）	51.99	45.75	51.99

附四：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。