

开滦能源化工股份有限公司

2012 年公司债券 2015 年跟踪
信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第【95】号 01

债券简称:

第一期: 12 开滦 01; 第二期: 12 开滦 02

增信方式: 第三方担保

担保主体: 开滦(集团)有限责任公司

债券剩余规模:

30 亿元(其中: 第一期 15 亿元, 第二期 15 亿元)

债券到期日期:

第一期: 2019 年 10 月 30 日; 第二期: 2020 年 09 月 26 日

债券偿还方式:

第一期: 债券到期一次还本, 附第 5 年末公司上调票面利率选择权和债券持有人回售选择权; 第二期: 债券到期一次还本, 附第 4 年末公司上调票面利率选择权和债券持有人回售选择权

分析师

姓名:

吴倩 王晨 杨建华

电话:

010-66216006

邮箱:

wuq@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

开滦能源化工股份有限公司 2012 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次(首次)信用评级结果
债券信用等级	第一期: AAA; 第二期: AAA	第一期: AAA; 第二期: AAA
发行主体长期信用等级	AAA	AAA
评级展望	负面	稳定
评级日期	2015 年 05 月 22 日	2014 年 05 月 22 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对开滦能源化工股份有限公司(以下简称“开滦股份”或“公司”)及其 2012 年 10 月 30 日发行的第一期公司债券 12 开滦 01 与 2014 年 9 月 26 日发行的第二期公司债券 12 开滦 02 的 2015 年度跟踪评级结果为: 12 开滦 01、12 开滦 02 信用等级维持为 AAA, 发行主体长期信用等级维持为 AAA, 评级展望调整为负面。该评级结果考虑到开滦股份具有较强的资源优势、重点客户稳定、融资渠道畅通, 同时我们也关注到开滦股份所处行业景气度持续低迷、产品价格下降、盈利能力减弱、资产运营效率下降、偿债压力增加、担保方实力有所减弱等风险因素。

正面:

- 具有较强的资源优势。公司唐山矿区所产的肥精煤是我国煤炭资源的稀缺品种, 储量丰富。
- 重点客户稳定, 产品销售和运输渠道畅通。公司拥有突出的地域优势和交通优势, 运输渠道畅通; 2014 年, 大型重点客户对公司产品的需求较为稳定, 前三大客户与 2013 年相同, 其销售占比为 51.54%, 同比上升 1.62 个百分点。
- 银企关系良好, 融资渠道畅通。公司与银行有较好的合作关系, 银企关系良好, 融资能力强。截至 2014 年末, 公司获得银行等金融机构的授信额度为 109.19 亿元, 剩余可使用额度 62.33 亿元。

关注：

- **行业景气度低迷，产品价格持续下降。**受煤炭行业整体产能过剩、下游行业景气度低迷等因素影响，公司煤炭及焦化产品价格持续下滑。
- **盈利能力下降，预计短期内基本面难以获得根本性改善。**2014年，公司实现营业收入 1,429,616.55 万元，同比下降 16.77%；利润总额 23,453.46 万元，同比下降 41.52%，盈利能力大幅减弱。预计短期内行业景气度将持续低迷，煤炭和煤化工产品价格维持低位，公司经营情况将难以大幅改善。
- **资产运营效率下降。**2014年，公司净营业周期上升，流动资产、固定资产和总资产运营效率均有所下降。
- **煤化工项目正式投产后面临一定的市场风险。**公司主要煤化工项目已进入试生产阶段，但其设计产能较大，在宏观经济低迷、下游行业不景气的市场环境下，煤化工项目正式投产后可能面临一定的市场风险。
- **安全生产风险和环保监管风险。**公司作为能源化工企业，长期面临沼气、矿井水等自然灾害及高温高压等不安全因素，如果发生重大安全事故，将影响公司的生产经营，造成公司一定时期内的经济效益下滑；另外，公司的煤炭产业和煤化工产业都是环保要求较高的行业，国家越来越严格的环保政策，将增加公司的资本性支出和生产成本。
- **偿债压力增加。**2014年末，公司资产负债率上升至 59.38%，有息负债增加至 100.97 亿元，公司偿债压力加大。
- **担保方实力有所减弱。**2014年，担保方开滦（集团）有限责任公司严重亏损，担保实力有所减弱。

主要财务指标：

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	2,166,847.14	2,181,968.16	2,052,212.12	2,104,659.42
所有者权益合计（万元）	877,573.89	886,274.23	880,520.38	866,368.66
有息债务（万元）	1,013,530.11	1,009,734.44	843,009.05	920,135.37
资产负债率	59.50%	59.38%	57.09%	58.84%
流动比率	1.44	1.36	1.01	1.28
速动比率	1.24	1.16	0.82	1.06
营业收入（万元）	290,264.99	1,429,616.55	1,717,616.67	1,909,126.67
营业利润（万元）	-2,931.76	23,573.51	39,990.18	71,170.42

利润总额（万元）	-2,997.49	23,453.46	40,105.85	71,126.61
综合毛利率	6.98%	12.19%	11.80%	12.03%
总资产回报率	-	3.06%	3.89%	5.70%
EBITDA（万元）	-	151,470.86	165,531.00	199,261.21
EBITDA 利息保障倍数	-	2.71	3.29	4.28
经营活动净现金流净额（万元）	10,218.25	150,901.34	149,644.18	157,095.02

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告和 2015 年一季度报告，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]1347号文核准，公司于2012年10月30日发行12开滦01，募集资金总额人民币15亿元，债券票面年利率为5.40%；公司于2014年9月26日发行12开滦02，募集资金总额15亿元，债券票面年利率为6.30%。

12开滦01的起息日为2012年10月30日，采用单利按年计息，自2013年起每年10月30日为上一计息年度付息日，12开滦01的兑付日为2019年10月30日。12开滦01附第5年末公司上调票面利率选择权及债券持有人回售选择权。

12开滦02的起息日为2014年9月26日，采用单利按年计息，自2015年起每年9月26日为上一计息年度付息日，12开滦02的兑付日为2020年09月26日。12开滦02附第4年末公司上调票面利率选择权及债券持有人回售选择权。

截至2014年底，12开滦01本息兑付情况如下表所示；12开滦02尚未到付息日。

表 1 截至 2014 年末 12 开滦 01 本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013年10月30日	150,000	0	8,100	150,000
2014年10月30日	150,000	0	8,100	150,000
合计	-	0	16,200	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2014年底，12开滦01的募集资金中5.6亿元已经用于偿还公司控股子公司的原有债务，其余资金已用于补充公司的营运资金；12开滦02的募集资金已全部用于补充公司的营运资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、控股股东以及控股股东持股比例、控股子公司情况均未发生变化。

截至2014年末，公司资产总额为218.20亿元，归属于母公司所有者权益为70.07亿元，资产负债率为59.38%。2014年度，公司实现营业收入142.96亿元，利润总额2.35亿元，经营活动产生的现金流净流入15.09亿元。

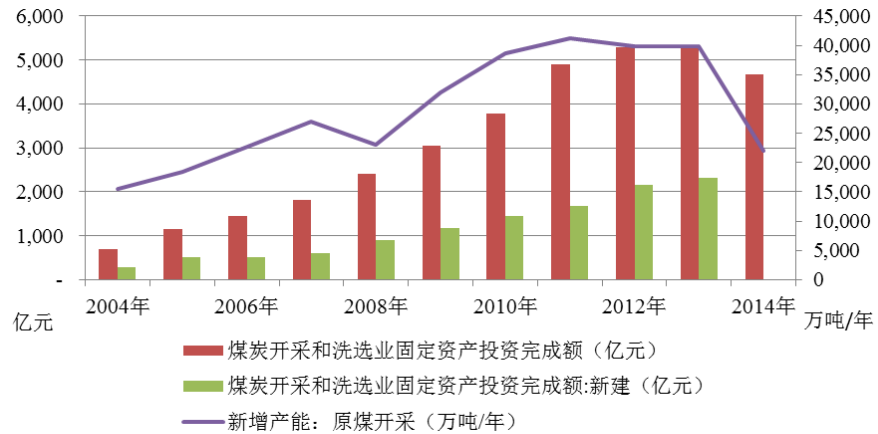
截至2015年3月末，公司资产总额为216.68亿元，归属于母公司所有者权益为69.49亿元，资产负债率为59.50%。2015年一季度，公司实现营业收入29.03亿元，利润总额-2,997.49万元，经营活动产生的现金流净流入1.02亿元。

三、运营环境

2014年煤炭行业投资大幅下滑，但煤炭库存总体呈增长趋势且处于相对高位，国内煤炭需求趋缓，煤价持续走低，行业景气度较低

近年来，随着一批新建、改扩建和资源整合煤矿技改完成并陆续投产，煤炭产能释放逐步加快，我国煤炭固定资产投资完成额较高且呈持续增长趋势，但2014年全国煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额开始出现同比下降9.5%，全年完成投资4,682亿元，为十年来首次出现大幅下降。

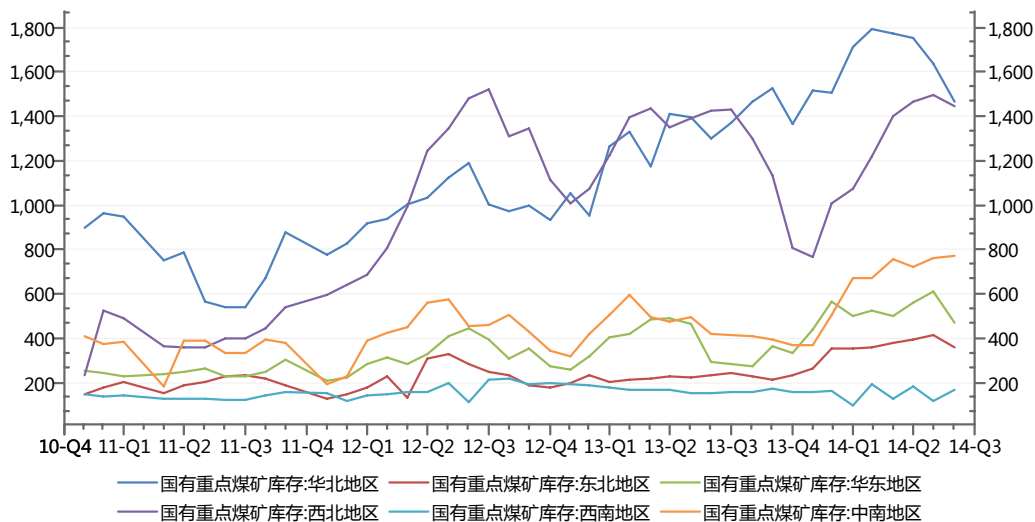
图 1 2004-2014 年我国原煤开采新增产能、煤炭开采和洗选业固定资产投资情况



资料来源：Wind，鹏元整理

从国有重点煤矿库存情况来看，2014年以来，各个地区煤炭库存仍总体呈上升趋势，部分地区有小幅回落，但仍维持在相对高位。

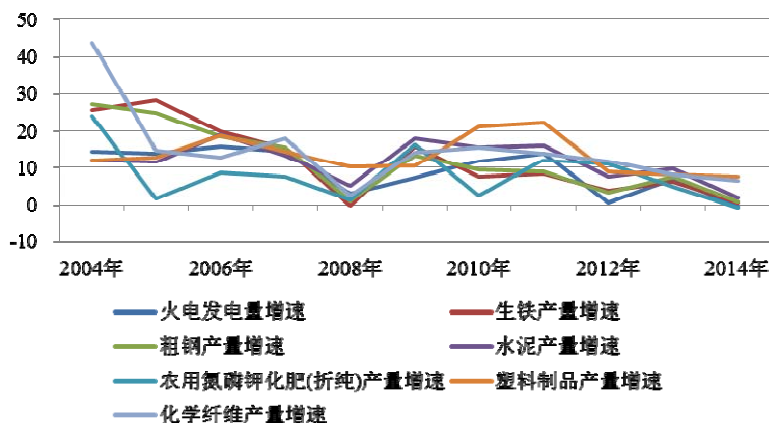
图2 近年我国部分地区煤矿库存情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

从需求来看，我国煤炭消费的行业结构呈现多元化的特点，但主要集中在电力、钢铁、水泥等行业。根据煤炭工业协会的统计数据，2014年全国煤炭消费量约35.1亿吨，同比下降2.5%，其中，电力行业耗煤下降3.4%；钢铁行业耗煤下降1.4%；建材行业耗煤下降1.1%。国家能源局发布数据显示，2014年全社会用电量55,233亿千瓦时，同比仅增长3.8%，增速为近十年来的新低。

图3 近年来全国主要耗煤产业产量增长情况（单位：%）

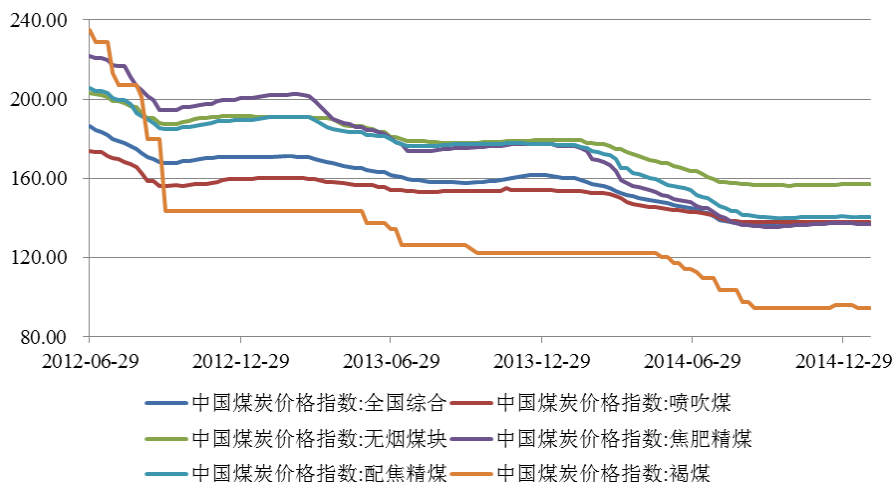


资料来源：Wind，鹏元整理

库存高企、需求趋缓的影响下，近年来我国煤炭价格波动幅度较大，自2011年下半年以来，我国煤炭价格整体呈下降趋势。而煤炭主要下游需求行业目前均处于产能过剩状态，正是产业结构调整的重点，煤炭需求将受到一定抑制，继而导致短时期内煤炭价格大幅回

升的可能性较小。

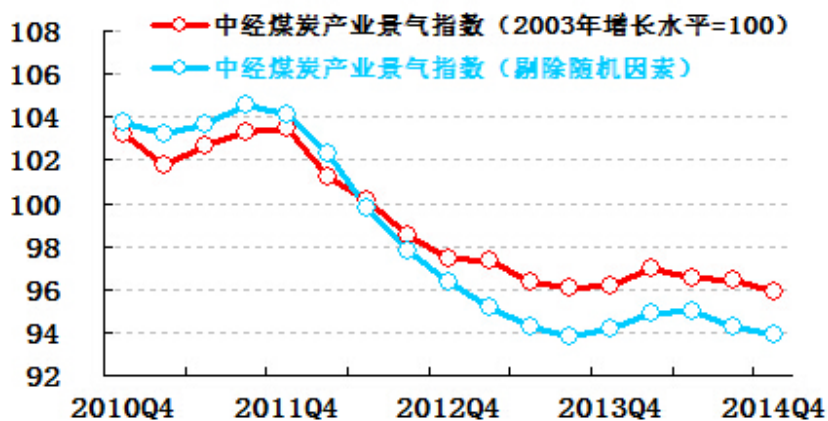
图 4 近年来主要煤炭价格指数情况



资料来源：Wind，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，并且在短期内景气度难以回升。

图 5 近年来中国煤炭市场景气指数情况



资料来源：中国经济网

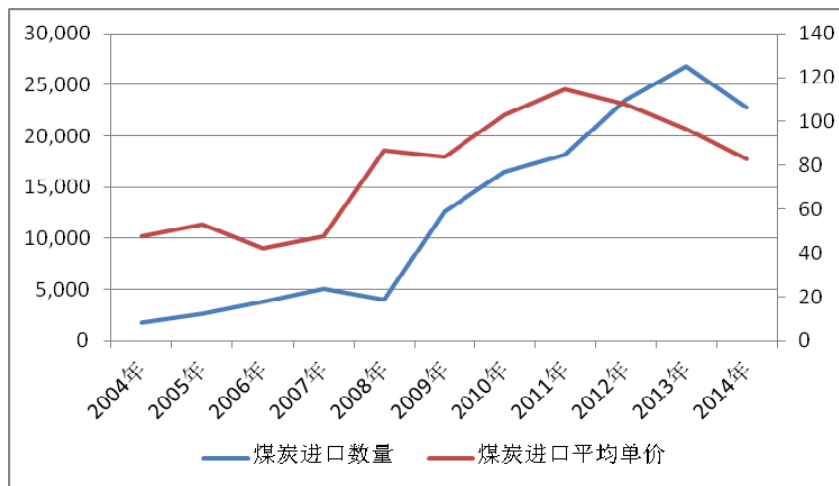
进口煤炭对国内煤炭市场的冲击有所减弱，但石油价格的持续下跌、清洁能源的不断发展以及运输费用的不断上涨将对煤炭行业产生一定不利影响

煤炭资源是我国重要的基础资源和能源原料，我国富煤、贫油、少气的资源特点决定了其在中国一次能源消费结构中处于主导地位，近年来原煤占能源消费总量的比重仍达

60%以上。但近年来，随着石油和天然气资源的不断开采和利用，国内清洁能源、可再生能源、新能源的发展，我国能源消费结构逐步改善。中国的煤炭消费正在明显下降，原煤占能源消费总量的比重出现大幅下滑。2014年进口煤炭对国内煤炭市场的冲击有所减弱，但石油价格的持续下跌、清洁能源的不断发展以及运输费用的不断上涨将对煤炭行业产生一定不利影响。

2014年10月8日，国务院关税税则委员会下发了《关于调整煤炭进口关税的通知》（税委会[2014]27号），决定自2014年10月15日起，取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率，分别恢复实施3%、3%、6%、5%、5%的税率。此外，我国于2015年1月1日开始执行的《商品煤质量管理暂行办法》，进口煤增加微量元素检测、不合格直接退回，且检测耗时较长，这在一定程度上对进口煤涌入造成阻力。政策层面限制进口煤能够在一定程度上缓解进口煤对国内煤炭行业的冲击，国内煤炭企业的压力或将得到一定的释放。从煤炭进口情况来看，2014年国内煤炭市场低迷，煤炭需求增幅逐渐放缓，此外政策层面限制进口煤，因此2014年自7月份开始，煤炭进口量同比、环比双降，全年进口煤炭量为2.91亿吨，同比减少3,580万吨，降幅达10.9%。

图 6 2004-2014 年我国煤炭进口情况（单位：万吨、美元/吨）

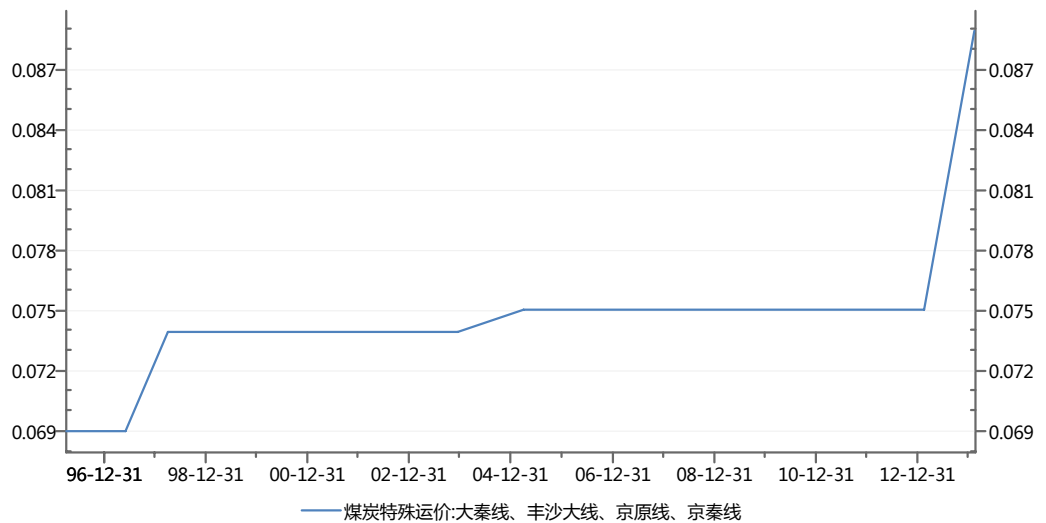


资料来源：Wind，鹏元整理

据Wind资讯，布伦特原油价格已经从2014年6月最高的115.30美元/桶降到了2015年1月30日的47.90美元/桶，期间价格累计下调67.40美元/桶，降幅高达58.46%。受此影响，2014年1月27日以来，国内成品油价格迎来了“十三连跌”，从2014年7月22日油价第一次下调起，“十三连跌”已致国内成品油每升累计下调：汽油2.03元，柴油2.4元。同样作为一次能源，石油与煤炭之间存在着一定的相关性与可替代性，石油价格的大幅下跌，对煤炭行业已经造成了一定打压。

我国煤炭资源区域分布不均匀，煤炭运输主要以铁路为主。但目前我国铁路运输运力严重不足，特别是电煤运输已成为铁路部门的工作压力。铁路运力不足，导致运价持续上涨，2014年2月，我国煤炭铁路特殊运价（大秦线、丰沙大线、京原线、京秦线）为0.089元/吨公里，较2005-2013年的0.0751元/吨公里上涨了18.51%。

图 7 1996-2014 年我国煤炭铁路运价（单位：元/吨公里）



资料来源：Wind，鹏元整理

未来，在环境保护的约束下，我国对煤炭能源的需求强度将进一步减弱。2014年11月，国务院办公厅印发《能源发展战略行动计划（2014—2020年）》（以下简称“《行动计划》”），明确到2020年，一次能源消费总量控制在48亿吨标准煤左右，煤炭消费总量控制在42亿吨左右，基本形成比较完善的能源安全保障体系；国内一次能源生产总量达到42亿吨标准煤，能源自给能力保持在85%左右，石油储采比提高到14-15%，能源储备应急体系基本建成；非化石能源占一次能源消费比重达到15%，天然气比重达到10%以上，煤炭消费比重控制在62%以内；基本形成统一开放竞争有序的现代能源市场体系。《行动计划》强调，要坚持“节约、清洁、安全”的战略方针，加快构建清洁、高效、安全、可持续的现代能源体系，重点实施节约优先、立足国内、绿色低碳、创新驱动等四大战略。

近期国家集中出台多项煤炭产业政策促进国内煤炭行业可持续发展

2014年受国内经济下行、煤炭需求不振、供应竞争加剧等因素影响，煤炭行业面临着煤炭价格下跌、企业效益下滑等困难和问题。为促进煤炭采选行业的持续、健康、有序的发展，国务院和相关部委出台了多条煤炭采选行业政策，涉及行业整体规划、煤炭资源整合、安全生产、煤炭进出口等多个方面。总体看，诸多政策旨在鼓励行业内企业实施兼并重组，淘汰落后产能，遏制煤炭产量无序增长，保证煤炭安全生产，促进煤炭行业平稳运

行和持续健康发展。

政策导向将使煤炭行业集中度不断提高。因此未来，国有背景下的大型煤炭企业在资金、技术、管理、资源获取等方面具有较为明显的优势，在地方政府资源整合过程中能够获得较大的支持，成为地方煤炭资源主要的整合主体，其规模优势也将进一步凸显。

表 2 2014 年我国主要煤炭产业政策

时间	主要内容	影响
2014 年 3 月 27 日	国家能源局发布了《关于做好 2014 年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》	2014 年我国将淘汰煤矿 1,725 处，淘汰落后产能 1.17 亿吨。其中，关闭退出煤矿 800 处，涉及产能 4,070 万吨；改造升级煤矿 402 处，涉及产能 1,766 万吨；兼并重组煤矿 523 处，涉及产能 5,912 万吨。
2014 年 8 月 25 日	国家发改委、国家能源局和国家煤矿安监局联合发布《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》	全国所有的煤矿按照登记公布的生产能力组织生产，不得超能力生产。
2014 年 9 月 12 日	国土资源部发布《国土资源部关于不再暂停受理新设煤炭探矿权申请的公告》	煤炭企业将获得探矿权利，新的煤炭资源或被发现，将带动煤炭产业的供应提升。
2014 年 9 月 22 日	国家能源局公布了两批煤矿生产能力，涉及 13 个省、2,699 处煤矿、产能 142,887 万吨	产能公示将极大便利对煤炭超产的监管；按照国家全年产量总量不得超核定能力的要求，这将有助于改善国内煤炭行业供求情况。
2014 年 10 月 8 日	国务院关税税则委员会下发《关于调整煤炭进口关税的通知》（税委会[2014]27 号），决定自 2014 年 10 月 15 日起，取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率，分别恢复实施 3%、3%、6%、5%、5% 的税率。	恢复征收煤炭进口关税，在一定程度上缓解进口煤对国内煤炭行业的冲击，国内煤炭企业的压力或将得到一定的释放。
2014 年 10 月 9 日	财政部和国家税务总局联合下发《关于实施煤炭资源税改革的通知》（财税[2014]72 号），自 2014 年 12 月 1 日起，在全国范围内将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率幅度为 2% 至 10%，具体适用税率由省级财税部门根据本地区清理收费基金、企业承受能力、煤炭资源条件等因素提出建议，报省级政府拟定。	完善资源产品价格形成机制，既能让资源地区受益，推进区域协调发展，通过减少名目繁多的收费，增强企业发展后劲，也可促进煤炭资源合理开采利用，推动科学发展。
2014 年 10 月 11 日	财政部和国家发展改革委联合下发《关于全面清理涉及煤炭原油天然气收费基金有关问题的通知》，自 2014 年 12 月 1 日起，将在全国范围统一将煤炭、原油、天然气矿产资源补偿费费率降为零，并停止征收煤炭、原油、天然气价格调节基金；同时，一并取消的收费还包括山西省的煤炭可持续发展基金、青海省的原生矿产品生态补偿费、新疆维吾尔自治区的煤炭资源地方经济发展费。	同上。
2014 年 10 月 28 日	国家能源局出台《关于调控煤炭总量优化产业布局的指导意见》	对煤炭行业总量调控、优化布局、项目审批、产能管理等工作提出一系列具体意见，促进煤炭工业提质增效升级。
2014 年 10 月 29 日	国家发展改革委、国家安全监管总局、国家能源局、国家煤矿安监局以联合公告形式，发布了《煤炭生产技术与装备政策导向（2014 年版）》（以下	提高我国煤炭行业准入标准、加大淘汰落后，推动煤炭行业脱困具有重大的现实意义。

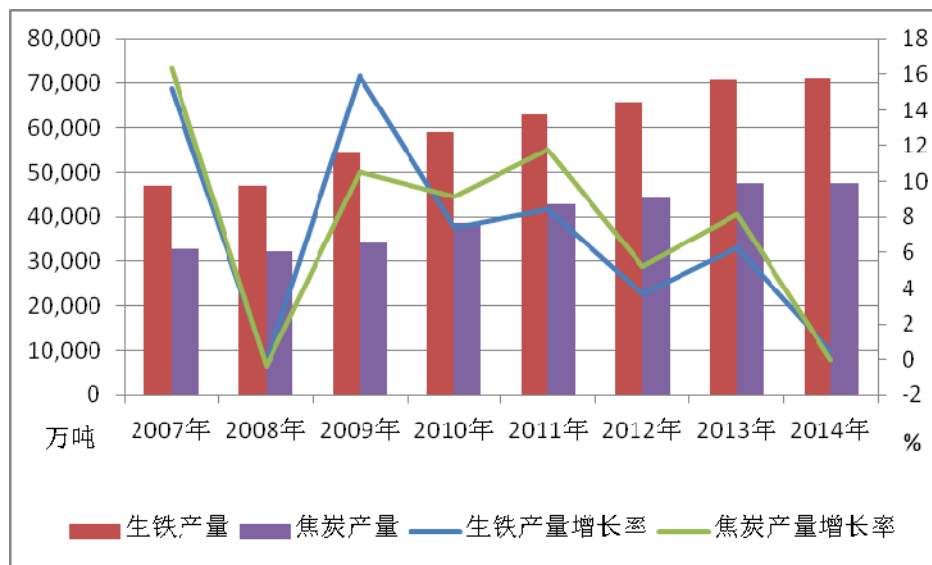
简称“《政策导向》”),自2015年1月1日起实施。

资料来源:中国煤炭资源网,鹏元整理

受宏观环境影响,2014年炼焦行业增速放缓,产品价格下降,行业整体处于亏损状态;甲醇及纯苯等化工产品价格呈下降趋势

煤化工行业主要产品包括焦炭、甲醇等,其中焦炭主要用于钢铁冶炼,其需求具有明显的周期性特征,与宏观经济环境及下游钢铁行业的发展密切相关。受房地产行业景气度下降等因素影响,钢铁行业需求增速明显放缓。2014年,我国生铁产量71,159.90万吨,同比增长0.50%,增速较2013年下降5.74个百分点。钢铁行业景气度下滑直接导致焦炭行业增速放缓,2014年,我国焦炭产量为47,691.00万吨,同比增长0.12%,增速较2013年下滑8.01个百分点。

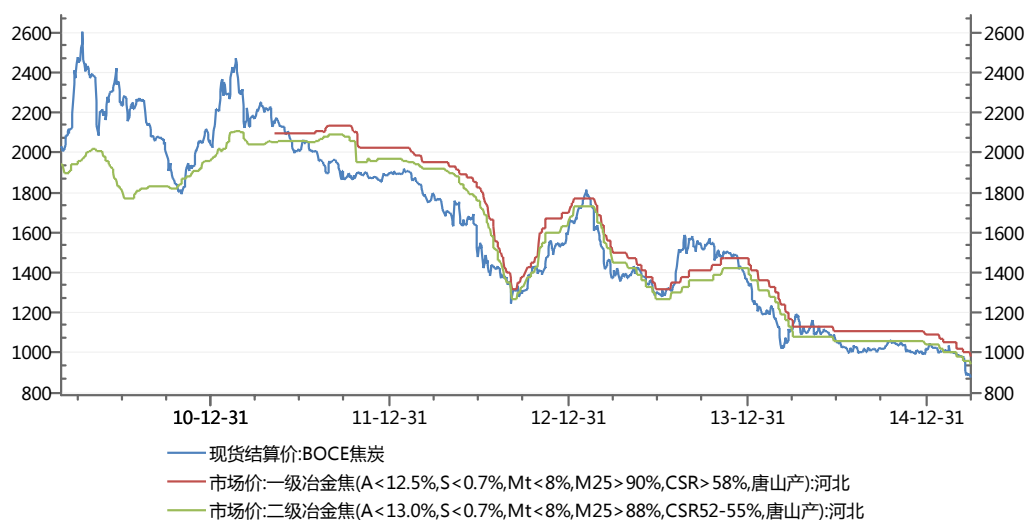
图8 2007-2014年我国生铁、焦炭产量及增长率变动情况(单位:万吨)



资料来源:Wind,鹏元整理

焦化行业与上游的煤炭行业及下游的钢铁行业相同,已经面临严重的产能过剩,截至2014年末,我国655家规模以上焦化企业产能达6.5亿吨,但2014年全年焦炭产量仅有4.77亿吨,产能利用率不足75%。在下游行业需求不足、行业产能过剩以及上游煤炭价格下降的共同作用下,跟踪期内焦炭价格持续下滑,炼焦行业整体处于亏损状态。2014年初,一级冶金焦价格约为1,470元/吨,2014年末,该价格已跌至1,090元/吨,跌幅达25.85%。根据wind资讯,2014年度,炼焦行业实现主营业务收入5,269.81亿元,同比下降8.10%;实现利润总额-24.80亿元,同比下降133.91%;亏损企业数为299个,较2013年增加18个,亏损企业亏损总额171.11亿元,亏损额增加53.4亿元。

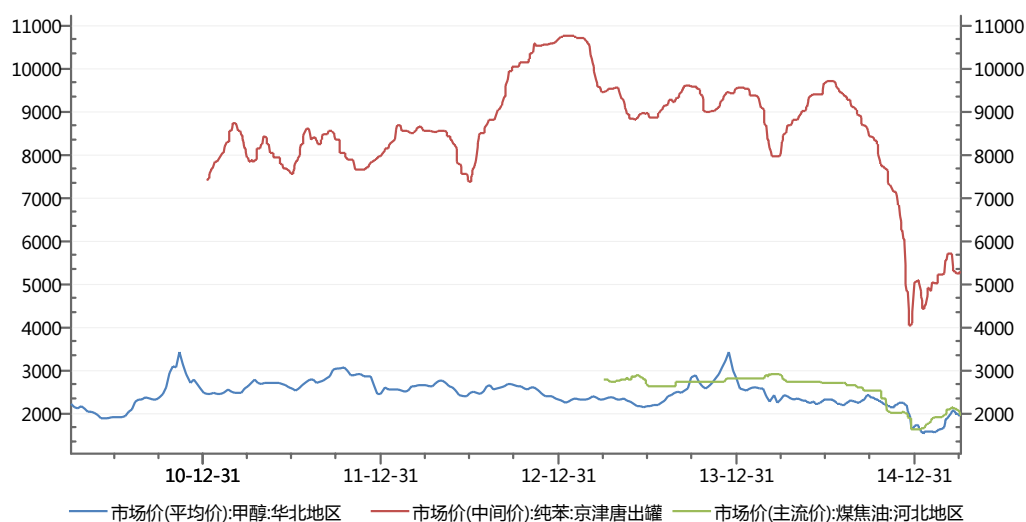
图9 2010-2014年我国焦炭价格变动情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

跟踪期内，受原材料价格下降、下游需求不足等因素影响，甲醇、纯苯、煤焦油等化工产品价格呈下降趋势。2014年初，甲醇和煤焦油价格分别为2,600元/吨和2,825元/吨，至2014年末，价格已分别跌至1,700元/吨和1,630元/吨。纯苯价格也由2014年初的9,550元/吨下跌至年末的5,050元/吨，跌幅达47.12%。

图10 2010-2014年我国甲醇、纯苯、煤焦油等产品价格变动情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

四、经营与竞争

公司主要从事煤炭开采、原煤洗选加工以及炼焦及化工产品的生产销售，主要产品有洗精煤、洗混块、冶金焦及其他煤化工产品。2014年，公司实现主营业务收入142.57亿元，较2013年下降16.33%；综合毛利率为12.11%，较2013年上升0.29个百分点。2014年，煤炭采选业毛利占主营业务毛利的比重为42.76%，贡献度下降7.44个百分点。

2014年，公司主营业务收入下降主要系受宏观经济影响，煤炭和煤化工行业景气度持续低迷，市场需求不旺，公司煤炭、冶金焦以及其他化工产品价格大幅度下降所致。煤炭采选业务毛利率下降主要系产品价格下降所致，虽然公司严格控制人工、材料等成本，但毛利率仍小幅下滑。2014年，冶金焦及其他煤化工产品价格下降，但公司煤化工业务毛利率小幅上升，主要有两个方面的原因：一是原材料价格下降，二是公司进行技术创新，改善了配煤比例，在保证产品质量的前提下，压缩了生产成本，提高了煤化工板块的利润率。

2015年一季度，公司实现营业收入29.03亿元，同比下降18.98%；综合毛利率为6.98%，较2014年一季度下降5.32个百分点，主要系2015年一季度煤炭行业景气度依然低迷，煤炭及冶金焦价格持续下降所致。

表 3 2013-2014 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭采选业	300,492.65	24.57%	401,595.42	25.17%
煤化工工业	1,328,546.85	7.44%	1,521,903.30	6.62%
贸易	3,996.44	3.85%	7,555.12	-0.31%
汇总	1,633,035.93	10.59%	1,931,053.84	10.46%
内部抵销	207,353.00	0.10%	227,087.60	0.21%
合计	1,425,682.94	12.11%	1,703,966.23	11.82%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

1.煤炭业务

公司唐山矿区所产的肥精煤是我国煤炭资源的稀缺品种，且储量丰富，公司具有较强的资源优势；因勘探结果不理想，公司拟撤回海外墨玉河煤田的投资，股权转让工作尚在进行中

煤炭开采是公司的支柱产业，公司下属的范各庄矿、吕家坨矿及山西倡源煤矿是从事煤炭生产的主要矿井。唐山矿区主要产肥精煤，是我国煤炭资源的稀缺品种，存在较强的刚性需求。

范各庄矿主要生产属于低灰、中高挥发分、特高发热量、特强粘结性的肥煤，于1958

年6月建井，1964年10月正式投产，设计生产能力180万吨/年，经过技术改造，矿井核定生产能力逐步提高，2014年，该矿井生产能力提高10万吨/年，目前已达到480万吨/年。范各庄矿拥有国内先进的大型综采设备，采煤机械化程度为100%，建有一座原西德引进设备、年入洗能力达500万吨的大型现代化洗煤厂。

吕家坨矿与范各庄矿同位于唐山矿区，地质条件和煤种相同。吕家坨矿原为波兰设计的大型水力采煤矿井，于1959年9月建井，1968年6月投产，设计生产能力150万吨/年，经改扩建后矿井核定生产能力已提高到330万吨/年，现矿井已由水力采煤转为综合机械化采煤，采煤综合机械化程度为100%，矿井附有一座年入洗能力375万吨的大型洗煤厂。

此外，公司全资子公司山西中通投资有限公司投资山西介休义棠倡源煤业有限公司（以下简称“山西倡源公司”），山西倡源公司位于山西省介休市，井田内主要含煤地层为石炭太原组和二叠系山西组，煤层结构较为简单、赋存稳定，矿井核定生产能力为90万吨/年，剩余可采年限12.7年。

总体看，截至2014年12月末，公司煤矿可开采储量为4.39亿吨，具有较强的资源优势和可持续发展能力。与此同时，公司旗下位于唐山的两个矿点开采年限较久，矿井产能释放较为充分，短期内显著扩大产能的可能性不大。

表4 截至2014年12月底公司所属煤矿情况

煤矿名称	主要煤种	持有权益	可采储量 (万吨)	生产能力 (万吨/年)	剩余可采年限 (年)
范各庄矿	肥煤	100%	18,533.8	480	28.6
吕家坨矿	肥煤	100%	23,782.4	330	47.6
山西倡源公司 ¹	动力煤	41%	1,596.6	90	12.7

资料来源：公司提供，鹏元整理

表5 近年公司下属矿井及选煤厂情况

时间	生产矿井		选煤厂	
	数量（对）	原煤生产能力（万吨/年）	数量（座）	原煤选煤能力（万吨/年）
2014年	3	900	2	875

¹ 2008年1月，公司子公司山西中通投资有限公司以自有资金6,560.00万元人民币投资山西倡源公司，占山西倡源公司注册资本的41%，山西义棠煤业有限责任公司以金山坡煤矿经评估后的部分净资产额（包括已合法取得的采矿权）6,240.00万元作为对山西倡源公司出资，占其注册资本的39%，介休义民投资有限公司（以下简称“义民投资公司”）以货币出资3,200.00万元，占其注册资本的20%。根据2011年临时股东会决议，义民投资公司将持有的山西倡源公司3%的股份转让给山西义棠煤业有限责任公司，转让后山西中通投资有限公司仍托管义民投资公司持有的17%的股权。山西中通投资有限公司拥有山西倡源公司41%的股权，并托管义民投资公司拥有山西倡源公司17%的股权，从而拥有对山西倡源公司的控制权并纳入山西中通投资有限公司的合并报表。

2013年	3	890	2	875
2012年	3	890	2	875

资料来源：公司提供，鹏元整理

近年来，为增加公司资源储备，公司不断开拓海外资源。2008年12月，公司投资设立加拿大开滦德华矿业有限公司（以下简称“开滦德华”），截至2014年末，开滦德华注册资本为12,683.67万美元。2009年12月，公司在加拿大设立全资子公司加拿大中和投资有限责任公司（以下简称“中和投资”），初始注册资本4,000.00万美元，并将公司持有的开滦德华股权划转至中和投资，由中和投资通过参股、并购等方式开发加拿大煤炭资源，截至2014年底中和投资注册资本为8,000.00万美元。2011年4月，中和投资出资510.00万美元设立加拿大布尔默斯矿业有限公司（以下简称“布尔默斯”），占其注册资本的51%。盖森煤田由开滦德华负责开发，该煤田共划分为四个矿区，其中已验证储量为2.55亿吨，另外还有5.31亿吨的推断储量，一期工程拟建设200万吨/年精煤生产能力的矿井及配套设施，近两年，该项目在完成首采区资源勘探后，陆续完成了对工业广场的工程地质勘探和水文地质勘探，并取得了工业广场地面准备许可、采大样矿井开采许可、树木砍伐许可和用路许可；同时完成了完整矿井的设计和可研，并组织专家进行了评审。目前，公司正在履行大样矿井排放许可审批手续。

另外，中和投资持有布尔默斯51%的股权，布尔默斯注册资本1,000万美元，负责加拿大墨玉河北部煤田的地质勘探工作。2012年11月，布尔默斯煤田勘探项目施工完毕，经过对勘探成果的分析论证，公司认为该煤田不具备进一步开发的条件。根据《关于合资勘探加拿大bullmoos煤田协议》，公司决定将中和投资持有的布尔默斯股权转让给另一股东加拿大德华国际矿业集团公司（以下简称“德华国际”）。经布尔默斯股东协商，同意中和投资向德华国际转让其所持布尔默斯51%的股权，转让价款为510万美元，支付方式为银行现汇。转让完成后，公司将不再持有布尔默斯股权。截至2015年4月末，股权转让尚在进行中。

表6 截至2014年12月底公司海外资源拓展情况

煤矿名称	持股比例	储量（亿吨）	预计年产能（万吨）	项目进展
盖森煤田	51%	7.86	200	大样矿井排放许可正在审批中

注：盖森煤田储量包含已验证储量和推断储量。

资料来源：公司提供，鹏元整理

受下游行业景气度低迷及煤炭行业整体产能过剩影响，公司煤炭销售量及销售价格均有所下滑；预计短期内行业景气度将持续低迷，煤炭价格维持低位，公司基本面难以获得根本性改善

2014年，公司生产原煤841.82万吨，同比下降3.83%，生产精煤318.72万吨，同比下降

11.40%。受煤炭下游行业需求下滑及行业整体产能过剩影响，2014年公司原煤及精煤销售价格均大幅下滑，其中，原煤销售均价为369.52元/吨，较2013年下降9.42%；精煤销售均价为735.86元/吨，同比下滑19.27%。根据全国综合煤炭价格指数计算，2014年国内煤炭价格下降约14.83%，公司原煤价格下降幅度小于行业平均水平，但精煤价格下降幅度较大。

表 7 近年公司煤炭经营情况（单位：万吨、元/吨）

产品		2014年	2013年
原煤	年设计产能	900	890
	产量	841.82	875.31
	外销	68.53	78.59
	平均售价	369.52	407.95
精煤	产量	318.72	359.74
	外销	197.48	240.55
	平均售价	735.86	911.46

资料来源：公司提供，鹏元整理

煤炭价格下跌，主要受国内需求放缓、煤炭库存处于相对高位、煤炭行业产能过剩等因素影响，预计短时间内煤炭行业景气度难以快速回升，煤炭价格将维持低位，短期内公司基本面也将难以获得根本性改善。

2.煤化工业务

公司冶金焦及纯苯产销量有所增加，但受宏观环境影响及原油价格下跌影响，主要煤化工产品价格均有所下降，预计短期内煤化工产品价格难以大幅回升

经过多年的发展，公司已逐步形成了“以煤为基，以焦为辅，以化为主”的综合开发格局。公司的煤化工产品有冶金焦、甲醇、纯苯、甲苯、二甲苯和硬质沥青等，主要产品是冶金焦、甲醇、纯苯。2014年公司焦炭生产能力较稳定，仍为720万吨/年，主要包括：迁安中化煤化工有限责任公司330万吨/年、唐山中润煤化工有限公司220万吨/年、承德中滦煤化工有限公司170万吨/年。从产品销量来看，2014年甲醇销量小幅下降，但冶金焦和纯苯产销量均有所上升。从产品价格看，2014年，公司冶金焦、甲醇及纯苯价格均有所下降。煤化工产品价格下跌主要有两方面的原因，一方面是宏观经济下行，需求减弱，另一方面是原油价格暴跌，石油化工产品价格下行，作为石油化工产品最主要的竞争产品，煤化工产品价格相应下滑。总体来说，2014年公司主要煤化工产品产销量稳中有增，但冶金焦、甲醇和纯苯等主要煤化工产品价格均有所下降，2015年宏观经济环境继续低迷，石油价格维持低位，预计短期内煤化工产品价格难以大幅回升。

表 8 近年公司主要煤化工产品产能、产量及销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	2014年	2013年
----	-------	-------

冶金焦	年设计产能	720	720.
	产量	689.69	676.75
	销量	689.00	679.72
	销售均价	1,112.37	1,405.62
甲醇	年设计产能	20.00	20.00
	产量	26.19	25.47
	销量	24.67	25.46
	销售均价	2,113.93	2,236.05
纯苯	年设计产能	20.00	20.00
	产量	22.51	17.75
	销量	20.87	17.42
	销售均价	6,954.57	7,686.04

资料来源：公司提供，鹏元整理

依托于地域优势、交通优势和市场优势，公司产品销售和运输的渠道畅通，客户较为稳定，但下游钢铁客户资金链趋紧，公司结算周期有所延长

公司自成立以来，开滦（集团）有限责任公司（以下简称“开滦集团”）持有公司股份比例一直保持在50%以上，股权关系保持长期稳定。开滦集团丰富的煤种资源和充足的煤炭储量，为公司煤化工业务的后续发展提供了有效支持。

公司拥有突出的地域优势、交通优势和市场优势。公司地处环渤海经济区腹地，与京、津相毗邻，唐山市是华北重要的炼焦精煤基地、钢铁生产基地、焦炭煤炭的集散地。205国道以及京沈、津唐、唐港三条高速公路贯穿和环绕公司矿区；公司京唐港煤化工产业园区位于海港经济开发区，区域内铁路、公路运输发达，坨港铁路与京沈、通坨、大秦铁路干线相连。京唐港具备2亿吨的年吞吐能力，与国内外近60个港口通航，秦皇岛港、塘沽港和曹妃甸港棋布公司周围，正在建设的曹妃甸国家级数字化煤炭储配基地、京唐港煤化工产业物流配送中心，提升了公司周边煤炭物流及配套优势，形成了多条煤炭和焦炭的运输通道。

2014年，大型重点客户对公司产品的需求较为稳定，在一定程度上对产品销售价格起到支撑作用。而且公司与钢铁企业合作成立焦化企业，如与首钢迁安钢铁合作成立了迁安中化，与河北钢铁集团承德钢铁合作成立了承德中滦，一定程度上解决了焦炭产品的销路问题，具有长期战略意义。2014年，公司前三大客户与2013年相同，前五大客户销售收入占收入比重超过50%，客户集中度较高。

表9 近年公司前五大销售客户情况

2014年		2013年	
客户名称	收入占比	客户名称	收入占比
北京首钢股份有限公司	28.02%	河北省首钢迁安钢铁有限责任公司	28.41%

河北钢铁股份有限公司	18.99%	河北钢铁股份有限公司	17.54%
首钢总公司	4.53%	首钢总公司	3.97%
唐山文丰机械设备有限公司	3.00%	鞍钢股份有限公司	3.39%
东营益洲化工有限公司	2.22%	河北津西钢铁集团股份有限公司	2.63%
合计	56.76%		55.94%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司焦炭产品的主要客户是国内外大中型钢铁公司，客户包括北京首钢股份有限公司²、河北钢铁股份有限公司、首钢总公司等，大型重点客户对公司产品的需求较为稳定，所以在销售结算方面会给予一定结算周期，一般为1-2个月，2014年，下游客户资金链趋紧，公司适当延长了结算周期。除重点客户外，公司化工产品对其他客户的销售结算模式一般采用“预付全额，先款后货”的结算方式，货款支付方式为100%现汇。从销售地域上看，公司煤炭及煤化工产品主要面向华东、华北和东北市场。

公司聚甲醛和己二酸项目已建设完成，目前进入试生产阶段，未来公司煤化工产业链将进一步延伸，但正式投产后可能面临一定的市场风险；在建煤化工项目尚需投资额较大，公司面临一定的资金压力

公司发展能源化工的方向较为明确，将继续延伸煤焦化的产业链，陆续发展新材料、新能源、精细化工等产品。目前公司下属的全资子公司唐山中浩化工有限公司的聚甲醛与己二酸项目已基本建设完毕，聚甲醛与己二酸项目已开始进行试生产，预计2015年下半年正式投产，聚甲醛设计产能4万吨/年，己二酸设计产能15万吨/年，届时公司煤化工产能将得到有效提升。

聚甲醛是工程塑料的原料之一，由于聚甲醛具有耐摩擦、耐磨耗及承受高负荷的优点，因而能够部分替代有色金属如铜、锌、铝等制作结构零件，同时，聚甲醛的应用领域不断扩张，除了在汽车、电子、机械等方面的应用，聚甲醛在医疗技术、运动器械方面也表现出较好的需求增长态势。己二酸是一种重要的化工原料，大量用于生产尼龙66、聚氨酯等高分子材料及精细化工产品。聚甲醛和己二酸的主要原材料为甲醇和纯苯，唐山中浩化工有限公司将采用兄弟公司生产的甲醇和纯苯进行深加工，很好地形成了上下游产业链的对接。

曹妃甸百万吨级焦油深加工项目一期工程由公司和首钢京唐钢铁联合有限责任公司各出资1.5亿元组建的项目公司唐山中泓炭素化工有限公司负责，双方各占50%股权，截至2014年末，一期工程主装置电气仪表全部安装工程已完成，公司将根据曹妃甸化学工业园区配套设施建设进度安排投产时间。

² 2014年3月，北京首钢股份有限公司并购河北省首钢迁安钢铁有限责任公司。

截至2014年12月末，公司主要在建工程总投资为64.08亿元，已投资50.03亿元，尚需投资14.05亿元。公司在建工程尚需投资规模较大，面临一定的资金压力，同时，公司主要围绕“煤-煤化工”进行投资，虽然能延伸产业链，但公司目前煤化工项目投资规模和产能较大，在宏观经济低迷、下游行业不景气的市场环境下，煤化工项目正式投产后可能面临一定的市场风险。

表 10 截至 2014 年 12 月底公司主要在建工程（单位：万元）

在建工程名称	投资预算	已投资	工程进度	投产/预计投产时间
己二酸项目	312,262.87	240,129.78	76.90%	2015 年
聚甲醛项目	189,962.00	147,962.60	77.89%	2015 年
曹妃甸百万吨级焦油深加工项目一期工程	66,709.00	57,238.65	85.80%	2015 年
吕矿洗煤厂浮选系统技术改造	3,012.00	3,010.35	99.95%	2015 年
加拿大盖森煤田勘探项目	41,568.00	36,929.76	88.84%	-
加拿大墨玉河煤田勘探项目	6,274.00	2,757.53	52.64%	-
甲醇燃料示范项目一期	10,477.00	8,920.84	85.15%	-
中化公司污水深度处理工程	8,000.00	560.55	7.01%	2015 年
合计	640,764.87	500,323.15		

注：加拿大盖森煤田项目的投资预算主要是指获取采矿权和进行勘探所产生的投资

资料来源：公司提供，鹏元整理

作为能源化工企业，公司长期面临一定的安全生产风险和节能环保监管风险

作为一家能源化工企业，公司安全生产的风险除煤炭企业共同面临的顶板、沼气、矿井水、火灾和煤尘五大自然灾害外，还存在煤化工企业存在的高温、高压、易燃易爆、有毒有害气体等不安全因素，如果发生重大安全事故，将影响公司的生产经营，造成公司一定时期内的经济效益下滑。“十二五”期间，国家将继续加强节能环保和生态建设，为顺应国家产业政策和节能、环保等法规要求，公司2015年将继续加强节能减排工作，加强技术改造项目的落实，实现节能减排，重点对矿井的排水系统、供电系统、通风系统、运输系统进行改造，公司的煤炭产业和煤化工产业都是环保要求较高的行业，国家越来越严格的环保政策，将增加公司的资本性支出和生产成本。

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利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告，以及未经审计的2015年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。以下分析中2013年数据采用的是2014年度审计报告的期初数。公司2014年报表合并范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模持续增加，且以非流动资产为主；公司存货规模较大，近期煤炭及焦炭价格持续走低，公司存货存在一定的跌价风险

2014年，公司资产规模小幅增长，截至2014年末，公司资产总额为2,181,968.16万元，同比增长6.32%。公司资产结构相对稳定，以非流动资产为主，截至2014年末，非流动资产占公司总资产的比重为65.47%，较2013年下降0.73个百分点。

表 11 2013-2014 年公司资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	274,658.84	12.59%	176,320.64	8.59%
应收票据	174,587.11	8.00%	216,916.01	10.57%
应收账款	182,797.40	8.38%	150,800.01	7.35%
存货	110,749.73	5.08%	130,388.22	6.35%
流动资产合计	753,510.52	34.53%	693,720.39	33.80%
长期股权投资	46,227.34	2.12%	44,550.81	2.17%
固定资产	792,483.21	36.32%	839,590.64	40.91%
在建工程	468,555.75	21.47%	358,871.19	17.49%
无形资产	104,998.73	4.81%	98,399.30	4.79%
非流动资产合计	1,428,457.65	65.47%	1,358,491.73	66.20%
资产总计	2,181,968.16	100.00%	2,052,212.12	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。截至2014年末，公司货币资金为274,658.84万元，同比增长55.77%，主要系2014年9月末公司发行公司债券所致，其中，其他货币资金17,987.94万元，主要为银行承兑汇票保证金。公司应收票据有所下降，主要是受市场影响，公司收入下降导致应收票据相应下降，截至2014年末，共有1.43亿元的应收票据质押给银行为公司开具应付票据做担保。公司应收账款增加，主要系下游

大型钢铁客户资金链趋紧，结算周期有所延长所致。从公司应收账款账龄来看，截至2014年底，1年以内的应收账款占比为90.88%，1-2年的部分占比为9.08%；公司计提应收账款坏账准备10,608.73万元，占账面余额的5.49%；2014年末应收账款欠款金额前5名的金额占应收账款的91.56%，占比较高且全部为钢铁企业，因均为公司长期大型客户，欠款风险较小，但同时也应关注如果未来下游客户受到宏观经济形势等因素的不利影响，应收款项也可能出现拖欠风险。公司存货有所下降，主要系煤炭价格下跌，存货账面价值下降所致。公司存货规模较大，近期煤炭及煤化工产品价格继续走低，公司存货存在一定的跌价风险，截至2014年底，公司存货占总资产的5.08%，已计提存货跌价准备1,279.98万元。

公司非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产。截至2014年底，公司长期股权投资主要是对迁安首环科技有限公司、开滦集团财务有限责任公司的投资，2014年投资开滦集团财务有限责任公司实现投资收益为3,700.93万元，同比增长21.45%。公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备，规模较大，2014年末综合成新率为59.18%，整体质量一般，主要由于是机器设备折旧较大，截至2014年末，公司固定资产无抵押。随着业务范围的扩大，公司不断完善下游产业链，在建工程增长较快，主要为唐山中浩化工有限公司己二酸项目、聚甲醛项目和曹妃甸百万吨级焦油深加工项目一期工程等。公司的无形资产主要为采矿权和土地使用权，其中采矿权为山西倡源公司的采矿权及公司有偿受让的范各庄和吕家坨两个矿业分公司的采矿权，截至2014年末，公司已抵押无形资产的账面价值为1,366.18万元。

总体来看，跟踪期内，公司资产规模持续增加，且以非流动资产为主；流动资产中存货规模较大，存货价值受宏观经济发展和行业景气度的影响较大，存在一定的跌价风险。

资产运营效率

公司净营业周期延长，整体资产运营效率下降

2014年，随着下游钢铁企业景气度下行，客户销售回款周期延长，公司应收账款规模增长较快，应收账款周转率有所下降，净营业周期有所延长。受市场环境的影响，公司营业收入下降，随着货币资金和应收账款的增加，公司流动资产规模上升，且随着煤化工项目的持续推进，在建工程大幅增加，公司总资产规模增加，因此，公司流动资产、固定资产和总资产运营效率均有所下降，整体资产运营效率不高。

整体来看，受宏观经济和下游行业景气度下降影响，公司净营业周期延长，整体资产运营效率下降。

表 12 2013-2014 年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	42.00	27.57
存货周转天数	34.58	34.62
应付账款周转天数	76.50	64.00
净营业周期	0.08	-1.82
流动资产周转天数	182.22	169.64
固定资产周转天数	205.49	175.93
总资产周转天数	533.12	435.63

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

受行业景气度下降影响，公司收入规模下降，利润水平大幅下滑，盈利能力减弱

公司营业收入主要来源于煤炭采选业务和煤化工业务。2014年，公司实现营业收入1,429,616.55万元，同比下降16.77%，受行业景气度下降影响，公司产品销售价格有所下降，营业收入下滑。2014年公司综合毛利率为12.19%，较2013年小幅上升，主要系煤化工板块毛利率上升所致。

从期间费用方面来看，2014年，公司大力压缩各项成本及费用，销售费用和管理费用有所下降，但是，随着公司融资规模的扩大，其财务费用逐年攀升。2014年公司营业收入下降，财务费用增加，虽然销售费用和管理费用有所下降，但占比较高的管理费用的下降幅度小于营业收入下降幅度，从而导致公司期间费用率上升。目前公司期间费用已严重侵蚀了公司利润。受营业收入下降及期间费用上升的影响，公司利润总额大幅下降，2014年，公司实现利润总额23,453.46万元，同比下降41.52%。

总体来看，受下游行业需求持续低迷影响，公司煤炭产品和煤化工产品销售价格有所下降，公司营业收入下降，利润水平大幅下滑，盈利能力减弱。

表 13 2013-2014 年公司盈利能力指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
营业收入	1,429,616.55	1,717,616.67
营业利润	23,573.51	39,990.18
利润总额	23,453.46	40,105.85
净利润	15,989.99	32,105.27
综合毛利率	12.19%	11.80%
期间费用率	9.83%	8.77%
营业利润率	1.65%	2.33%

总资产回报率	3.06%	3.89%
净资产收益率	1.81%	3.68%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但投资支出较大，随着公司煤化工项目的持续推进，公司仍面临一定资金压力；但公司融资渠道多，银企关系良好，具有一定的融资能力

近年来公司经营活动现金流表现较好，2014年，虽然公司净利润水平大幅下降，但由于存货和应收票据规模减少等因素导致其占用的营运资本减少，公司经营活动产生的净现金流入较上年同期有所增加。

近年公司投资活动现金流均表现为现金净流出，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，这部分现金流出主要用于投资公司的煤化工业务，其中，己二酸项目和聚甲醛项目等在建工程投资需求较大。截至2014年末，公司主要在建工程总投资为64.08亿元，已投资50.03亿元，尚需投资14.05亿元，面临一定的资金压力。

从公司的筹资活动来看，公司筹资渠道多，主要有银行借款和发行公司债券、中期票据和短期融资券等债务性筹资以及股权筹资。公司作为地方大型集团，对地方经济的影响和贡献较大，和各家银行都有较好的合作关系，银企关系良好，融资能力强。截至2014年末，公司获得了109.19亿元的授信额度，剩余可使用额度62.33亿元。2014年，公司筹资活动现金流入主要系发行债券和取得银行借款获得的现金，筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金、分配股利和偿付利息支付的现金。

总的来看，公司经营活动现金流表现较好，但投资支出较大，随着公司煤化工在建工程的建设，公司面临一定资金压力；但公司融资渠道多，银企关系良好，具有一定的融资能力。

表 14 2013-2014 年公司现金流指标（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
净利润	15,989.99	32,105.27
营运资本变化	7,103.18	-5,314.06
其中：存货减少（减：增加）	18,967.22	30,206.30
经营性应收项目的减少（减：增加）	9,238.29	-5,672.09
经营性应付项目的增加（减：减少）	-21,102.33	-29,848.27
经营活动产生的现金流量净额	150,901.34	149,644.18
投资活动产生的现金流量净额	-153,609.12	-206,909.02
筹资活动产生的现金流量净额	90,813.84	-97,614.40

现金及现金等价物净增加额	86,232.02	-158,013.30
--------------	-----------	-------------

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

随着公司债券成功发行，公司有息债务规模继续增加，偿债压力加大

公司负债规模继续增长，截至2014年末，负债总额已达1,295,693.94万元，同比增长10.58%，而所有者权益仅增长0.65%，公司负债与所有者权益比率上升。

表 15 2013-2014 年公司资本结构（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
负债总额	1,295,693.94	1,171,691.74
其中：流动负债	554,505.39	689,454.39
非流动负债	741,188.54	482,237.35
所有者权益	886,274.23	880,520.38
负债与所有者权益比率	146.20%	133.07%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债构成。截至2014年末，公司短期借款为192,253.05万元，同比减少29.21%，其中信用借款48,813.05万元、抵押借款2,000.00万元、保证借款141,440.00万元；公司应付票据全部为银行承兑汇票；应付账款主要是应付施工方工程款、设备款、材料款和质保金，2014年部分工程结算完毕，应付账款规模减少；一年内到期的非流动负债包括一年内到期的长期借款30,362.89万元和一年内应付的采矿权价款2,665.23万元。

公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。截至2014年末，公司长期借款为229,033.99万元，包括信用借款2,351.99万元、保证借款226,493.00万元和国债贷款189.00万元。截至2014年末公司共有51亿元应付债券未到期，明细如下表所示。

表 16 截至 2014 年 12 月底公司尚未到期的应付债券明细（单位：亿元）

债券名称	发行金额	发行日期	债券期限	票面利率
2011 年第一期中期票据	14.00	2011/8/24	5 年	6.21%
2012 年第一期中期票据	7.00	2012/1/11	5 年	5.71%
2012 年公司债券（第一期）	15.00	2012/10/30	7 年	5.40%
2012 年公司债券（第二期）	15.00	2014/9/26	6 年	6.30%
合计	51.00	-	-	-

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

表 17 2013-2014 年公司负债结构（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
----	--------	--------

	金额	占比	金额	占比
短期借款	192,253.05	14.84%	271,592.06	23.18%
应付票据	48,870.13	3.77%	39,817.41	3.40%
应付账款	255,849.10	19.75%	277,631.49	23.69%
一年内到期的非流动负债	33,028.12	2.55%	54,057.15	4.61%
流动负债合计	554,505.39	42.80%	689,454.39	58.84%
长期借款	229,033.99	17.68%	120,545.94	10.29%
应付债券	506,549.15	39.09%	356,996.49	30.47%
非流动负债合计	741,188.54	57.20%	482,237.35	41.16%
负债合计	1,295,693.94	100.00%	1,171,691.74	100.00%
其中：有息负债	1,009,734.44	77.93%	843,009.05	71.95%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

随着公司负债规模的增加，公司资产负债率略有上升，截至2014年末，公司资产负债率为59.38%；随着12开滦02的发行，公司有息负债规模继续增加，2014年末已达100.97亿元，公司偿债压力加大。2014年末，公司流动比率和速动比率仍处于较低水平，但是，公司货币资金相对充裕，银行授信额度较高，短期偿债压力不大。近年由于公司融资规模加大，利息支出增加，而利润水平逐年下滑，EBITDA利息保障倍数呈下降趋势。

表 18 2013-2014 年公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	59.38%	57.09%
流动比率	1.36	1.01
速动比率	1.16	0.82
EBITDA（万元）	151,470.86	165,531.00
EBITDA 利息保障倍数	2.71	3.29
有息债务/EBITDA	6.67	5.09

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

表 19 截至 2014 年 12 月底银行授信情况（单位：万元）

授信银行	授信额度	已使用额度	剩余可使用额度
中国工商银行	50,000.00	-	50,000.00
中国农业银行	166,260.00	106,260.00	60,000.00
中国银行	118,483.88	40,876.88	77,607.00
中国建设银行	52,683.00	4,000.00	48,683.00
交通银行	100,000.00	35,000.00	65,000.00
国家开发银行	182,000.00	182,000.00	-
光大银行	68,000.00	12,000.00	56,000.00
民生银行	120,000.00	3,000.00	117,000.00
浦发银行	12,000.00	12,000.00	-

华夏银行	15,000.00	5,000.00	10,000.00
渤海银行	20,000.00	8,000.00	12,000.00
河北银行	3,000.00	2,000.00	1,000.00
唐山商业银行	15,000.00	15,000.00	-
恒生银行	35,000.00	19,000.00	16,000.00
大通信用社	3,450.00	3,440.00	10.00
开滦财务公司	131,000.00	21,000.00	110,000.00
合计	1,091,876.88	468,576.88	623,300.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

2014年，担保方开滦（集团）有限责任公司严重亏损，担保实力有所减弱

跟踪期内，开滦集团控股股东、实际控制人、经营范围均未发生变化。2014年，开滦集团新增实收资本18.18亿元，截至2014年末，开滦集团实收资本为124.79亿元。

2014年，开滦集团实现主营业务收入998.11亿元，较上年下降10.51%；主营业务毛利率为2.56%，较上年下降2.85个百分点。开滦集团主营业务收入下降主要是受宏观经济影响，煤炭和煤化工行业景气度持续低迷，市场需求不旺，煤炭、冶金焦以及其他化工产品价格大幅度下降所致。主营业务毛利率下降主要系煤炭板块毛利率大幅下滑所致。2014年，冶金焦及其他煤化工产品价格下降，但开滦集团焦化产品业务毛利率小幅上升，主要有两个方面的原因：一是原材料价格下降，二是开滦集团进行技术创新，改善了配煤比例，在保证产品质量的前提下，压缩了生产成本，提高了焦化板块的利润率。

表 20 近年开滦集团主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭	96.14	5.67%	125.41	32.31%
焦化产品	121.41	8.20%	140.51	7.17%
物流贸易	744.88	1.01%	805.48	0.50%
其他产品	35.67	7.36%	44.02	12.95%
合计	998.11	2.56%	1,115.43	5.41%

资料来源：开滦集团提供，鹏元整理

截至2014年末，开滦集团资产总额为741.53亿元，所有者权益为219.28亿元，资产负债率为70.43%。2014年度，开滦集团实现营业总收入1,006.04亿元，利润总额-29.96亿元，经营活动产生的现金流净流入7,729.03万元。

表 21 开滦集团主要财务指标

项目	2014年	2013年	2012年
总资产(万元)	7,415,260.47	7,082,844.37	6,445,009.04
所有者权益合计(万元)	2,192,815.69	2,263,337.98	2,234,569.39
有息债务(万元)	3,657,435.01	3,259,485.88	2,856,407.73
资产负债率	70.43%	68.04%	65.33%
流动比率	0.91	0.99	1.01
速动比率	0.76	0.84	0.87
营业总收入(万元)	10,060,439.69	11,237,444.33	12,609,882.40
营业利润(万元)	-422,433.20	-18,338.46	119,921.79
政府补助(万元)	109,349.02	21,304.68	19,893.02
利润总额(万元)	-299,591.88	19,197.96	137,318.22
综合毛利率	2.04%	5.01%	5.62%
EBITDA(万元)	82,982.58	359,373.56	456,238.59
EBITDA利息保障倍数	0.44	2.25	3.29
经营活动净现金流净额(万元)	7,729.03	65,183.42	203,030.65

资料来源：开滦集团审计报告，鹏元整理

综合而言，开滦集团实力较为雄厚，经鹏元综合评定，开滦集团主体长期信用等级为AAA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为12开滦01、12开滦02提供了一定的保障，但同时我们也关注到担保方开滦集团主营业务严重亏损，担保实力有所减弱。

七、评级结论

公司唐山矿区所产的肥精煤是我国煤炭资源的稀缺品种，储量丰富，且公司拥有突出的地域优势和交通优势，运输渠道畅通。2014年，公司重点客户稳定，银企关系良好，融资渠道畅通。但是，我们同时关注到，受煤炭行业整体产能过剩、下游行业景气度低迷等因素影响，公司煤炭及焦化产品价格均持续下滑，营业收入下降，利润总额减少，盈利能力大幅减弱，预计短期内行业景气度将持续低迷，煤炭和煤化工产品价格维持低位，公司经营情况将难以获得根本性改善。2014年，公司资产运营效率下降，资产负债率上升，有息负债增加，偿债压力加大，且担保方开滦集团严重亏损，担保实力下滑。

基于以上情况，鹏元维持12开滦01和12开滦02的信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望调整为负面。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
货币资金	247,621.66	274,658.84	176,320.64	334,642.08
应收票据	155,206.36	174,587.11	216,916.01	240,300.57
应收账款	229,275.06	182,797.40	150,800.01	112,276.21
预付款项	9,091.27	8,636.63	16,285.10	73,260.23
其他应收款	2,190.63	2,080.81	3,010.41	3,617.92
存货	105,561.26	110,749.73	130,388.22	160,985.91
流动资产合计	748,946.25	753,510.52	693,720.39	925,082.92
长期股权投资	47,358.56	46,227.34	44,550.81	22,333.44
投资性房地产	1,721.43	1,733.21	1,278.95	-
固定资产	772,011.97	792,483.21	839,590.64	839,194.55
在建工程	480,263.51	468,555.75	358,871.19	212,084.16
工程物资	411.75	411.75	751.68	15,083.35
无形资产	104,238.42	104,998.73	98,399.30	78,461.43
商誉	1,035.95	1,035.95	1,035.95	1,035.95
递延所得税资产	10,859.30	13,011.71	14,013.22	11,383.62
非流动资产合计	1,417,900.89	1,428,457.65	1,358,491.73	1,179,576.50
资产总计	2,166,847.14	2,181,968.16	2,052,212.12	2,104,659.42
短期借款	164,275.09	192,253.05	271,592.06	308,021.23
应付票据	42,979.36	48,870.13	39,817.41	73,189.78
应付账款	241,358.00	255,849.10	277,631.49	261,065.65
预收款项	14,461.10	14,105.11	18,355.12	21,878.19
应付职工薪酬	10,206.97	9,929.53	8,472.25	5,606.66
应交税费	-30,224.57	-28,142.02	-18,236.56	-5,909.58
应付利息	15,072.03	10,969.33	8,492.46	8,433.76
其他应付款	15,572.83	14,148.06	29,273.01	20,867.59
一年内到期的非流动负债	41,892.86	33,028.12	54,057.15	27,621.00
其他流动负债	3,495.00	3,495.00	-	-
流动负债合计	519,088.68	554,505.39	689,454.39	720,774.26
长期借款	257,517.37	229,033.99	120,545.94	155,174.00
应付债券	506,865.42	506,549.15	356,996.49	356,129.36
长期应付款	0.00	-	2,665.23	5,665.23
递延收益	4,454.49	4,258.10	669.65	547.9
递延所得税负债	1,347.30	1,347.30	1,360.03	-
非流动负债合计	770,184.58	741,188.54	482,237.35	517,516.50

负债合计	1,289,273.26	1,295,693.94	1,171,691.74	1,238,290.76
所有者权益：				
实收资本（或股本）	123,464.00	123,464.00	123,464.00	123,464.00
资本公积	102,663.61	102,663.61	102,663.61	102,663.61
其他综合收益	-12,724.00	-9,640.26	-6,403.53	-2,073.06
专项储备	26,799.78	23,825.68	20,202.01	15,483.43
盈余公积	89,737.70	89,737.70	89,161.30	86,835.48
未分配利润	364,912.43	370,682.20	369,025.92	360,990.24
归属于母公司所有者权益合计	694,853.51	700,732.93	698,113.31	687,363.69
少数股东权益	182,720.37	185,541.30	182,407.07	179,004.97
所有者权益合计	877,573.89	886,274.23	880,520.38	866,368.66
负债和所有者权益合计	2,166,847.14	2,181,968.16	2,052,212.12	2,104,659.42

资料来源：公司审计报告和 2015 年一季度报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年一 季度	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	290,264.99	1,429,616.55	1,717,616.67	1,909,126.67
其中：营业收入	290,264.99	1,429,616.55	1,717,616.67	1,909,126.67
二、营业总成本	294,327.97	1,409,719.58	1,680,643.86	1,839,953.80
其中：营业成本	270,016.11	1,255,306.12	1,515,011.81	1,679,535.12
营业税金及附加	2,493.30	9,917.14	11,043.82	11,878.11
销售费用	4,247.20	18,919.65	23,888.43	19,555.77
管理费用	14,270.67	80,823.54	87,062.48	84,990.97
财务费用	10,652.95	40,747.40	39,661.63	42,887.25
资产减值损失	-7,352.26	4,005.74	3,975.70	1,106.57
投资收益（损失以“-”号填列）	1,131.22	3,676.54	3,017.37	1,997.55
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1,131.22	3,676.54	3,017.37	1,997.55
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	-2,931.76	23,573.51	39,990.18	71,170.42
加：营业外收入	113.25	2,009.17	934.11	1,002.51
其中：非流动资产处置利得	0.00	503.79	93.35	48.68
减：营业外支出	178.97	2,129.22	818.45	1,046.32
其中：非流动资产处置损失	64.84	482.81	453.66	706.24
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	-2,997.49	23,453.46	40,105.85	71,126.61
减：所得税费用	2,844.57	7,463.47	8,000.57	19,939.66
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	-5,842.06	15,989.99	32,105.27	51,186.96
归属于母公司所有者的净利润	-5,769.77	9,887.44	25,177.19	48,787.27
少数股东损益	-72.29	6,102.55	6,928.08	2,399.69
六、其他综合收益的税后净额	-5,974.31	-6,264.71	-8,338.46	1,977.43
七、综合收益总额	-11,816.37	9,725.28	23,766.82	53,164.39
归属于母公司所有者的综合收益总额	-8,853.51	6,650.72	20,846.72	49,810.65
归属于少数股东的综合收益总额	-2,962.85	3,074.57	2,920.10	3,353.73

资料来源：公司审计报告和2015年一季度报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2015年一 季度	2014年	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	231,677.89	1,365,152.63	1,752,114.07	2,019,831.40
收到的税费返还	14.14	961.62	1,165.12	665.76
收到其他与经营活动有关的现金	740.97	5,455.85	1,760.12	1,662.05
经营活动现金流入小计	232,433.01	1,371,570.10	1,755,039.31	2,022,159.22
购买商品、接受劳务支付的现金	158,746.42	926,600.94	1,288,026.66	1,514,872.90
支付给职工以及为职工支付的现金	42,508.66	192,748.75	205,969.88	204,192.32
支付的各项税费	18,389.12	89,002.92	99,094.77	119,412.89
支付其他与经营活动有关的现金	2,570.55	12,316.16	12,303.82	26,586.09
经营活动现金流出小计	222,214.76	1,220,668.76	1,605,395.13	1,865,064.20
经营活动产生的现金流量净额	10,218.25	150,901.34	149,644.18	157,095.02
二、投资活动产生的现金流量：				
取得投资收益收到的现金	-	2,000.00	800.00	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	58.69	29.82	13.22
投资活动现金流入小计	-	2,058.69	829.82	13.22
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	34,054.44	155,667.81	187,738.85	222,095.79
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	20,000.00	-
投资活动现金流出小计	34,054.44	155,667.81	207,738.85	222,095.79
投资活动产生的现金流量净额	-34,054.44	-153,609.12	-206,909.02	-222,082.57
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	20.00	-
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	-	-	20.00	-
取得借款收到的现金	78,047.00	387,293.00	312,894.70	466,031.69
发行债券收到的现金	-	148,650.00	-	217,600.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	10,000.00	18,671.19
筹资活动现金流入小计	78,047.00	535,943.00	322,914.70	702,302.88
偿还债务支付的现金	68,496.92	378,643.20	349,445.17	506,342.27
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10,249.29	56,390.45	60,197.43	54,804.13
支付其他与筹资活动有关的现金	-	10,095.50	10,886.50	14,550.66
筹资活动现金流出小计	78,746.21	445,129.16	420,529.10	575,697.06
筹资活动产生的现金流量净额	-699.21	90,813.84	-97,614.40	126,605.82
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-1,982.23	-1,874.04	-3,134.06	910.99

五、现金及现金等价物净增加额	-26,517.64	86,232.02	-158,013.30	62,529.26
加：期初现金及现金等价物余额	262,414.40	176,182.38	334,195.68	271,666.42
六、期末现金及现金等价物余额	235,896.76	262,414.40	176,182.38	334,195.68

资料来源：公司审计报告和 2015 年一季度报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:			
净利润	15,989.99	32,105.27	51,186.96
加:资产减值准备	3,176.12	2,696.63	1,047.44
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	83,355.67	81,544.49	80,277.06
无形资产摊销	3,367.80	3,058.29	3,704.07
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号列示）	-20.97	360.31	657.56
财务费用（收益以“-”号列示）	40,617.32	39,480.19	41,821.92
投资损失（收益以“-”号列示）	-3,676.54	-3,017.37	-1,997.55
递延所得税资产减少（增加以“-”号列示）	1,001.51	-2,629.60	-942.82
递延所得税负债增加（减少以“-”号列示）	-12.73	1,360.03	-
存货的减少（增加以“-”号列示）	18,967.22	30,206.30	18,773.64
经营性应收项目的减少（增加以“-”号列示）	9,238.29	-5,672.09	34,992.49
经营性应付项目的增加（减少以“-”号列示）	-21,102.33	-29,848.27	-72,425.76
经营活动产生的现金净流量	150,901.34	149,644.18	157,095.02
2. 现金及现金等价物净变动情况:			
现金的期末余额	262,414.40	176,182.38	334,195.68
减:现金的期初余额	176,182.38	334,195.68	271,666.42
现金及现金等价物净增加额	86,232.02	-158,013.30	62,529.26

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
应收账款周转天数	-	42.00	27.57	19.84
存货周转天数	-	34.58	34.62	36.54
应付账款周转天数	-	76.50	64.00	60.35
净营业周期	-	0.08	-1.82	-3.97
流动资产周转天数	-	182.22	169.64	170.86
固定资产周转天数	-	205.49	175.93	161.13
总资产周转天数	-	533.12	435.63	381.58
综合毛利率	6.98%	12.19%	11.80%	12.03%
期间费用率	10.05%	9.83%	8.77%	7.72%
营业利润率	-1.01%	1.65%	2.33%	3.73%
总资产回报率	-	3.06%	3.89%	5.70%
净资产收益率	-	1.81%	3.68%	6.06%
负债与所有者权益比率	146.91%	146.20%	133.07%	142.93%
资产负债率	59.50%	59.38%	57.09%	58.84%
流动比率	1.44	1.36	1.01	1.28
速动比率	1.24	1.16	0.82	1.06
EBITDA (万元)	-	151,470.86	165,531.00	199,261.21
EBITDA 利息保障倍数	-	2.71	3.29	4.28
有息债务/EBITDA	-	6.67	5.09	5.93

资料来源：公司审计报告和 2015 年一季度报告，鹏元整理

附录五 截至 2014 年 12 月 31 日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本	表决权比例	主营业务
唐山中润煤化工有限公司	155,924.75 万元	94.08	焦炭、硫铵、焦炉煤气、焦油、粗苯、硫磺、甲醇、杂醇、液氧、苯、甲苯、二甲苯、重苯、氢气、液化氮的生产销售
唐山考伯斯开滦炭素化工有限公司	12,904.47 万元	51.00	生产、加工和销售煤焦油衍生产品（包括轻油、溶剂油【酚油】、工业萘、洗油、蒽油、炭黑油、煤沥青、重油、中性酚钠）
山西中通投资有限公司	11,000.00 万元	100.00	煤炭能源化工开发利用；对外项目建设投资；钢材、建材、五金机电、电线电缆、电气设备、仪器仪表、化工产品（除危险化学品外）、普通机械及配件、土产杂品的批发、零售；代储、代销、房屋租赁
山西介休义棠倡源煤业有限公司	16,000.00 万元	58.00	煤炭开采；矿用物资采购与销售
加拿大中和投资有限责任公司	8,000.00 万美元	100.00	煤炭资源开发及投资业务
加拿大开滦德华矿业有限公司	12,683.67 万美元	51.00	煤田地质勘探
加拿大布尔默斯矿业有限公司	1,000.00 万美元	51.00	煤田地质勘探
唐山中浩化工有限公司	169,404.25 万元	100.00	己二酸、聚甲醛生产销售(项目筹建)；一般经营项目：技术引进、生产所需设备原材料进口
唐山中泓炭素化工有限公司	30,000.00 万元	50.00	生产、加工和销售煤焦油衍生产品及其它相关产品(筹建)；技术引进、生产所需设备原材料进口
承德中滦煤化工有限公司	77,800.00 万元	51.00	焦炭、焦炉煤气、焦油、粗苯、硫磺的加工、销售
唐山中阳新能源有限公司	5,000.00 万元	80.00	甲醇燃料项目的投资
迁安中化煤化工有限责任公司	99,240.00 万元	49.82	炼焦；焦炉煤气、焦油、粗苯、硫磺、硫酸铵、硫氰酸铵、初级煤化工产品制造；余热利用；炼焦技术咨询与服务

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	营业利润率	营业利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息负债	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息负债	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息负债	长期有息负债+短期有息负债

附录七 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。