

信用等级公告

联合[2015]559 号

新奥生态控股股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对新奥生态控股股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

新奥生态控股股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

新奥生态控股股份有限公司公开发行 2016 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司
信评委主任：丁华伟

二零一五年九月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

新奥生态控股股份有限公司

2016 年公司债券信用评级报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 17 亿元（含）

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）

还本付息方式：采用单利按年计息，不计复利。

每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

评级时间：2015 年 9 月 21 日

主要财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额(亿元)	82.91	89.16	94.62	107.73
所有者权益(亿元)	32.90	43.12	50.60	44.66
长期债务(亿元)	22.10	17.20	16.94	23.41
全部债务(亿元)	38.55	34.18	32.49	42.53
营业收入(亿元)	41.76	48.93	48.69	26.66
净利润(亿元)	7.51	8.04	9.21	2.99
EBITDA(亿元)	13.98	15.14	16.19	--
经营性净现金流(亿元)	6.57	7.29	10.16	5.66
营业利润率(%)	33.32	32.53	32.70	24.40
净资产收益率(%)	36.14	21.16	19.65	6.27
资产负债率(%)	60.32	51.64	46.52	58.54
全部债务资本化比率(%)	53.96	44.22	39.10	48.78
流动比率	0.89	0.93	0.97	1.02
EBITDA 全部债务比	0.36	0.44	0.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.76	6.81	8.22	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.82	0.89	0.95	--

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。②本报告中数据如无特别注明均为合并口径。③2015 年上半年财务数据未经审计，相关指标未经年化。

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对新奥生态控股股份有限公司（以下简称“公司”或“新奥股份”）的评级反映了公司作为一家以煤炭、煤化工、农兽药和能源工程为主营业务的上市公司，在产业布局、行业地位、生产规模等方面具备的综合竞争优势，同时联合评级也关注到煤炭行业产能过剩、公司主要产品价格下降以及未来投资规模较大等因素对公司信用基本面的不利影响。

公司煤炭开采成本低，盈利能力较强，煤化工产品生产稳定；公司通过收购液化天然气业务进入清洁能源领域，液化天然气生产技术先进；2015年新收购的能源工程业务盈利前景良好。目前公司债务负担水平适中，整体盈利能力较强，经营性净现金流入规模较大，良好的财务基本面对债务偿还形成良好支撑。未来，随着新工厂的投产，公司农兽药收入规模及盈利能力有望得到提升，拟建焦炉煤气制LNG项目将对公司向清洁能源方向转型产生积极影响。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为一家以煤炭、化工产品、能源工程和农兽药为主营业务的上市公司，产业布局合理，具备一定多元化经营优势。
2. 公司煤炭储量丰富，煤质好，产能利用率高，盈利能力较强。
3. 公司甲醇项目区位优势显著，原料供应充足，运输成本低，竞争能力强。
4. 公司新收购的能源工程业务资质水平高，盈利能力较强，未来有望成为公司新的利润增长点。

评级观点

关注

1. 公司所涉及的煤炭、煤化工行业存在周期性风险，国家政策及下游行业供需变化对公司盈利能力影响大。

2. 公司在建的生产期开拓工程、甲醇装置技改项目和 LNG 等项目未来投资建设需要大量资本支出，公司未来融资需求较大。

3. 公司期间费用占营业收入比重较高，公司对期间费用控制力度有待加强。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与新奥生态控股股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与新奥生态控股股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因新奥生态控股股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由新奥生态控股股份有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代新奥生态控股股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

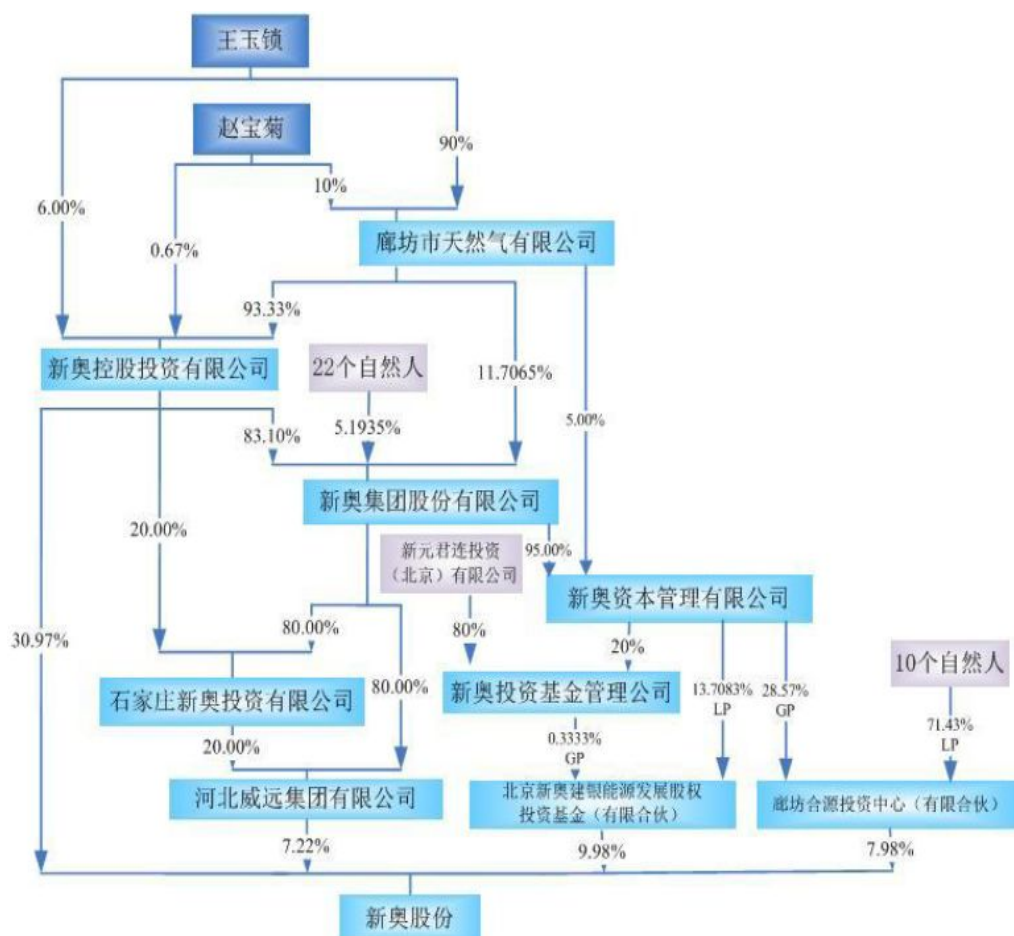
新奥生态控股股份有限公司（以下简称“公司”或“新奥股份”）于1992年7月经河北省体改委以冀体改委（1992）1号文和40号文批准设立，原名河北威远实业股份有限公司。1993年12月经中国证券监督管理委员会证监发审字【1993】52号文复审通过，向社会公开发行人民币普通股2,000万股，并于1994年1月3日在上海证券交易所挂牌交易，股票代码600803。1999年3月，公司更名为“河北威远生物化工股份有限公司”。

2013年3月6日，公司向新奥控股有限公司、北京新奥建银能源发展股权投资基金（有限合伙）、涛石能源股权投资基金（上海）合伙企业（有限合伙）、深圳市平安创新资本投资有限公司、廊坊合源投资中心（有限合伙）、联想控股有限公司、泛海能源投资股份有限公司等七名交易对象发行股份购买其合计持有的新能矿业100%股权获得中国证券监督管理委员会“证监许可【2013】211号”批文的核准，同意公司上述七名交易对象合计发行股份61,020.04万股，用于收购七家公司合计持有的新能矿业100%的股权并通过新能矿业间接获得新能能源75%的股权。2013年7月4日，公司在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司完成股权登记变更手续。

2014年12月，经公司临时股东大会审议通过，公司更名为“新奥生态控股股份有限公司”，证券简称变更为“新奥股份”，股票代码保持不变。

历经数次增资，截至2015年6月底，公司实收资本9.86亿元，新奥控股有限公司持有公司30.97%股份，为公司控股股东。公司实际控制人为自然人王玉锁。

图1 截至2015年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2015 年 6 月底，公司本部下设综合管理办公室、财务管理部、组织与人力资源部、市场与战略绩效部、技术质量部等 11 个职能部门，纳入合并报表范围有 12 家子公司。截至 2014 年底，公司员工合计 3,424 人。

公司的经营范围包括：生物化工产品、精细化工产品（法律法规、国务院决定禁止或限制经营的除外）的生产及自产产品销售；化工产品（法律法规、国务院决定禁止或限制经营的除外）、日用化学品的批发零售；经营本企业产品及技术的出口业务；经营本企业生产、科研所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进口业务（国家限定经营和禁止进口的商品除外）；经营进料加工和“三来一补”业务，化肥销售，微生物肥料的生产和销售（限分支机构经营）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2014 年末，公司合并资产总额 94.62 亿元，负债合计 44.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 50.60 亿元。2014 年公司实现营业收入 48.69 亿元，净利润 9.21 亿元（含少数股东损益 1.11 亿元），2014 年公司经营活动现金流量净额为 10.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.39 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总额 107.73 亿元，负债合计 63.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 44.66 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 26.66 亿元，净利润 2.99 亿元（含少数股东损益 0.32 亿元），2015 年 1~6 月公司经营活动现金流量净额为 5.66 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.04 亿元。

公司注册地址：河北省石家庄市和平东路 393 号；法人代表：王玉锁。

二、本次债券及债券筹资项目概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“新奥生态控股股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（面向合格投资者）”，本次公开发行公司债券票面总额不超过人民币 17 亿元（含 17 亿元）。本次债券票面金额 100 元/张，按面值平价发行。本次债券的期限为不超过 5 年（含 5 年）。本次债券面向合格投资者公开发行，本次债券采取网上发行与网下发行结合的发行方式，票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金拟用于补充流动资金及偿还银行贷款。

三、行业分析

目前，公司主营业务涉及煤炭、煤化工、能源工程和农兽药四个行业。

1. 煤炭行业

（1）行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 66%，大幅高于 30.06% 的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较低，其基础储量占全国的6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占73.73%、无烟煤占7.92%、褐煤占6.81%、未分类煤种占11.90%。烟煤中，不粘煤占25.53%，长焰煤占21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占7.97%。

竞争格局

长期以来，中国煤炭产业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭产业的发展，造成了有限资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008年金融危机后，随着煤炭价格大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇，中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的大政方针，并陆续出台了相关配套政策，随着资源整合的推进，近年中国煤炭行业集中度持续提升，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量约占全国煤炭总产量的40%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司为代表的亿吨级特大煤炭企业产能利用率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

随着煤炭行业景气度下行，业内企业经营压力普遍增大，2014年出现行业性大面积亏损，部分资金实力弱的中小煤企亟需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。在明确的政策预期下，资金实力雄厚、融资渠道丰富的大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍将继续提升。

供需格局

从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年受煤炭进口量影响逐步增大。2002~2008年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大，煤炭总供给持续过剩。

表1 中国2002年以来煤炭行业供需变化（单位：百万吨、%）

时间	煤炭生产量		煤炭消费量		煤炭进口		煤炭出口	
	生产量	同比	消费量	同比	进口量	同比	出口量	同比
2002年	1,380	18.97	1,366	8.24	11	266.67	84	-6.67
2003年	1,722	24.78	1,692	23.87	11	0.00	94	11.90
2004年	1,992	15.68	1,936	14.42	19	72.73	87	-7.45
2005年	2,350	17.97	2,319	19.78	26	36.84	72	-17.24
2006年	2,529	7.62	2,551	10.00	38	46.15	63	-12.50
2007年	2,692	6.45	2,727	6.90	51	34.21	53	-15.87

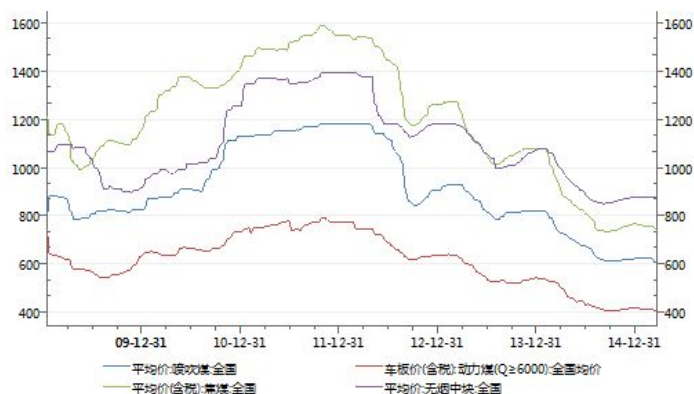
2008年	2,802	4.09	2,811	3.08	40	-21.57	45	-15.09
2009年	2,973	6.10	2,958	5.23	126	215.00	22	-51.11
2010年	3,235	8.81	3,122	5.54	163	29.37	19	-13.64
2011年	3,516	8.69	3,430	9.87	182	11.66	15	-21.05
2012年	3,645	3.67	3,526	2.80	288	58.24	9	-40.00
2013年	3,680	0.96	3,610	2.38	327	13.54	8	-11.11
2014年	3,870	5.16	3,505	-2.90	291	-10.9	6	-23.5

资料来源：《国民经济和社会发展统计公报》，Wind 资讯。

煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

图 2 近年国内主要煤炭品种含税均价（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

据Wind资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、主焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6,000）均价分别为654元/吨、857元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。2015年9月初，全国喷吹煤、主焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6,000）均价分别为554元/吨、687元/吨、793元/吨和341元/吨，较上年末均有不同程度下跌。

行业经济效益

图3 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind 资讯

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降，2015年上半年，我国煤炭行业收入、利润及毛利率情况维持下行（图3）。从煤炭发债企业2014年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损或微利状态。

（2）行业政策

2012年3月，由国家能源局主导出台《煤炭工业发展“十二五”规划》（以下简称“‘十二五’规划”），推进煤矿企业兼并重组，发展大型企业集团；有序建设大型煤炭基地，保障煤炭稳定供应；建设大型现代化煤矿，提升小煤矿办矿水平；并按照“控制东部、稳定中部、发展西部”的原则，到2015年形成产能41亿吨/年，产量和消费量分别控制在39亿吨/年；推进瓦斯抽采利用，促进煤层气产业化发展；发展现代煤炭物流，建立煤炭应急储备体系；积极开展国际合作，深入实施走出去战略。

2014年以来，针对煤炭经济运行形势的严峻现状，为了改善国内煤炭市场供大于求、煤价大幅下跌的现状，国家相关主管部门陆续出手救市，政策持续加码。国家发改委及相关主管部门多次呼吁限产、减产及发文严禁超能力开采等。3月份，国家能源局下发文件，要求做好2015年煤炭行业淘汰落后产能工作；国家发改委牵头召开专题会议，对涉及违法违规建设的产煤省份和煤矿进行约谈，提出了“四个严格”，即严格治理违法违规建设生产、严格治理超能力生产、严格治理不安全生产、严格治理劣质煤生产使用。5月初，国家能源局又连发《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》和《做好2015年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》两份文件。以上种种举措足以看出政府对严控煤炭产能的力度和决心。总体看，行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布

局仍是未来政策主线，行业内的龙头企业将获得更多的政策扶持，中西部地区企业有望迎来快速发展期。

（3）行业关注

总量控制失效

根据《BP世界能源统计年鉴》(2013年6月)，中国2012年底探明储量占世界探明储量的13.3%，排世界第三，煤炭资源总储量丰富；但储采比仅为40，远低于世界平均储采比100的水平；同时，国内煤矿普遍存在资源回采率低、资源破坏浪费严重等情况，资源开发和利用方式难以支撑经济社会长远发展。

根据“十二五”规划，2015年全国规划煤炭总产能达41亿吨/年，行业总产量和总消费量控制在39亿吨左右。2013年全国煤炭实际产量约37亿吨。根据山西、内蒙等省已经出台的“十二五”产能规划，2015年各省煤炭产能加总可能达48亿吨/年，远远超出“十二五”规划总量。

为促进资源高效利用和产业可持续发展，中央政府对于煤炭行业实行总量控制的指导思路，但各产煤省对煤炭产量及GDP的片面追求与上述思路存在一定矛盾。未来不排除各级政府出台更加严格的产量控制措施，现有矿井的扩产及新建矿井的审批可能面临更多的政策性障碍。

产业结构失衡

中国煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，部分地区较为突出。具体而言，一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

从供需角度看，总量上，中国煤炭行业产能过剩严重，但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，运输瓶颈制约了煤炭供需双方的有效衔接。“十二五”期间煤炭供给中心进一步西移，供给增量主要来自新疆、陕西、山西、甘肃等地，给煤炭外运构成更大压力。考虑到中国煤炭消费需求存在明显的季节性波动，在煤炭消费旺季，运力紧张仍是制约煤炭有效供给的关键。另一方面，煤运通道沿途及主要消费区仓储能力尚不完善，随着西部地区煤炭产能的逐渐释放，在煤炭消费淡季则可能出现季节性供给过剩。

进口煤持续冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。受关税、国内外经济环境等多种因素影响，2009年来中国进口煤数量大幅增长，进口煤占中国煤炭消费量的比重由2008年的1.44%上升至目前8.18%。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损或微利态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从2014年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭

资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

为进一步规范税收执法行为，优化纳税服务，规避涉税风险，国家税务总局2015年7月1日颁布《煤炭资源税征收管理办法（试行）》（以下简称“《办法》”）的公告（国家税务总局公告2015年第51号），自2015年8月1日起施行，《办法》分为二十条，主要明确了煤炭计税价格的确定方法、运费扣减范围、洗选煤折算率、混合销售与混合洗选的计税方法等内容。《办法》第十六条、十七条、第十八条还就地税机关如何建立本地煤炭价格监控体系、加强风险管理、加强协税合作等方面做了规定和指引，以进一步做好煤炭资源税征收管理工作。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

（4）行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5,000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4,000家以内，加快推进资源整合，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升。

受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，行业供给将加速集中。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下

行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业在国民经济中将长期占据重要地位，但近年行业产能过剩导致全行业盈利水平及现金回流弱化，违约风险持续上升，行业整体信用品质一般。考虑到当前煤炭价格已有深度调整，行业供给及新增产能已开始逐步缩减，未来煤炭价格进一步大幅下行的可能性较小。

2. 煤化工（能源化工）行业

（1）行业概况

煤化工行业是以煤炭为主要原料生产化工产品的行业。以原油和天然气为原料通过石油化工工艺生产出来的产品绝大部分都能够以煤为原料通过煤化工工艺生产。根据生产工艺与产品的不同可以将煤化工行业分为四个子行业，分别为煤焦化、煤电石化工、煤气化和煤液化行业。其中，煤焦化行业主要由两个部分组成，其一是焦炭业务，也是目前多数焦化企业的主要利润来源，企业盈利随着焦炭产品价格的变化而变化。其二是化工业务，即对炼焦过程中伴随产生的焦炉煤气、煤焦油、粗苯等初级产品进行深加工，包括利用焦炉煤气制甲醇、生产煤焦油深加工产品、粗苯精制等。公司的能源化工产品主要是以煤炭为原料生产的甲醇、二甲醚以及液化天然气等产品。

甲醇

甲醇是一种重要的有机化工原料、溶剂及防冻剂，可用于生产甲醛、甲胺、醋酸、烯烃等重要大宗化工产品，这些产品广泛用于精细化工、染料、制药、汽车和国防等行业中。甲醇在经过深加工后，也是优良的能源与车船用清洁燃料，可直接用于汽车燃料与电厂发电，也可与汽油、柴油混合作为车用燃料。

目前，工业上生产甲醇主要采用合成气为原料的化学合成法。合成气按照原料的不同，可分为煤气化法、石油制法和天然气蒸汽转化法。煤气化法是利用蒸汽与氧气对煤、焦炭进行热加工，气化所得可燃性气体来制造甲醇，由于我国煤炭资源丰富，煤气化技术发展较为成熟，甲醇产业主要以煤和焦炉气为生产原料，其产能占我国甲醇总产能的比重达到 78%；石油制甲醇是以重油部分氧化，将石脑油、重油、渣油等部分氧化制合成气的方法；天然气蒸汽转化法是以天然气为原料制合成气生产甲醇，由于此种方法成本低、投资少、操作简单且运输方便，是国内外主要的发展方向。

甲醇下游需求基本分为三类，传统领域、醇醚燃料领域和替代石化原料领域。传统领域主要

包括甲醛、醋酸、甲胺、MTBE、甲烷氯化物等；醇醚燃料领域主要包括二甲醚和甲醇燃料；替代石化原料主要为甲醇制烯烃。目前，传统领域的需求比例在下滑，而甲醇制烯烃、甲醇燃料需求则呈增长趋势。

二甲醚

二甲醚又称甲醚，简称 DME，可作为液化石油气或石油类的替代燃料，也可以用作化工原料，广泛用在制药、燃料、农药、化工产品中。由于二甲醚在燃烧时不会产生破坏环境的气体，属于清洁能源，发展前景较好。

从生产方法来看，生产二甲醚所需的原料分为合成气或甲醇。其中合成气是由天然气或煤气化生成的，采用该方法工艺流程简单、投资费用小，二甲醚生产成本较低，是国内外开发的热点；采用甲醇为原料的生产方法得到的二甲醚纯度高、生产工艺成熟，但工艺流程较长，需要的设备投资较大，是目前国内外生产二甲醚的主要工艺。

“十一五”以来，我国二甲醚产能增长较快，2014 年我国二甲醚产能达到 1,090.8 万吨，产能已占到世界二甲醚总产能的 95% 以上。二甲醚目前主要应用于民用燃气，在车用清洁能源、胶黏剂、气雾剂、制冷剂 and 医药麻醉剂等新领域拓展及应用较少。由于添加了二甲醚的液化气在使用中不完全燃烧的情况下会产生威胁人身安全的一氧化碳，并且会腐蚀钢瓶和橡胶管件，长久掺烧可能导致钢瓶溶胀，存在安全隐患，国家禁止在液化气中添加二甲醚，对二甲醚以及二甲醚与液化石油气混合燃料的使用，要求做到“专气、专瓶、专用”，这在一定程度上挤压了二甲醚行业的发展。

液化天然气

液化天然气（LNG）是天然气的液态形式，主要成分为甲烷。LNG 的生产过程是将天然气净化处理后，经过除液、除酸、干燥、分馏、超低温冷凝后制备而成。与气态天然气相比，LNG 易于运输和储存、安全性能好、环保性更强。LNG 的应用实质上就是天然气的应用，它是清洁、高效的优质能源和燃料，不仅可作为燃气蒸汽联合循环电站的燃料，也可作为居民生活用气，还可取代石化燃料作为车用燃料。

据 2015 年 BP 世界能源统计年鉴数据显示，2014 年，全球天然气占一次能源消费的 23.7%，其中 LNG 占全球天然气贸易的份额增至 33.4%。但全球天然气消费仅增长 0.4%，远低于过去十年的平均增速 2.4%，其中中国天然气消费增速远高于全球平均增速。截至 2014 年底，我国探明天然气储量仅占世界探明总储量的 1.8%，已探明天然气资源主要集中在四川盆地、陕甘宁地区、塔里木盆地和青海地区等较为偏远地区，以及我国东海、南海地区，开采与运输较为不便利。在我国，除了常规天然气外，煤制天然气也是一种重要的生产天然气方式，煤制气项目目前大多分布在内蒙古、山西、新疆等省份，合计年产能约为 811 亿立方米。

（2）行业供需情况

甲醇

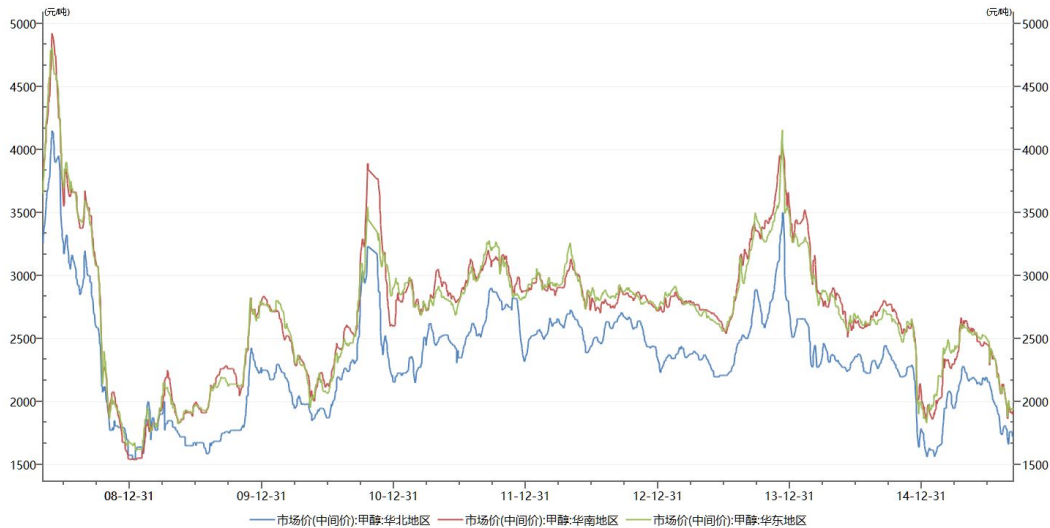
我国甲醇行业自 21 世纪走上快速发展的轨道。据金银岛数据统计，我国甲醇产能在 2006~2007 年年均增速达到 50%，2010 年生产能力突破 3,000 万吨，成为全球最大的甲醇生产和消费国。截至 2014 年末，我国共有 330 家甲醇生产企业，全年新增产能 1,180 万吨，甲醇总产能为 6,891.5 万吨，同比增长 20.1%。

从甲醇原料供给来看，由于我国天然气气源短缺和气价上涨的影响，西北、西南地区部分以天然气为原料的甲醇装置生产负荷较低或被迫停产；煤制甲醇中，由于焦化行业开工率低，导致焦炉气原料供给不足，甲醇装置负荷降低。但是由于煤炭价格的下降，甲醇生产开始出现向煤炭

生产地聚集的情况，煤制甲醇更具成本优势。2014 年，我国进口甲醇 433 万吨，同比下降约 12.9%，进口甲醇占总需求量的 10.6%，对我国市场的冲击有限。

国内甲醇价格方面，受行业产能过剩影响，自 2003 年底以来，我国国内甲醇价格一路走低，2015 年上半年有所回升，华北地区甲醇中间价最高达到 2,280.00 元/吨（4 月 24 日），华南地区甲醇中间价最高达 2,670.00 元/吨（4 月 20 日），华东地区甲醇中间价最高达 2,625.00 元/吨（4 月 20 日），2015 年第三季度国内甲醇价格进一步下降，2015 年 9 月 11 日，华北地区甲醇中间价 1,726.00 元/吨，华南地区甲醇中间价 1,910.00 元/吨，华东地区甲醇中间价为 1,945.00 元/吨。

图 4 2008 年以来国内甲醇市场价情况



资料来源：wind 资讯

面对甲醇产能过剩的局面，我国先后出台多项产业政策，严格控制甲醇新建产能，同时随着下游需求的增长，甲醇的需求量开始稳步上升。2014 年，我国甲醇市场整体表现为供需齐增。其中总供应量 4,291.0 万吨，同比增长 23%；总需求 4,084.3 万吨，同比增长 17.2%。从增长速度上来看，需求增速慢于供应增速；从下游产品需求上看，传统醋酸产品需求明显减少，增长较快的表现在新兴的甲醇制烯烃、甲醇燃料及其他替代能源。其中，新兴下游烯烃需求的甲醇增长 29.9%；甲醇燃料等替代能源同比增长 14.9%。

随着相关政策的完善，甲醇市场的新需求潜力将被逐渐释放，新需求市场的快速增长将推动甲醇需求的提升。预计到 2016 年，替代石化原料领域需求将达到 1,800 万吨左右，醇醚燃料领域的需求将快速增加到 1,700 万吨左右，而甲醇传统领域需求将达到 1,600 万吨左右。

二甲醚

2014 年，受宏观经济影响，大宗商品行情低迷不振，二甲醚的替代品液化气价格持续下滑，导致二甲醚市场也较为低迷。2014 年二甲醚价格持续走低，平均价格从年初的 4,380 元/吨降至年末的 3,480 元/吨，逼近企业生产成本价，致使生产企业出现减产甚至停工。

目前，我国二甲醚产品用途较为单一，其中民用燃料用途占到了主导地位，占比约为 93%，车用燃料占比约为 5%，生产制冷剂等其他工业用途占到 2%。由于国家禁止在液化石油气中掺烧二甲醚，相关部门对混掺检查力度较大，致使二甲醚需求较为萎靡。但二甲醚作为一种清洁能源，依靠纯烧能替代液化石油气、小燃煤锅炉和部分无法使用管道天然气的地区，在民用燃料领域依然有一定的市场空间；在车用燃料领域，随着未来汽车二甲醚专用发动机等相应系列配套产品标准的出台，二甲醚的需求将会被打开；胶黏剂、气雾剂、制冷剂和医药麻醉剂等化工领域的拓展

及应用也是二甲醚市场未来发展的突破点。

液化天然气

2014 年，我国天然气消费量为 1,855 亿立方米，同比增长 9%。由于受到我国宏观经济增速放缓的影响，工业、发电用气增长减缓，天然气消费增长率从 2010 年内的 22.9% 降至 2014 年的 9%，但仍保持较快增速。同时煤炭和石油价格的下跌，使得 LNG 价格优势消失，2015 年上半年，LNG 市场价为 3,854 元/吨，相比 2014 年初的 5,412 元/吨，下跌了 28.79%。总体来看，LNG 市场目前处于供大于求的阶段，由卖方市场逐渐向买方市场转变。由于我国正推动能源生产和消费方式变革，加大液化天然气等清洁能源在整体能源结构中的比例，液化天然气未来仍具有较大的发展潜力。

（3）行业特征

甲醇、二甲醚、LNG 作为重要的基础化工原料和燃料，其增长幅度与国民经济的总体发展趋势基本保持一致，行业运行呈现周期性特点。

能源化工行业具有一定的季节性。如甲醇传统需求领域中甲醛主要应用于木材、板材加工及房地产行业，由于我国南方夏季潮湿炎热的天气使得木材、板材生产企业开工率降低，甲醛需求随之下降，甲醛生产企业减少生产也导致甲醇需求进入淡季。冬季是北方供暖季节，LNG 需求相对较大，LNG 价格则会有所上升。

能源化工产品对原油价格较为敏感。原油价格的下降，将对天然气、替代石化原料等产品价格造成一定的压制，导致产品需求端承压，进而造成产品供给的收缩。

（4）行业政策

目前，我国正稳妥推进煤制气、煤制油产业化示范，鼓励煤炭分质利用，期望通过发展新型煤化工来实现能源的多元化发展，以实现国家能源安全的战略目标。

2009 年，工信部颁布《焦化行业准入条件》（2008 年修订），制定了焦化行业的准入条件，其中要求新建焦炉气甲醇单套装置应达到 10 万吨以上。

2012 年 4 月，国家发改委和能源局发布《煤炭深加工示范规划》和《煤化工产业政策》，提出“十二五”重点组织实施好现代煤化工产业的升级示范项目建设，规划了 15 个煤炭深加工示范项目。

2012 年 8 月，国务院颁布《节能减排“十二五”规划》中，在煤炭方面，要求发展煤炭地下气化、脱硫、水煤浆、型煤等洁净煤技术。在化工方面，合成氨行业重点推广先进煤气化技术、节能高效脱硫脱碳、低位能余热吸收制冷等技术，实施综合节能改造。

2012 年 12 月，国家发改委发布的《天然气发展“十二五”规划》中预计 2015 年国产天然气供应能力达到 1,760 亿立方米左右，其中常规天然气约 1,385 亿立方米，煤制天然气约 150-180 亿立方米，煤层气地面开发生产约 160 亿立方米，2015 年我国煤制气产品将占国产天然气的 8.5% 至 10.2%。

2013 年 1 月，国务院发布的《能源发展“十二五”规划》中提出，重点在中西部煤炭净调出省区，选择水资源相对丰富、配套基础条件好的重点开发区，建设煤基燃料、烯烃及多联产升级示范工程。

2014 年 5 月，国家能源局发布《关于规范煤制油、煤制天然气产业科学有序发展的通知》，要求遏制煤制气盲目发展的势头，要求各地申报的示范项目的能源转化效率、能耗、水耗、排放等指标必须达到准入值。

2015年2月,国家发展改革委发布了《关于理顺非居民用天然气价格的通知》(发改价格【2015】351号)以下简称《通知》,决定将增量气最高门站价格每千立方米降低440元,存量气最高门站价格每千立方米提高40元,实现价格并轨,理顺非居民用天然气价格,并试点放开直供用户用气价格。

3. 能源工程

(1) 行业概况

能源工程行业是能源行业的前端行业,涵盖了电力、煤化工、石油化工、新能源、基础工程等行业的设计、技术咨询以及工程施工业务。目前,能源工程行业在我国已进入成熟阶段。近年来,由于我国煤炭行业产能过剩,出现供大于求的局面,煤炭固定资产投资受到抑制,但是煤矿改造、煤炭清洁利用以及各种清洁能源的迅速扩张将成为今后能源工程发展的重点领域,行业未来发展前景较好。

(2) 行业供需情况

能源化工行业的环境保护问题一直是我国环保工作的重点之一,能源化工行业在清洁生产、节能降耗以及废气、废水、废渣的处理等安全环保方面需要与能源工程进行合作,进行新技术、新工艺和新装备等的研究开发与应用,能源工程行业市场前景较为广阔。

我国目前煤焦行业每年所产生的富余焦炉气多达到800多亿方,通过焦炉气甲烷化等技术,可以生产300多亿方的天然气,在煤炭清洁利用以及深加工政策的鼓励下,焦炉气利用工程前景良好,预计未来5年的工程投资将达到600亿元左右。预计“十二五”与“十三五”时期,我国废水治理的投入将达到1.1万亿元和1.4万亿元,其中工业园区的企业集中污水处理趋势明显,在市政环保项目中,城市污泥处理市场将迎来较为快速的发展时期,预计2014年至2019年,市场增速将达到15%。

随着国家能源消费战略的转型,天然气在我国未来能源发展中将占据较为重要的地位,与天然气资源配套的管网建设是能源工程业务市场之一,我国计划在2020年建成千亿方跨省管网,预计投资金额将达到3,000亿元,这将带动大规模的支线管网建设。目前,我国东部的支线管网建设已经基本完成,逐渐向乡镇地区延伸,未来建设将主要集中在中西部地区,最终随着城市管网新建项目投资的逐步饱和,未来市场将转向老旧管线的改造。同时,LNG接收站扩建、应急储气设施建设、车船用LNG加注站等方向未来的市场空间也较大。

我国能源工程行业参与者较多,行业竞争较为充分,参与者既包括中国石化工程建设公司业务以及中国石化洛阳石油化工工程有限公司这样的龙头企业,也包括具有自己独立竞争优势的民营工程公司,服务领域的拓宽以及技术的研发创新是企业可在市场中可持续发展的核心竞争力。

(3) 行业特征

能源工程行业是能源行业的前端行业,能源行业的周期性波动能够影响到能源工程。当能源行业低迷运行时,固定资产的投入减少,能源工程的经营会受到一定的影响。

能源工程行业具有季节性特点,燃气场站、管线等业务的施工高峰期往往在冬季供暖来临之前;较为寒冷的冬季是施工工程的淡季。

能源工程行业是技术密集型行业,如煤炭清洁以及深加工工程领域需要焦炉气甲烷化、燃气净化液等一系列技术的支持。

(4) 行业政策

能源工程行业的发展主要受益于我国能源行业政策以及环保政策的推进，目前我国环保法规以及政策主要包括《环保法》、《大气污染防治行动考核办法》，《关于稳步推进煤制天然气产业化示范指导意见》等。

2012年3月，工信部和财务部发布《环保装备“十二五”发展规划》，提出全面提升环保装备产业供给能力和水平，为建设资源节约型、环境友好型社会提供有效支撑和保证。

2014年3月，国家发改委、能源局和环保部联合发布的《能源行业加强大气污染防治工作方案》中特别强调了推广分布式功能，要求以城市、工业园区等能源消费中心为重点，加快天然气分布式能源建设。

2014年4月，国家发改委颁布的《关于加快推进储气设施建设的指导意见》中提出，继续执行现有支持大型储气库建设的有关政策，进一步加大支持力度，适时扩大适用范围；天然气销售企业在同等条件下要优先增加配建有储气设施地区的资源安排，增供气量要与当地储气设施规模挂钩。

4. 农兽药行业

农兽药按照能否直接使用可以分为原药和制剂，原药是以石化产品为主要原料，通过化学合成技术得到，一般不可直接施用；在原药基础上，加上分散剂和助溶剂等原辅料，可产出制剂产品。其中农药按照用途不同，主要分为杀虫剂、杀菌剂和除草剂等。

随着生产能力的国际转移，中国已是世界上最大的农药原药生产国。目前中国农药原药产能供过于求，过剩产品主要出口。从产品结构来看，中国农药主要以杀虫剂和除草剂为主，杀菌剂产量较少。农药具有很高的投入产出比，在维持或提高单位面积产量方面具有显著效果，需求刚性突出。随着近年中国对农业的政策倾斜，农业种植积极性大幅提高，并带动了农药产品的需求量增长。江苏、山东、浙江、湖南、安徽等省份是最主要的生产地区，上述省份农药产量合计占中国农药总产量的70%以上。2014年，受国内农药市场景气度转好，加上除草剂和杀菌剂等产品出口量保持增长，中国化学农药原药产量374.40万吨，同比增长17.39%。2015年1~4月，化学农药原药产量为120.33万吨。

表2 中国化学农药原药产量（单位：万吨）

分类	2012年	2013年	2014年
除草剂	164.80	179.98	180.35
杀虫剂	81.34	61.27	56.07
杀菌剂	14.39	20.35	22.95
其他	94.37	57.35	115.03
合计	354.90	318.95	374.40

资料来源：Wind 资讯

中国大部分的农药原药产品仍为仿制品，主要依靠生产国外专利保护过期产品，自创品种数量不足10%，原药生产企业尽管规模相对较大，但原创性方面缺乏竞争力，且由于近年国内产能过剩压力，利润空间受到挤压。农药行业利润正呈现从原药向制剂和销售渠道转移的态势。以草甘膦除草剂为例，中国企业以原药形式出口，价格低廉，而一些世界级农药企业通过销售不同浓度的制剂、稀释助剂和施药器材往往能够获得几倍甚至几十倍的收入或毛利，中国农药企业的盈利能力仍处于低水平。

2014年，中国农药制造企业实现主营业务收入3,008.41亿元，利润总额225.92亿元。2015

年 1~3 月，中国农药制造企业实现主营业务收入 719.11 亿元，利润总额 47.57 亿元。

总体看，得益于巨大的市场容量和稳定的消费需求，中国农药产业有望保持稳定的增长趋势。但受行业集中度、科研和行业产能过剩等因素的影响，产业结构性矛盾突出，行业面临整合趋势。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司拥有优质煤矿、能源化工及 LNG 清洁能源产品生产类资产，形成较为完整的“煤-煤化工”一体化的循环经济体系，产业布局和发展模式契合国家产业政策的要求。公司产品涉及煤炭、煤化工、农兽药和能源工程。

煤炭方面，公司拥有的王家塔矿井地质构造合理、煤质较好、安全性高；拥有万吨列发运能力的铁路专用线和便利的公路运输条件，且矿井系现代化高产高效矿井，建设成本、开采成本较低。

甲醇方面，公司甲醇生产采用 GE 德士古水煤浆加压气化技术，工艺先进节能。新能能源有限公司（以下简称“新能能源”）处于内蒙煤炭主产区及国家规划的煤化工产业聚集区，具有煤炭成本低、国家政策支持力度大的优势，且新能能源拥有国内较大的单套甲醇装置和专业的生产运营团队，装置长周期满负荷稳定运行能力及主要单耗指标均处于行业领先水平；通过全员技术创新，在优化原料结构配比、提高水煤浆浓度、资源循环利用等节能降耗和环境保护方面形成了可持续的竞争优势。

二甲醚方面，公司采用自主开发的新型气化、二甲醚净化分离等专利技术，水平居国内领先地位，与国内已投产的工业装置相比节能达 20% 左右，同时实现三废零排放。公司采用 XAD-101 型甲醇制二甲醚催化剂，甲醇转化率 80% 以上，选择性 99.8% 以上，低温活性好，具有耐水合抗积炭功能，寿命 3 年以上。公司 I 型高纯度二甲醚纯度可以达到 99.99%，无异味，关键杂质指标水分和甲醇都可以控制在极低水平，产品质量满足各类型用户需求。

农兽药方面，公司是全国最早生产阿维菌素的企业之一，公司拥有总发酵体积 3,260m³，建有亚洲最大的 550m³ 发酵罐 2 台，是自治区级（内蒙古自治区）农牧业产业化重点龙头企业，为国内主要的阿维菌素生产商和最大的经销商。近年来，公司通过菌种筛选、科研小试、工艺优化等提高产品品质及稳定性，阿维菌素产品质量和生产技术达到国内领先水平。农兽药产业搬迁后，公司草铵膦产能变为 450 吨/年，草铵膦除了具有除草活性外，还同时具有杀虫杀菌活性，可与杀虫剂等混配，具有高效、低毒、易降解等特点，以水为基剂，使用安全方便，是目前世界上大吨位农药品种之一。相比草甘膦，草铵膦对部分多年生恶性杂草的去除效果更好，在高经济价值作物领域更有市场竞争力，业内视草铵膦为百草枯加草甘膦。

能源工程方面，公司旗下的新地能源工程技术有限公司（以下简称“新地工程”）具有涵盖了市政公用工程咨询甲级、市政行业设计甲级、化工石化医药设计甲级、市政公用工程施工总承包壹级、化工石油工程施工总承包壹级等多项资质，拥有授权发明专利 9 项、实用新型专利 14 项、软件著作权 3 项、专有技术 16 项。新地工程在 LNG 液化工程、焦炉气制 LNG 以及节能环保等业务领域拥有领先的全流程工艺技术，依托公司“煤——煤化工”一体化的产业链布局和政府资源，配合丰富的团队管理、安全施工与项目管理的经验，开展能源工程的设计、施工与建设，并且能够为客户提供融资服务，带给客户一站式工程解决方案与服务。目前公司已成功运行的项目包括河南京宝新奥新能源有限公司焦炉气制液化天然气项目、唐山唐钢气体有限公司焦炉气制天然气项目、鹤岗鹤楠经贸有限公司焦炉煤气制液化天然气项目等。目前，新地工程在焦炉气综

合利用业务的市场占有率达到 38%。未来,新地工程将依托在工程及技术装备方面的优势,继续在天然气、节能环保、煤基清洁利用和小型液化撬装等领域拓展市场。

总体看,公司资源禀赋较好,技术水平较高,具有较高的行业竞争力。

2. 人员素质

公司现有董事会成员 9 人,其中董事长 1 人,副董事长 1 人,独立董事 3 人。监事会成员 3 人,其中监事会主席 1 名。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年,行业经验丰富。

公司董事长王玉锁先生,1964 年 3 月出生,河北霸州人,民建会员。天津财经大学管理系企业管理专业毕业,博士研究生学历。现任第十一届全国政协常委、中国民间商会副会长、河北省工商联副主席、河北省政协常委、廊坊市政协副主席、廊坊市工商联主席。2004 年 9 月至 2007 年 10 月任安瑞科能源装备控股有限公司董事局主席兼执行董事;1992 年 12 月至今任廊坊市天然气有限公司董事长;1993 年 5 月至今任廊坊新奥燃气有限公司董事长;1994 年 6 月至 1997 年 9 月任廊坊新奥实业(集团)公司任董事长兼总经理;1997 年 8 月至 1998 年 12 月任河北新奥集团股份有限公司董事长兼总经理;1998 年 12 月至今任新奥集团股份有限公司董事局主席;2000 年 7 月至今任新奥燃气控股有限公司董事局主席;2002 年 4 月至今任廊坊新奥置业有限公司董事长;2006 年 7 月至今任新能能源有限公司董事长。

公司 CEO 赵义峰先生,1954 年 11 月出生,中共党员,大专学历,高级工程师。1975 年至 2001 年 11 月曾任河北承德市城建局市政工程公司工人,技术员,科长,副处长,市供热筹建处副厂长;承德高新技术产业开发区管理委员会副主任;承德市人民政府副秘书长,建设委员会副主任,公用事业管理局局长;2001 年 12 月至 2004 年 3 月任北京祥华置业发展有限公司常务副总经理;2004 年 3 月至 2013 年 6 月历任新能能源有限公司副总经理,新奥集团股份有限公司总裁助理,新能能源有限公司总经理,新能(张家港)能源有限公司董事,新奥集团股份有限公司副总裁,新奥集团所属能源化工集团总裁,CEO 等职务。2013 年 7 月起任公司董事,CEO。

公司总裁马元彤先生,1964 年 2 月出生,大学本科学历,高级工程师。1987 年 7 月至 1998 年 2 月历任哈尔滨气化厂技术员、车间主任、副厂长;1998 年 2 月至 2003 年 2 月历任河南省煤气集团公司副总工程师、总工程师、副总经理;2003 年 2 月至 2007 年 2 月历任葫芦岛新奥燃气公司副总经理、新乡新奥燃气公司副总经理、新奥燃气 LPG 事业部副总经理、蚌埠新奥燃气发展有限公司气源分公司总经理;2007 年 3 月至 2010 年 7 月担任新能(张家港)能源有限公司总经理;2010 年 8 月至 2013 年 10 月任新能凤凰(滕州)能源有限公司总经理;2013 年 11 月至 2014 年 2 月担任新奥集团股份有限公司重大项目推进组执行组长。2014 年 4 月起任公司董事、总裁。

截至 2014 年底,公司拥有在职员工 3,424 人,人员学历结构看,硕士及以上占 2.45%,本科学历占 18.98%,大专学历占 24.33%,大专以下学历占 54.23%。从专业构成来看,生产人员占 63.93%,销售人员占 10.31%,技术人员占 7.18%,财务人员占 2.48%,行政人员占 16.09%。

总体来看,公司董事长及高级管理人员具有较长时间的行业从业经历和丰富的管理经验;员工人员构成符合业务经营需求。

五、公司管理

1. 公司治理

公司已按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规,设立了股东会、董事会和监事会,建立了相对完善的法人治理结构。

根据最新的《公司章程》，股东大会是公司权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会报告、监事会报告、公司的年度财务预算方案和决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职权。股东大会由董事会依法召集，由董事长主持。

公司董事会由 9 人组成，由股东会选举产生。董事任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事在任期届满前，股东会不得无故解除其职务。董事会设董事长 1 人，副董事长 1 人，独立董事 3 人。董事长任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事长为公司法定代表人，对公司股东会负责。公司设立监事会，监事会由全体监事组成，其成员为 3 人。监事会设主席 1 名，职工监事 1 名。监事会主席由全体监事过半数选举产生，职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司高级管理人员 13 人，包括 CEO（首席执行官）1 名、总裁 1 名、常务副总裁 1 名、副总裁 4 名、董事会秘书 1 名、总裁助理 3 名、总会计师 1 名、总工程师 1 名。

公司本部下设综合管理办公室、财务管理部、组织与人力资源部、市场与战略绩效部、技术质量部等 11 个部门科室，纳入合并报表范围共 12 家子公司。公司各职能部门和子公司独立运作，同时各职能部门对各子公司实施有效的监控和管理。公司通过一系列制度建设，实现了日常管理的制度化、规范化。

公司制定了一系列内部管理制度，以规范公司内部管理工作。其中较为重要的制度包括生产管理制度、安全环保管理制度、财务管理制度、预算管理制度和对下属子公司的管理制度等方面。

生产管理方面，公司贯彻执行国家有关化工生产、工艺技术、能材消耗等管理制度，结合公司实际制定相关的规章制度，并检查监督执行。指挥协调各成员企业生产车间的生产运行，掌握公司各岗位主要设备开、停、修情况，并根据设备部检修计划合理安排检修。根据公司下达的生产经营计划，掌握生产状况及能材的供应与消耗，发现问题及时协调解决；落实检查、考核工艺技术、能源和生产消耗计划执行情况，协调解决存在的问题。

安全环保管理方面，公司贯彻执行国家有关安全生产、劳动保护、环境保护、职业卫生方面的方针、政策、法令、制度，并监督检查执行情况。对职工进行安全生产、环境保护的宣传教育，组织培训，协助有关部门做好特殊工种的训练和安全技术考核。自下而上汇总、审核、编制安全技术措施计划，待批准后，督促有关部门落实。定期组织对公司职工的安全技术培训和考核，并协助有关部门做好特殊工种的培训和考核及安全作业证的颁发。下达隐患整改指令书。积极推广、应用现代化管理方法，提高安全、环保管理水平。负责本厂的环境监测工作，及时提出改进措施，使其符合国家工业卫生及环境保护有关要求。公司近三年及一期未发生安全生产及环保事故。

财务管理制度方面，公司根据《公司法》、《中华人民共和国会计法》、《企业会计准则》、《新奥生态控股股份有限公司章程》制定了《财务管理制度》，加强财产物资的管理和资金运用全过程的监控，严格内部牵制制度，防止弊端。首先明确了财务管理体制，明确了公司财务管理层次由总裁、总会计师、财务部、子公司财务部组成。加强财务管理基础工作，对原始凭证和档案管理办法以及会计人员的交接都做了详细的规定，为了有效利用企业各项资产公司对流动资产和固定资产的管理做了详细的规定，并定期进行资产清查；明确了资金使用、收入、成本费用管理办法；编制财务报告重点关注会计政策和会计估计对财务报告的重大影响，事项的处理按规定的权限和程序进行审批。

预算管理制度方面，公司制定了《全面预算管理办法》，明确了公司全面预算编制的原则，编制财务预算按照内部经济活动的责任权限进行，作为制定、落实内部经济责任考核的依据，并遵循以下基本原则和要求：坚持效益优先原则，实行总量平衡，进行全面预算管理。坚持积极稳健的原则，确保以收定支，加强财务风险控制。坚持权责对等原则，确保切实可行，围绕经营战略实施。公司成立预算管理领导小组，组长由总裁担任，副组长由其他班子成员担任。公司预算管理小组以年度及月份财务预算为依据，召开月份、年度预算执行情况分析会，纠正财务预算执行中存在的问题，维护财务预算管理的严肃性。组织与人力资源部按照《绩效考核责任书》，对各成员企业进行考核。

对下属子公司的管理制度方面，主要包括对下属子公司资产、人员和财务的控制三个方面。对下属子公司财务部的控制方面，子公司财务部在公司财务部的指导下开展工作，具体实施和落实子公司各项财务管理方法和措施；负责子公司财务预算的编制、执行、检查、分析；拟定子公司具体的财务管理方法，组织实施子公司财务管理和会计核算；如实反映子公司的财务状况和经营成果；监督子公司财务收支，按时向公司报送财务报告；参与子公司经营，统一使用资金。

对下属子公司人员实行岗位定员统一控制，各子公司的用工计划，岗位的设置、岗位的增加及减少严格按照公司程序审批。

对下属子公司资产的控制规定了统一的资产购置审批权限，规定了子公司资金额度审批权限和公司资金额度审批权限；规定了资产处置的管理和审批权限等。

总体看，作为上市公司，公司建立了完善的基本管理制度，并形成了良好的管理机制。公司管理较规范，对下属公司管理和控制能力强，整体管理风险较低。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为一家以煤炭、化工产品、能源工程和农兽药为主营业务的上市公司，在收入构成方面，煤炭、化工、LNG、农兽药、能源工程是营业收入的主要来源。从营业收入情况来看，2014年公司实现营业收入48.69亿元，近三年年均增长7.98%。煤炭、煤化工（甲醇、二甲醚）和农兽药是公司主要收入来源，液化天然气板块收入规模不大，对整体收入贡献有限，2015年新增能源工程板块，能源工程收入及毛利率水平较高，是公司未来重要的盈利增长点。2012~2014年，公司实现营业收入分别为41.76亿元、48.93亿元和48.69亿元，年均复合增长率7.98%。其中2014年煤炭收入占22.49%，煤化工收入占44.76%，农兽药收入占21.93%，三板块收入合计占公司营业收入的比重接近90%。

表3 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2012年			2013年			2014年			2015年1~6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	9.85	23.59	63.96	12.19	24.91	61.54	10.95	22.49	59.77	3.36	12.61	46.49
甲醇	13.33	31.91	36.47	16.80	34.32	35.66	13.23	27.18	41.94	6.06	22.72	32.61
二甲醚	9.37	22.44	14.85	8.51	17.39	10.20	8.60	17.66	12.69	2.09	7.85	3.57
液化天然气	--	--	--	1.68	3.44	13.31	3.44	7.06	20.30	1.53	5.76	-5.46
能源工程	--	--	--	--	--	--	--	--	--	5.99	22.46	31.20

农药	6.15	14.72	16.33	6.77	13.83	19.47	8.96	18.40	16.50	6.04	22.67	18.02
兽药	1.46	3.50	21.05	1.55	3.17	22.28	1.72	3.53	21.69	0.98	3.66	18.85
其他	1.60	3.84	30.96	1.44	2.93	16.39	1.79	3.69	43.52	0.60	2.27	49.55
合计	41.76	100.00	34.39	48.93	100.00	33.68	48.69	100.00	33.92	26.66	100.00	26.14

资料来源：公司提供

毛利率方面，受煤炭市场低迷产品平均销售价格下跌影响，煤炭板块毛利率持续下降，2012~2014年分别为63.96%、61.54%和59.77%，但仍维持在较高水平；甲醇和二甲醚受原油价格下跌影响，销售价格下降，但公司采购成本下降幅度较大，甲醇和二甲醚毛利率均呈波动性，其中甲醇毛利率分别为36.47%、35.66%和41.94%，二甲醚毛利率分别为14.85%、10.20%和12.69%；农兽药方面，受出口农兽药价格下降影响，公司农兽药毛利率均呈波动下降，其中农药毛利率分别为16.98%、19.47和16.50%，兽药毛利率分别为21.05%、22.28和21.69%。液化天然气方面，2014年毛利率为20.30%，较上年提高6.99个百分点。2012~2014年，公司综合毛利率较持续小幅下降，分别为34.39%、33.68%和33.92%，整体盈利情况较好。

2015年1~6月，公司实现营业收入26.66亿元，受煤炭、甲醇产品价格下降影响，公司主要产品毛利率均出现下滑，2015年1~6月公司毛利率仅为26.14%，较上年有较大幅度下滑。2015年上半年，公司将新地能源工程技术有限公司纳入合并范围后新增能源工程业务收入5.99亿元，占公司营业收入的比率为22.46%。

总体看，公司的主营业务突出，公司各产品的毛利率有所波动，但综合毛利率水平相对较为稳定。

2. 业务运营

公司目前主营业务大致可分为煤炭业务、化工产品业务、能源工程和农兽药。

煤炭业务

2013年5月，公司实施重大资产重组取得新能矿业有限公司（以下简称“新能矿业”）100%股权，新能矿业是内蒙古自治区上规模的煤化工企业之一，拥有王家塔矿井矿区采矿权及板洞梁煤矿矿区探矿权，王家塔矿井矿产资源储量为10.91亿吨，可采储量为6.61亿吨。新能矿业于2010年1月15日取得由国土资源部颁发的《采矿许可证》，根据该证记载，新能矿业为王家塔矿井的采矿权人，有效期限自2010年1月15日至2040年1月15日，开采矿种为煤，开采方式为地下开采，矿区面积56.67平方公里；新能矿业还取得由国土资源部换发的东胜煤田铜匠川板洞梁的探矿权《矿产资源勘查许可证》。公司建有配套洗煤厂，13mm以上入洗，洗精煤占商品煤产率40%左右，主要产品有：混煤（13mm以下），热值4,700~4,900大卡/公斤；洗大块（80-150mm），热值5,150~5,250大卡/公斤；洗中块（80mm以下），热值5,120~5,200大卡/公斤。

公司煤炭生产通过外包方式进行开采，承包方为北京天地华泰采矿工程技术有限公司（简称“天地华泰”），天地华泰根据公司月度经营计划进行煤炭开采。作为中国煤矿生产技术集成商和中国煤矿管理技术供应商，天地华泰运营和承建的项目覆盖内蒙古、陕西、山西、宁夏等众多优质煤炭能源基地，社会效益和经济效益成效显著。

表4 公司煤炭产销情况（单位：万吨/年、元/吨、%、亿元）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
产能	500.00	500.00	500.00	250.00
产量	500.97	649.63	612.44	309.78
产能利用率	100.19	129.93	122.49	123.91

平均成本	71.20	72.17	75.04	55.62
销量	499.90	651.42	613.85	310.04
产销率	99.79	100.28	100.23	100.08
平均售价	197.04	187.13	178.38	108.38
销售收入	9.85	12.19	10.95	3.36
毛利率	63.96	61.54	59.77	46.49

资料来源：公司提供

注：1. 上表数据均不含税。

2. 2012年新能矿业与新能源的内部交易金额为0.53亿元；2013年新能矿业与新能源的内部交易金额为0.27亿元；2014年新能矿业与新能源的内部交易金额为0.08亿元；2015年1~6新能矿业与新能源无内部交易。

公司拥有得而王家塔煤矿年产能 500.00 万吨，产能利用率方面近几年均维持在 100%以上，公司煤矿煤质较好，销售较为畅通，近三年一期公司煤炭产销率维持在 100.00%左右，公司煤矿产销状况较好。

2012~2014年，煤炭市场状况低迷，供大于求，公司煤炭平均销售价格持续降低，分别为197.04元/吨、187.13元/吨和178.38元/吨，近三年公司煤炭产量分别为500.97万吨、649.63万吨和612.44万吨，公司实现销售收入分别为9.85亿元、12.19亿元和10.95亿元，同期毛利率持续下降，分别为63.96%、61.54和59.77%。2015年1~6月，煤炭市场持续下行，公司煤炭产量为309.78万吨，平均成本和售价分别为55.62元/吨和108.38元/吨，毛利率继续下行。

王家塔煤矿是新矿，地质条件较好，煤层较稳定，埋藏深度浅，顶底板稳固，水文条件简单，为低瓦斯矿井，开采单位是水平较高的专业企业，采用现代化的开采设施，直接生产成本较低，公司煤炭盈利能力较高。2015年1~6月公司煤炭成本、售价大幅下降主要系煤炭价格调节基金12元/吨从2014年12月开始停收，且资源税由从量计征（3.2元/吨）改为从价计征（收入的8.1%征收）。

表5 公司煤炭销售情况（单位：万吨、元/吨、%、亿元）

产品	2012 年	2013 年	2014 年
混煤产量	341.21	389.63	351.66
混煤销量	341.58	388.62	353.25
混煤销售均价	162.51	152.36	157.07
混煤销售收入	5.55	5.92	5.55
混煤毛利率	56.26	60.21	57.07
精煤产量	159.76	260.00	260.78
精煤销量	158.32	262.80	260.60
精煤销售均价	306.58	238.50	207.27
精煤销售收入	4.85	6.27	5.40
精煤毛利率	76.81	62.79	62.54

资料来源：公司提供

注：上表数据均不含税

混煤方面，公司2012~2014年生产混煤分别为341.21万吨、389.63万吨和351.66万吨，销售均价分别为162.51元/吨、152.36元/吨和157.07元/吨，实现销售收入分别为5.55亿元、5.92亿元和5.55亿元；精煤方面，公司2012~2014年生产精煤分别为159.76万吨、260.00万吨和260.78万吨，销售均价持续下降，分别为306.58元/吨、238.50元/吨和207.27元/吨，跌幅较大，实现销售收入分别为4.85亿元、6.27亿元和5.40亿元。

公司煤炭低硫、低灰，煤质稳定。煤矿产能大，能满足客户采购数量要求。自投产以来，已

拥有200多家客户，现已形成稳定的合作客户群体。2014年新能矿业前五名销售客户销售金额合计6.95亿元，占新能矿业销售收入的比例为59.95%，客户集中度较高，有一定的客户集中的风险。

表6 2014年新能矿业煤炭销售前五名客户情况（单位：万吨、元/吨、%、亿元）

前五名客户明细	销售金额（亿元）	占煤炭类销售总额比重（%）
客户1	4.05	34.94
客户2	1.30	11.26
客户3	0.55	4.73
客户4	0.55	4.71
客户5	0.50	4.31
合计	6.95	59.95

资料来源：公司年报

公司煤矿交通便利，区位优势明显。万利矿区铜匠川铁路专用线（与包西铁路相接通往高家梁矿井）从井田北部东西向穿过，在井田北部设有王家塔矿井铁路装车站，煤炭产品可经输煤栈桥直接装车外运。铜匠川铁路专用线主要规划运输本矿和高家梁井田原煤，专用线规划运力超过1,000万吨/年。铁路可发运大列、小列，实现快速装车（小列100分钟），可发往京津冀、山东等地，未来还可到港口交易。地销交通方便，与包茂高速、包府路相连。距敖包沟、沙圪台集装站仅7.5公里。

总体看，受煤炭行业低迷影响，公司煤炭销售收入有所波动，毛利率出现一定下降，但盈利能力仍处于行业内较高水平。

甲醇业务

公司甲醇生产经营主体为子公司新能能源有限公司（以下简称“新能能源”），位于内蒙古鄂尔多斯煤炭主产区及国家规划的煤化工产业聚集区，煤炭资源丰富，能够确保煤炭的稳定供应，公司优选煤质较好、煤价偏高的煤种和煤质较差、价格较低的煤种混掺使用，在保证气化炉产气量的基础上，降低原料煤成本。公司甲醇装置以煤为原料，主要工艺装置包括气化、变换、低温甲醇洗、甲醇合成、甲醇精馏、甲醇罐区、硫回收、冷冻站、空分以及相配套的公用工程等。项目工艺技术采用两套内压缩流程的45,000Nm³/h的空分装置；煤气化采用GE公司水煤浆加压气化技术；气体净化采用低温甲醇洗工艺；甲醇合成采用卡萨利合成技术；甲醇精馏采用三塔精馏工艺。年操作日为300天，生产规模为年产60万吨甲醇。甲醇项目以煤为原料，工艺先进、节能、技术成熟可靠、生产成本低、经济效益好。

表7 公司甲醇产销情况（单位：万吨/年、万吨、元/吨、亿元、%）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年1~6月
产能	60.00	60.00	60.00	60.00
产量	65.13	75.14	68.06	36.58
产能利用率	108.55	125.23	113.43	121.93
平均成本	1,299.89	1,438.05	1,128.84	1,116.03
销量	67.93	84.18	71.17	36.51
产销率	104.30	112.03	104.57	99.81
平均售价	1,960.84	1,995.72	1,859.33	1,659.17

销售收入	13.32	16.80	13.23	6.06
毛利率	36.46	35.66	41.94	32.61

资料来源：公司提供

注：1.上表数据均不含税

2. 2012年、2013年和2014年销量中包括张家港采购并销售的甲醇2.69万吨、8.99万吨和3.75万吨，2015年1~6月无张家港采购并销售的甲醇。

公司甲醇生产线设计产能年初60.00万吨，公司甲醇产能利用率较高，近三年均维持在100.00%以上，2012~2014年，受甲醇市场行情影响，以及公司对甲醇生产装置进行例行检修，甲醇产销量均有波动，产量分别为65.13万吨、75.14万吨和68.06万吨，年均复合增长率为2.22%，同期销量分别为67.93万吨、84.48万吨和71.17万吨。近三年公司甲醇产销率均维持在100.00%以上，新能（张家港）是甲醇贸易公司，2014年甲醇贸易占比为7.29%。受益于原料煤价格下跌，公司成本压力有所减轻。2015年1~6月，甲醇产量为36.58万吨，销量为36.51万吨。

公司甲醇主要销售区域以河北、山东为主，北京、天津、内蒙的销量逐步扩大。甲醇的结算以现金和银行承兑汇票为主。2012~2014年，下游甲醛、醋酸等行业表现不佳，同时宏观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳，导致甲醇价格呈现缓慢下行趋势，2014年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑，公司甲醇产品未来销售收入规模或将受到一定影响。2012~2014年，公司甲醇平均销售价格分别为1,960.84元/吨、1,995.72元/吨和1,859.33元/吨，实现销售收入分别为13.32亿元、16.80亿元和13.23亿元，得益于原料煤采购成本降低，公司毛利率波动增长分别为36.46%、35.66%和41.94%；2015年1~6月，公司甲醇平均售价为1,659.17元/吨，实现销售收入6.06亿元，受甲醇价格大幅下跌影响，毛利率跌至32.61%。

表8 甲醇原材料采购情况（不含税，单位：万吨、元/吨）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
原料煤采购量	111.78	123.56	111.29
原料煤采购均价	372.95	330.45	267.14
燃料煤采购量	52.52	48.65	45.77
燃料煤采购均价	205.68	180.67	140.87

资料来源：公司提供

由于生产甲醇用煤炭对成浆性、灰分、含硫量、热值等指标要求较高，而公司开采的煤炭还无法达到自身甲醇生产所需条件，因此公司甲醇生产所需煤炭主要依赖外购，仅有很少量的燃料煤按市场价格内部采购。公司甲醇生产所需煤炭包括原料煤和燃料煤，主要供应商为鄂尔多斯市富源煤炭经销有限公司、内蒙古赛蒙特煤业有限责任公司和新能矿业有限公司，两家外部供应商的煤炭产能分别达到500万吨/年和300万吨/年，能够满足公司采购需求。公司采用的结算方式为电汇月结。

二甲醚业务

公司二甲醚业务主要由子公司新能（蚌埠）能源有限公司（以下简称“新能（蚌埠）”）和新能（张家港）能源有限公司（以下简称“新能（张家港）”）经营。新能（张家港）二甲醚产品的生产工艺采用其子公司新能（北京）科技有限公司的专利申请技术，该专利技术已经实现工业化生产，装置运行稳定。该技术采用甲醇气相脱水法生产二甲醚，在国际上属于先进的生产工艺，与国内同类二甲醚生产装置相比节能达20%以上，生产每吨二甲醚消耗甲醇单耗处于同行业领先水平。

由于公司甲醇生产地位于内蒙古鄂尔多斯，而二甲醚生产地位于江苏，因此考虑到运输成本等因素，公司二甲醚的生产原料主要依靠外购。公司采购模式为多渠道、多供应商的采购模式。按市价采购，根据行情变化灵活选择供应商。

2012~2014年，公司二甲醚产能均为23.50万吨/年，产量分别为24.30万吨、21.58万吨和22.03万吨，年均复合增长率-4.79%；2015年1~6月，二甲醚产量为6.43万吨。近三年公司二甲醚产能利用率有所下降，2012~2014年分别为103.40%、91.83%和93.74%，但仍维持在较高水平，2015年上半年公司二甲醚产能利用率下降至54.72%，主要是受原材料价格波动较大的影响，公司调整二甲醚的生产节奏。

表9 公司二甲醚产销情况（单位：万吨/年、万吨、元/吨）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
产能	23.50	23.50	23.50	23.50
产量	24.30	21.58	22.03	6.43
其中：张家港	21.31	18.50	19.01	--
蚌埠	2.98	3.08	3.02	--
产能利用率	103.40	91.83	93.74	54.72
销量	23.77	21.87	21.82	6.96
其中：张家港	20.78	18.76	18.80	--
蚌埠	2.99	3.11	3.02	--
产销率	97.82	101.34	99.05	108.24
销售均价	3,945.48	3,891.20	3,923.68	3,006.98

资料来源：公司提供

注：上表数据均不含税

公司二甲醚核心市场主要集中在安徽以及江浙沪一带。其他福建、江西等远程市场仅作为调节公司销售压力的渠道市场。公司二甲醚装置生产稳定，产能利用率以及产销率均保持较高水平。销售价格方面，二甲醚的主要原材料是甲醇，二甲醚的价格变动趋势基本与甲醇价格变动趋势一致，受甲醇价格下降影响，2012~2014年二甲醚价格波动下降，甲醇价格在2014年上半年价格较高，二甲醚在2014年上半年销售价格也较高，就均价考虑，2014年较2013年全年二甲醚均价变化不大，同时公司在2014年增加精醚和工业级二甲醚等附加值高的产品销售，加之公司在甲醇价格高时保留较低库存的销售策略，公司2014年二甲醚销售均价较上年略有回升。2012~2014年，公司二甲醚销量分别为23.77万吨、21.87万吨和21.82万吨，销售均价分别为3,945.48元/吨、3,891.20元/吨和3,923.68元/吨；2015年1~6月，二甲醚销量为6.96万吨，销售均价为3,006.98元/吨。

总体看，受原材料价格下跌影响，2012~2014年甲醇和二甲醚盈利能力逐年提升，但2015年以来，受产品销售价格下跌影响，盈利能力均较上年底有所弱化。

液化天然气（LNG）业务

公司液化天然气业务由子公司山西沁水新奥燃气有限公司（以下简称“沁水新奥”）经营。2014年，公司全资子公司新能矿业收购沁水新奥100%股权，公司新增液化天然气业务板块。沁水新奥处于煤层气资源较为丰富的山西盆地，采用成熟的工艺技术，以煤层气为原料生产LNG产品，通过对煤层气（CH₄）压缩、净化、制冷，将其转变为液态，使体积缩小近600倍，方便储存和运输。公司一期项目日处理煤层气15万方，二期项目日处理量30万方，在整个生产过程中，无污染物排放。公司LNG产品生产工艺稳定，产品具备较强的市场竞争力。

表10 公司液化天然气产销情况（单位：万方/年、万方、元/方、亿元、%）

项目	2014 年	2015 年 1~6 月
产能	14,850.00	14,850.00
产量	12,873.23	7,023.32
平均成本	2.13	2.30
销量	12,886.51	7,002.01
平均售价	2.67	2.19
销售收入	3.44	1.53
毛利率	20.30	-5.46

资料来源：公司提供

注：上表数据均不含税

公司拥有充足的原料气来源和稳定的销售渠道，2014年，公司LNG产量为12,873.23万方，销量为12,886.51万方，平均销售价格为2.67元/方，实现销售收入3.44亿元，毛利率为20.30%。2015年1~6月，公司LNG产量为7,023.32万方，销量为7,002.01万方，平均销售价格为2.19元/方，实现销售收入1.53亿元，毛利率为-5.46%，主要系产品价格下降及平均成本上升所致。

总体看，公司LNG业务所处区域资源优势明显，受价格下降及平均成本上升影响，2015年上半年LNG板块盈利能力有所下降。

农兽药业务

公司农兽药主要由子公司河北威远生化农药有限公司（以下简称“农药公司”）、河北威远动物药业有限公司（以下简称“动物药业”）和内蒙古新威远生物化工有限公司（以下简称“内蒙古新威远”）生产经营。公司农兽药主要从事精细化工生产，包括农药和兽药原药及制剂的研发、生产和销售，拥有农药杀虫剂、杀菌剂、除草剂和兽药共140多个品种。采用先进节能的工艺技术，重视能量的综合利用，减少能源对环境的污染。公司农兽药板块的代表性原药主要是阿维菌素和伊维菌素，代表性产品为草铵膦。

阿维菌素是一种被广泛使用的农用或兽用杀虫、杀螨剂原药，由子公司内蒙古新威远生产，2012~2014年生产阿维菌素产量波动上升，分别为248.00吨、233.89吨和265.99吨，2014年销售给农药公司177.28吨，剩余外销，农药公司仍需外采部分阿维菌素（占全年采购量的70%）以满足生产需求，2014年农药公司采购内蒙古新威远的阿维菌素价格为634元/公斤；2014年对外采购价格为626元/公斤，2015年上半年农药公司采购内蒙古新威远的阿维菌素价格为658.2元/公斤，对外采购价格为649.35元/公斤。伊维菌素是阿维菌素的半合成产物，由阿维菌素加氢生成，子公司动物药业生产阿维菌素后直接用于兽药产品生产。

表11 公司主要农兽药产销情况（单位：吨/年、吨、元/公斤）

阿维菌素	2012 年	2013 年	2014 年
产能	480.00	200.00	200.00
产量	248.00	233.89	265.99
销量	222.00	250.21	268.27
销售均价	380.00	486.62	530.94
伊维菌素	2012 年	2013 年	2014 年
产能	80.00	80.00	80.00
产量	78.00	52.20	53.43
销量	90.00	92.80	87.19

销售均价	586.00	767.08	749.79
草铵膦	2012 年	2013 年	2014 年
产能	50.00	150.00	150.00
产量	17.19	29.67	103.99
销量	17.19	29.67	103.99
销售均价（万元/吨）	24.34	33.27	30.29

资料来源：公司提供

注：1.阿维菌素销量为内销与外销合计数；2.上表数据均不含税。

产能方面，阿维菌素产能为200吨/年，其中受分公司河北威远生物化工股份有限公司生物药业三厂（阿维菌素产能280吨/年）2012年开始停产影响，2013年以来公司阿维菌素产能大幅下降。近三年伊维菌素产能维持在80吨/年。2014年草铵膦产能为150吨/年，2015年农兽药产业搬迁后，草铵膦产能提升至450吨/年。由于市场产能扩大，产品销售价格一度走低，公司通过不断调整产品结构、加强产品成本管理以及开拓新市场等措施使得公司农兽药板块毛利率相对稳定。近三年，公司农药板块实现销售收入6.15亿元、6.77亿元和8.96亿元，2014年，公司农药板块毛利率为16.50%，较上年下降2.97个百分点，主要系出口农药价格下降影响所致。近三年，公司兽药板块实现销售收入1.46亿元、1.55亿元和1.72亿元，2014年，公司兽药板块毛利率为21.69%，较上年下降0.59个百分点。

原料采购方面，玉米淀粉是生产阿维菌素的主要原材料，且玉米淀粉的生产过程对环境的影响较大，企业开工率低。公司主要从河北、内蒙古购进，多采用预付账款方式进行结算，主要供货厂家年产量较大，能稳定满足生产需求。按照质优价格合理优先采购，玉米淀粉价格趋势也受玉米影响。

销售网络方面，公司已建立起覆盖28个省1,200多个县的市场营销和技术服务网络，拥有400余家经销商，近万家零售商，农兽药销售网络建设较为完善。为拓展农兽药产品销售渠道，威远农药的电商平台“禾美网”已正式上线，目标客户精准锁定种植大户、合作社等，未来将逐步成为病虫害诊断、产品配售、技术咨询等农资专业化服务全套线上服务平台。

总体看，公司农兽药产品丰富，市场需求平稳增长，公司销售收入增长，但受产品销售价格下跌影响，农兽药板块盈利能力有所弱化。

能源工程

2015年上半年公司将新地工程纳入合并范围内，使得公司2015年上半年收入中新增设计、能源工程技术施工服务相关收入。

新地工程具有涵盖了市政公用工程咨询甲级、市政行业设计甲级、化工石化医药设计甲级、市政公用工程施工总承包壹级、化工石油工程施工总承包壹级等多项资质。

新地工程在LNG液化工程、焦炉气制LNG以及节能环保等业务领域拥有领先的全流程工艺技术，依托公司“煤—煤化工”一体化的产业链布局和政府资源，配合丰富的团队管理、安全施工与项目管理的经验，开展能源工程的设计、施工与建设，并且能够为客户提供融资服务，带给客户一站式工程解决方案与服务。

公司目前成功运行的项目包括河南京宝新奥新能源有限公司焦炉气制液化天然气项目、唐山唐钢气体有限公司焦炉气制天然气项目、鹤岗鹤楠经贸有限公司焦炉煤气制液化天然气项目等。目前，新地工程在焦炉气综合利用业务的市场占有率达到38%。未来，新地工程将依托在工程及技术装备方面的优势，继续在天然气、节能环保、煤基清洁利用和小型液化撬装等领域拓展市场。

能源工程行业近年来发展较快，且行业具有较高技术壁垒，公司拥有授权发明专利 9 项、实用新型专利 14 项、软件著作权 3 项、专有技术 16 项等，技术实力较强，且有丰富的管理和经营能力，使得能源工程业务的毛利较高。2015 年上半年公司能源工程板块实现收入 5.99 亿元，毛利率 31.20%。

总体看，2015 年公司新增能源工程收入，能源工程板块毛利率较高，未来发展前景较为广阔。

3. 经营效率

受农兽药及液化天然气业务增长的影响，近两年公司营业收入持续增长，受此因素带动，公司应收账款周转次数有所上升，近两年公司应收账款周转率分别为 30.25 次和 37.21 次；受资产规模增长及存货下降影响，公司总资产周转率和存货周转率有一定下降，近两年公司总资产周转率分别为 0.57 次、0.53 次，存货周转率为 8.55 次和 8.83 次。

总体看，由于公司业务性质的原因，公司经营效率处于较高水平。

4. 经营关注

公司所处煤炭及煤化工行业景气度低迷

公司主营业务为煤炭及煤化工，随着煤炭行业兼并重组深化，行业集中度将加速提升，供过于求的产业格局短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷，行业生命周期将由成长期逐步进入成熟期。煤化工行业作为煤炭行业的下游产业，短期内产业结构调整任务艰巨，淘汰低端产能，发展精细化工是行业发展的必然趋势。

公司主要产品价格下滑，盈利能力有所弱化

近三年公司的主要销售产品销售价格均出现不同程度下滑，近年来盈利能力有所弱化。受市场低迷影响，煤炭及部分煤化工产品毛利率均有所下滑。此外，公司在建的生产期开拓工程、甲醇装置技改项目和 LNG 等项目未来投资建设需要大量资本支出，公司未来融资需求和资本支出压力较大，可能导致一定的信用风险。

公司期间费用占营业收入比重较高，公司对期间费用控制力度有待加强

近几年随着公司投资建设项目规模和数量的不断增加，公司资产和负债水平也大幅增长，进而导致公司财务费用、折旧摊销等期间费用的快速增长，对公司营业利润起到了吞噬作用，对公司盈利能力造成了一定的负面影响；此外，随着公司投资建设项目的不断推进，财务、折旧摊销等期间费用预计未来还将进一步上涨，联合评级也将进一步关注公司与此相关的经营风险。

5. 在建工程

公司主要在建项目有生产期开拓工程、甲醇装置技改项目、兽药搬迁工程和浓盐水减排 EPC 项目。其中生产期开拓工程建设期 2 年，总投资 2.10 亿元，甲醇装置技改项目建设期 4 年，总投资额 23.06 亿元，甲醇装置技改项目尚需相关部门审批，具体项目投资根据项目的进展情况进行。

表 12 截至 2015 年 6 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元，%）

项目名称	预算数	工程进度	资金来源
兽药搬迁工程	1.20	98.07	自有资金
生产期开拓工程	2.10	59.62	自有资金及银行借款
甲醇装置技改项目	23.06	1.55	自有资金及银行借款
浓盐水减排 EPC 项目	0.95	46.70	自有资金及银行借款
合计	27.31	/	/

资料来源：公司提供

2015年，公司计划新建LNG项目，2015年6月，公司设立子公司迁安新奥清洁能源有限公司建设运营焦炉煤气制LNG项目，项目计划总投资3.49亿元，目前尚处于筹建阶段。未来甲醇装置技改项目和焦炉煤气制LNG项目正式启动后，公司将面临一定的融资压力。

总体看，公司未来投资主要为甲醇装置技改项目和LNG项目，总投资金额较大，公司未来面临一定的融资压力。

6. 重大事项

2013年5月，公司通过发行股份购买资产的方式，受让新奥控股、新奥基金、涛石基金、平安资本、合源投资、联想控股、泛海投资等七个交易对象持有的新能矿业100%股权。本次重大资产重组后，公司将根据业务情况进行有效整合，统一内部控制，规范业务流程以降低管理成本，提升公司的盈利能力。

2014年9月，公司重要子公司新能矿业以现金方式受让联想控股、联想天津和滕州辰龙能源分别持有的新能凤凰17.5%、12.5%和10%的股权和新能矿业购买新奥（中国）燃气投资有限公司持有的沁水新奥100%股权、中海油新奥45%股权。本次资产交割完成后新能矿业持有新能凤凰40%股权，持有沁水新奥100%股权。中海油新奥相关股权变更的工商登记手续尚未办理完毕。

2015年5月，公司重要子公司新能矿业继续以现金方式购买新奥集团持有的新地工程60%的股权，新奥光伏能源持有的新地工程40%的股权，因新奥集团、新奥光伏能源均为公司实际控制人王玉锁先生所控制的企业，本次交易构成关联交易。本次资产交割完成后新能矿业持有新地工程100%股权。

新地工程主要从事市政公用工程咨询、市政行业设计、化工石化医药设计、化工石油工程施工总承包等业务，属于轻资产业务，流动资产比重较大。新地工程拥有二十多年的能源清洁利用工程类应用技术开发、咨询、设计、施工及项目管理历史，拥有市政行业（燃气、热力）、化工石化医药行业甲级设计资质、市政公用工程施工总承包和化工石油工程施工总承包一级资质，具备从工艺包设计到项目施工管理的全产业链服务能力。合并新地工程后，公司新增能源工程板块，2015年上半年，公司能源工程板块实现收入5.99亿元，占公司营业收入的22.46%，毛利率31.20%，能源工程板块毛利率较高，是公司新的利润增长点，未来发展前景广阔。

总体看，公司近期资产重组频繁，涉及的业务板块关联度较高，有利于公司整合产业链、提升核心竞争力。但频繁的资产重组对于公司业务板块间的集成管理和产业融合亦造成挑战，后续产业链整合对公司盈利能力的提升作用亦有待验证，公司存在资产重组效果不达预期的风险。

7. 未来发展

2015年作为公司战略转型的关键年，公司将围绕“挖掘潜能、降本增效、快速布局、创新发展”的整体思路，以现有产业为基础，依托公司丰富的化工运营管理经验，激发现有业务的发展潜能，迅速提升新业务规模，推进清洁能源产业布局。

在能源行业产业链布局层面，公司将进一步优化行业中上游布局，着重发展液化天然气（LNG）、煤制气等新型能源产业，逐步完成由单一化工行业向化工和能源结合转型。同时，进一步拓展公司多层次产品的销售渠道，最终实现公司业务在全产业链的有机结合与优势互补。未来公司将加快推进公司非常规气制LNG项目建设，同时采用开发或并购LNG项目的方式，实现业务快速扩展。公司将培育技术服务能力，支撑公司战略转型：搭建技术服务平台，开展对内对外的技术诊断、运营服务，推动技术和产业迭代升级，调整公司业务结构，形成整体技术服务能力。

运营管理方面，公司将继续深化管理，提高运营能力，实现现有产业稳步发展。持续推进精

益管理，以实现全覆盖、高标准的成本目标；推动全成本管理，完善完全成本方案，指导产品结构优化、投资决策和产品定价，提高公司整体运营能力。优化市场定价机制，创新营销模式；持续坚持技改降耗，降低生产成本；提高安全生产管理能力，加大环保投资，杜绝环保事件发生，创建清洁型企业，保证公司合规生产。

总体看，公司未来发展规划较为切实可行。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012 年~2014 年度审计报告均由中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留审计意见，公司 2015 年上半年财务数据未经审计。公司根据财政部颁布的会计准则编制财务报表。

合并范围方面，2012 年，公司审计报告合并范围包括内蒙古新威远生物化工有限公司、河北威远动物药业有限公司、新能（张家港）能源有限公司、新能（蚌埠）能源有限公司、新奥新能（北京）科技有限公司 5 家子公司；2013 年，公司审计报告合并范围增加了河北威远生化农药有限公司、新能矿业有限公司、新能能源有限公司、内蒙古鑫能矿业有限公司 4 家公司；2014 年，公司审计报告合并范围增加了山西沁水新奥燃气有限公司；2015 年上半年公司纳入合并报表范围公司增加新地能源工程技术有限公司和迁安新奥清洁能源有限公司 2 家。截至 2015 年 6 月底，公司合并范围共包括 12 家公司。

截至 2014 年末，公司合并资产总额 94.62 亿元，负债合计 44.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 50.60 亿元。2014 年公司实现营业收入 48.69 亿元，净利润 9.21 亿元（含少数股东损益 1.11 亿元），2014 年公司经营活动现金流量净额为 10.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.39 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总额 107.73 亿元，负债合计 63.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 44.66 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 26.66 亿元，净利润 2.99 亿元（含少数股东损益 0.32 亿元），2015 年 1~6 月公司经营活动现金流量净额为 5.66 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.04 亿元。

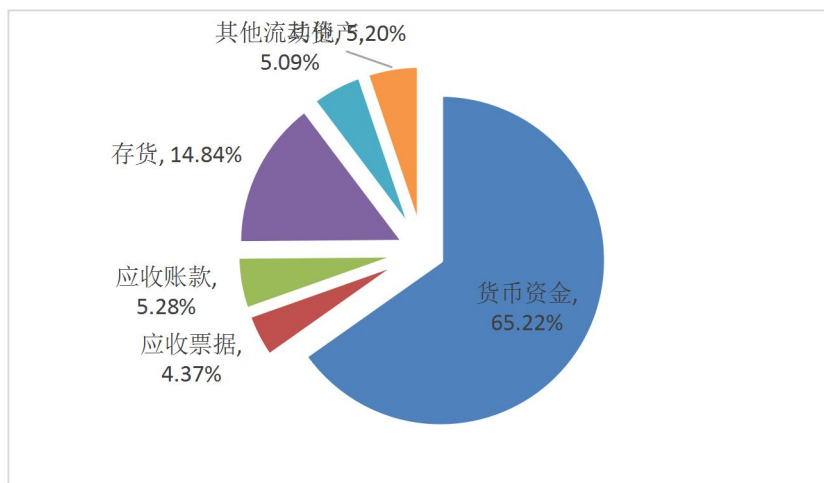
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产逐年增加，年均复合增长 6.83%，主要来自非流动资产增长。截至 2014 年末，公司合并资产总额 94.62 亿元，较年初增长 6.12%，主要系非流动资产增长所致；其中，流动资产占比 25.42%，非流动资产占比 74.58%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 3.21%，主要系货币资金增加所致。截至 2014 年末，公司流动资产合计 24.05 亿元，较年初减少 3.34%，主要来自货币资金、预付款项和存货的减少；公司流动资产主要由货币资金（占比 65.22%）、应收票据（占比 4.37%）、应收账款（占比 5.28%）、存货（占比 14.84%）和其他流动资产（占比 5.09%）构成，如下图所示：

图 5 截至 2014 年末公司流动资产构成



数据来源：公司年报

2012~2014 年，公司货币资金波动上升，年均复合增长 27.02%，其中，2013 年末公司货币资金 16.24 亿元，比 2012 年末增长 67.08%，主要是 2013 年公司委托贷款收回和非公开发行股份募集资金所致。截至 2014 年末，公司货币资金 15.69 亿元，比年初下降 3.44%；其中，银行存款 12.42 亿元（占比 79.18%），其他货币资金 3.27 亿元（占比 20.82%）。公司其他货币资金中 2.85 亿元为受限资金，占货币资金总额的比重为 18.18%，包括银行承兑汇票保证金 0.35 亿元和三个月以上定期存款 2.50 亿元。

2012~2014 年，公司应收账款波动下降，年均复合减少 18.23%，其中 2013 年末公司应收账款 1.19 亿元，比 2012 年末减少 37.10%，主要是公司在 2013 年加大货款回收力度所致。截至 2014 年末，公司应收账款 1.27 亿元，比 2013 年末增加 6.31%，其中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款 1.26 亿元，单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款 0.01 亿元；公司共计提坏账准备 0.08 亿元。单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款全部来自鄂尔多斯市第三建筑有限责任公司，目前已收回。公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款账面原值 1.27 亿元，从账龄结构来看，1 年以内的占比 99.09%，1~2 年的占比 0.62%，2 年以上的占比 0.29%，账龄结构较短。公司应收账款中前五位单位合计占比 42.70%，全部为货款，集中度较低。公司来自同一实际控制人的应收账款 0.28 亿元，占比 20.74%。

2012~2014 年，公司预付款项逐年大幅下降，年均复合减少 39.37%。截至 2014 年末，公司预付款项 0.95 亿元，比 2013 年减少 33.09%，主要是 2013 年公司农药业务预付款减少所致。从账龄结构来看，截至 2014 年末，公司预付账款中 1 年以内的占比 92.53%、1~2 年的占比 1.99%、2~3 年的占比 2.72%、3 年以上的占比 2.76%，账龄结构总体较短。从集中度来看，前五名单位的预付款项合计 0.37 亿元，占比 39.01%，集中度较低。

2012~2014 年，公司其他应收款波动下降，年均复合减少 18.63%，其中，2013 年末公司其他应收款 0.24 亿元，比 2012 年末减少 38.32%，主要是公司在 2013 年加大清理长期应收款项力度所致。截至 2014 年末，公司其他应收款 0.26 亿元，比 2013 年增长 7.34%，主要为代垫款项、与政府往来款、安全生产保证金等；共计提坏账准备 0.11 亿元。公司其他应收款中，单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款账面原值 0.13 亿元，占比账面原值总额的 34.89%，来自石家庄钢铁股份有限公司、伊旗非税收入管理局、内蒙古达拉特经济开发区管理委员会财政局和达拉特旗财政局。公司按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款账面原值 0.19 亿元，占比账面原值总额的 51.95%；从账龄结构看，1 年以内的占比 65.95%、1~2 年的占比 6.14%、2~3 年的占

比 1.66%、3~5 年的占比 18.51%、5 年以上的占比 7.74%，账龄结构总体较短。从集中度来看，公司其他应收款中前五名单位合计 0.20 亿元，占比 54.52%，集中度较高。

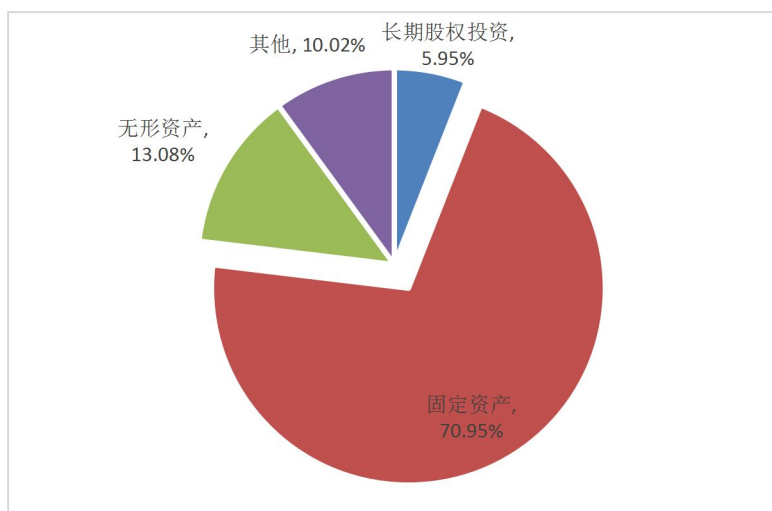
2012~2014 年，公司存货逐年下降，年均复合减少 4.01%；截至 2014 年末，公司存货 3.57 亿元，比 2013 年末减少 3.40%，主要由原材料（占比 56.72%）和库存商品（占比 43.26%）构成，累计计提跌价准备 0.02 亿元。

2012~2014 年，公司其他流动资产波动下降，年均复合减少 36.14%，其中 2013 年其他流动资产 0.99 亿元，比 2012 年末减少 66.85%，主要系 2013 年公司委托贷款到期收回所致。截至 2014 年末，公司其他流动资产 1.22 亿元，主要为待抵扣的增值税进项税 1.17 亿元，占比 95.41%；公司其他流动资产比 2013 年末增加 23.01%，主要是 2014 年公司采购设备及原材料进项税留抵增加所致。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产逐年增加，年均复合增长 8.15%，其中 2013 年公司非流动资产 64.28 亿元，比 2012 年增长 6.54%，主要来自固定资产和长期待摊费用的增加。截至 2014 年末，公司非流动资产 70.57 亿元，较年初增长 9.78%，主要由于长期股权投资、投资性房地产和长期待摊费用增加所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 5.95%）、固定资产（占比 70.95%）和无形资产（占比 13.08%）构成，如下图所示：

图 6 截至 2014 年末公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

2012~2014 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 394.74%，其中 2013 年，公司长期股权投资 0.17 亿元，比 2012 年减少 2.67%。截至 2014 年末，公司长期股权投资 4.20 亿元，比 2013 年增长 24.15 倍，主要系 2014 年公司新增联营公司新能凤凰（滕州）能源有限公司所致。截至 2014 年末，公司投资新能凤凰（滕州）能源有限公司 4.04 亿元（占比 96.16%），投资北京中农大生物技术股份有限公司 0.16 亿元（占比 3.84%）。

2012~2014 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 7.42%，截至 2014 年末，公司固定资产账面价值 50.07 亿元，较年初增长 3.14%，主要来自机器设备、矿井设备和房屋建筑物的增加。截至 2014 年末，公司固定资产账面原值 62.55 亿元，主要由机器设备（占比 49.91%）、房屋及建筑物（占比 24.77%）、矿井设备（占比 14.64%）和电子设备（占比 8.97%）组成，累计计提折旧

12.48 亿元，成新率 80.05%，成新率较高。

2012~2014 年，公司无形资产波动减少，年均复合减少 2.98%；截至 2014 年，公司无形资产 9.23 亿元，比 2013 年末增长 3.64%，主要由土地使用权（占比 29.64%）和采矿权（占比 69.58%）构成，累计摊销 0.84 亿元。

截至 2015 年 6 月末，公司资产总计 107.73 亿元，较年初增长 13.85%，主要来自货币资金和存货的增加；资产构成仍以非流动资产为主，占比 66.60%。

总体看，公司资产规模增长较快，结构以非流动资产为主；流动资产中货币资金和存货占比较大，非流动资产以固定资产与无形资产为主，公司整体资产质量较好。

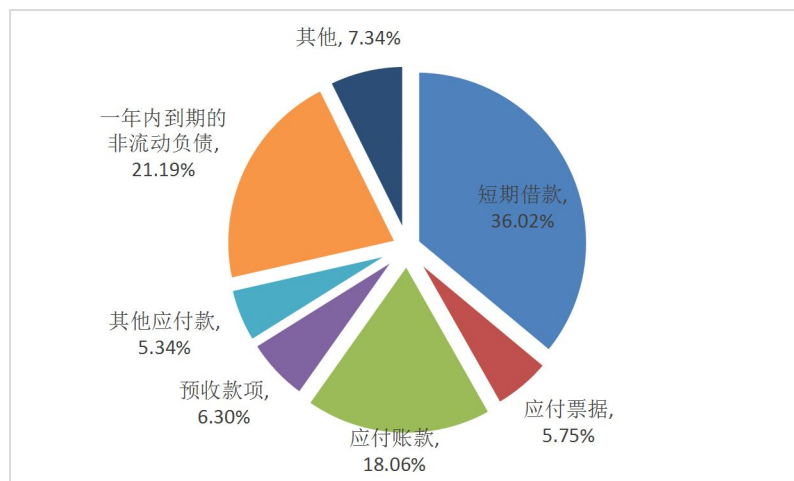
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债逐年下降，年均复合减少 6.19%，主要来自非流动负债的减少。截至 2014 年末，公司负债 44.02 亿元，较年初减少 4.40%，主要系借款、应付账款减少所致；其中，流动负债占比 56.11%，非流动负债占比 43.89%，公司负债以流动负债为主。

2012~2014 年，公司流动负债波动下降，年均复合减少 1.21%；截至 2014 年末，公司流动负债 24.70 亿元，较 2013 年末减少 7.54%，主要来自短期借款、应付票据的减少；公司流动负债主要由短期借款（占比 36.02%）、应付票据（占比 5.75%）、应付账款（占比 18.06%）、预收款项（占比 6.30%）、其他应付款（占比 5.34%）和一年内到期的非流动负债（占比 21.19%）构成，见下图。

图 7 2014 年末公司流动负债构成



数据来源：公司年报

注：各项之和不等于 100%系四舍五入所致。

2012~2014 年，公司短期借款波动上升，年均复合增长率 6.91%；截至 2014 年末，公司短期借款 8.90 亿元，比 2013 年末减少 10.64%，主要由保证借款（占比 96.67%）和信用借款（占比 3.33%）构成。

2012~2014 年，公司应付票据逐年减少，年均复合减少 41.76%；其中，2013 年末，公司应付票据 2.31 亿元，比 2012 年末减少 44.95%，主要系信用证到期所致。截至 2014 年末，公司应付票据 1.42 亿元，全部为银行承兑汇票；比 2013 年末减少 38.38%，主要系公司在 2014 年票据融资减少所致。

2012~2014 年，公司应付账款逐年下降，年均复合减少 6.09%；截至 2014 年末，公司应付账

款 4.46 亿元，比 2013 年末减少 6.19%。

2012~2014 年，公司预收款项逐年下降，年均复合减少 23.67%；其中，2013 年末公司预收款项 1.85 亿元，比 2012 年末减少 30.56%，主要系公司 2013 年预收货款减少所致。截至 2014 年末，公司预收款项 1.56 亿元，比 2013 年末减少 16.08%。

2012~2014 年，公司其他应付款有所波动，年均增长 1.64%；截至 2014 年底，公司其他应付款 1.32 亿元，较年初减少 13.62%。公司其他应付款主要由应付保证金、履约保证金以及代征代缴税金等构成。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增加，年均复合增长 8.08%。截至 2014 年末，公司一年内到期的非流动负债 5.23 亿元，比 2013 年末增长 10.71%，全部为 1 年内到期的长期借款。

2012~2014 年，公司非流动负债逐年下降，年均复合减少 11.57%，主要是长期借款的减少；截至 2014 年末，公司非流动负债 19.32 亿元，较 2013 年末减少 0.06%，主要由长期借款（占比 67.17%）、应付债券（占比 20.51%）和递延收益（占比 5.04%）构成。

2012~2014 年，公司长期借款逐年减少，年均复合减少 23.37%；截至 2014 年末，公司长期借款 12.98 亿元，全部为抵押加保证加质押借款。

2014 年，公司新增应付债券 3.96 亿元，主要是 2014 年 11 月 6 日公司发行 3 年期中期票据，发行金额 4.00 亿元。

截至 2014 年末，公司递延收益 2.22 亿元，比 2013 年增加 430.47%，主要是公司将专项应付款计入递延收益所致。

从债务规模看，2012~2014 年，公司债务规模逐年减少，年均复合减少 8.20%，主要因为长期借款下降导致长期债务的减少。截至 2014 年末，公司全部债务合计达 32.49 亿元，较年初减少 4.96%；其中，短期债务减少 8.46%至 15.55 亿元，占比 47.86%，主要系短期借款和应付票据减少所致；长期债务下降 1.49%至 16.94 亿元，占比 55.06%，主要系长期借款减少所致。

从债务比率来看，2012~2014 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均逐年下降。截至 2014 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 46.52%、39.10%、25.08%；与 2013 年末相比，资产负债率下降 5.12 个百分点，主要是由于借款减少引起负债下降以及固定资产增加引起资产上升所致；全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别下降 5.12、3.43 个百分点，主要是由于长期借款减少、未分配利润增加引起所有者权益上升所致。整体看，公司债务负担处于适中水平。

截至 2015 年 6 月末，公司负债合计 63.07 亿元，较年初增长 43.27%，其中流动负债占比 55.66%，较年初下降 0.45 个百分点，公司负债仍以流动负债为主。公司流动负债中，应付票据较年初增加 230.89%，主要系公司 2015 年上半年票据融资增加所致；应付账款增加 111.42%；预收款项增加 101.67%，主要系公司 2015 年上半年预收的工程款增加所致。公司非流动负债中，应付债券增加 200.82%，主要系公司在 2015 年 5 月 29 日发行中期票据所致。公司债务规模较年初增长 30.89%，债务负担仍处于适中水平。

总体看，2012~2014 年公司负债规模逐年减少，2015 年上半年有所回升；负债结构以流动负债为主、短期借款与应付账款占比较高；公司债务规模适中，债务负担处于一般水平。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益逐年增加，年均复合增长 24.02%，主要来自股本和未分配利润的增加。截至 2014 年末，公司所有者权益合计 50.60 亿元，较年初增长 17.35%，其中归属于母公司所有者权益 44.98 亿元，占比 88.89%。在归属于母公司的所有者权益中股本占 21.92%、

资本公积占 15.22%、未分配利润占 59.21%。

截至 2014 年末，公司在归属于母公司所有者权益中，股本 9.86 亿元，与 2013 年末保持一致，较 2012 年末增长 216.13%，主要系公司 2013 年增发股份所致。

2012~2014 年，公司资本公积逐年减少，年均复合减少 27.11%；其中，2013 年末公司资本公积 8.39 亿元，较 2012 年末减少 34.89%，主要系公司将资本公积转入股本所致。截至 2014 年末，公司资本公积 6.84 亿元，较年初减少 18.40%，主要是合并报表调整所致；公司资本公积中，资本溢价 6.60 亿元，占比 96.67%，其他资本公积 0.30 亿元，占比 3.33%，其他资本公积占比较小。

2012~2014 年，公司未分配利润逐年增加，年均复合增长 50.60%，截至 2014 年末，公司未分配利润 26.63 亿元，比 2013 年末增长 40.08%。公司未分配利润增加主要是公司归属于母公司的净利润增加所致。

截至 2015 年 6 月末，公司所有者权益合计 44.66 亿元，较年初减少 11.74%，主要来自资本公积的减少，系公司全资子公司新能矿业有限公司收购新地能源工程技术有限公司时对资本公积进行合并调整所致。

总体看，公司所有者权益增长较快，但未分配利润占比较大，权益结构的稳定性一般。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入波动增加，年均复合增长 7.98%；其中，2013 年公司营业收入 48.93 亿元，比 2012 年增长 17.18%，主要系公司煤炭类产品中提高洗精煤比例、增加了附加值以及能源化工类产品中甲醇产品实现满产满销、销售收入增加所致。2014 年，公司营业收入 48.69 亿元，同比下降 0.51%，其中煤炭类产品、能源化工类产品受市场低迷的影响，分别减少 10.16%、13.74%，液化天然气类产品因沁水新奥液化天然气产量上升且满产满销、销售收入大幅增加 85.17%。

2012~2014 年，公司营业利润、利润总额、净利润均逐年增加，年均复合增长率分别为 11.01%、12.19%、10.71%。2014 年，公司营业利润、利润总额、净利润分别为 10.59 亿元、10.94 亿元、9.21 亿元，分别较上年增长 8.38%、11.66%、14.45%。2014 年，公司净利润中归属于母公司所有者的净利润 8.09 亿元，占净利润的比重为 87.92%。

从利润构成来看，2012~2014 年，公司利润主要来自经营性业务利润。2012~2014 年，公司营业外收入分别为 0.12 亿元、2.83 亿元和 0.41 亿元，公司 2013 年营业外收入比 2012 年大幅增加，主要系公司 2013 年结转石家庄基地及动物药业搬迁支出补偿款所致。2012~2014 年，公司营业外收入占利润总额的比重分别为 1.39%、28.90%、3.75%，公司盈利能力对营业外收入的依赖度低。

期间费用方面，2012~2014 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 4.81%，其中，2013 年公司费用总额 6.08 亿元，比 2012 年增长 16.46%，主要是 2013 年公司运费增加、销售人员提成增加、计提绩效奖金增加推动销售费用上升以及公司子公司大修费用增加、计提绩效奖金增加带来的管理费用增加。2014 年，公司费用总额 5.74 亿元，较 2013 年下降 5.68%，其中销售费用 0.99 亿元，同比减少 7.12%；管理费用 3.02 亿元，同比减少 4.69%，财务费用为 1.72 亿元，同比减少 6.54%。2012~2014 年，公司费用收入比分别为 12.50%、12.43%、11.78%，逐年减少，公司期间费用控制能力仍需加强。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司主营业务毛利率分别为 34.48%、34.36%、33.55%，营业利润率分别为 33.32%、32.53%、32.70%，基本保持稳定；2014 年公司总资产收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 13.94%、14.05%、19.65%，与 2013 年的 13.80%、13.97%、21.16%

相差不大。整体看，公司盈利能力较强且保持稳定。

2015 年 1~6 月，公司实现营业收入 26.66 亿元，同比增长 3.36%，实现净利润 2.99 亿元，同比减少 35.12%。

总体看，公司营业收入规模较大，利润增长较快，公司盈利水平较高；公司费用控制能力一般。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014 年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长 4.62%，其中，2013 年公司经营活动现金流入 50.04 亿元，比 2012 年增长 14.65%。2014 年，公司经营活动现金流入 47.78 亿元，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金以及银行利息收入、保证金等收到其他与经营活动有关的现金。2012~2014 年，公司经营活动现金流出波动增加，年均复合增长 0.72%，其中，2013 年公司经营活动现金流出 42.75 亿元，比 2012 年增长 15.31%。2014 年，公司经营活动现金流出 37.61 亿元，主要来自购买商品、提供劳务。综上，2012~2014 年，公司经营活动现金净流量逐年增加，年均复合增长 24.32%，从收入实现质量来看，2012~2014 年，公司现金收入比率分别为 100.84%、100.34%、96.12%，逐年下降，但仍保持在较好水平，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2012~2014 年，公司投资活动现金流入波动上升，年均复合增加 17.15%，其中 2013 年投资活动现金流入 5.62 亿元，比 2012 年增加 103.92%，主要因为公司子公司新能矿业有限公司委托贷款到期收回现金、子公司新能能源有限公司甲醇期货交易收益、子公司新能（蚌埠）能源有限公司处置土地使用权收回现金所致；2014 年，公司投资活动现金流入 3.78 亿元，比 2013 年减少 32.69%，主要系公司收回投资减少所致。2012~2014 年，公司投资活动现金流出逐年增加，年均复合增长 34.92%，其中 2013 年公司投资活动现金流出 11.27 亿元，比 2012 年增长 70.41%，主要系公司 2013 年购买新能矿业有限公司股权及购买河北威远动物药业有限公司少数股东股权支付现金增加所致；2014 年，公司投资活动现金流出 12.04 亿元，比 2013 年增加 6.82%。综上，2012~2014 年，公司投资活动现金净流出逐年增加，年均复合增加 46.28%。

从筹资活动来看，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入波动增加，年均复合增长 15.04%，其中 2013 年，公司筹资活动现金流入 24.14 亿元，主要系公司 2013 年增发股份收到现金所致；2014 年，公司筹资活动现金流入 19.95 亿元，其中发行债券 3.98 亿元、取得借款 14.56 亿元，比 2013 年减少 17.37%，主要源自公司 2013 年增发募集股份所致。2012~2014 年，公司筹资活动现金流出逐年增加，其中 2013 年公司筹资活动现金流出 21.74 亿元，比 2012 年增长 15.43%，主要为偿还债务支付现金增加所致。2014 年，公司筹资活动现金流出 22.24 亿元，比 2013 年增长 2.32%。综上，2012 年、2014 年，公司实现筹资活动现金净流出，2013 年筹资活动现金净流入。

2015 年 1~6 月末，公司经营活动现金净流入 5.66 亿元，经营活动现金流继续保持较高水平；公司投资活动产生的现金净流出 17.84 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为 12.22 亿元。

总体看，2012~2014 年公司经营活动现金流量规模较大、现金收入实现质量较高；公司投资规模增长较快；由于经营活动的现金流入不能完全满足公司投资需求，公司对融资的需求不断增长，2015 年上半年筹资活动现金净流入的规模较大。

6. 偿债能力

2012~2014 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率均逐年减少；截至 2014 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率分别为 46.52%、

39.10%、25.08%；公司债务水平较低。

从短期偿债能力看，2012~2014 年，公司流动比率、速动比率加权平均值分别为 0.94 倍、0.80 倍，2014 年末，公司流动比率、速动比率分别为 0.97 倍、0.83 倍，高于 2013 年的 0.93 倍、0.79 倍；由于公司资产构成中流动资产占比较低、负债构成中流动负债占比较高，公司流动比率处于较低水平；但公司流动资产中存货占比较低，导致公司速动比率与流动比率相差较小。2014 年末，公司流动比率、速动比率小幅上升，主要是因为公司流动资产减少速度低于流动负债减少速度。2012~2014 年末，公司现金短期债务比逐年增加，2014 年公司现金短期债务比为 1.08 倍，高于 2013 年的 1.02 倍，主要是因为公司短期借款、应付票据等减少导致公司短期负债下降所致。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2012~2014 年，公司 EBITDA 逐年增加，年均复合增长 7.64%，主要来自利润总额的增长，2014 年，公司 EBITDA 达到 16.19 亿元，比 2013 年增长 6.97%。2012~2014 年，公司 EBITDA 利息倍数逐年上升，主要系公司计入财务费用的利息收入减少所致，2014 年，公司 EBITDA 利息倍数为 8.22 倍，高于 2013 年的 6.81 倍；公司 EBITDA 对利息的保障能力很强。2012~2014 年，公司 EBITDA 全部债务比逐年提高，主要系公司债务减少所致，2014 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.50 倍，高于 2013 年的 0.44 倍；公司 EBITDA 对债务的保障能力较强。总体看，公司拥有很好的长期偿债能力。

截至 2015 年 6 月底，公司共获得银行授信 23.05 亿元，已使用额度 11.63 亿元；公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1013010200167150D），截至 2015 年 8 月 27 日，公司无关注类与不良类信贷信息记录。

截至 2015 年 6 月底，公司不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生实质影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

截至 2015 年 6 月底，公司对外提供担保 5.00 亿元。2014 年 11 月，新奥集团股份有限公司与平安信托有限责任公司签订《平安财富*汇安 476 号单一资金信托之保证合同》，并由新地能源工程技术有限公司等五家公司为本次信托贷款提供不可撤销的连带责任保证担保，担保总金额 5 亿元，担保期限自合同签订之日起至主债务履行期限届满之日起两年。2015 年 5 月，公司完成收购新地能源工程技术有限公司 100% 股权，新地能源工程技术有限公司在本次股权收购前为新奥集团股份有限公司提供的部分信托贷款担保成为关联担保。截至目前，新奥集团股份有限公司未发生违约。

总体看，公司债务负担适中，整体偿债能力较强；2015 年上半年公司长期债务有所增长，公司债务结构进一步优化。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月底，公司负债合计 63.07 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 17 亿元，相对于目前公司负债规模，本次债券发债额度较大，对公司负债水平有一定影响。

以 2015 年 6 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 17 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 47.51%、57.14% 和 64.19%，债务负担有所增加。考虑到募集资金到位后部分用于偿还银行贷款，因此以 2015 年 6 月底数据计算的本次债券发行后资产负债率应将较 64.19% 有所降低，对公司负债水平

的影响有限。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年底的相关财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 16.19 亿元，为本次公司债券发行额度（17 亿元）的 0.95 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2014 年经营活动产生的现金流入为 47.78 亿元，为本次公司债券发行额度（17 亿元）的 2.81 倍，对本次债券覆盖程度很高；2014 年经营活动现金净流量为 10.16 亿元，为本次公司债券发行额度（17 亿元）的 0.60 倍，对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位、生产规模、政策支持等方面具有综合竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

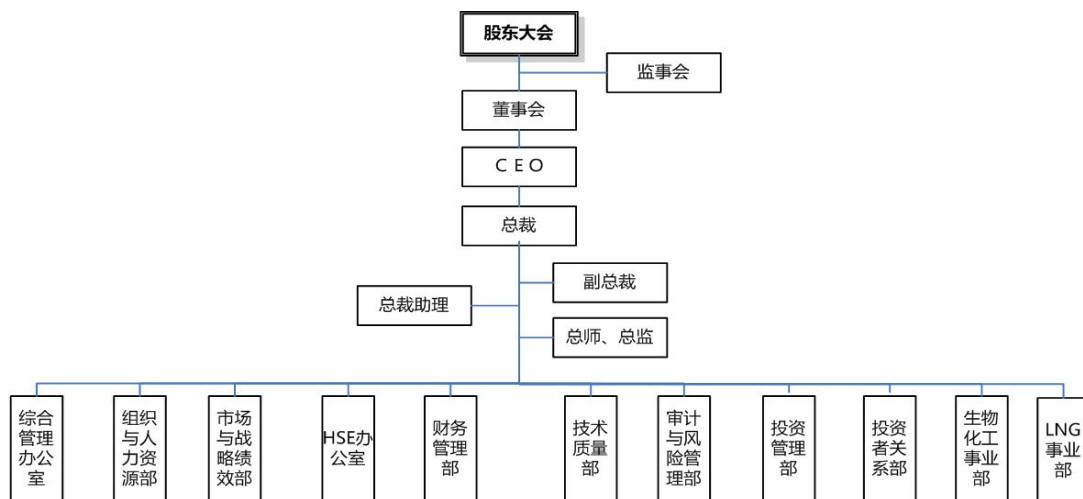
九、综合评价

新奥股份作为一家以煤炭、煤化工、农兽药和能源工程为主营业务的上市公司，在产业布局、行业地位、生产规模等方面具备的综合竞争优势，同时联合评级也关注到煤炭行业产能过剩、公司主要产品价格下降以及未来投资规模较大等因素对公司信用基本面的不利影响。

公司煤炭开采成本低，盈利能力较强，煤化工产品生产稳定；公司通过收购液化天然气业务进入清洁能源领域，液化天然气生产技术先进；2015 年新收购的能源工程业务盈利前景良好。目前公司债务负担水平适中，整体盈利能力较强，经营性净现金流入规模较大，良好的财务基本面对债务偿还形成良好支撑。未来，随着新工厂的投产，公司农兽药收入规模及盈利能力有望得到提升，拟建焦炉煤气制 LNG 项目将对公司向清洁能源方向转型产生积极影响。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 新奥生态控股股份有限公司组织结构图



附件 2 新奥生态控股股份有限公司 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (亿元)	82.91	89.16	94.62	107.73
所有者权益 (亿元)	32.90	43.12	50.60	44.66
短期债务 (亿元)	16.45	16.99	15.55	19.11
长期债务 (亿元)	22.10	17.20	16.94	23.41
全部债务 (亿元)	38.55	34.18	32.49	42.53
营业收入 (亿元)	41.76	48.93	48.69	26.66
净利润 (亿元)	7.51	8.04	9.21	2.99
EBITDA (亿元)	13.98	15.14	16.19	--
经营性净现金流 (亿元)	6.57	7.29	10.16	5.66
应收账款周转次数 (次)	28.12	30.25	37.21	6.52
存货周转次数 (次)	10.39	8.55	8.83	3.67
总资产周转次数 (次)	0.84	0.57	0.53	0.26
现金收入比率 (%)	100.84	100.34	96.12	91.84
总资本收益率 (%)	23.17	13.80	13.94	3.51
总资产报酬率 (%)	22.27	13.97	14.05	4.79
净资产收益率 (%)	36.14	21.16	19.65	6.27
营业利润率 (%)	33.32	32.53	32.70	24.40
费用收入比 (%)	12.50	12.43	11.78	12.82
资产负债率 (%)	60.32	51.64	46.52	58.54
全部债务资本化比率 (%)	53.96	44.22	39.10	48.78
长期债务资本化比率 (%)	40.18	28.51	25.08	34.40
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.76	6.81	8.22	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.36	0.44	0.50	--
流动比率 (倍)	0.89	0.93	0.97	1.02
速动比率 (倍)	0.74	0.79	0.83	0.82
现金短期债务比 (倍)	0.66	1.02	1.08	0.99
经营现金流动负债比率 (%)	25.98	27.30	41.14	16.12
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.82	0.89	0.95	--

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
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
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 新奥生态控股股份有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年新奥生态控股股份有限公司年报公告后两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

新奥生态控股股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。新奥生态控股股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注新奥生态控股股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现新奥生态控股股份有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

新奥生态控股股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至新奥生态控股股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送新奥生态控股股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年九月二十一日