

信用等级公告

联合[2009] 013 号

联合资信评估有限公司通过对江苏悦达集团有限公司 2009 年度 10 亿元企业债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

江苏悦达集团有限公司
2009 年度 10 亿元企业债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零零九年四月八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号中环世贸中心D座7层

电话：(010) 85678696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lianhezixing.com.cn

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与江苏悦达集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评估人员与江苏悦达集团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。

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因江苏悦达集团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。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江苏悦达集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、江苏悦达集团有限公司 2009 年度 10 亿元企业债券自发行之日起至兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零零九年四月八日



江苏悦达集团有限公司

2009 年度 10 亿元企业债信用评级报告

评级结果

企业主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期企业债券信用等级: AA

本期企业债券发行额度: 10 亿元

本期企业债券存续期限: 8 年

评级时间: 2009 年 4 月 8 日

财务数据

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	08 年 6 月
资产总额(亿元)	145.84	157.39	176.59	176.69
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	64.88	68.73	77.71	80.52
长期债务(亿元)	38.06	39.61	40.09	39.64
全部债务(亿元)	70.57	77.76	84.19	86.60
营业收入(亿元)	125.18	147.99	173.92	98.67
利润总额(亿元)	8.41	8.03	9.92	6.08
EBITDA(亿元)	13.42	14.79	20.19	--
经营性净现金流(亿元)	10.94	7.73	12.49	5.93
主营业务利润率(营业利润率)(%)	15.58	18.03	17.81	16.62
净资产收益率(%)	10.24	8.96	9.16	--
资产负债率(%)	55.51	56.33	55.99	54.43
全部债务资本化比率(%)	52.10	53.08	52.00	51.82
流动比率(%)	140.16	143.05	127.68	126.37
全部债务/EBITDA(倍)	5.26	5.69	4.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.71	3.25	3.81	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.34	1.48	2.02	--

注: 公司 2007 年开始采用新会计准则, 2005 和 2006 年数据已作追溯调整, 公司 2008 年 6 月财务报表未经审计。

分析师

黄 滨

电话 010-85679696-8880

邮箱 huangbin@lianheratings.com.cn

吕明远

电话 010-85679696-8892

邮箱 lvmy@lianheratings.com.cn

传真: 010-85679688

地址: 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号

中环世贸中心 D 座 7 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对江苏悦达集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为综合性大型国有独资企业,近年来形成了以矿产资源、基础设施投资、工业制造和商业零售四大板块为核心的多元化产业格局,具备资源和规模优势。同时,联合资信也注意到公司投资领域分散、并购活动较多、投资规模大,未来盈利有一定的不确定性。

公司核心主业发展态势良好,未来矿产资源板块产能将大幅释放,商业零售板块加快扩张,工业制造板块的各产业园区将陆续建成投产。随着各业务板块的发展壮大,公司抗风险能力有望得到提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

陕西煤业化工集团有限责任公司对本期债券提供了无条件不可撤销连带责任保证担保,此担保可以更好地保证本期债券本息的偿还。联合资信认为,本期债券到期不能偿付的风险很小。

优势

1、公司是江苏省盐城市政府授权经营的国有资产投资主体,在产业政策、税收、投融资等方面得到盐城市政府的有力支持。

2、公司核心主业发展态势良好,营业收入稳步增长,盈利能力有所提升。

3、公司对煤炭、有色金属业务加大收购投资力度,对商业零售板块加快扩张,规模经济优势明显。

4、公司内控制度完善,对下属子公司管理控制能力强。

5、公司现金类资产充裕,对本期债券的保障能力较强。

6、公司 EBITDA 和经营活动现金流对本期债券的保护能力较强。

关注

1、公司业务涉及行业众多，且相对分散，在部分领域竞争力不突出。

2、公司投资、收购等活动较多，未来几年投资规模较大，对外融资需求增加。

一、主体概况

江苏悦达集团有限公司（以下简称“公司”）前身为江苏省盐城地区驻山西调煤组，1989 年经盐城市计划经济委员会批准成立盐城市物资实业总公司，1991 年在盐城市物资实业总公司基础上成立盐城悦达实业集团，1992 年 5 月更名为江苏悦达实业集团，1998 年更名为江苏悦达集团有限公司，1999 年经江苏省人民政府批准授权为国有资产投资主体，上级主管部门为盐城市人民政府。

公司经营范围主要涉及公路基础设施经营、煤炭开采业、汽车制造业、农用机械制造业、环保专用设备制造业、棉纺织及印染精加工业、纺织服装制造业、针织品及制品制造业、国内商业、房地产业、物流业、旅游业、餐饮业等。公司下设总裁办公室、政策研究室、人力资源部、公共事务部、对外经济部、投资信息部、法律事务部、产业部、财务部、审计部等 10 个职能部门。

截至 2007 年底，公司拥有 3 家全资子公司、12 家二级控股子公司（见附件 1）。其中，公司控股的江苏悦达投资股份有限公司在上海证券交易所上市（悦达投资，600805），悦达集团（香港）有限公司下属的悦达矿业控股有限公司（悦达矿业控股，0629-HK）为江苏省首家在香港上市的红筹股公司。

截至 2007 年底，公司（合并）资产总额 176.59 亿元，所有者权益 77.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 43.84 亿元。2007 年公司实现营业收入 173.92 亿元，利润总额 9.92 亿元。

截至 2008 年 6 月底，公司（合并）资产总额 176.69 亿元，所有者权益 80.52 亿元，其中归属于母公司所有者权益 46.62 亿元。2008 年上半年公司实现营业收入 98.67 亿元，利润总额 6.08 亿元。

公司注册地址：盐城市开放大道 78 号；
法定代表人：胡友林。

二、本期债券及债券筹资项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2009 年发行人民币债券 10 亿元（以下简称“本期债券”）。债券期限为 8 年，采用固定利率，在第 5 年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由陕西煤业化工集团有限责任公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金 10 亿元，其中 6 亿元用于汾阳至邢台高速公路汾阳至平遥段项目建设，占项目投资总额的 41.52%；2 亿元用于归还部分银行贷款；2 亿元用于补充公司营运资金。

（1）汾平高速公路项目

汾平高速公路项目既是山西省高速公路网“九横九环”中晋中区域环的一部分，又是第六横汾阳至邢台高速公路的重要组成部分。公路途经汾阳市、介休市、平遥县等两市一县，起点位于汾阳市境内接已建汾离高速公路，终点与拟建平遥一榆社段公路起点相接，线路全长 41.7 公里，采用双向四车道标准建设，设计速度 120 公里/小时。另建孝义连接线 4.9 公里和国道 307 连接线 16.8 公里。全线共设主线桥梁 26 座，停车区及养护工区 1 处，匝道收费站 3 处，4 处取土场。路基宽度 28 米，投资预算初步确定为 14.45 亿元（含孝义连接线 15 米宽度路面费用、307 国道连接线 12 米宽度路面费用）。山西省发展和改革委员会以晋发改交通发[2006]893 号文对该项目进行了核准；山西省环境保护局以晋环函[2007]530 号文批准建设。

根据可行性研究报告，该项目内部收益率为 8.54%，项目回收期为 16 年，预计经营期为 20 年。

综合来看,该项目的建设符合国家产业政策,项目建成后,对实现国家西部大开发和中部崛起战略,完善山西省高速公路网,促进吕梁市和晋中市经济发展,特别是对汾阳、孝义、平遥、介休等县市的区域经济发展及晋商文化旅游区的开发有着十分重要的意义。

(2) 归还部分银行贷款、调整债务结构

公司大多数的投资项目建设周期较长,长期资金更符合公司对资金的期限需求,因此公司有用长期债务置换短期银行贷款的客观需要。据公司测算,本次发行债券募集资金置换银行贷款约可降低1.5%左右的利率成本,因此归还部分银行贷款将有利于公司调整债务结构、降低融资成本。

本期债券募集资金中的2亿元将用于归还贷款人为中国银行股份有限公司盐城分行的三笔贷款和贷款人为江苏银行股份有限公司盐城城中支行的一笔贷款。

(3) 补充营运资金

随着公司在矿产资源和基础设施领域的投资力度不断加大,公司对营运资金的需求随之扩大。因此,本期债券发行规模中的2亿元将用于补充公司营运资金,满足公司在实际运营过程中对流动资金的需求,确保经营活动的顺利进行。

三、基础素质

1. 企业规模

公司是一个跨区域、跨行业经营的大型国有多元化投资集团,目前形成了矿产资源的开采与经营、基础设施投资、工业制造、商业零售等四大核心业务板块。公司是苏北地区规模最大的企业集团,1994年起跻身全国最大工业企业500强,2003年起跻身江苏重点规模企业前20强和利税前10强,2008年位列中国企业500强第132位。

公司先后与三家世界500强企业——韩国现代、法国家乐福、日本富士重工以及国际知

名企业德国黛安芬、艾文德、印度马恒达公司等实现了密切合作,其技术水平和国际知名度都大幅提高。

2. 人员素质

公司目前有主要高层管理人员17名,包括董事局主席1人、董事局副局长2人(其中1人兼任总裁)、董事兼副总裁4人、董事2人,监事会主席1人、监事4人,副总裁3人;其中硕士学历3人、本科学历6人、大专学历8人。

公司董事局主席、党委书记胡友林先生,58岁,大专学历,高级经济师,中央党校客座教授,曾任盐城市物资局驻晋办事处副主任,盐城市物资贸易中心总经理,盐城市物资实业总公司总经理,江苏悦达实业集团董事长、总经理,盐城市人民政府副秘书长,盐城市政协副主席,第九、第十届全国政协委员,十届全国政协社会与法制委员会委员。公司董事局副局长、总裁邵勇先生,44岁,本科学历,高级经济师,曾任盐城市计划经济委员会固定资产投资科副科长,技术改造科副科长、主任科员,生产经营科科长,江苏悦达集团有限公司副总经理、副总裁、常务副总裁、董事。

截至2007年底,公司共有在职员工21954人,按文化程度划分,高中及以下学历占总数的73.04%,大专及以上学历占总数的26.96%;按职称划分,初级职称4727人,中级1123人,高级191人,具有初级及以上职称人员占员工总数的27.52%;按年龄划分,30岁以下的9427人,30至50岁的11982人,50岁以上的545人,其中50岁以下的占员工总数的97.52%。公司员工专业素质较高,具备岗位所需的技能与素质,年龄结构合理。

总体来看,公司主要高管在公司任职时间长,从业经验丰富,管理能力较强。现有人员构成可以满足日常生产经营的需要。

3. 外部环境

公司所在的盐城市，地处苏北平原，是江苏省人口第一、面积第二的市，2007年全市实现GDP1373亿元，列苏北五市第三名。公司作为盐城市的龙头企业，近年来每年上缴税收约占市值规模以上工业企业的50%以上，进出口额约占全市总量的20%左右，对全市的财政收入，出口创汇，劳动就业具有重要的支撑作用。

盐城市“十一五”规划已明确指出，要把盐城建设成为“二城四基地”，即汽车城和红色湿地旅游城，科技含量较高的纺织轻工生产基地、生态化工基地、清洁能源基地和绿色食品基地；按照“市场导向、企业自主、政府推动、重点扶持”的原则，通过规划引导、园区集聚、制度创新和配套服务，着力培育汽车及零部件、纺织、农用机械、石油机械、机床及配件等特色产业集群。其中公司下属的东风悦达起亚汽车工业园和悦达纺织园都是政府重点扶植的发展对象。

盐城市政府于2005年10月出具文件对公司投资的重点项目实施有关优惠政策，一是对重点项目投资的部分贷款给予贴息；二是对公司所投资重点项目实行财税贡献奖，即按当年入库税收地方留成部分的一定比例奖励给公司用于自身发展。2007年，根据国家税务总局批复（苏国税函[2007]第342号），东风悦达起亚汽车二工厂追加投资的项目所得单独计算，并享受企业所得税“两免三减半”的优惠。

2006年，公司及所属企业申报拖拉机、专用车等扶持项目6项，获得政府扶持资金402万元；2007年申报拖拉机、纺织、专用车等项目5项，获得政府扶持资金1610万元。

公司所属黄陵二号煤矿符合《产业结构调整指导目录（2005年本）》中《鼓励类》第三项（煤炭）第2条“120万吨/年及以上高产高效煤矿（含露天、矿井）、高效选煤厂建设”所规定的内容，属国家重点鼓励类发展的产业，享受西部大开发税收优惠。陕发改产业确认函[2007]106号确认陕西黄陵二号煤矿属国家重

点鼓励发展产业，经陕西省地方税务局（陕地税所税率确[08]019号）确认所得税率为15%。

总体来看，公司是地方经济的支柱性企业，未来公司在产业整合、项目审批、信贷支持、税收等都能享有区域政策的扶植和便利，对未来公司经营发展构成了有力支持。

四、治理结构与公司管理

1. 公司治理

公司为国有资产投资主体，按照《公司法》的要求设立董事局和监事会，不设股东会，由董事局行使股东会的一部分职权，董事局是公司的决策机构，对出资者负责，对于涉及公司的合并、分立、解散、增减资本和发行债券以及公司章程修改，须报国有资产授予方审批；总裁主持并负责公司日常生产、经营、管理工作，对董事局负责。董事由盐城市政府委派，董事局主席、副主席由盐城市委、市政府任命；监事会由盐城市人民政府派出，监事会主席由盐城市委、市政府任命；总裁由盐城市委、市政府任命。目前公司董事局成员9人，监事会成员5人，其中职工代表监事1人。

公司采用董事局领导下的总裁负责制，根据业务需要，设置了总裁办公室、政策研究室、人力资源部、公共事务部、对外经济部、投资信息部、法律事务部、产业部、财务部、审计部等10个职能部门，各部门职责划分清晰，能较好满足公司业务实际运营的需要。

总体看，公司具备了较完善的法人治理结构。

2. 管理体制

公司结合部门和各行业系统的内部控制规定，建立健全了符合多元化集团企业经营特点和管理要求的内部控制制度并组织实施，公司的管理水平不断提高，管理流程不断优化。

财务管理方面，公司以财务预算作为财务管理的核心内容，定期分析预算执行情况；不断建立健全《内部财务管理制度》，根据公司

的具体情况和发 展要求编制财务预算，建立和完善财务管理、会计核算体系。

产业管理方面，公司对所属产业重大技 改、投资项目实行严格的流程管理，由财务部、审计部、产业部、投资信息部等多个部门对项目的调研、论证、立项、审批、跟踪管理和验收等各环节严格把关。

人力资源管理方面，公司制定了《劳动人 事制度》、《岗位责任制度》、《职工培训制度》等一系列规章制度，形成了对员工的有效激励。

3. 对控股、参股企业的管理

为适应多元化发展要求，公司对直属（驻 外）机构、所属全资（控股）公司、各参股企业实行“委派制”管理，通过委派人员在所属公司的股东会、董事会、监事会和经理层的 经营管理活动来实现。目前已形成“集团—委派 组—控股公司董事会—控股（参股）公司经理 层”的委派体系，并由公司定期考核。

在预算管理方面，由委派组根据集团公司 总体目标和所属公司经营实际编制预算，由公 司董事局最终通过方可执行。

在对外投资方面，除公司直接投资或设立 有限责任公司形式的投融资平台外，公司一般 不直接通过所属公司来实现对外投资。如需投 资，必须按规定程序履行报批手续。

在同业竞争方面，公司加强了关联交易管 理，严禁委派人员（或关联人）从事与公司有

业务竞争和关联交易的活动，并设定相应条款 加以约束，谨防国有资产流失。

在对外担保方面，公司制定下发了《担保 管理办法（试行）》和《担保管理办法实施细 则》，建立了担保决策和责任制度，对担保原 则、担保标准和条件、担保责任等作了明确规 定，对担保合同订立的管理较为严格。

总体看，公司法人治理结构比较完善，建 立并执行了比较规范的管理制度，公司对下属 子公司控制力强。

五、公司经营

经过多年发展，目前公司已逐步构建和形 成了五大核心业务板块：一是以煤炭、有色金 属经营为主的矿产资源板块；二是以公路经营 为主的基础设施投资板块；三是以汽车、拖拉 机、专用车、纺织服装制造为主的工业制造板 块；四是以商业零售为主的现代服务业板块； 五是以房地产、现代物流为主的其它业务板 块。

2005～2007 年，公司四大核心产业集群均 保持了良好的发展态势。从营业收入和利润构 成看，矿产资源板块贡献最大，其次为商业零 售板块，公路收费板块虽收入占比较小，但利 润贡献较大。从增长幅度看，商业零售板块营 业收入增长较快，工业制造板块营业利润增长 较快。2008 年上半年，四大核心板块收入与利 润实现情况良好，占比基本保持稳定。（见表 1）

表 1 2005 年～2008 年 6 月公司营业收入和利润构成

营业收入构成 (亿元)	2005 年	2006 年	2007 年	07 年占比 (%)	复合增长率 (%)	08 年 6 月	08 年 6 月占 比 (%)
矿产资源	59.05	62.56	69.12	39.74	8.69	37.42	37.92
商业零售	26.15	36.49	56.89	32.71	47.51	35.16	35.63
工业制造	10.83	14.39	15.37	8.84	21.97	8.16	8.27
公路收费	6.31	9.14	8.21	4.72	14.07	4.35	4.41
其他业务	22.84	25.41	24.33	13.99	4.36	13.59	13.77
合计	125.18	147.99	173.92	100.00	18.61	98.67	100.00
营业利润构成 (亿元)	2005 年	2006 年	2007 年	07 年占比 (%)	复合增长率 (%)	08 年 6 月	08 年 6 月占 比 (%)
矿产资源	8.5	10.19	10.67	34.45	12.02	5.39	33.88
商业零售	4.31	7.18	9.82	31.71	50.96	4.71	29.59
工业制造	1.02	2.11	2.14	6.90	73.77	0.82	5.13

公路收费	3.65	3.91	5.07	16.38	17.91	2.95	18.52
其他业务	2.03	3.3	3.27	10.56	27.04	2.05	12.89
合计	19.51	26.69	30.97	100.00	27.02	15.92	100.00

资料来源：公司提供

1. 矿产资源板块（煤炭、有色金属）

煤炭

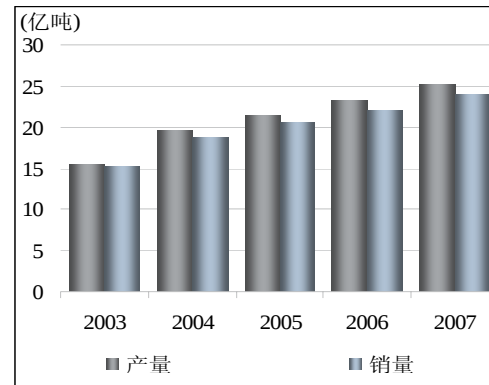
（1）行业分析

资源分布方面，中国是世界上最大的煤炭生产国和消费国，煤炭资源丰富，煤种齐全。截至 2007 年底，中国已查证的煤炭储量达到 7241.16 亿吨，其中生产和在建已占用储量为 1868.22 亿吨，尚未利用储量达 4538.96 亿吨，与世界探明可采储量相比，位于美国、俄罗斯之后，居世界第三位。据中国煤炭工业协会统计资料显示，中国煤炭资源相对集中在华北地区和西北地区，其煤炭储量占中国总储量的比重分别为 34.06%和 27.94%；探明储量主要分布在山西、内蒙古、陕西、新疆和贵州五个省（区）。

煤炭产需方面，2007 年，中国煤炭产销量分别为 25.23 亿吨和 23.98 亿吨，分别比 2006 年增长 8.20%和 8.60%（见图 1）。预计 2008 年煤炭行业产销总体基本平衡，可能出现阶段性供需偏紧情况。中国煤炭的主要需求主要来自于四大行业，电力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的 89%。按 2007 年煤炭资源的消费结构，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化工约占 6%。随着国民经济的高速增长和工业化进程的不断提速，中国煤炭资源的需求仍将持续增长。

煤炭价格方面，自 2003 年以来，虽然煤炭下游行业持续高速增长，但受限于煤炭价格双轨制和消化前期产能过剩因素，煤炭价格一直保持稳中有升态势。2007 年初，国家发改委取消全国煤炭订货会议，改为电视电话汇总会议，鼓励煤电双方自主协商定价，煤炭价格市场化迈出关键性一步，煤炭价格也具备了大幅上涨条件。

图 1 2003~2007 年煤炭行业产销情况



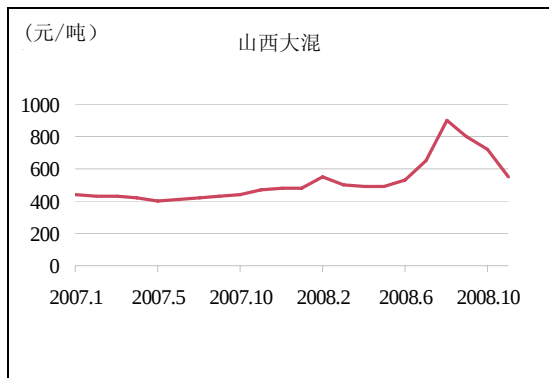
数据来源：中国煤炭工业协会

2008 年以来，由于对中小煤矿的治理整顿造成部分煤矿停工关闭，煤炭行业产生了暂时性的需求缺口，国际油价的一路上涨使具有部分替代性的煤炭资源相对稀缺，年初雪灾造成运力紧张更是放大了煤炭的需求缺口。国内煤炭价格也随之一路上涨，较具代表性的秦皇岛港煤炭交易市场山西大混（发热量 5000 大卡/千克）由年初约 400 元/吨最高升至 2008 年 7 月底约 900 元/吨。2008 年国家发改委两次对煤炭提出限价，要求秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格不得高于 2008 年 6 月 19 日价格，煤炭价格上涨得到一定程度抑制。

2008 年 6 月以来，随着美国次贷危机的加剧，美国经济和世界经济减速预期加强，油价从 140 美元高位回落至 2008 年 10 月 80 美元附近，带动国际煤炭价格回落。房地产、钢铁、有色金属冶炼等高耗能企业受宏观经济减速影响，增长显著放缓，带动下游发电量增长率连续下滑，火电企业对煤炭需求减少，钢铁企业减产则直接减少了炼焦煤需求，煤炭供求形势趋于宽松，市场价格由上半年的快速上涨转为逐步回落，港口和电力企业存煤增加。至 2008 年 10 月，秦皇岛港煤炭压港现象已趋于

严重，主要品种煤炭价格出现不同程度下跌，2008 年 11 月中旬，秦皇岛港煤炭交易市场山西大混已跌至 550 元/吨。煤炭下游需求放缓现象明显，煤炭供求关系由偏紧转为宽松。

图 2 秦皇岛港煤炭交易市场山西大混煤炭价格



注：图中价格为秦皇岛山西大混中转价，发热量 5000 大卡/千克

作为以资源型产品为主的产业，煤炭行业未来的发展前景看好，行业中资源储备充足、规模效益显著、资金实力雄厚的煤炭企业具备明显的竞争优势。

(2) 公司经营

表2 截至2008年6月底公司拥有的煤炭生产和经营企业

项	公司名称	股 权
煤 炭 生 产	山西悦达军山煤业有限公司	51%
	陕西黄陵二号煤矿有限公司	46%
	内蒙古准噶尔旗乌兰渠煤炭有限责	75%
煤 炭 贸 易	公司本部	
	上海悦达新实业集团有限公司	全资
	江苏悦达贸易股份有限公司	25%

资料来源：公司提供

表3 截至2008年6月底公司投资的煤矿情况

煤矿	品种	储量	产能	2007 年产量
军山煤矿	铸焦煤	可采储量 3582 万吨	60 万吨/年扩能改造项目已于 2007 年实施，2008 年底将完成。	30 万吨/年
黄陵二号煤矿	弱粘煤及 1/2 中粘煤	地质储量 9.70 亿吨，可采储量 6.44 亿吨	700 万吨/年	2007 年 11 月，基建工作已全部完成
乌兰渠煤矿	不粘煤和长焰煤	可采储量 5657 万吨	80 万吨/年	

资料来源：公司提供

从经营看，公司多年来不断扩大业务规模，逐渐形成了以山西、陕西、内蒙为资源基地，以秦皇岛、唐山、天津、青岛、上海等港口为大宗煤炭中转、销售中心，以上海、江苏、广东境内的电厂、钢厂为主要客户，集煤炭生

公司以煤炭贸易业务起步创业，后逐步涉足和扩大煤炭开采业务，凭借所拥有的煤炭资源优势 and 与下游煤炭消费企业在多年业务合作中形成的良好关系以及成熟完备的运销模式，在东南部地区的煤炭生产和销售市场中具有较为稳固的地位。

2003 年，公司开始进入煤炭开采领域。截至 2007 年底，公司投资拥有山西、陕西、内蒙古三地三个煤矿（具体煤矿股权比例见表 2，煤矿情况见表 3）。其中黄陵二号煤矿井田总面积 337.87 平方公里，地质储量 9.70 亿吨，可采储量 6.44 亿吨，属国内特大型煤矿；二号矿井按年产 1000 万吨产能设计，矿井服务年限为 70.8 年，煤种为弱粘煤及 1/2 中粘煤，是火力发电主要用煤。悦达军山煤矿以生产附加值高、瓦斯含量低、煤层离地浅的铸焦煤为主，目前 60 万吨扩能改造项目进展顺利。准噶尔旗乌兰渠煤矿是公司 2007 年新投煤矿项目，该矿煤种为不粘煤和长焰煤，煤质为特低灰、特低硫、低~特低磷，中高发热量的半精煤，其中 2、3 号煤层为露天开采，4~5 号煤层为井工开采；煤矿地址简单，煤层瓦斯含量极低，煤炭开采安全系数高。综合看，公司拥有的煤矿资源品种优质、储量较丰富，成为公司可持续发展的基础，也是公司利润的增长点。

产、采购、铁路货运、港口中转、海洋运输等手段齐全的一条龙运销模式。2007 年，公司本部和下属子公司上海悦达新实业集团有限公司、江苏悦达贸易股份有限公司等，共实现煤炭经营总量 1100 万吨（购销煤炭 800 万吨，

产销煤炭 300 万吨)。2007 年, 公司共实现煤炭生产、销售等业务收入 66.18 亿元, 营业利润 9.09 亿元。2008 年 1~6 月, 公司共实现煤炭经营总量 380 万吨; 实现煤炭生产、销售等相关业务收入 34.37 亿元, 营业利润 3.08 亿元。

有色金属

(1) 行业分析

随着世界经济和中国经济的快速增长, 中国的有色金属行业得到了长足的发展。在国内外市场需求旺盛、产品价格稳步上扬的良好环境下, 国内有色金属工业企业的经营状况也自 2002 年开始迅速走强, 进入 2006 年以后, 尽管有色金属价格波动较大, 且国内冶炼产能扩张较快, 但拥有矿山资源和生产规模的有色金属企业经济效益仍然进一步增长。

公司开采与经营的有色金属矿主要是铅锌矿。从资源分布看, 中国铅锌矿资源较丰富, 保有地质储量较多的有云南、甘肃、内蒙古等地, 铅锌地质总储量居世界第 2 位。从价格走势看, 2008 年以来, 金属价格由于供需的失衡, 经历了不同程度的跌幅, 相比铜、铝比较稳定, 铅锌跌幅较大。锌行业由于行业的集中度不高, 开采冶炼较混乱, 且前期投入的产能陆续释放, 下游需求继续疲软(镀锌板等产量增速的放缓), 价格已较 2007 年底下降 35%。铅行业同样由于供给的过剩, 形势也不容乐观。综合看, 在存在较强资源约束的环境下, 具有资源优势 and 规模优势的企业将具有更强的竞争力。

(2) 公司经营

2006 年, 公司下属子公司悦达集团(香港)有限公司先后收购了云南省境内的保山市飞龙有色金属有限责任公司(以下简称“保山飞龙”)、姚安飞龙矿业有限责任公司(以下简称“姚安飞龙”)、普洱飞龙矿业有限责任公司(以下简称“普洱飞龙”)、腾冲县瑞土矿业有限责任公司(以下简称“腾冲瑞土”)四个矿业公司, 开始涉足有色金属的开采与经营(具体有色金属矿股权比例见表 4, 有色金属

矿情况见表 5)。

表 4 2007 年公司拥有的有色金属开采项目

项目	注册资本	持股比例	
		2006 年	2007 年
保山飞龙	3450 万人民币	52	91.5
普洱飞龙	550 万人民币	52	100
腾冲瑞土	1100 万人民币	100	100
姚安飞龙	1740 万人民币	52	100
大乾矿业	500 万人民币	--	100
内蒙古翁牛特旗	6740 万人民币	90.1	100

资料来源: 公司提供

表 5 公司有色金属矿情况

有色金属矿	储量	产量
飞龙有色	铅锌金属量约 40 万吨, 铅加锌品位 5~10%	原矿 800~1000 吨/日
普洱飞龙	铅锌矿储量 5 万个金属吨	原矿 200 吨/日
腾冲瑞土	铁矿石储量 762 万吨, 铁伴上锌矿石 9 万吨	原矿 1500 吨/日
姚安飞龙	矿石储量 300 多万吨, 铅金属量近 9 万吨, 银 400 吨左右	原矿 800~900 吨/日, 银铅精矿 6500 吨/年, 银金属 7500 千克/年
大乾矿业	铅、锌的储量约为 15.4 万金属吨	原矿 200 吨/日
内蒙古翁牛特旗铅锌矿	矿藏量为 1628 万吨, 铅为 7.35 万金属吨, 锌 16.51 万金属吨	--

资料来源: 公司提供

2007 年底, 公司又收购了四个铅锌矿的股权。其中陕西镇安县大乾铅锌矿(以下简称“大乾矿业”)铅、锌的储量约为 15.4 万金属吨, 矿石平均品位约为 3~4%; 内蒙古翁牛特旗三个铅锌矿(公司持股 100%)预计矿藏量为 1628 万吨, 铅 7.35 万金属吨, 锌 16.51 万金属吨; 巴林左旗红岭矿(公司持股 80%)主要矿物是铅、锌、铁、铜及银, 预计矿藏资源是 1050 万吨, 铅、锌、铁、铜及银含量分别为 1.74 万金属吨、51.45 万金属吨、529.27 万金属吨、3.46 万金属吨和 221 金属吨。截至 2008 年 6 月底, 公司已完成陕西镇安县大乾铅锌矿和内蒙古翁牛特旗三个铅锌矿的资产与股权交接工作。

综合看, 公司投资的有色金属矿山累计拥

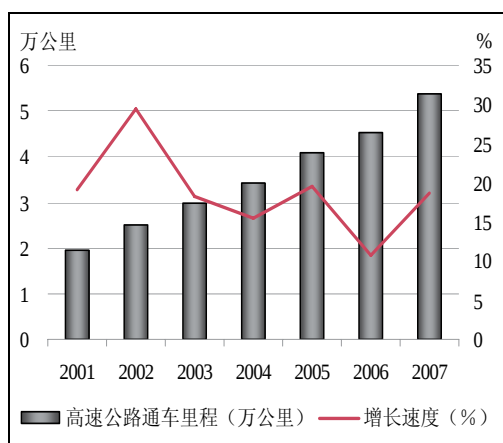
有资源储量为：铅、锌 155.45 万金属吨；铁 1291 万金属吨；铜 3.55 万吨；银 0.62 万吨。丰富的资源储量为公司的进一步发展提供了空间，有色金属的开采与经营有望形成公司新的利润增长点。2007 年，公司实现有色金属销售收入 2.94 亿元，营业利润 1.58 亿元。

2. 基础设施投资板块（公路收费）

（1）行业分析

交通是国民经济的基础产业，公路交通是国家优先鼓励发展和重点支持的行业，一直受到中央和各地方政府的高度重视。

图3 中国高速公路通车里程



资料来源：交通运输部

从行业现状看，目前中国公路运输的总吞吐量遥遥领先于航空、火车以及水运等其他运输方式的总和。据交通部统计，截至2007年底，中国公路总里程达358.37万公里，较2006年增加12.67万公里。从图3可以看出，2001年以来，中国高速公路通车里程一直保持较高的增长速度，截至2007年底，中国高速公路通车里程达5.39万公里，仅次于美国位居世界第二位。

从收费政策的成效看，交通部统计显示，中国自实施收费公路政策以来，共筹集了8000多亿的建设资金，目前已建成的所有高速公路、70%的一级公路、50%的二级公路和2/3的千米以上大桥和隧道都是使用贷款修建的。2005年国家公布的《国家高速公路网规划》中指出，未来二十年中国将新建高速公路4万公

里，静态投资需求约为2万亿元人民币（其中政府投资的比例预计为10%左右，其余通过地方交通主管部门及直属单位、公路经营企业、民间机构、外资等多种渠道来实现）。从投资主体来看，一方面，地方交通主管部门及直属单位需要稳定的收入来偿还贷款，另一方面，公路经营企业、民间机构和外资机构要求稳定的投资回报。因此，从保证高速公路建设资金来源和保护投资者投资积极性角度看，国家在短期内频繁下调甚至取消高速公路通行费的可能性不大，未来相当长的时间内，高速公路收费模式仍将存在。

从发展趋势看，加快公路建设是中国经济社会发展的需要。随着国民经济的快速发展，物流、人流大幅度增加，提高运输效率、降低运输成本的要求日益迫切。在中国经济比较发达的珠江三角洲、长江三角洲和京津冀地区，公路建设和发展速度最快，同时公路建设也为这些地区带来十分显著经济效益。因此，在今后的经济发展中，这些地区仍然是公路建设的重点需求区域。

由于公路经营有其独特的垄断资源优势，特别是高速增长的宏观经济环境使得公路运输需求得到稳步增长，行业持续向好的态势不会改变，行业发展前景乐观。

（2）公司经营

1997 年，公司开始投资公路行业。经过 10 年的经营与发展，截至 2007 年底，公司及下属公司共投资和管理的公路共 7 条（见表 6），包括山西京大高速公路（山西段从孙启庄至大同南出口，全长 58.848 公里）、子公司悦达投资拥有的陕西西铜高速公路（西安至铜川全长 100.81 公里）、江苏京沪高速公路（新沂—淮阴—江都全长 260 公里）、扬州西绕城高速公路（全长 35.295 公里）、徐州三环路（全长 55.066 公里）以及悦达矿业控股拥有的河北廊坊 106 国道霸州至文安、任丘（全长 28.882 公里）以及悦达集团（香港）有限公司拥有的 204 国道新兴至施庄的公路（全长 47 公里）。

公司参与投资与经营的公路总里程近 600 公里。

表 6 2007 年 - 2008 年 6 月公司公路收费业务情况

项目	公司已投资额 (万元)	持股比例 (%)	经营 里程 (公里)	2007 年收费 收入 (万元)	2007 年利润 (万元)	08 年 1-6 月收 费收入(万元)	08 年 1-6 月利 润(万元)
西铜高速	80020	70	110	41121.64	24259.34	25456.10	16442.00
徐州三环	52000	80	55.07	10502.78	1512.29	5146.82	472.43
山西京大	60000	80	58.84	20897.53	3829.35	7649.42	559.26
京沪高速	126018	21	261	245660.84	148321.09	145497.60	82727.96
扬州西绕城公路	--	100	35	--	--	--	--
盐城 204 国道	17000	66.67	47	3862.56	622.64	1924.43	905.15
廊坊 106 国道	11883	51	29	5755.93	1887.78	3314.00	2786.21
合计	346921	--	595.91	327801.28	180432.5	188988.37	103893.01

资料来源：公司提供

2007 年，公司实现公路收费收入 8.21 亿元，利润 3.21 亿元（公司参股的京沪高速公路没有列入合并），其中京大高速实现收费收入 2.09 亿元，净利润 2631 万元；西铜高速营业利润突破 2 亿元，同比增长约 40%；徐州三环在完成五个站点搬迁任务的同时，提前完成了全年收费任务。2008 年上半年，公司实现公路收费收入 4.35 亿元，利润 2.12 亿元。

公司在公路经营方面优势较为突出，具体表现在两个方面：一是进入时间早，成本低，前期投资升值幅度很大。二是公司投资的国道主干线高速公路具备很强的路网优势，项目成长性预期较好。

总体看，公司投资的主要公路均地处国家规划的主干道，地理位置十分重要，具有稳定的车流量，未来收益仍有较大的提升空间。联合资信也关注到公路建设投资期长，建设成本难以控制；公路经营是受国家产业政策影响较大的领域，国家出台的一些相关政策直接影响到企业的经济效益；公路收费标准基本上由政府制定，受行业主管部门的约束较严，企业自主权较小。

3. 工业制造板块（汽车、拖拉机、专用车、纺织服装）

汽车

（1）行业分析

汽车行业具有产业关联度高、规模效益明显、资金和技术密集等行业特点，作为拉动国民经济增长的主要产业，受到国家政策的重点扶持。

据中国汽车工业协会统计，2006 年全国汽车产品产销量双双突破 700 万辆大关，分别达到 727.97 万辆和 721.59 万辆，同比增长 27% 和 25%，一跃成为世界第三大汽车生产国和第二大汽车消费国。2007 年，国家宏观经济运行继续保持快速增长的强劲势头，汽车尤其是乘用车价格下调也在很大程度上刺激了消费需求，2007 年汽车产销量分别达到 888.24 万辆和 879.15 万辆，均创历史新高，同比分别增长了 22.02% 和 21.84%。

2008 年上半年，受人民币升值、原材料价格上涨、劳动力成本上升、雪灾、震灾自然灾害等诸多因素影响，国家加大了宏观调控力度，采取了从紧的货币和财政政策，汽车累计产销增幅较上年同期出现温和回落，汽车产销分别为 519.96 万辆和 518.22 万辆，产销增幅分别回落 5.65 个百分点和 4.78 个百分点。未来在中国国民经济快速持续增长、居民收入不

断增加和消费升级因素拉动下，汽车行业在较长时期内将持续增长，但增速将有所放缓。

（2）公司经营

公司早在 1992 年就进入汽车行业，并于 2002 年参股 25% 与东风汽车公司和韩国起亚自动车株式会社这两个汽车行业的龙头企业进行战略重组，设立了东风悦达起亚汽车有限公司（以下简称“悦达起亚”）。

从车型看，悦达起亚从经济型覆盖至中高级，产品体系逐渐完善。其中车型赛拉图在市场上一直拥有良好的口碑和美誉度，新赛拉图“风尚之王”获得“2007 年度中国最佳 SUV 新车”等多项权威媒体大奖。

从产能看，第一工厂现有年产 13 万辆轿车的生产能力，第二工厂一期工程年产 15 万台整车的扩能项目已全部完成，已于 2007 年 12 月正式批量生产整车。2007 年，悦达起亚生产各种型号轿车 10.55 万辆，销售 10.14 万辆，实现销售收入 85 亿元，公司在 2007 年未获得投资收益，相关收益已在汽车工厂中继续滚动发展。2008 年 1~6 月，悦达起亚共生产轿车 7.18 万辆，完成全年计划的 44.87%，销售 7.48 万辆，完成全年计划的 46.72%，实现销售收入 64.65 亿元。根据规划，到 2010 年第二工厂完全建成时，悦达起亚将提升产能至 45 万辆，成为一家大型现代化、综合性乘用车制造企业。

拖拉机

（1）行业分析

中国是发展中的农业大国，农业现代化是中国社会主义现代化建设的重要组成部分。国家连续 5 年在中央一号文件中以“三农”为主题，全社会营造了重视、关心和支持农机化的良好氛围。这预示着中国农业机械化已经进入快速发展战略机遇期，中国大中型拖拉机的发展面临着良好的机遇。

近年来，国家高度重视农业机械的发展，出台了农业机械购置补贴政策，并大幅度扩大了补贴力度和范围，使中国农机工业发展提

速，农业机械装备总量持续增加。拖拉机是农业机械化的龙头产品，拖拉机的拥有量和年产量是评价一个国家农业机械化水平的重要标志。根据中国机械工业拖拉机行业统计学会的统计数据，2007 年中国拖拉机行业完成工业总产值 476.3 亿元，同比增长 9.95%；完成出口交货值 43.24 亿元，同比增长 53%；累计生产销售拖拉机 213 万标准台，同比增长 6.54%，其中产销大中型拖拉机 20.9 万台，同比增长 6.85%。

2008 年上半年，拖拉机行业累计销售拖拉机 112.2 万标台，同比增长 3.99%。从目前市场看，中国拖拉机市场保持着稳健快速的发展趋势，用户购买能力不断提高、需求旺盛，企业竞争能力进一步得到提高，已经走向成熟。

（2）公司经营

公司拖拉机业务主要由下属三级子公司江苏悦达拖拉机制造有限公司（以下简称“拖拉机公司”）完成。拖拉机公司从 1959 年开始生产拖拉机，专业从事拖拉机生产已有近 40 年的历史，是中国直联式全齿轮传动轮式拖拉机产品品种全、谱系宽的企业之一。

生产能力方面，目前拖拉机公司拥有流水生产线 16 条，主要生产检验设备 380 台，具有年产三万台轮式拖拉机的生产能力、较强的产品设计能力、较好的检测手段和完善的质量管理体系以及先进的拖拉机专业化生产条件。主导产品共有六个系列近百个品种，是拖拉机行业内品种最全、功能最多的生产企业，产品功率覆盖 18~125 马力。2007 年，公司十万台大马力拖拉机项目在盐城奠基，项目总投资 7.5 亿元，建成达产后可形成一个完整的大马力拖拉机生产及其配套的产业集群，预计可新增年销售收入 12.7 亿元、净利润 0.75 亿元。

生产技术方面，拖拉机公司于 1996 年通过国家质量技术监督局组织的完善计量检测体系确认，1997 年在行业中率先通过了 ISO9001 质量体系认证，2003 年通过 ISO9001，

2000 标准的转版换证。2006 年 9 月,“黄海金马”轮式拖拉机获“中国名牌”产品称号,2006 年 11 月,“黄海金马”轮式拖拉机获“国家免检”产品称号。目前产品销售已遍布全国二十多个省、市、自治区,外销美国、英国、法国、东南亚、非洲、伊朗等六十多个国家和地区。

2007 年,拖拉机公司生产轮式拖拉机 26213 台,销售 25590 台,实现营业收入 7.87 亿元,营业利润 10546.58 万元。2008 年 1~6 月,拖拉机公司共生产拖拉机 13773 台,销售 13999 台,实现销售收入 4.85 亿元,已完成 2008 年计划的 51.37%。

由于公司拥有优良的产品质量和品牌优势,国家政策的大力扶持、广阔的市场空间、成熟的研发队伍以及有国际化合作伙伴,公司的拖拉机制造业有着巨大的发展空间。

专用车

公司控股的江苏悦达专用车有限公司主要与日本富士重工合作生产的压缩式垃圾车项目。2007 年,江苏悦达专用车有限公司产销各型垃圾专用车 300 台,实现营业收入 9670.57 万元,营业利润 1973 万元。2008 年 1~6 月,公司产销各型专用车 153 台,实现销售收入 4141 万元,主营业务利润 967 万元。

纺织服装

(1) 行业分析

纺织行业是中国的传统优势行业,现已成为中国出口创汇的支柱,在国家经济发展中一直占据着重要地位。2007 年以来,受人民币升值加速、出口退税率下调、美国次贷危机影响蔓延、生产要素价格上涨以及劳动力成本上升等多重压力,纺织企业生产放缓,效益下滑,行业维持低位运行态势。

面对严峻的新形势,江苏纺织行业加快了结构调整和产业升级步伐,加大科技投入和研发力量,在新产品开发、品牌培育、环境保护和自主创新方面取得了成效。2007 年,江苏省规模以上纺织企业实现销售收入 7182.7 亿元,同比增长 16.6%;利税 442.3 亿元,同比增长

23.2%;利润 253.3 亿元,同比增长 22.8%。纺织工业也是盐城市的支柱产业和优势产业,其棉纺锭占全省的 16.8%,棉花资源占全省 60%,年产皮棉在 20~26 万吨,拥有熟练的从业人员 12.75 万人。

(2) 公司经营

2005 以来,盐城纺织行业市场秩序逐步理性化,把发展产业价值链的高端环节作为主攻方向,积极面向专业市场延伸;重点纺织企业开机率普遍较高、订单充足、产销衔接保持在较高水平。

公司依托盐城棉花资源优势、劳动力成本优势以及公司自身的市场资源优势,于 2003 年介入纺织业。目前,公司纺织服装业务主要包括汽车用装饰布、家纺产品、针织面料及内衣等,主要依托下属三级子公司悦达纺织集团公司(由悦达投资 100%控股,以下简称“悦达纺织”)进行生产经营。另外,公司参股 25%的盐城国际妇女时装有限公司主要从事女士内衣黛安芬系列产品的生产和销售。2007 年,盐城国际妇女时装有限公司实现销售收入 5.48 亿元,净利润 4229.19 万元,按 25%的股比计算,公司投资收益为 1057.30 万元。

从产能看,目前悦达纺织占地 1265 亩,主产品为紧密纺、涡流纺高档精梳纱线、面料,针织内外衣、家用纺织品、产业用纺织品等高科技生态系列纺织产品等。项目分三期建设,一期工程已全部竣工,二期工程已于 2007 年 12 月开工建设。园内年产 400 万套的家纺生产线和年产 1390 万米的汽车用装饰布的生产线也已投入生产,形成了总体以 20 万纱锭为基础的家纺和装饰布产业链。2007 年,悦达纺织产销家纺产品 200 万套,纱线 1.5 万吨,实现营业收入 4.77 亿元,营业利润 7028.65 亿元。

从技术水平看,公司现已成为江苏省唯一一家一次性拥有从原料到成品的离线检测设备配置的企业,产品质量达乌斯特公报 5%至 25%的水平,处于国内领先地位,并于 2006 年通过省级新产品鉴定、科技成果验收和

USTERIZED 论证，实现了全面的质量监控。2007 年，悦达纺织精梳纱线荣获“中国名牌”称号。

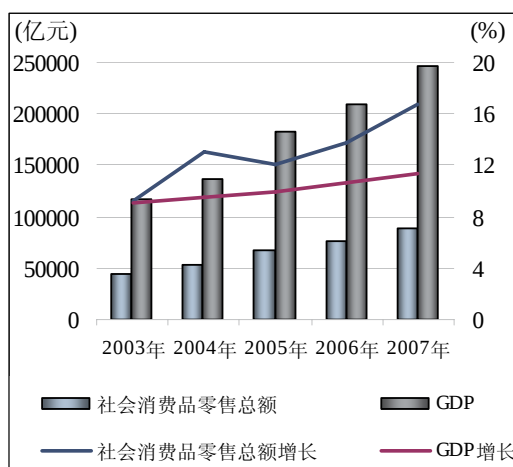
由于公司的纺织项目有着资源、成本、技术装备、品牌以及可靠的销售市场等优势，加上产业链的延伸优势，纺织项目的前景较为乐观，并有望成为新的利润增长点。

4. 现代服务业板块（商业零售及其他）

商业零售

（1）行业分析

图 4 中国消费品零售总额与 GDP



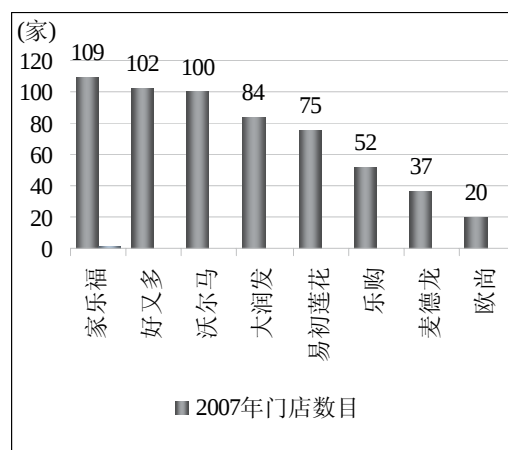
资料来源：国家统计局

零售业包括百货、购物中心、连锁超市、专卖店等多种为满足不同需求而形成的业态，其发展主要受宏观经济状况和社会消费需求影响，其中连锁超市已成为中国商业领域最具活力的产业。从消费增速的趋势来看，2007 年，中国社会消费品零售总额达 8.9 万亿元，年均增长 13.1%，比同期 GDP 增幅高 2.5 个百分点（见图 4）。经济快速增长的同时，居民收入也保持较快增长的态势，2003 年~2007 年城镇居民人均可支配收入分别为 8472 元、9422 元、10493 元、11759 元和 13786 元，实际增长 9%、7.7%、9.6%、10.4%和 12.2%。中国消费品零售总额增速和 GDP 增速、居民人均可支配收入的增速具有明显的一致性，并呈周期性波动。

根据加入 WTO 相关协议，中国 2005 年开

始全面放开国内零售业市场，国内广阔的市场空间和增速强劲的消费市场也极大地吸引了外资零售企业，外资零售巨头正凭借其国际水准服务、先进管理方式、新型业态等优势，大规模、全方位地涌入中国，并迅速扩大其市场份额，对中国零售业形成渗透和吞并之势。2004 年~2007 年，家乐福、沃尔玛、易初莲花和麦德龙等 8 个国际知名零售商年均在华新开门店 74 家；截至 2007 年底，共计拥有门店 579 家。其中，家乐福居首，达 109 家（见图 5）。

图 5 2007 年外资零售商在华内地门店数目



资料来源：联商网

从门店的地域分布来看，沿海经济发达的省市一直是外资零售商投资的首选，如上海、北京和广州等一线城市集中了家乐福和沃尔玛等主要的经营门店。随着中国城市化的推进，一线城市零售市场逐步趋于饱和、竞争激烈，使得二三线城市对零售企业的吸引力倍增，多数外资零售商已经提高了在这些区域的开店比率。激励的竞争以及由此引发的行业整合会使一部分优势企业脱颖而出。

随着消费逐渐替代投资成为经济增长的主导力量，在居民收入持续增长、城市化的发展等多种因素促进下，可以预计消费品零售总额将保持较快的增长势头，零售业发展的空间广阔。未来优质内资企业将通过与外资零售业龙头的合作、资源整合及商业模式创新来提高

中国零售企业自身的核心竞争力。

(2) 公司经营

公司自 1998 年开始与法国家乐福合作超市项目。目前家乐福主要提供配送服务，公司负责门店运营。公司主要通过下属全资子公司江苏悦达南方控股有限公司（以下简称“悦达南方控股”）进行经营与管理（见表 7）。

表 7 2007 年悦达南方控股子公司及门店

悦达南方控股子公司	注册资本	投资总额	持股比例	超市门店数
南京悦家超市有限公司	1200 万美元	3476.51 万人民币	35%	4 家
无锡悦家商业有限公司	1000 万人民币	1100 万人民币	45%	2 家
苏州悦家超市有限公司	5000 万人民币	2250 万人民币	45%	2 家
徐州悦家商业有限公司	2000 万人民币	800 万人民币	40%	1 家
合肥悦家商业有限公司	5000 万人民币	2000 万人民币	40%	5 家
重庆家乐福商业有限公司	2928 万美元	1588.44 万美元	35%	5 家
郑州悦家商业有限公司	800 万美元	2586.87 万人民币	40%	3 家

资料来源：公司提供

公司在与家乐福 7 年的合作中，合作领域不断扩展，2007 年又新增江西省为合作区域。目前，公司已成为法国家乐福在江苏、安徽、河南、山西、河北、江西、山东以及重庆市（包括四川部分地区）等七省一市唯一的合作伙伴。近年来，双方合作力度不断加大，新设门店迅速增加。截至 2007 年底，双方已合作开设 22 家连锁超市，2008 年底家乐福店总数将达到 28 家。2007 年公司超市业务实现销售收入 56.89 亿元，营业利润 9.82 亿元。

公司与家乐福的合作较为稳定，借助家乐福的品牌优势及全球采购的价格优势，公司零售业务市场竞争力得到提升。

配套产业

公司现代服务业除商业零售业外，还经营一些配套产业，主要是现代物流服务业，包括房地产开发、酒店经营、旅游、物流、汽车销售等业务，主要的经营实体包括上海悦达新实

业有限公司、江苏悦达投资股份有限公司下属的悦达国际大酒店、中国北方车辆有限公司、江苏悦达环球物流有限公司等。公司根据国家产业政策和市场环境变化，对该业务板块不断调整，有选择性地退出，优化产业结构。

总体看，公司四大主业发展态势良好，整体盈利水平提高较快，但公司业务领域比较分散，在各领域的竞争力不突出。

5. 未来规划

根据公司“十一五”发展规划，公司经济发展总体目标是：确立一个核心理念（即建设现代化的新型工业，带动盐城经济跨越发展）、打造两大支柱产业（即汽车产业和纺织产业）、致力三个园区建设（即悦达工业园、悦达纺织园、悦达制造工业园）、构建四个产业板块（即机械制造、纺织服装、现代服务、基础设施）、跻身江苏省十强企业、全国百强企业的目标。

公司“十一五”期内后三年规划安排重点项目 2 个（见表 8），两个项目投资共计 7.2 亿元，包括：

(1) 悦达投资下属盐城悦弘织造有限公司投资织造项目。该项目总投资 5770 万美元（折合人民币 41000 万元），项目公司注册资本 2000 万美元，项目建设期 2 年，预计 2009 年建成投产。公司项目资金来源除资本金外，银行项目贷款 26000 万元，目前已到位 20000 万元。截至 2007 年底，公司已投入资金约 1000 万美元，2008 年计划投入 2000 万美元，2009 年投资 2770 万美元。主要建设内容为：引进世界先进的特宽幅喷气织机和剑杆织机 480 台，大提花设备 192 台及浆纱机、高速直接整经机、分条整经机、自动结经机、穿综机等；配套先进的试验仪器、验卷联合机、验布机、拆布机、打包机、络筒机等国产设备；新建厂房及辅房建筑面积 60000 平方米。项目建成后，将年产家纺产品、窗帘、沙发、台布等各类高档家纺面料、装饰布 2000 万米，实现销售收入 5.6 亿元，实现利税 8000 万元。

(2) 悦达投资下属江苏悦达拖拉机制造有限公司大型拖拉机项目。公司已于 2007 年实施了大型轮式拖拉机改造项目, 由现有的 4 万台产中小马力的产能增加到年产 6 万台拖拉机, 新增拖拉机为 75~250 马力。该项目总投资 31098.29 万元, 其中建筑工程为 7318.12 万元, 设备及安装工程为 12018.43 万元, 工位器具费为 118.43 万元, 其它费用为 9879.56 万元,

基本预备费为 1003.71 万元, 建设期利息为 760.04 万元。该项目资金来源为一是公司自筹资金 14000 万元, 项目贷款 17000 万元(项目贷款已到位)。截至 2007 年底, 大拖项目已投入资金 13600 万元, 2008 年计划投入资金 17489.29 万元。项目投资产后预计年新增 2 万台大拖, 年新增收入 127000 万元, 利润 7562 万元。

表 8 未来三年公司主要投资项目和资源

项目名称	总投资	资金筹措方案		资金落实情况	2007 年 A	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
		贷款	自筹						
项目投资									
织造项目	5770 万美元 (折合人民币 41000 万元)	26000 万元人民币	2000 万美元	已到位	1000 万美元	2000 万美元(折合人民币约 1.37 亿元)	2770 万美元(折合人民币 1.89 亿元)	--	--
大型拖拉机项目	31098.29 万元人民币	17000 万元人民币	14098.29 万元人民币	已到位	13600 万元人民币	17489.29 万元人民币	--	--	--
其他投资									
内蒙古翁牛特旗铅锌矿投资	--	--	--	--	--	2.9 亿元人民币	--	--	--
矿产项目投资	--	--	--	--	--	3.4 亿元人民币	2.1 亿元人民币	--	--
公路投资合计	--	--	--	--	--	--	2.7 亿元人民币	8 亿元人民币	4.3 亿元人民币
煤矿投资合计	--	--	--	--	--	2 亿元人民币	3.8 亿元人民币	--	--
合计	--	--	--	--	--	11.42 亿元人民币	10.49 亿元人民币	8 亿元人民币	4.3 亿元人民币

资料来源: 公司提供

总体来看, 公司战略选择更加专注于工业制造和矿产资源领域, 未来将通过不断延伸产业链条发挥自身资源优势, 提高产品附加值。

6. 经营预测

表 9 为公司提供的未来五年主要经营数据预测情况。根据公司未来投资计划, 公司资本支出规模较大, 主要集中在 2008 年~2010 年。公司主要通过上市公司融资和债务两种融资方式解决资金供给问题, 一方面, 公司下属拥有两家异地上市公司(悦达投资, 600805; 悦达矿业控股, 0629-HK), 直接融资渠道畅通; 另一方面公司将通过发行短期融资券和企业债券满足资本支出需求。总体来看, 融资方案基本能够保障公司投资支出需求。

公司预测依据如下: 投资预测方面, 根据现有在建项目及预计投资项目的测算, 预计 2008 年~2010 年投资支出分别为 11.42 亿元、10.49 亿元、8 亿元和 4.3 亿元(见表 7)。

收入及利润预测方面, 根据 2008 年上半年的生产经营情况, 预计 2008 年全年收入约 195 亿元, 实现利润总额 10.8 亿元, 归属于母公司的净利润 4.5 亿元。其中营业费用 11.8 亿元, 管理费用 9.8 亿元, 财务费用 4.9 亿元, 主要是公司投资的纺织科技园和汽车二厂项目的投产运营将给公司收入和利润水平带来较大提升, 再加上现有煤炭、公路业务的增长将有效保证预测的实现; 2009 年收入预计增长 15%, 达到 242.25 亿元, 利润总额预计 12.2 亿元; 2010 年收入增长按 12% 预计, 收入总额为 252.16 亿元,

利润总额13.58亿元；2011年至2012年收入按12%的增长速度率测算，收入总额分别为281.30亿元和315亿元，利润总额分别为15.22亿元和17亿元。筹资预测方面，计划发行10亿元企业债券，募集的资金一是用于汾平高速项目建设，二是用于归还部分银行贷款以调整债务结构，三是用于补充营运资金；另外，还将发行8亿元短期融资券用于补充流动资金。

从债务负担来看，公司短期债务规模上升较快，尤其是2008年以来，随着投资支出的不断增加，公司债务长短期规模较大，考虑到

2009年公司将发行债券和短期融资券，在假设都发行成功的情况下，公司债务规模将在2009年和2010年达到峰值，但仍在合理范围内，之后债务负担将逐年减轻。

从主要指标来看，2008年~2010年，公司资本支出规模最大，债务规模相应最高，资产负债率也最高，而在投资峰值过后，公司债务压力将出现小幅回落，随着投资项目陆续产生回报，公司净资产收益率将逐年上升。

联合资信认为，公司对未来经营情况的预测与其投资规划基本吻合，但其预测结果是投资项目建设能够顺利实施基础之上。

表 9 未来五年公司经营情况预测

项 目 (万元)	2007 年	2008 年 6 月	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
计划投资			114200.00	104900.00	80000.00	43000.00	
预计销售收入	1739237.076	986715.74	1950000.00	2422500.00	2511600.00	2812992.00	3150551.04
预计利润总额	99182.54	60826.68	108005.00	122025.75	135852.84	152155.18	170413.80
预计净利润	71189.93	48854.36	80253.75	91519.31	101889.63	114116.39	127810.35
预计折旧	21672.56	11400.82	20500.00	20500.00	20500.00	24000.00	24000.00
预计摊销	27937.41	14987.10	16500.00	16500.00	16500.00	16500.00	16500.00
预计利息支出	53069.46	29621.38	49000.00	56350.00	63112.00	70685.44	79167.69
预计短期债务余额	441016.41	469573.05	480000.00	520000.00	520000.00	530000.00	530000.00
预计长期债务余额	400897.87	403103.63	400000.00	474899.00	458399.00	447399.00	407149.00
预计少数股东权益	338738.37	338951.62	340000.00	345000.00	350000.00	355000.00	360000.00
预计所有者权益	777114.83	805153.83	820000.00	870000.00	920000.00	980000.00	1050000.00
预计资产总额	1765907.96	1766873.88	1800000.00	1950000.00	2020000.00	2100000.00	2200000.00
指 标	2007 年	2008 年 6 月	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
资产负债率 (%)	55.99	54.43	54.44	55.38	54.46	53.33	52.27
全部债务资本化比率 (%)	52.00	52.01	51.76	53.35	51.54	49.93	47.16
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.81	3.94	3.96	3.82	3.74	3.73	3.66
全部债务/EBITDA (倍)	4.17	7.47	4.54	4.62	4.15	3.71	3.23
净资产收益率 (%)	9.16	--	9.79	10.52	11.07	11.64	12.17

数据来源：公司资料

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2005年~2007年财务报表由大信会计师事务所有限公司审计，并出具了无保留意见的审计报告。2008年6月财务数据未经审计。从合并范围来看，2006年公司增加5家合并单位，其中两家原为公司2级子公司，2007年公司减少1家合并财务报表单位大丰悦丰实业有限公司。公司财务报表合并范围变动所涉

及的子公司营业收入和资产规模较小。财务报表合并范围的变化对公司整体财务状况影响不大，公司2005年~2007年财务数据可比性较强。

截至 2007 年底，公司资产总额（合并）176.59 亿元，所有者权益 77.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 43.84 亿元。2007 年公司实现营业收入 173.92 亿元，利润总额 9.92 亿元。

截至 2008 年 6 月底，公司资产总额（合

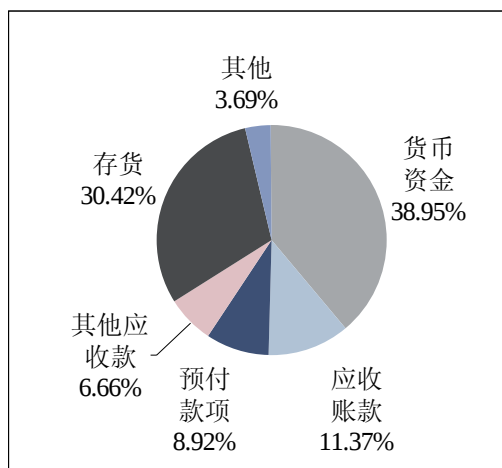
并) 176.69 亿元, 所有者权益 80.52 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 46.62 亿元。2008 年上半年公司实现营业收入 98.67 亿元, 利润总额 6.08 亿元。

2. 资产质量

2005 年~2007 年, 公司资产规模稳步增长, 年均复合增长率为 10.04%。近三年公司资产结构保持稳定, 流动资产占总资产比例始终保持在 40%左右。截至 2007 年底, 公司资产总额 176.59 亿元, 其中流动资产 74.21 亿元, 占比 42.02%, 非流动资产 102.38 亿元, 占比 57.98%。

2005 年~2007 年, 公司流动资产年均复合增长率为 12.57%。截至 2007 年底, 公司流动资产 74.21 亿元, 其中占比超过 5%的科目有货币资金 (占比 38.95%)、预付款项 (占比 8.92%)、应收账款 (占比 11.37%)、其他应收款 (占比 6.66%) 和存货 (占比 30.42%) (见图 6)。

图 6 2007 年底公司流动资产构成



资料来源: 公司提供

2005 年~2007 年, 公司货币资金年均增长 20.59%。截至 2007 年底, 公司货币资金共计 28.90 亿元, 主要由占比 74.00%的银行存款和占比 25.42%的其他货币资金(银行承兑汇票和银行汇票存款) 构成。

2005 年~2007 年, 公司存货年均复合增

长 12.43%。截至 2007 年底, 公司存货总额为 22.57 亿元, 主要由库存商品 (占比 88.31%) 和原材料 (占比 7.04%) 构成, 增加额主要来源于煤炭、零售等业务所产生的库存商品增加。2007 年公司已累计计提存货跌价准备 1373.87 万元。

2005 年~2007 年, 公司应收账款年均复合增长 15.46%。截至 2007 年底, 公司应收账款总额为 8.44 亿元, 其中账龄在 1 年内的占 95.39%, 应收账款账龄较短。前五名欠款客户合计占比为 3.90%, 应收账款集中度较低。2007 年公司对应收账款累计提取坏账准备 6856.56 万元。

2005 年~2007 年, 公司其他应收款年均复合增长 2.76%, 主要是下属企业往来款。截至 2007 年底, 公司其他应收款为 4.94 亿元, 其中账龄在 1 年内的占 72.29%, 1~2 年的占 20.67%, 2~3 年的占 3.53%, 3 年以上的占 3.52%, 账龄较短。前五名欠款客户合计占比为 18.83%, 集中度较低。2007 年公司对其他应收款累计提取坏账准备 5466.60 万元。

2005 年~2007 年, 公司非流动资产保持稳步增长, 年均增速为 8.31%。截至 2007 年底, 公司非流动资产 102.38 亿元, 主要为无形资产 (占 46.11%)、固定资产 (占 22.52%) 和长期股权投资 (占 26.38%)。

2005 年~2007 年, 公司无形资产与固定资产分别年均增长 15.84%和 18.47%, 而长期股权投资年均下降了 6.15%。固定资产增加主要是因为悦达集团 (香港) 有限公司从 2007 年起把所属矿产企业纳入合并范围, 江苏悦达南方控股有限公司 2007 年新增加 6 个超市, 以及江苏悦达纺织集团有限公司等企业在建工程转固定资产。公司无形资产主要为土地使用权、公路经营权和矿业权, 2007 年的增加主要来自矿业权的增长。公司长期股权投资的下降主要是收回投资徐州通达公路有限公司的 1.66 亿元和收回预付的金属矿收购股权款 2.4 亿元。

截至 2008 年 6 月底,公司资产总额 176.69 亿元,较 2007 年底增长 1.64%。其中流动资产 70.59 亿元,非流动资产 106.10 亿元;流动资产以现金类资产和存货为主,非流动资产以无形资产、长期股权投资和固定资产为主。

总体看,公司资产规模稳步增长,流动资产和非流动资产比例基本保持稳定。公司资产以非流动资产为主,非流动资产中无形资产与固定资产占比较大,符合能源类和制造类企业的行业特点。公司整体资产质量良好。

3. 负债和所有者权益结构

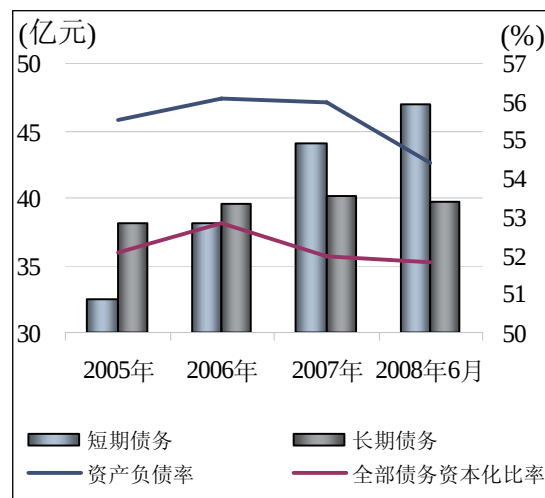
2005 年~2007 年,公司所有者权益年均增长 9.45%。截至 2007 年底,公司所有者权益为 77.71 亿元,其中归属于母公司所有者权益 43.84 亿元,少数股东权益 33.87 亿元,归属于母公司所有者权益中实收资本占 7.46%,资本公积占 10.53%,盈余公积占 1.61%,未分配利润占 80.40%。未分配利润占比较大,所有者权益稳定性有待提高。

2005 年~2007 年,公司的负债规模基本保持了与资产规模同步增长,年均增速为 10.51%。截至 2007 年底,公司负债合计 98.88 亿元,其中流动负债占 58.78%,长期负债占 41.22%。公司流动负债中短期借款占 41.13%,应付票据占 30.91%,应付账款和其他应付款共占 11.60%。截至 2007 年底,公司长期债务为 40.09 亿元,短期债务为 44.10 亿元,债务结构基本合理。

2005 年~2007 年,公司资产负债率保持稳定,债务水平小幅波动,截至 2007 年底,公司资产负债率为 55.99%,全部债务资本化比率为 52.00%,长期债务资本化比率为 34.03%。

截至 2008 年 6 月,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 54.43%、51.82%和 32.99%,债务水平基本保持稳定(见图 7)。

图 7 2005 年~2008 年 6 月公司债务结构



资料来源：公司年报

总体看,公司债务规模和资产规模基本保持均衡增长,流动负债比例有所上升。债务水平控制较好,债务负担在合理范围内。

4. 盈利能力

2005 年~2007 年,公司主营四大业务板块收入水平均保持增长,其中商品零售板块增长最为突出。近三年公司营业收入年均增长 18.46%,2007 年公司实现营业收入 173.92 亿元。

目前公司仍处于业务调整阶段,能源板块相关产能未完全释放,且期内公司管理费用增长较快,公司整体盈利能力稳中有升。2007 年公司实现营业利润 9.75 亿元,同比增长 16.91%。从盈利指标来看,2007 年营业利润率为 17.81%,与 2006 年的 18.03%基本持平;净资产收益率和总资本收益率分别为 9.16%和 7.35%,比 2006 年的 8.96%和 7.03%略有上升。

目前能源物资和商业零售业务是公司营业收入和利润的主要贡献者,公路收费业务虽然占总营业收入比例较低,但对利润的贡献却相对较高。未来随着公司在煤炭开采和有色金属领域的产能逐步释放,家纺和装饰布产业链逐步形成规模,商业零售业务进入快速扩张阶段,公路收费业务继续保持较高利润水平,

公司后发优势将逐步显现，盈利能力将得到提升。

5. 现金流

伴随公路收费、零售、矿产业务的较快增长，2005 年～2007 年，公司经营活动产生的现金流入实现了年均 15.49% 的增长，相应的经营活动产生的现金流量净额也波动增长，三年分别为 10.94 亿元、7.73 亿元和 12.49 亿元，公司经营活动获现能力较强。近三年，公司收入实现水平略有下降，2007 年公司现金收入比为 101.18%，目前仍处正常水平。

2005 年～2007 年，公司投资产生的现金流净额均为负值，投资活动现金流出远大于现金流入，主要是购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。近三年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-9.50 亿元、-5.75 亿元和-1.46 亿元。经营活动产生的现金流量净额无法覆盖投资活动产生的现金净流出。

2005 年～2007 年，由于公司经营活动获现能力逐步增强，经营活动产生的净现金流规模逐年增长，公司对外融资依赖程度有所下降，近三年筹资活动产生的现金流净额总体呈下降趋势，分别为 12.28 亿元、11.67 亿元和 4.56 亿元。

2008 年 1～6 月，公司经营活动产生的现金流入为 115.89 亿元，相应经营活动产生的现金流量净额为 5.93 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-4.14 亿元，经营活动产生的现金流量净额基本能够满足投资活动需要，筹资活动产生的现金流量净额-5.74 亿元。

总体看，公司经营活动产生的现金流入规模较大，获取现金的能力较强，公司对外融资压力逐年减轻，公司整体现金流状况良好。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2005 年～2007 年公司流动比率和速度比率有所波动，截至 2007 年底，公司流动比率和速动比率分别为

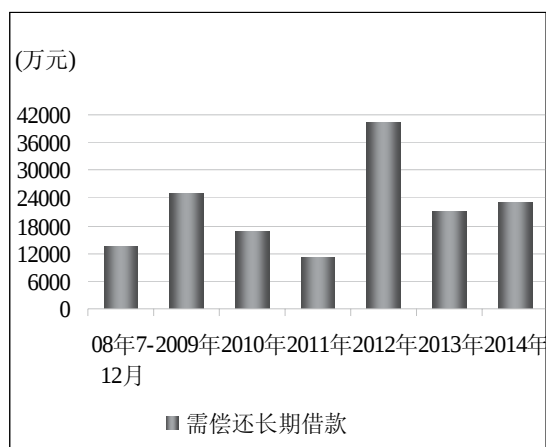
127.68%和88.85%；2007 年公司经营活动产生的现金流量净额为 12.49 亿元，相应公司经营现金流负债比率为 21.49 %。

截至 2008 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 126.37% 和 87.61%，短期偿债能力有所下降。但目前公司货币资金规模较大，短期支付能力仍较好。

从长期偿债能力指标看，2005 年～2007 年，公司利息支出增长较快，EBITDA 利息保护倍数波动上升，2007 年为 3.81 倍，EBITDA 对利息的保护程度一般；近三年公司全部债务/EBITDA 倍数总体呈降低趋势，2007 年为 4.17 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力较强。总体看，公司长期偿债能力较强。

从长期借款偿还分布来看，除 2012 年债务偿还规模较大，其他各年还款金额分布基本合理，有利于公司合理安排到期债务的偿还（见图 8）。

图 8 截至 2008 年 6 月底公司长期借款分布情况



数据来源：公司资料

或有负债方面，截至 2008 年 6 月底，公司担保金额为 107225 万元，其中对外担保仅一笔，担保对象是联营企业江苏悦达起亚汽车有限公司，担保金额 10000 万元，目前江苏悦达起亚汽车有限公司经营状况良好，或有负债风险较低。

截至 2008 年 6 月底，公司在各商业银行获得总授信额度为 87.67 亿元，其中已用额度 65.64 亿元，尚未使用额度 22.03 亿元，公司间

接融资渠道较畅通。另外，公司在香港和内地各拥有一家上市公司，直接融资渠道畅通。

七、本期债券的偿还

以 2008 年 6 月底公司财务数据为基准，不考虑其他因素，本期 10 亿元企业债券发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升为 56.87%和 54.54%，本期企业债券的发行对公司整体债务水平影响较小。

截至 2008 年 6 月底，公司现金类资产 26.79 亿元，为本期发行额度的 2.68 倍，现金类资产充裕，对本期债券的保障能力较强。

2007 年公司 EBITDA 为 20.19 亿元，为本期债券发行额度的 2.02 倍，EBITDA 对本期债券的保护能力较好。

2007 年公司经营活动现金流入量和净流量分别为 184.93 亿元和 12.49 亿元，分别为本期债券发行额度的 18.49 倍和 1.25 倍；经营活动产生的现金流量对本期债券的保护能力较强。

八、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据公司与陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤化工集团”）签订的担保函，陕煤化工集团为公司本期发行的 10 亿元企业债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任担保。

保证范围包括债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

2. 担保人资信情况

陕煤化工集团前身为陕西煤业集团有限责任公司。2006 年，经陕国资改革发[2006]144 号文批准，将陕西煤业集团有限责任公司和陕西渭河煤化工集团有限责任公司、陕西华山化

工集团有限公司、陕西陕焦化工有限责任公司的国有股权合并，重组组建成立现公司，注册资本人民币 35.5 亿元。陕煤化工集团为国有独资公司，股东仅陕西省国有资产监督管理委员会一家，持有其 100%股权。

陕煤化工集团主业是煤炭生产与销售，围绕煤炭主业还延伸产业链至煤化工、电力、机械加工等多项领域，已逐渐形成了“一体双翼”（煤炭业务为主体，煤化工和电力、机械等其他非煤为双翼）的发展模式。2007 年，公司实现营业收入 147.60 亿元，其中主营业务收入 138.32 亿元，煤炭业务与非煤业务占主营业务收入的比重分别为 62.09%和 37.91%。2007 年，公司原煤产销量分别为 5026 万吨和 5114 万吨。

陕煤化工集团是陕西省最大的煤炭企业之一，具有较强的资源优势和规模优势，在中国煤炭协会公布的“2007 年煤炭工业企业 100 强”中名列第 19 位。截至 2007 年底，陕煤化工集团拥有成员企业 36 家，纳入合并报表企业共 24 家，其中全资子公司 12 家、控股企业 8 家，参股企业 4 家，拥有职工总数 8.9 万人。

截至 2008 年 6 月底，陕煤化工集团资产总额 407.43 亿元，所有者权益 138.67 亿元（其中少数股东权益 62.99 亿元）。2008 年 1~6 月，陕煤化工集团实现营业收入 99.88 亿元，净利润 8.78 亿元。

联合资信对陕煤化工集团 2009 年度评定的主体长期信用级别为 AA。

以陕煤化工集团 2008 年 6 月底财务数据为基础，本期担保 10 亿元企业债券占其全部债务的 6.71%，对其现有债务影响不大；考虑此次担保形成的或有债务，陕煤化工集团资产负债率和全部债务资本化比率将分别由 2008 年 6 月底的 65.97%和 51.80%上升至 66.78%和 53.42%，负债水平和债务负担变化不大。

本期债券占陕煤化工集团 2008 年 6 月底资产总额的 2.45%、所有者权益的 7.21%，所占比例较低；占其 2007 年营业收入的 6.78%，

利润总额的 82.60%，经营活动现金净流量的 37.07%。立即偿还此笔担保债务对陕煤化工集团存在一定影响，但影响不大。

总体看，陕煤化工集团担保实力较强，可进一步提升本期债券的本息偿付的安全性。综合考虑担保人的主体长期信用级别与公司主体长期信用水平，联合资信给予公司本期债项的信用级别为 AA。

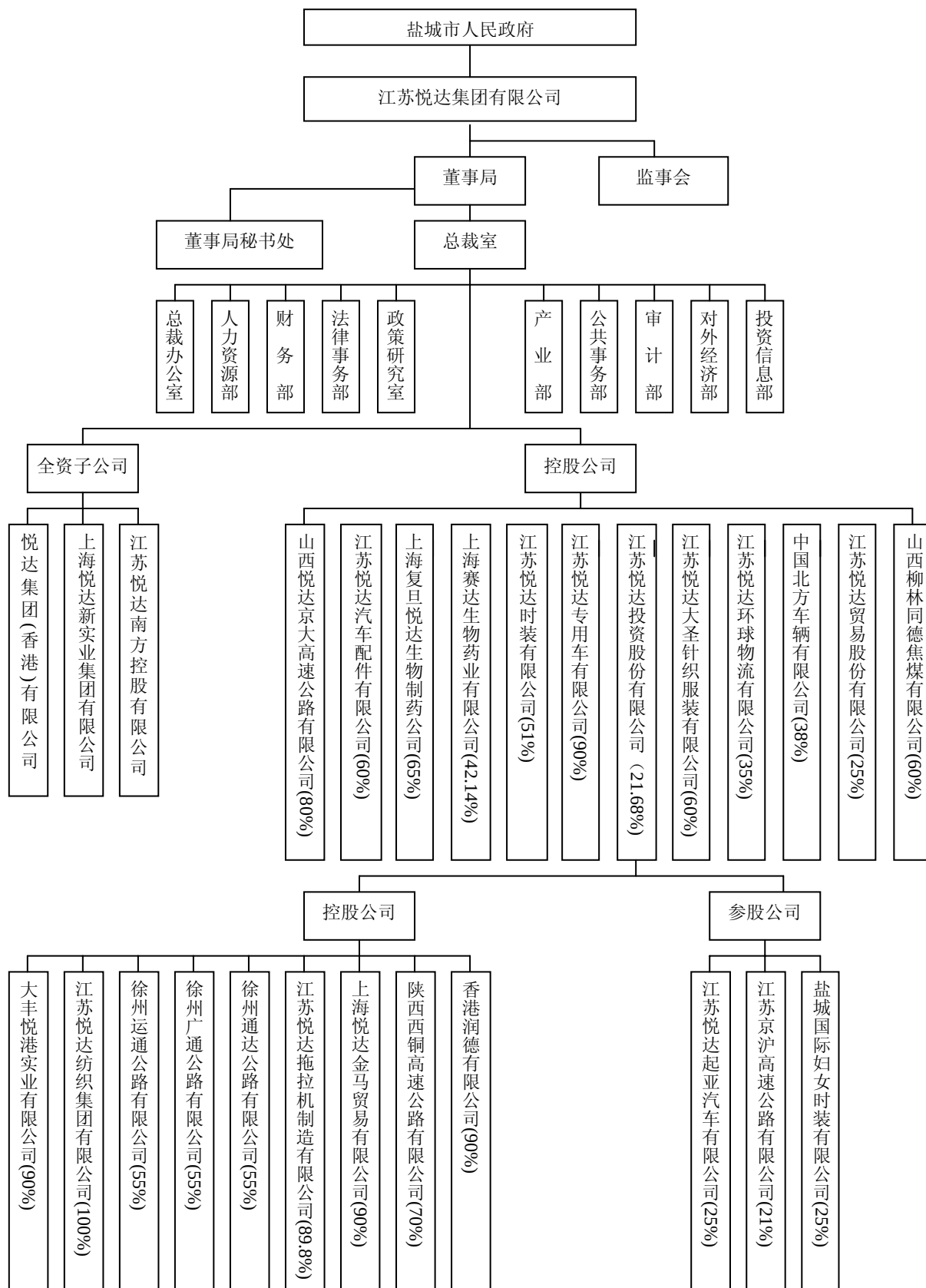
九、综合评价

公司是由江苏省盐城市政府授权经营的国有资产投资主体，近年来已逐渐形成以矿产资源、基础设施投资、工业制造和商业零售四大板块为核心的多元化产业格局，在资源和经营规模等方面具备明显优势。

近年来，公司资产规模不断扩大，产业结构逐步优化，资产结构基本合理，资产质量良好，债务负担合理；营业收入逐年增长，盈利能力稳中有升；经营活动产生的现金流入规模较大，获取现金的能力较强。随着公司产业结构调整和投资项目的建成投产，公司的盈利能力将逐步提高。总体看，公司主体信用风险低。

陕煤化工集团对本期债券提供了无条件不可撤销连带责任保证担保。担保可以更好地保证本期债券本息的偿还。综合分析，本期企业债券到期不能偿还的风险很小。

附件 1-1 公司组织架构图



附件 1-2 截至 2007 年底公司合并报表企业

子 公 司 名 称	注册资本 (万元)	主营业务	投资额 (万元)	所占权益 比例
江苏悦达投资股份有限公司	54,544.52	农林牧渔机械、普通机械、服装制造、铁路货运、汽车修理、房地产经营	11,825.87	21.68%
悦达集团（香港）有限公司	168.00	从事公路的经营、养护与矿产物资经营	168.00	100.00%
江苏悦达南方控股有限公司	38,000.00	从事商业零售及房地产经营	38,000.00	100.00%
上海悦达新实业集团有限公司	50,000.00	煤炭、焦炭，汽车及配件，金属材料等	50,000.00	100.00%
江苏悦达大圣针织服装有限公	5,000.00	从事纺纱、织布、印染、针织等业务	3,000.00	60.00%
江苏悦达贸易股份有限公司	1,200.00	从事钢材、煤炭的销售等业务	300.00	25.00%
山西悦达京大高速公路有限公	32,000.00	公路收费经营、公路养护与维修等	25,600.00	80.00%
江苏悦达专用车有限公司	5,000.00	垃圾专用车的生产与销售及配件销售	4,500.00	90.00%
江苏悦达环球物流有限公司	1,200.00	仓储、运输、货运代理、商品车发送	966.00	35%
北方车辆汽车有限公司	12,000.00	从事汽车及零配件销售等业务	4,560.00	38.00%
山西柳林同德焦煤有限公司	14,000.00	从事煤炭开采、销售、及运销等业务	8,400.00	60.00%
上海复旦悦达生物制药有限公 司	5,000.00	生物技术研究及开发、生物制品及医药 中间体生产及销售	3,250.00	65.00%
上海赛达生物药业股份有限公	6,992.15	生物制品及医药中间体生产及销售	3,828.90	42.14%
江苏悦达时装有限公司	500.00	服装鞋帽、日用百货、针纺织品销售	255.00	51.00%
江苏悦达汽车配件有限公司	2,000.00	汽车及配件、摩托车及配件销售	1,200.00	60.00%

注：悦达集团（香港）有限公司注册资本为 150.00 万元港币，折算为 168.00 万元人民币。

附件 2-1 2005~2008 年 6 月底合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 6 月底
流动资产：					
货币资金	198775.37	258082.92	289049.66	20.59	249524.37
交易性金融资产	3561.36	4746.06	4644.44	14.20	347.65
应收票据	18927.90	18239.75	19086.69	0.42	18015.42
应收账款	63291.74	66565.76	84378.95	15.46	83773.94
预付款项	68836.52	69890.10	66174.08	-1.95	75929.33
应收利息					
应收股利			500.00		
其他应收款	46788.35	58512.56	49409.37	2.76	58740.14
存货	178552.62	187828.49	225713.51	12.43	216493.77
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	6911.67	2594.35	3131.05	-32.69	3099.23
流动资产合计	585645.53	666459.99	742087.75	12.57	705923.85
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	306603.57	296792.05	270058.61	-6.15	280750.23
投资性房地产	20173.11	19300.02	18426.92	-4.43	19300.02
固定资产	164341.06	194746.45	230634.84	18.46	211086.09
在建工程	24896.10	26486.93	20551.95	-9.14	42724.14
工程物资	191.80	11143.66	1124.26	142.11	1146.62
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	351826.67	349966.76	472088.39	15.84	494996.43
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	4719.79	6391.45	8205.60	31.85	8516.96
递延所得税资产	0.00	2610.44	2729.64		2389.53
其他非流动资产					
非流动资产合计	872752.11	907437.75	1023820.21	8.31	1060950.02
资产总计	1458397.63	1573897.74	1765907.96	10.04	1766873.88

附件 2-2 2005~2008 年 6 月底合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 6 月底
流动负债：					
短期借款	199288.68	227251.14	239056.23	9.52	296468.40
交易性金融负债					
应付票据	115178.84	131749.82	179643.00	24.89	148535.14
应付账款	45826.81	43956.60	45089.63	-0.81	52338.36
预收款项	14409.60	10446.50	6985.40	-30.37	9894.90
应付职工薪酬	5576.87	8655.02	8367.60	22.49	8329.56
应交税费	-344.76	-946.00	314.71		-66.42
应付利息		247.16	1565.53		1245.47
应付股利					
其他应付款	21450.69	20612.67	14082.88	-18.97	10775.76
一年内到期的非流动负债	10640.00	22495.89	22317.18	44.83	24570.51
其他流动负债	5818.57	1426.20	63775.70	231.07	6524.75
流动负债合计	417845.31	465895.00	581197.86	17.94	558616.42
非流动负债：					
长期借款	260163.53	335659.14	340465.87	14.40	335367.21
应付债券	120432.00	60432.00	60432.00	-29.16	61080.00
长期应付款	8005.02	22553.11	6073.53	-12.90	5908.34
专项应付款	2190.69	1107.57	531.24	-50.76	657.82
预计负债					
递延所得税负债	988.10	988.10	0.00	-100.00	0.00
其他非流动负债			92.63		90.25
非流动负债合计	391779.35	420739.92	407595.27	2.00	403103.62
负债合计	809624.66	886634.91	988793.13	10.51	961720.05
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	14154.00	14154.00	32693.08	51.98	32693.08
资本公积	41465.43	45034.68	46167.17	5.52	96897.85
减：库存股					
盈余公积	7076.79	7076.79	7076.79		8105.28
未分配利润	282109.36	313082.55	352439.42	11.77	328506.00
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	344805.59	379348.02	438376.46	12.76	466202.21
少数股东权益	303967.38	307914.81	338738.37	5.56	338951.62
所有者权益（或股东权益）合计	648772.97	687262.83	777114.83	9.45	805153.83
负债和所有者权益（或股东权益）总计	1458397.63	1573897.74	1765907.96	10.04	1766873.88

附件3 2005~2008年6月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 1-6 月
一、营业收入	1251800.55	1479896.52	1739237.08	17.87	986715.74
减: 营业成本	1049465.56	1205361.10	1419795.93	16.31	817877.60
营业税金及附加	7317.77	7641.79	9764.45	15.51	4816.63
销售费用	55246.79	91781.74	101785.74	35.73	48886.15
管理费用	47796.79	70523.12	83741.46	32.36	44660.13
财务费用	32618.60	41284.43	47733.81	20.97	29621.38
资产减值损失			549.60		1512.80
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)			-23.39		
投资收益 (损失以“—”号填列)	25881.64	20074.51	21706.4	-8.42	20960.53
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益 (损益以“—”号添列)					
二、营业利润 (亏损以“—”号填列)	85236.68	83378.85	97549.09	6.98	60301.59
加: 营业外收入	767.40	1186.13	5390.18	165.03	1663.61
减: 营业外支出	1880.89	4240.05	3756.72	41.33	1138.51
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额 (亏损总额以“—”号填列)	84123.19	80324.93	99182.54	8.58	60826.68
减: 所得税费用	17684.40	24750.68	27992.62	25.81	11972.32
四、净利润 (净亏损以“—”号填列)	66438.78	55574.25	71189.93	3.51	48854.36
其中: 归属于母公司所有者的净利润	32754.11	29714.76	39549.79	9.89	25631.50
少数股东损益	33684.67	25859.48	31640.14	-3.08	23222.86
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益					
(二) 稀释每股收益					

附件4-1 2005~2008年6月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 1-6 月
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	1284235.08	1508558.48	1759840.94	17.06	1138007.49
收到的税费返还	817.74	883.61	3380.97	103.34	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	101428.34	18054.06	86119.02	-7.86	20867.38
经营活动现金流入小计	1386481.16	1527496.15	1849340.94	15.49	1158874.87
购买商品、接受劳务支付的现金	1056523.66	1251244.58	1637275.43	24.49	958026.35
支付给职工以及为职工支付的现金	18923.47	33922.69	23033.22	10.33	12574.97
支付的各项税费	27566.59	41404.65	49497.91	34.00	29661.20
支付其他与经营活动有关的现金	174061.56	123645.13	14647.04	-70.99	99358.66
经营活动现金流出小计	1277075.29	1450217.05	1724453.60	16.20	1099621.18
经营活动产生的现金流量净额	109405.87	77279.10	124887.34	6.84	59253.69
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	22139.51	4597.59	396.31	-86.62	4296.80
取得投资收益收到的现金	20379.90	25788.36	20876.69	1.21	10158.59
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	528.83	652.11	347.61	-18.93	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					7618.00
收到其他与投资活动有关的现金	7377.80	22.55	90.63	-88.92	0.00
投资活动现金流入小计	50426.04	31060.61	21711.24	-34.38	22073.38
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	212822.78	119454.35	84948.15	-36.82	20905.23
投资支付的现金	41842.76	46381.64	76232.29	34.98	42525.75
取得子公司及其他营业单位支付的现金					
支付其他与投资活动有关的现金	169.76	3.44	25.06	-61.58	0.00
投资活动现金流出小计	254835.31	165839.43	161205.50	-20.46	63430.98
投资活动产生的现金流量净额	-204409.27	-134778.83	-139494.26	-17.39	-41357.60
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	40200.00	2290.42	96959.45	55.30	0.00
取得借款收到的现金	399690.66	497448.79	384108.54	-1.97	157400.00
收到其他与筹资活动有关的现金	103883.61	69956.16	96009.07	-3.86	0.00
筹资活动现金流入小计	543774.27	569695.37	577077.06	3.02	157400.00
偿还债务支付的现金	335272.90	347733.82	403272.71	9.67	155200.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	34505.04	44760.07	55953.99	27.34	29621.38
支付其他与筹资活动有关的现金	51187.76	60505.56	72251.35	18.81	30000.00
筹资活动现金流出小计	420965.69	452999.45	531478.06	12.36	214821.38
筹资活动产生的现金流量净额	122808.57	116695.93	45599.00	-39.07	-57421.38
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-0.48	111.36	-25.35	627.52	
报表合并范围变更影响现金流入					
五、现金及现金等价物净增加额	27804.69	59307.55	30966.74	5.53	-39525.29
加: 期初现金及现金等价物余额	170970.68	198775.37	258082.92	22.86	289049.66
六、期末现金及现金等价物余额	198775.37	258082.92	289049.66	20.59	249524.37

附件4-2 2005~2008年6月现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 1-6 月
1.将净利润调节为经营活动现金流量:					
净利润	32754.11	29714.76	39549.79	9.89	23502.69
加: 少数股东损益	33684.67	25859.48	31640.14	-3.08	23007.48
资产减值准备	6191.41	-698.51	549.60	-70.21	1512.80
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	11524.09	22692.50	21672.56	37.14	11400.82
无形资产摊销	1007.87	-3841.59	24870.81	396.75	12279.26
长期待摊费用摊销	1368.90	3106.06	3066.60	49.67	2707.85
待摊费用减少(增加以“-”号填列)	-1576.72	3315.31	-956.57	-22.11	31.82
预提费用增加(减少以“-”号填列)	-2728.03	-1222.88	1496.95	24.45	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	253.90	359.38	147.19	-23.86	
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)		1036.21	148.09		
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)			23.39		
财务费用(收益以“-”号填列)	31668.69	44065.16	47733.81	22.77	29621.38
投资损失(收益以“-”号填列)	-25881.64	-20074.51	-21789.66	-8.25	-25116.34
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)			-451.68		340.12
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)	988.10	988.10	-988.10	41.42	3.26
存货的减少(增加以“-”号填列)	-20367.97	6074.95	-11556.20	-24.68	4427.49
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	128131.14	67352.56	55136.67	-34.40	4585.78
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	-87612.67	-107990.20	-64930.86	-13.91	-682.00
其他		6542.30	-475.18		-28368.70
经营活动产生的现金流量净额	109405.87	77279.10	124887.34	6.84	59253.69
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:					
债务转为资本					
一年内到期的可转换公司债券					
融资租入固定资产					
3.现金及现金等价物净变动情况:					
现金的期末余额	198775.37	258082.92	289049.66	20.59	249524.37
减: 现金的期初余额	170970.68	198775.37	258082.92	22.86	259049.66
加: 现金等价物的期末余额					
减: 现金等价物的期初余额					
现金及现金等价物净增加额	27804.69	59307.55	30966.74	5.53	-39525.29

附件 5 主要计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	14.48	17.72	18.48	--
存货周转次数(次)	6.14	6.58	6.87	--
总资产周转次数(次)	0.91	0.97	1.04	--
盈利能力				
主营业务利润率(营业利润率)(%)	15.58	18.03	17.81	16.62
总资本收益率(%)	7.58	7.32	7.68	--
净资产收益率(%)	10.24	8.96	9.16	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	36.97	36.35	34.03	32.99
全部债务资本化比率(%)	52.10	53.08	52.00	51.82
资产负债率(%)	55.51	56.33	55.99	54.43
偿债能力				
流动比率(%)	140.16	143.05	127.68	126.37
速动比率(%)	97.43	102.73	88.85	87.61
EBITDA 利息倍数(倍)	3.71	3.25	3.81	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.26	5.69	4.17	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-2.63	-1.26	-0.28	0.60
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.00	-0.07	-0.02	0.02
现金偿债倍数(倍)	2.21	2.81	3.48	--
现金流				
现金收入比(%)	102.59	101.94	101.18	115.33
利润现金比率(%)	164.67	139.03	175.42	121.29

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率*	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
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%
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/利息支出
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
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/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	(现金+现金等价物) /本期债券到期偿还额

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，企业中长期债券信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 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

联合资信评估有限公司关于 江苏悦达集团有限公司 2009 年度 10 亿元企业债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在江苏悦达集团有限公司 2009 年度 10 亿元企业债券有效期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

江苏悦达集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。江苏悦达集团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，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注江苏悦达集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现江苏悦达集团有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整企业主体长期信用等级。

如江苏悦达集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信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，直至江苏悦达集团有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如江苏悦达集团有限公司 2009 年度 10 亿元企业债券信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送江苏悦达集团有限公司、主管部门、交易机构等。



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“陕煤化集团”）构成委托关系外，联合资信、评估人员与陕煤化集团不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因陕煤化集团和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由陕煤化集团提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、陕煤化集团企业主体长期信用等级自 2009 年 1 月 4 日至 2010 年 1 月 3 日有效。根据跟踪评级的结论，在有效期内陕煤化集团主体长期信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零零九年一月四日

陕西煤业化工集团有限责任公司

2009年度企业主体长期信用评级分析报告

评级结果：AA

评级展望：稳定

评级时间：2009 年 1 月 4 日

财务数据

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	08 年 6 月
资产总额（亿元）	201.36	253.87	320.01	407.43
所有者权益（含少数股东权益）（亿元）	62.17	108.43	120.38	138.67
长期债务（亿元）	67.97	52.37	57.66	88.14
全部债务（亿元）	74.56	62.62	96.86	149.02
营业收入（亿元）	103.44	114.73	147.60	99.88
利润总额（亿元）	11.45	12.12	12.11	9.09
EBITDA（亿元）	21.62	22.42	23.57	--
经营性净现金流（亿元）	15.15	14.78	26.97	29.50
营业利润率（%）	23.10	23.83	26.78	32.22
净资产收益率（%）	18.04	9.91	8.90	--
资产负债率（%）	69.12	57.29	62.38	65.97
全部债务资本化比率（%）	54.53	36.61	44.59	51.80
流动比率（%）	111.34	117.17	82.51	98.15
全部债务/EBITDA（倍）	3.45	2.79	4.11	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.70	14.11	17.26	--

注：公司 2007 年开始采用新会计准则，2005 和 2006 年数据已作追溯调整，公司 2008 年 6 月财务报表未经审计。

分析师

黄 滨

电话：010-85679696-8880

邮箱：huangbin@lianheratings.com.cn

王 佳

电话：010-85679696-8876

邮箱：wangjia@lianheratings.com.cn

张晓斌

电话：010-85679696-8839

邮箱：zhangxb@lianheratings.com.cn

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层（100022）

Http: //www.lianheratings.com.cn

评估观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为陕西省大型煤炭化工企业之一，在资源储备、政府支持、产业链等方面的优势；同时，联合资信关注到中国宏观经济增速下滑及未来投资规模大，债务负担可能加重等因素给公司经营及整体偿债能力带来的负面影响。

公司在建项目多，投资规模大，融资压力有所加大，但随着在建项目的投产，公司煤电、煤化工、上下游一体化的产业链得以完善，抗风险能力将显著增强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司是陕西省最大的煤炭企业，具有较强的资源优势和规模优势。
2. 作为陕西省内唯一的大型省级煤炭企业集团，公司在陕西地方经济发展中占有重要地位，地方政府的大力扶持为公司持续稳定发展创造了有利条件。
3. 公司已经形成了煤电、煤化工上下游一体化的煤炭行业发展格局，产业链完整。
4. 近年来，公司营业收入稳步增长，盈利水平较高，现金流状况较好。

关注

1. 2008年下半年以来，全球金融危机对实体经济的影响日益显现，与宏观经济关联度较高的煤炭行业，受到宏观经济增速下滑所带来的需求放缓等方面影响。
2. 公司在建项目多，投资规模大，融资压力有所加大。

一、主体概况

陕西煤业化工集团有限责任公司（以下简称“公司”）前身为陕西煤业集团有限责任公司。2006年6月，经陕国资改革发[2006]144号文批准，将陕西煤业集团有限责任公司和陕西渭河煤化工集团有限责任公司、陕西华山化工集团有限公司、陕西陕焦化工有限责任公司的国有股权合并，重组组建成立现公司，注册资本人民币35.5亿元。公司为国有独资公司，陕西省国有资产监督管理委员会持有公司100%的股权。

公司经营范围主要包括煤炭开采、销售、加工和综合利用；煤化工产品、化学肥料和精细化工产品的研发、生产及销售；电力生产与供应；煤炭铁路运输；机械加工，煤矿专用设备、仪器及配件制造与修理；煤炭、化工、煤机的科研设计；煤田地质勘探；咨询服务。

公司实行董事会领导下总经理负责制；董事会下设4个委员会，即审计监督委员会、提名委员会（秘书处）、规划投资委员会、薪酬考核委员会；公司本部设有11个职能部门，即企业管理部、财务资产部、人力资源部、生产技术部、市场营销部、规划发展部、安全监督管理部、综合部、党群工作部、纪委监察和工会。截至2007年底，公司拥有成员企业36家，纳入合并报表企业共24家，其中全资子公司12家、控股企业8家，参股企业4家（见附件1），拥有职工总数8.9万人。

截至2007年底，公司资产总额320.01亿元，所有者权益120.38亿元（其中少数股东权益52.75亿元）。2007年，公司实现营业收入147.60亿元，净利润10.71亿元。

截至2008年6月底，公司资产总额407.43亿元，所有者权益138.67亿元（其中少数股东权益62.99亿元）。2008年1~6月，公司实现营业收入99.88亿元，净利润8.78亿元。

公司注册地址：西安市太乙路182号；法定代表人：华炜。

二、行业分析

公司主业为煤炭产品的生产和销售及下游煤化工产业。煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业作为中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

煤炭采选行业

煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭工业是中国重要的基础产业，在国民经济中具有重要的战略地位。

1. 行业概况

表1 各主要产煤国煤炭资源情况

国别	探明储量 (亿吨)	储采比(年)	占总量比例(%)
美国	2466	234	27.1
俄罗斯	1570	500年以上	17.3
中国	1145	48	12.6
澳大利亚	904	210	8.6
印度	747	207	10.2
南非	553	190	5.4
德国	670	34	0.7
波兰	143	90	1.5
加拿大	86	105	0.7
印度尼西亚	52	25	-
全球	9090.64	147	100

注1：储采比=探明储量/年原煤产量

注2：数据来源 BP 世界能源统计 2007

煤炭行业是中国重要的能源基础行业。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70%，“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，中国能源供应在中期内将保持以煤炭为主的格局。

煤炭是地球上蕴藏最丰富的化石燃料，世界前十位储量最大的国家依次为：美国、俄罗斯、中国、澳大利亚、印度、南非、德国、波兰、加拿大、印度尼西亚。相比以上国家中国存在煤炭资源丰富，但人均占有量低，可持续

开采条件差的特点。

中国国内煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.4%，探明储量的 80.5%分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及

西北新甘宁青地区，煤炭储量丰富，但地处西部内陆，运输不便。华北、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。

表 2 中国煤炭资源分布情况（单位：亿吨）

	保有储量	基础储量	查明资源量	占比（%）		
				保有储量	基础储量	查明资源量
全国	1842.37	3326.35	10430	100	100	100
晋陕蒙	1233.07	2096.74	6651	66.93	64.12	63.77
新甘宁青	130.31	260.21	1454	7.07	16.81	13.94
西南区	183.39	290.47	903	9.95	8.62	8.66
东北区	54.91	148.18	324	2.98	2.48	3.11
华东区	128.27	288.34	594	6.96	4.30	5.69
中南区	83.32	162.05	329	4.52	2.35	3.15
京津冀	29.1	80.36	174	1.58	1.32	1.67

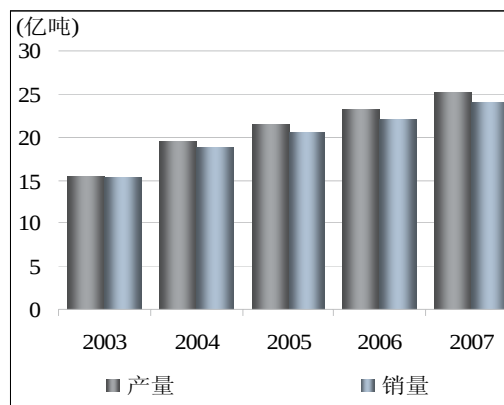
资料来源：中国安监总局

由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。正是由于区域不平衡，中国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

煤炭供给方面，建国以来，中国煤炭工业发展较快，尤其是 20 世纪 70 年代开始采用综采技术后，中国的煤炭产量增长迅速，2007 年占世界煤炭总产量的 38.8%。2002 年以来，煤炭行业受主要用煤行业需求增长的影响进入快速增长阶段。2004-2007 年煤炭行业产销率增长持续加速（见图 1），至 2007 年，中国煤炭产销分别达 25.23 亿吨和 23.98 亿吨，分别比 2006 年增长 8.20%和 8.60%。2008 年前三季度全国原煤产量 19.34 亿吨，同比增长 14.4%。在煤炭产量保持较高增速同时，受下游需求减弱

影响，社会煤炭库存自 2008 年 7 月开始逐渐上升，截至 2008 年 10 月末全国煤炭社会库存约 1.78 亿吨，同比增加 1492 万吨，上升 9.1%。

图 1 2003 年~2007 年煤炭行业产销情况



数据来源：中国煤炭工业协会

需求方面，煤炭是中国重要的基础能源和原料，煤炭消费占我国一次能源消费的 69%，比世界平均水平高 42 个百分点。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的主要需求主要来自于四大行业，电

力、建材、钢铁、化工约占煤炭总需求的 89%。按 2007 年煤炭资源的消费结构，电力约占 51.5%，建材约占 16.5%，钢铁约占 14.5%，化工约占 6%。

表 3 2007 年煤炭下游行业煤炭消费情况

	消费量（万吨）	同比增速	消费量占比
四行业合计	216766	6.6%	88.5%
电力	126141	6.3%	51.5%
建材	40414	4.1%	16.5%
钢铁	35515	7.6%	14.5%
化工	14696	4.9%	6.0%
其他	28167	1.0%	11.5%

数据来源：国家统计局

从表 3 中可以看到，中国煤炭下游的电力、建材、钢铁、化工四大行业在 2007 年都继续保持了较快增长，促成了本轮煤炭行业的高度景气。

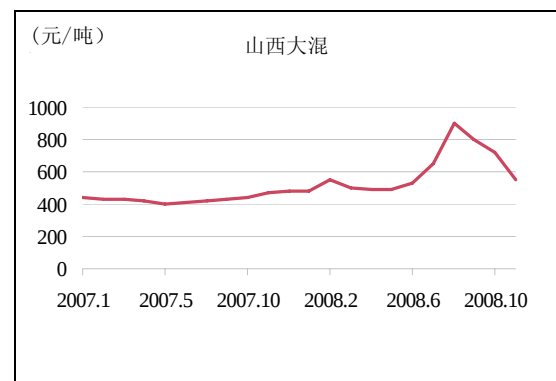
煤炭价格方面，自 2003 年以来，虽然煤炭下游行业持续高速增长，但受限于煤炭价格双轨制和消化前期产能过剩因素，煤炭价格一直保持稳中有升态势。2007 年初，国家发改委取消全国煤炭订货会议，改为电视电话汇总会议，鼓励煤电双方自主协商定价，煤炭价格市场化迈出关键性一步，煤炭价格也具备了大幅上涨条件。

2008 年以来，由于对中小煤矿的治理整顿造成部分煤矿停工关闭，煤炭行业产生了暂时性的需求缺口，国际油价的一路上涨使具有部分替代性的煤炭资源相对稀缺，年初雪灾造成运力紧张更是放大了煤炭的需求缺口。国内煤炭价格也随之一路上涨，较具代表性的秦皇岛港煤炭交易市场山西大混（发热量 5000 大卡/千克）由年初约 400 元/吨最高升至 2008 年 7 月底约 900 元/吨。2008 年国家发改委两次对煤炭提出限价，要求秦皇岛港、天津港、唐山港等港口动力煤平仓价格不得高于 2008 年 6 月 19 日价格，煤炭价格上涨得到一定程度抑制。

2008 年 6 月以来，随着美国次贷危机的加

剧，美国经济和世界经济减速预期加强，油价从 140 美元高位回落至 2008 年 10 月 80 美元附近，带动国际煤炭价格回落。房地产、钢铁、有色金属冶炼等高耗能企业受宏观经济减速影响，增长显著放缓，带动下游发电量增长率连续下滑，火电企业对煤炭需求减少，钢铁企业减产则直接减少了炼焦煤需求，煤炭供求形势趋于宽松，市场价格由上半年的快速上涨转为逐步回落，港口和电力企业存煤增加。至 2008 年 10 月，秦皇岛港煤炭压港现象已趋于严重，主要品种煤炭价格出现不同程度下跌，2008 年 11 月中旬，秦皇岛港煤炭交易市场山西大混已跌至 550 元/吨。煤炭下游需求放缓现象明显，煤炭供求关系由偏紧转为宽松。

图 2 秦皇岛港煤炭交易市场山西大混煤炭价格



注：图中价格为秦皇岛山西大混中转价，发热量 5000 大卡/千克

2. 现阶段中国煤炭工业面临问题

当前中国煤炭行业发展面临的诸多问题主要是：

①产业结构不合理。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。一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低的问题突出；二是煤炭行业发展区域性差异扩大；三是煤炭价格水平不平衡问题凸现。中国华东地区靠近煤炭主要消费区，煤炭总体价格水平高，而西北地区平均售价要低 200 元/吨。

②受运输瓶颈制约，结构性矛盾突出。中国煤炭产量集中在晋、陕、蒙地区，跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的 1/3。晋东南煤炭

外运能力较为紧张，特别是增加直达华东、中南地区的铁路运力比较困难。

③行业发展面临的资源、环境压力越来越大。煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。

3. 煤炭产业政策

根据国家发改委《煤炭工业“十一五”发展规划》，国家将给予适当国债资金补助，重点支持大型煤炭企业兼并整合中小型煤矿，并制定切实可行的支持措施，鼓励煤炭企业联合重组，引导形成产能亿吨级和 5000 万吨级的大型骨干企业。另外，政府鼓励煤炭企业向下游产业延伸，形成多元产业格局，延长产业链条，提高煤炭产品附加值。

为避免因煤炭勘查投资过热而出现产能过剩问题，2007 年 2 月，国土资源部出台了《关于暂停受理煤炭探矿权申请的通知》，决定在中国范围内暂停受理新的煤炭探矿权申请。

2007 年 4 月，国务院安委会下发了《国务院办公厅关于印发 2007 年煤矿整顿关闭工作要点的通知》，要求 2007 年底前确保完成关井 4000 处，力争提前完成第三阶段关闭任务。“十一五”期间各地不再批准建设规模小于 30 万吨/年的矿井；立即关闭 3 万吨/年及以下煤与瓦斯突出、水害严重矿井。

2007 年 11 月，国务院出台了《国家关于促进煤炭企业组织结构调整的指导意见》，意见表示要逐步推进一个矿区由一个主体开发，优先向大型煤炭企业有偿出让矿业权，对大型企业矿区内的煤矿分类进行整合、收购或关闭。

2007 年 11 月，国家发改委发布了《煤炭产业政策》。政策提出要深化煤炭资源有偿使用制度改革，加快煤炭资源整合；推进煤炭企业的股份制改造、兼并和重组，提高产业集中度，形成以大型煤炭企业集团为主体、中小型煤矿协调发展的产业组织结构；建设神东、晋北、晋中、晋东、陕北、黄陇（华亭）、鲁西、两淮、

冀中、河南、云贵、蒙东（东北）、宁东等十三个大型煤炭基地。

2008 年 10 月，国家发改委、能源局、安监总局、煤监局四部门联合发出《关于下达“十一五”后三年关闭小煤矿计划的通知》，计划到 2010 年底至少再关闭 4000 余处，小煤矿总数控制在 1 万处以内，并均落实到各省市。煤炭产业整合如期加速。在目前煤炭产业景气下滑之际，整合煤炭行业有利于稳定市场。

煤炭产品出口方面，中国目前实行煤炭出口配额制。自 2006 年 9 月 15 日起，中国取消了煤炭出口退税政策，2006 年 11 月 1 日起对煤炭产品加征 5% 的出口关税，2007 年 6 月 1 日起，中国煤炭进口税率由 3%-6% 调至 0%-3%。2008 年 8 月 20 日起，焦炭出口税率从 25% 上调至 40%，炼焦煤税率从 5% 上调至 10%，此外，开征其他八类烟煤及一般贸易项下出口的铝合金出口关税，税率分别暂定在 10% 和 15%。国家鼓励煤炭进口减少出口的政策导向对煤炭出口造成了较大影响。

4. 煤炭行业前景

①整体需求继续增长。从主要煤炭消费行业的发展趋势看，电力、冶金、建材、化工等国民经济重点行业继续保持良好的发展势头，但增长速度放缓，同时考虑节能降耗的影响，预计国内煤炭需求整体将保持持续增长态势，但增速将逐步放缓。

②煤炭价格市场化和成本还原推动煤炭价格上涨。一是煤炭价格逐步市场化。从 2007 年开始，电煤价格开始实现市场化，由供需双方自主协商定价，自主衔接。二是国家通过征收各类基金进行价格还原加大了煤炭生产成本，也是推动煤炭价格上升的因素之一。

③产业整合提升企业规模。根据国家发改委《煤炭工业“十一五”发展规划》和《煤炭产业政策》，未来将进一步加快煤炭资源整合，提高产业集中度，形成以大型煤炭企业集团为主体、中小型煤矿协调发展的产业组织结构。

④产业链逐步完善提升企业盈利能力。煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为减少单一产业波动性，开始向下游产业链延伸。而且，随着石油价格的持续高位运行，煤炭对石油的替代性也开始逐渐显现。随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升。

总体来看，作为以资源型产品为主的产业，煤炭行业未来的发展前景看好，行业中资源储备充足、规模效益显著、资金实力雄厚的大型煤炭企业，具备明显的竞争优势。

陕西省煤炭行业

陕西省煤炭资源丰富，是国家规划发展的重点能源生产供应基地，在国家规划建设的 13 个大型煤炭基地中，陕西就有神东、陕北和黄陇 3 个。对比国内其他煤炭产量丰富地区，陕西煤炭资源以往开发力度较小，资源保护良好，未来发展空间巨大。

除资源储量丰富外，陕西省内煤质优良，其中灰份小于 10%，硫小于 1% 的优质动力煤 811 亿吨，占全国储量的 47%，居全国之首。陕西煤炭主要用于需求量大的电力、冶金、化工等领域，市场前景较好。

2008 年上半年，陕西省煤炭经济继续保持良好的运行态势：

一是煤炭产销两旺。2008 年上半年全省生产原煤 7842.14 万吨，同比增产 1371.17 万吨，增长 17.5%。省属煤矿生产原煤 4630.05 万吨，同比增长 26.1%。由于经济发展对煤炭需求的不断增长，2007 年下半年以来，陕西省煤炭供应一直趋紧，煤炭价格也随之有较大幅度上涨。2008 年上半年全省销售原煤 7688.5 万吨，同比增长 15.8%。省属煤矿销售原煤 4604.4 万吨，同比增长 25.6%。截至 2008 年 6 月底，省内煤矿库存煤炭 114.76 万吨，同比减少 158.9 万吨。

二是煤炭资源整合工作稳步推进。按照省政府批准的煤炭资源整合方案，陕西省延安、渭南、咸阳、铜川、汉中、商洛、安康、榆林

等八市共有 270 处煤矿纳入资源整合。目前多数整合煤矿的矿区范围已划定，并已进入开采和安全设施设计阶段。整合后，陕西省煤矿生产技术和安全装备水平将大幅提高，全省单井平均生产能力将由 14.4 万吨/年提高到 37.7 万吨/年。

三是煤矿建设项目进展顺利。冯家塔、凉水井煤矿新建项目和中能榆阳、韩家湾、杨伙盘、象山等矿井产业升级改造项目已经核准，核准净增总能力 1510 万吨/年；大佛寺、黄陵二号、玉华和红石岩煤矿等新建或技改项目已进行联合试运转，年内可实现投产，新增产能 970 万吨/年；榆树湾、榆阳、冯家塔等 7 处煤矿已基本具备联合试运转条件，投产后将新增产能 2030 万吨/年。

煤化工行业

中国是个贫油少气，煤炭资源相对丰富的国家。目前，中国原油进口依存度高达 47% 左右，而且未来还将不断上升。如此高的依存度已经威胁到了国家的能源安全，煤化工的发展对中国有着重要的战略意义。

以煤替代天然气的煤化工产业主要是指煤气化产业。煤气化的主要产品是尿素和甲醇，以及甲醇下游的二甲醚（DMF）、醋酸等。

在前期国际原油价格高涨的背景下，煤化工产业成本优势突显，引发了国内煤化工产业的投资热潮。根据发改委统计，截至 2008 年 5 月底，国内在建的新型煤化工项目有 30 项，总投资达 800 多亿元，新增产能为甲醇 850 万吨，二甲醚 90 万吨，烯烃 100 万吨，煤制油 124 万吨。而已备案的甲醇项目产能达 3400 万吨，烯烃 300 万吨，煤制油 300 万吨。

2008 年下半年以来，宏观经济不断下滑，整个化工行业景气度较低，下游需求放缓，产品价格下滑，许多煤化工项目前期投资巨大，现在处于建设期或刚投产，因此许多企业面临严峻挑战。目前我国焦炭、电石、煤制甲醇、二甲醚等行业都面临产能大于需求，以及后续应用技术没有完善的现状，国家对这几个行业

规定了更高的准入标准和淘汰落后产能的政策。例如规定焦炭准入条件为焦炉 4.3 米以上，产能 60 万吨以上，并将在近几年内逐步淘汰 4.3 米以下的焦炉。

由于油价回落，煤化工的两大主力产品甲醇和二甲醚价格大幅下滑。甲醇已从 2008 年 5 月底的每吨 4900 多元下降到 11 月底的每吨 2200 元，跌幅超过 50%。

总体看，2008 年下半年以来，全球经济形势的恶化已经对中国宏观经济运行产生影响，与宏观经济关联度较高的煤炭及相关行业，短期内必然会受到宏观经济下行所带来的需求放缓等方面影响；但从长期看，煤炭作为中国重要基础能源和原料，在国民经济中的战略地位将保持煤炭行业长期需求的稳定。另外，具有资源优势、上下游一体化程度较高和拥有技术优势的煤化工企业具有持续成长性和竞争优势。

三、基本素质

1. 竞争实力

公司是陕西省最大的煤炭企业，具有较强的资源优势和规模优势，在中国煤炭协会公布的“2007 年煤炭工业企业 100 强”中，公司名列第 19 位。

陕西地区煤炭丰富，煤炭资源储量丰富，且已开发程度较低，已探明的优质动力煤储量居全国之首，为公司可持续发展奠定了良好的基础。截至 2008 年 9 月底，公司拥有的煤炭资源储量 154.34 亿吨，其中可采储量约 96.37 亿吨，煤种主要以贫瘦煤、不粘结煤、气煤为主。

公司建立了以集团公司为主体，高等院校、科研实体为依托的产、学、研相结合的技术创新平台；形成了以电力、冶金、建材、化工、城市燃气等主要耗煤行业为主，覆盖豫、鄂、湘、赣、川、渝、苏、皖、鲁等省份的市场网络，与省内外 60 多家电厂建立了煤炭购销中长期战略合作关系。

总体看，公司集中了陕西省煤炭生产、煤化工等企业的优势，拥有人才、技术、管理、资金等综合优势；形成了以煤炭生产、煤化工为主体，以煤电联营为重点的产业体系，奠定了公司参与陕北能源化工基地建设和发展煤化工产业的基础。

2. 人员素质

公司董事会由 9 名董事组成，其中董事会主席 1 人，由国资委派驻；监事会 5 人，其中监事会主席 1 人，均由国资委派驻；经理层由 7 人组成，其中总经理 1 人，副总经理 1 人。公司党委由 10 人组成，其中，党委书记 1 人（兼），副书记兼工会主席 1 人，纪委书记 1 人。

公司董事长、党委书记华炜先生，56 岁，研究生学历，曾任陕西省旅游集团公司总经理、党委书记，陕西省物资产业集团总公司临时党委书记、总经理；陕西延长石油（集团）有限责任公司总经理、党委副书记；2007 年 3 月至今任公司董事长、党委书记。

公司总经理高仰才先生，56 岁，大学学历，曾任铜川矿务局陈家山矿党委副书记，铜川矿务局鸭口矿矿长，铜川矿务局副局长，黄陵矿业公司经理；2006 年至今任公司总经理。

截至 2007 年底，公司共有在职员工 89009 人，其中在岗位职工 76772，离退休人数 71642，社会负担较重；按文化程度划分，高中及以下学历者占 77.66%，中专学历者占 9.69%，大专学历者占 9.22%，大学学历者占 26.96%，研究生及以上学历者占 0.19%；按专业构成划分，管理人员占 11.04%，工程技术人员占 0.48%，其他人员占 88.48%。

总体看，公司高级管理人员具有多年行业从业经历和丰富的管理经验，综合素质较高。公司员工整体文化素质偏低，但目前人力资源构成符合行业的特点，能满足公司发展的需要。

3. 外部支持

作为陕西省内唯一的大型省级煤炭企业集

团，公司在陕西地方经济发展中占有重要地位，地方政府的大力扶持为公司持续稳定发展创造了有利条件。

近年来陕西省从大力培育扶持大企业、大集团，加速提高产业集中度的战略需要出发，提出了“产业发展集群化、集群发展园区化”的发展思路。陕西省在《2008 年政府工作报告》中明确指出：“能源化工重点在化工。要依托陕北能源化工基地、渭北能源接续地建设和陕南水电开发，在加强资源勘查和稳步扩大煤、油、气产能的同时，切实提高深加工能力，大力发展煤制油、煤制甲醇、煤制烯烃等产业，既为陕西省发展提供强大产业支撑，又为国家能源战略做出积极贡献”。延安市在《2008 年政府工作报告》中明确指出：“把煤炭工业发展摆在更加突出的位置，加快实施资源整合，全面推行机械化采煤，实行整装开发，建成贯屯 30 万吨煤矿，加快建设黄陵建北 240 万吨、建南 150 万吨煤矿，支持黄陵矿业公司扩大生产规模，煤炭产量力争达到 1400 万吨以上”。

目前公司是陕西省大型龙头企业骨干和 20 个产业集群之一，是省内唯一的大型省级煤炭集团企业，是省政府为发挥陕西煤炭资源优势、品牌优势和规模优势，改变陕西煤炭企业分散、规模较小、竞争力不强的局面，在整合全省煤炭资源的基础上设立的大型煤炭集团企业。陕西省各级政府在政府报告中已经明确未来支持公司做大做强，因此未来公司的发展具备充足的资源保障空间。

四、管理体制

1. 公司治理

公司自 2004 年组建以来即设立了董事会，董事长由省政府任命。作为公司的最高决策机构，董事会下设秘书处及规划发展、绩效考核、投融资和审计监督等四个专业委员会。集团下属各子公司的治理结构有所不同，一些老矿务局尚未设立董事会，仍实行总经理负责制，而

部分按公司法注册的子公司则建立了较为健全的法人治理结构，设有股东会、董事会、经理层和相应的办事机构，实行相互制衡的管理体制。

组织架构上，公司实行母子公司的管理体制，即集团总公司、全资子公司、控股子公司、参股子公司、分公司并存；管理架构上，公司分为决策中心、运营监控中心、利润中心三个层级。

集团公司定位为决策中心，通过行使重大决策、选择经营者和资产收益权三项权力，实行战略管理型管理，培育协同效应，实现集团公司总体战略控制，确保集团资产保值增值。

根据公司各产业发展的需要，适时成立事业部或专业子公司等分权管理机构，定位为运营监控中心，通过专业化管理落实集团公司发展规划和经营方针，负责本产业的规划、发展和生产经营管理，实现煤业化工集团整体运营的稳定和利润最大化。

集团公司所属子（分）公司定位为利润中心，在集团公司、本企业产业发展规划和经营方针的指导下，负责公司的规划、发展和生产经营管理，确保本公司资产保值增值，实现利润最大化和集团稳定发展相统一。

2. 管理体制

公司成立以来，在整合煤炭运销、集中投融资管理、集中资金管理等方面已经取得一定成效。

资金管理方面，公司建立了资金结算中心，统一管理公司本部及所属子公司的银行账户，对经营和投资资金，实行集中预算管理；资金结算中心对下属公司实行收支两条线，下属公司的收入统一上缴到各子公司和控股公司在财务部设立的账户，各子公司的费用支出统一由集团公司划至各公司在集团公司设立的支出账户。

安全管理方面，公司目前主要开发的渭北老区煤矿开发时间较长，瓦斯含量较高，对煤

炭安全管理提出较高要求。近年，公司已明显加大了对安全管理力度，并加大了安全年薪在考核中所占的比例。目前公司对现有煤矿以不低于 15 元/吨的方法计提安全管理费，最高提取 20 元/吨，高于全国 10 元/吨的标准。未来，随着渭北老区资源的逐渐枯竭，安全生产困难将有所加大，但考虑到公司生产重心逐渐由渭北老区向自然灾害较少，生产条件较好的陕北、彬黄矿区转移，预计公司安全事故将继续呈减少趋势。

总体看，公司已建立了比较规范的法人治理结构，内部管理制度较健全，管理风险较低。随着管理转型的不断深入，公司管理水平及效率有望进一步提高。

五、经营分析

表 4 2005 年-2007 年公司主营业务收入和毛利率情况

项目	2005 年度		2006 年度		2007 年度	
	主营业务收入 (亿元)	毛利率 (%)	主营业务收入 (亿元)	毛利率 (%)	主营业务收入 (亿元)	毛利率 (%)
煤炭产品	60.94	32.33	66.07	32.81	85.88	35.53
焦炭产品	2.70	10.01	2.01	2.47	5.82	14.92
化工产品	15.21	16.05	16.78	17.57	21.02	13.22
电力	1.11	10.94	1.79	28.15	1.47	12.36
机械产品	1.84	24.10	2.12	27.66	6.24	21.43
运输业务	2.98	40.92	3.03	54.21	1.83	36.60
施工业务	5.72	9.80	8.28	9.83	13.76	20.57
其他	3.15	8.63	3.78	9.96	2.30	14.73
合计	93.63	26.73	103.85	27.54	138.32	28.57

资料来源：公司提供

2. 煤炭业务

煤炭生产

近几年，公司煤炭生产能力在新增投产煤炭矿井数量和对原有煤炭矿井改造的基础上不断扩大。目前公司主要开发陕西省内的渭北、彬黄和陕北三大矿区，下设铜川矿务局、蒲白矿务局、澄合矿务局、韩城矿务局、陕西煤炭建设公司、黄陵矿业公司、陕北矿业公司等 7 家主要煤炭生产企业，现有全资和控股生产矿

1. 经营现状

公司主业是煤炭生产与销售，围绕煤炭主业还延伸产业链至煤化工、电力、机械加工等多项领域。近年来，公司在以煤炭业务为主的同时，逐步增加对煤化工和其他非煤产业的投资，使公司非煤业务收入由 2005 年的 34.91% 上升到 2007 年的 37.91% 占比略有提高，已逐渐形成了“一体双翼”（煤炭业务为主体，煤化工和电力、机械等其他非煤为双翼）的发展模式。2007 年，公司实现营业收入 147.60 亿元，其中主营业务收入 138.32 亿元，煤炭业务与非煤业务占主营业务收入的比重分别为 62.09% 和 37.91%。2007 年，公司煤炭产品实现主营业务收入 85.88 亿元，同比增长 29.99%，毛利率为 35.53%，在各板块中仅次于运输业务。

井 28 座、基建矿井 5 座。

2007 年，公司原煤产量 5026 万吨，较 2006 年增长 783 万吨，同比增长 30.04%；2008 年上半年，公司原煤产量 1893 万吨，（其他中另有一些参股企业产量未计入）。

表 5 公司矿井及产销量情况（单位：万吨）

企业名称	矿井个数	2007年产量	2007年销量	08年1-6月产量	08年1-6月销量
铜川矿务局	8	1020	1000	477	548
韩城矿务局	3	514	483	197	207
蒲白煤电公司	6	433	413	269	280
澄合矿业公司	5	258	337	164	197
黄陵矿业集团	1	714	675	492	468
陕西煤炭建设公司	3	126	120	79	79
陕北矿业公司	2	108	295	128	249
其他	--	1853	1791	87	271
合计	28	5026	5114	1893	2299

资料来源：公司提供

随着渭北老区资源的逐步减少，公司未来将逐渐把生产中心向开发条件较好的彬黄西区和陕北新区转移，重点发展彬长、黄陵、神府、榆神和榆黄矿区，并最终建成亿吨级大型煤炭企业集团。2007年以来，随着公司在彬黄西区的年产 500 万吨大佛寺项目和年产 700 万吨的黄陵二号井项目相继投产，公司煤炭产量继续延续快速增长趋势，进一步提高了公司的盈利能力。

表 6 公司煤炭产业年度布局规划（单位：万吨）

区域	2006	2007E	2008E	2009E	2010E
渭北老区	1920	1198	931	857	957
彬黄西区	592	2100	2770	3861	4161
陕北新区	222	650	1560	3080	5980
参股地方矿井	1131	1300	1500	1700	2000
合计	3865	5248	6761	9498	13098

资料来源：公司提供

煤炭销售

在煤炭销售方面，公司的煤炭产品主要以贫瘦煤、不粘结煤、气煤为主。近年来，国内电力用煤需求量的增长带动了公司煤炭销量的快速增加，2007 年公司原煤销量达 5114 万吨，

同比增长 26.9%，2008 年上半年公司原煤销量 2299 万吨。

根据“国家十一五煤炭行业发展规划”，陕西省将成为国内主要的煤炭调出区，预计公司煤炭需求将继续保持增长。此外，公司还相继和大唐集团、华能集团、中煤能源集团、华电集团、煤科总院签署了全面战略合作协议，为未来电煤销售的稳定增长提供了重要保障。

煤炭价格

在煤价方面，目前公司煤炭省内销售价格执行省政府协调价格，省外价格基本上是由供需双方根据市场变化协商。近年随着国内煤炭需求快速增长，公司煤炭价格也呈现快速增长趋势。2007 年，公司煤炭平均销售价格为 225.4 元/吨。其中，省内电煤销售价格为 195 元/吨；省外电煤销售价格为 256 元/吨。2008 年上半年，受煤炭需求旺盛、运力紧张及国际能源价格高企等因素影响，煤炭价格不断走高，公司煤炭平均销售价格大幅上涨至 283.83 元/吨。随着 2008 年下半年经济形势严峻，市场供大于求的局面可能出现，煤炭价格将有所下降。

表 7 2005~2008 年 6 月公司煤炭销量及销售价格

	2005	2006	2007	08 年 6 月
商品煤销量（万吨）	3120	3360	5114	2299
省内煤炭销售价格（元/吨）	178	178	195	283.83
省外煤炭销售价格（元/吨）	235	242	256	

注：以上煤炭价格均为车板含税价

资料来源：公司提供

煤炭运输

目前，公司开发建设的矿区主要分布在铜川、渭南、延安市南部、咸阳和榆林等市，各矿区煤炭外运主要依靠铁路和公路运输。2007 年，公司全年煤炭销量达到 5114 万吨，其中，省内和省外分别销售 3280.76 万吨和 1833.24 万吨，分别占销售量的 64.15%和 35.85%。从运输方式来看，省外销售主要依靠铁路，而省内销

售分别依靠铁路和公路运输（分别占比 33.15% 和 65.32%），公司铁路运量共计达到 2886.07 万吨，占销售总运量的 56.43%。

目前，公司拥有 188 公里的矿区铁路，且分属各矿（矿务局），铁路里程相对较短，运力相对不足。公司省内铁路运输主要依靠西延线、西平线、梅七线、陇海线；省外铁路运输主要依靠侯月线、陇海线、西合线、西康线。西延线是省内北煤南运的唯一通道，但受运力所限，年运煤量不足 500 万吨。

根据国家《中长期铁路网规划》，“十一五”期间，国家将全线改造西包线、西宁线、西康线和西平线等，并形成“两纵五横四个枢纽”，预计建成后陕北南下煤炭运力将超过 5000 万吨，将有效缓解公司陕北新区煤炭运输问题，出省煤炭铁路运力将达 3 亿吨以上，铁路运输瓶颈基本消除。

表 8 2009~2010 年公司重点铁路运输投资规划
(单位: 公里、亿元)

区域	项目名称	投资金额	股权占比	营运里程	预计建成时间
彬黄西区	国铁西平线	4.29	8%	210	2010
陕北新区	红柠线	6.1	51%	44	2010
	榆横煤化工线	0.68	9%	72	2009
	张孙线	2.81	51%	16	2010
	国铁西包线	5.4	45%	57	2009
	国铁淮神线	1.8	15%	59	2009

资料来源：公司“十一五”发展规划

由于公司未来产能增长将主要集中于陕北新区和彬黄西区，两地区的铁路运输情况将直接影响公司未来发展。为此，公司计划“十一五”期间累计投资 98.90 亿元，分别投资陕北新区和彬黄西区铁路建设，到“十一五”末，公司参控股铁路总营运里程将达到 666.8 公里。其中黄陵二号线（营运里程 15 公里）和红石峡线路（营运里程 5.8 公里）已于 2007 年完工

并投入使用，有效缓解了公司运输压力。但是，公司在建重点铁路项目基本将于 2009 后建成，因此短期内铁路运输仍将是阻碍公司快速发展的重要瓶颈之一。

总体看，公司煤炭资源储备规模较大，近年来产量稳步增长，销售情况良好，综合竞争力强。

3. 煤化工业务

自2006年与3家陕西省内化工企业重组后，公司在发展煤化工产业的技术和人才队伍上均具有明显进展，煤化工产业初具规模。目前，公司已建立起煤化工产业发展平台，以渭华、小庄、榆横、榆神和焦化5个化工园区为基地，以煤制甲醇、煤制烯烃、煤间接液化和合成氨项目为主要方向，联合国内外大型企业集团，开发、引进煤化工技术，形成煤矿—煤化工—热电一体化多联产的大型联合体，走可持续发展的新型工业化道路。

截至2007年底，公司拥有的主要产品生产能力包括：焦炭38万吨/年、合成氨50万吨/年、尿素82万吨/年、甲醇23万吨/年、磷酸二铵15万吨/年、磷酸一铵10万吨/年等。2007年公司煤化工实现销售收入达26.84亿元，占主营业务收入的19.40%。未来公司将继续利用煤炭主业优势，加大对煤化工产业的投资，使煤化工成为陕煤化集团产业布局的重要一环。根据规划，“十一五”期间，公司将累计投资254.76亿元于煤化工项目，预计到2010年公司煤化工产品总能力将达到500万吨以上，从而成为国内特大型能源化工集团。

4. 其他非煤业务

在其他非煤业务方面，公司主要涉及电力、机械制造等。在电力方面，目前陕煤化集团主要以发展循环经济的煤矸石发电厂为主，公司现拥有煤矸石电厂 4 座，总装机容量 9 万千瓦，主要集中于渭北老区。“十一五”期间，公司

将加大对彬黄西区和陕北新区的建设投资，预计投资规模达 113.12 亿元，并以煤电联营为主要方式，参股建设大型坑口燃煤电厂。计划到 2010 年，公司参控股电厂装机容量达 508.8 万千瓦，其中控股电厂装机容量达 148.8 万千瓦。

表 9 公司电力产业发展布局规划(单位:万千瓦)

区域	2007	2010E
渭北老区	6	19.5
彬黄西区	3	182.3
陕北新区	0	307
合计	9	508.8

资料来源：公司“十一五”发展规划

在机械制造方面，公司将加大整合铜川、蒲白、澄合、韩城等矿务局机械优质资源，重组陕煤化集团机械板块，形成市场控制力强、核心竞争力突出的煤机制造企业。2007 年公司机械制造业实现销售收入 6.24 亿元，占主营业务收入的 4.51%。

总体看，公司煤炭主业能够对下游非煤产业布局形成有效的支撑。公司大力发展煤化工和其他非煤产业，有利于公司就地综合利用现有煤炭资源并缓解部分运输压力，充分挖掘煤炭产品的附加值，提高公司的盈利能力和综合抗风险能力。

5. 经营效率

2005~2007 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率达到 26.07%，所有者权益年均复合增长 39.15%，营业收入和利润总额年均复合增长分别为 19.45%和 2.81%，增长质量一般。

近三年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均波动上升，2007 年分别为 8.53 次、6.72 次和 0.51 次，公司经营效率一般。

6. 未来发展

自 2006 年 6 月重组以来，公司一直十分重视战略规划的编制与落实。2007 年 4 月，公司

董事会通过《陕西煤业化工集团十一五发展规划》。根据规划，公司将以煤炭开采利用为基础，以煤化工和燃煤发电为两翼，以资本运营为中心，以产权制度改革为突破口，按照国内一流、国际领先标准，研究开发煤炭生产、煤炭转化的前沿技术，建设一批“安全、洁净、高效”千万吨级现代化大型矿井；与国际化大企业合作，建设一批百万吨级大型煤化工转化项目；积极与电力企业合作，建设一批百万千瓦级大型燃煤发电项目，形成合理的产业结构，促进产业升级，走新型工业化道路。

在矿区规划方面，公司将通过实施“稳定渭北老区、壮大彬黄西区、做强陕北新区”，形成以渭北老区为基础，以彬黄西区为增长点，以陕北新区为发展重点的战略布局，把公司建设成煤炭产能 1 亿吨，煤化工产能 500 万吨，电力装机容量 500 万千瓦，销售收入超过 500 亿元的特大型能源化工企业。

表 10 “十一五”期间公司业务板块规划

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
煤炭产量(万吨)	3865	5026	6761	9498	13098
煤化工(万吨)	139.78	210	252.03	290.51	625.23
电力(万千瓦)	9.0	74.4	226.4	334.2	508.8
铁路(公里)	208.8	208.8	208.8	383.3	666.8

资料来源：公司提供

表 11 公司“十一五”投资计划(亿元)

	2006	2007	2008	2009	2010
公司投资	33.87	102.23	168.73	193.83	212.96

资料来源：公司提供

公司规划“十一五”期间重点建设项目 55 个，预计项目投资总额达 1200 亿，公司资金需求 711.6 亿元，其中煤矿项目 20 个共计 191.3 亿元；煤化工项目 13 个共计 254.76 亿元；电源项目 18 个共计 113.12 亿元；铁路项目 10 个共计 98.90 亿元；资源整合、机械制造、沉陷治理、安全技改等其它投入约 53.5 亿元。

2009 年是公司实现“十一五”规划目标的关键年度，公司在分析国家宏观经济政策和总结 2008 年规划实施和项目建设的基础上，编制了《2009 年项目建设及投资计划（草案）》。根

据规划，公司 2009 年建设项目安排投资 188.05 亿元，按参、控股比例公司安排投资 162.53 亿元，其中资本金 48.93 亿元。

表 12 公司 2009 年投资计划

项目	投资资金	内容		
煤炭项目	安排投资 47.94 亿元，其中资本金 11.95 亿元。	煤矿项目	投产项目	神府矿区柠条塔煤矿、红柳林煤矿、孙家岔煤矿、韩家湾产业升级，府谷矿区冯家塔煤矿，榆横矿区榆阳煤矿产业升级。
			试生产项目	神府矿区南区张家峁煤矿，黄陵矿区建北煤矿、建新煤矿。
			续建项目	府谷矿区冯家塔煤矿（二期），彬长矿区大佛寺煤矿（二期）、胡家河煤矿，韩城矿区象山煤矿
			新开工项目	彬长矿区小庄煤矿、文家坡煤矿
		选煤厂项目	2009 年铜川东坡选煤厂安排投资 0.71 亿元，均为企业自筹资本金。	
煤化工项目	安排投资 78.48 亿元，其中资本金 17.31 亿元。	开工建设渭北东陈 100 万吨/年二甲醚项目、陕化节能减排技改项目。		
		陕化 1,4-丁二醇项目，渭化醋酐联产醋酸及配套甲醇项目，陕焦 95 万吨焦化及 20 万吨甲醇项目。		
		与北元化工合作建设 100 万吨/年聚氯乙烯循环综合利用项目。		
		开工建设 DMTO-II、DMTP 工业化试验及天元化工、富油科技项目。		
电力项目	安排投资 5.22 亿元，其中资本金 1.49 亿元。	德源府谷电厂、大唐彬长电厂、清水川电厂（二期）。		
		大佛寺、陈家山瓦斯发电项目。		
铁路项目	安排投资 10.41 亿元，其中资本金 4.18 亿元。	控股的红柠铁路专用线工程、准神铁路续建。		
		参股的包西铁路、西平、榆横铁路项目建设。		
其他项目	安排投资 7.67 亿元，其中资本金 7.67 亿元。。	神府矿区南区生产服务中心、彬长矿区生产服务中心及陕西煤业化工集团研发中心（基地）。		
重大前期项目	安排投资 1.66 亿元，均为项目资本金。	--		
勘探项目	2009 年集团公司投资 0.29 亿元，其中资本金 0.19 亿元。	红石峡煤矿补充勘探、铜川玉华煤矿勘探。		
国债补助项目	--	煤矿安全改造项目主要安排国家下达的 2005、2008 和 2009 年度安全改造项目。		
		采煤沉陷综合治理项目投资按 09 年全部完成安排。		

资料来源：公司提供

因未来投资规模巨大、投资周期较长，公司计划积极拓宽各种融资渠道。由于煤炭及电力资本金一般为 30%，公司未来几年预计投资资本金合计将达 216.68 亿元，从公司自有资金以及未来盈利所产生的现金流来看，尚不能完全满足公司投资需求，因此公司现已制订出相应方案，计划除自有资金外，引入国开行政策

性贷款以及引入战略投资者并进行上市融资。

总体来看，公司未来发展规划符合煤炭企业延伸产业链，形成煤电、煤化工、上下游一体化的煤炭行业发展趋势。公司规划如能顺利实施将有助于提高公司的综合竞争力和抗风险能力。但由于煤化工、电力等行业均属国家宏观调控产业，公司发展受国家宏观政策的影响

较大，公司未来投产与经营尚存在一定不确定性。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2005年~2007年三年连审财务报告经西安希格玛有限责任会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2007年1月开始执行新会计准则，相关财务数据已作追溯调整。公司2008年6月财务数据未经审计。

根据陕煤司发[2005]329号文件，公司自2006年1月1日起对坏账准备计提比例和固定资产折旧政策进行了变更，并采用未来适用法进行会计处理。其中：对5年以上应收款项坏账准备计提比例由原90%变更为100%。固定资产残值率调整为5%。

从合并范围来看，2007年，公司新增设投资单位2家（西安煤矿机械有限公司，注册资本10000万元，公司持股95%；陕西比迪欧化工有限公司，注册资本15000万元，公司持股86.67%）；接受陕西省国资委有偿划转单位1家（陕西建设机械（集团）有限责任公司，公司给予1.2亿元经济补偿，并代为偿还800万元债务）。

总体看，公司近三年会计政策基本具有连续性，公司合并范围的变化对公司的整体财务状况影响较小，数据具有一定可比性。

截至2007年底，公司资产总额320.01亿元，所有者权益120.38亿元（其中少数股东权益52.75亿元）。2007年，公司实现营业收入147.60亿元，净利润10.71亿元。

截至2008年6月底，公司资产总额407.43亿元，所有者权益138.67亿元（其中少数股东权益62.99亿元）。2008年1~6月，公司实现营业收入99.88亿元，净利润8.78亿元。

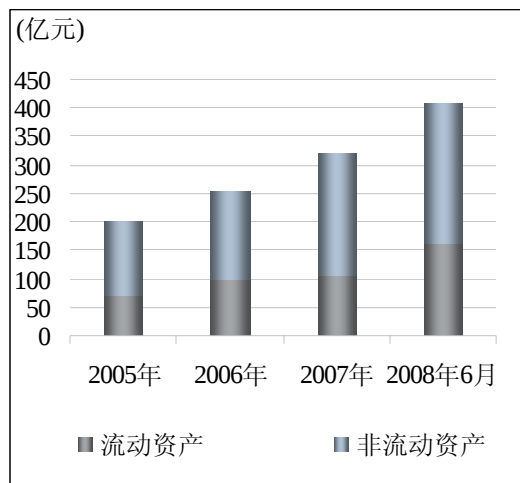
2. 资产构成及资产质量

2005~2007年，公司资产总额增长较快，

三年年均复合增长率为26.07%。主要是2006年公司进行整合重组，固定资产、在建工程、无形资产（采矿权与探矿权）等非流动资产大幅增加所致。截至2007年底，公司资产总额320.01亿元，其中流动资产占33.27%，非流动资产占66.73%。

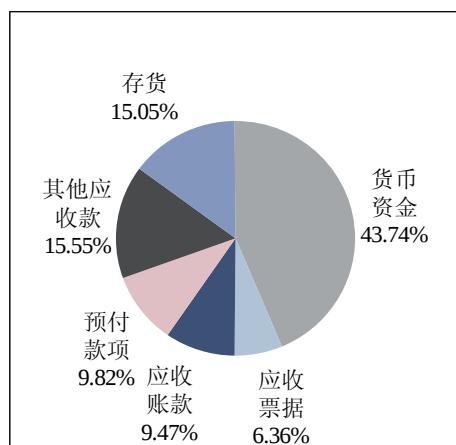
截至2008年6月底，公司资产总额407.43亿元，其中流动资产占39.91%，非流动资产占60.09%。公司资产构成以非流动资产为主，三年来保持稳定，公司整体资产流动性较差，但符合公司的行业特点和经营模式（见图3）。

图3 公司2005年~2008年6月底资产总额构成



资料来源：公司提供

图4 2007年底公司流动资产结构



资料来源：公司提供

2005~2007年，公司流动资产年均复合增长率为22.08%，主要来自货币资金、其他应收

款和存货的增长。截至2007年底，公司流动资产合计106.48亿元（见图4），占比10%以上的科目有：货币资金（占比43.74%）、其他应收款（占比15.55%）和存货（占比15.05%），联合资信注意到公司流动资产中现金类资产（货币资金+短期投资+应收票据）较为充足，2007年为60.13亿元，占同期流动资产56.47%。

2005~2007年，公司应收账款年均复合增长13.15%。截至2007年底，公司应收账款10.09亿元，其中一年以内的应收账款占比64.78%，1-2年的占比10.28%，2-5年的占比13.30%，5年以上的占比11.64%；坏账准备计提比例为22.45%，应收账款账龄较长的占比较高，但累计坏账计提较充分；欠款金额前5名共计占应收账款账面余额的12.99%，多为电煤款和货款，集中度较低，账龄均系1年以内。

2005~2007年，公司其他应收款年均复合增长28.99%。截至2007年底，公司其他应收款16.55亿元，其中一年以内的应收账款占比81.51%，坏账准备计提比例为4.33%，应收账款账龄较短；欠款金额前5名共计占应收账款账面余额的13.40%，主要是与关联公司的投资款、探矿权价款等，集中度较低，账龄均系1年以内。

2005~2007年，公司存货年均复合增长20.04%。截至2007年底，公司存货合计16.03亿元，以原材料（占比44.20%）、库存商品（占比37.72%）和在产品（占比9.75%）为主；公司已计提存货跌价准备1135.10万元。

2005~2007年，公司非流动资产年均复合增长率为28.21%，主要是无形资产和在建工程的大幅增长所致。

2005~2007年，公司固定资产年均增长16.60%。截至2007年底，公司固定资产账面价值193.56亿元，计提累计折旧69.74亿元，减值准备3.07亿元，固定资产净值120.74亿元，固定资产成新率为62.38%。固定资产主要包括机器设备（占比50.14%）和房屋及建筑物（占比45.05%）；其中2.70亿固定资产用于抵押和

质押贷款，占比2.24%。

2005~2007年，公司在建工程年均复合增长49.34%。截至2007年底，公司在建工程51.40亿元，其中利息资本化金额2.02亿元（见表13）。

表13 2007年底公司在建工程项目情况

工程名称	预算数	期末余额
红柳林矿井	--	30021.60
红柳林至神木西铁路专用线	160000.00	43054.30
黄陵矿业集团公司项目研发中心	30000.00	14007.00
梅苑温泉小区	18000.00	7449.60
柠条塔矿建设	30088.30	55044.60
陕西黄陵二号煤矿	--	11093.30
张家岭工程	148133.80	14124.00
中能公司技改工程	--	3264.70
煤矿升级改造	25772.00	5850.70
黄陵煤矸石电厂	--	36831.80
合计	1175629.50	514000.40

资料来源：公司提供

2005~2007年，公司无形资产年均复合增长63.68%，主要是探矿权价值大幅增长所致。截至2007年底，公司无形资产26.18亿元，主要为探矿权、采矿权和土地使用权，其中5.6亿无形资产用于抵押和质押贷款，占比21.39%。无形资产累计摊销合计1.68亿元。

自2006年重组以来，公司长期股权投资逐年大幅增加，三年复合增长率为38.51%，2007年为7.53亿元。2008年上半年，随着公司参股煤矿的增加，公司长期股权投资大幅上涨至23.41亿元。

总体看，公司资产结构偏重非流动资产，资产流动性较弱，但符合煤炭企业的行业特点。固定资产质量一般，无形资产以探矿权和采矿权为主，未来存在一定升值潜力。公司整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2005~2007年，公司所有者权益年均复合增长39.15%。2006年，公司下属子公司与中国信达资产管理公司的债务重组工作按期完成。

根据陕国资权发(2006)152文,公司将豁免债务转入实收资本,共计11.06亿元。此举导致公司2006年所有者权益大幅上升。截至2007年底,公司所有者权益120.38亿元(其中少数股东权益52.75亿元),以实收资本、资本公积和未分配利润为主,三者分别占52.49%、31.73%和15.77%。

截至2008年6月底,公司所有者权益为138.67亿元(其中少数股东权益62.99亿元),较2007年底增长15.19%,主要是未分配利润增长所致,实收资本、资本公积保持不变。公司股东权益的稳定性较好。

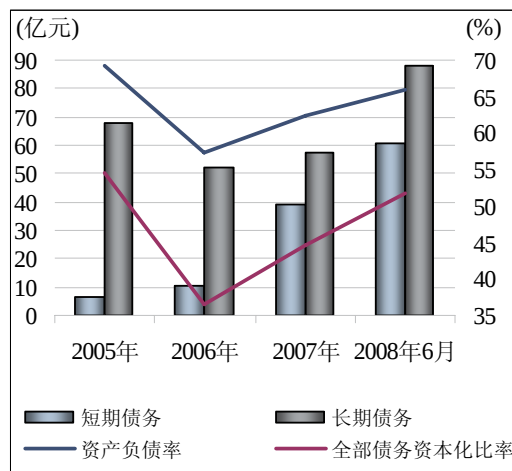
2005~2007年,公司负债总额逐年扩大,三年复合增长率为19.76%。主要是公司处于投资高峰,未来将开发陕北新区和彬黄西区煤矿进行生产矿区转移,以及加大在煤化工和其他非煤产业的投资导致债务规模大幅上升。

截至2007年底,公司负债合计199.63亿元,其中流动负债占比64.65%,非流动负债占比35.35%。截至2008年6月底,公司负债总额为268.76亿元,其中流动负债占61.65%,非流动负债占38.35%。截至2007年底,公司流动负债主要是短期借款(占25.67%)、应付账款(占20.44%)、其他应付款(占24.91%,主要是陕西国土资源厅的探矿权)和应付职工薪酬(占11.45%)。

2005年~2007年,公司非流动负债年均复合下降3.01%。截至2007年底,公司非流动负债70.57亿元,其中长期借款占67.19%、应付债券占14.51%("06陕煤债")。

2005年~2007年,公司债务总额年均复合增长31.75%。截至2007年底,公司债务总额96.86亿元,其中短期债务占40.47%,长期债务占59.53%,较符合公司目前大规模建设的债务结构特点(见图5)。

图5 2005年~2008年6月底公司债务结构



资料来源：公司年报

截至2008年6月底,公司债务总额149.02亿元,债务结构基本保持稳定,但债务规模大幅上升,债务负担有所加重。

2005年~2007年,公司资产负债率分别为69.12%、57.29%和62.38%。截至2007年底,公司全部债务资本化比率为44.59%,长期债务资本化比率为32.39%。截至2008年6月底,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为65.97%、51.80%和38.86%,债务负担进一步加重。

总体看,目前公司债务结构基本合理,但负债水平偏高,由于公司未来计划投资规模较大,负债水平呈上升趋势。

4. 盈利能力

近年来,国内煤炭行业市场活跃,基于行业景气的利好因素,加上煤炭产量增加和煤炭产品价格上涨的因素,2005~2007年公司主营业务收入规模上升,年均增长19.45%。2007年,公司实现营业收入147.60亿元,其中主营业务收入138.32亿元,煤炭占公司主营业务收入的62.09%。

2005年~2007年,公司营业成本年均增长15.96%,基本与同期营业收入增长保持同步。2005年~2007年,公司营业利润率逐年上升,

2007年为26.78%，盈利能力有所增强。2005年～2007年，公司三项费用（销售费用、管理费用、财务费用）在营业收入中的比重分别为13.46%、17.10%和20.37%，呈增长趋势，主要是随着债务的增加，公司利息支出大幅增加所致。

随着公司2007年投产的彬黄西区的年产500万吨大佛寺项目和年产700万吨的黄陵二号井项目在2008年产能的释放，公司2008年盈利能力进一步提高。

2008年上半年，受益于国内煤炭价格大幅上涨，公司实现营业收入99.88亿元，净利润8.78亿元，营业利润率32.22%。

总体看，公司主营业务突出，规模优势明显，近年盈利能力随公司煤炭产量上升、价格上涨及其他非煤业务发展而逐年提高。未来虽然煤炭价格下降会对公司主营业务利润率造成一定的负面影响，但公司煤炭产量仍有较大上升空间，同时随着公司产业链条的延伸，产品附加值的提高，公司盈利能力有望保持稳定。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2005年～2007年，公司销售商品、提供劳务收到的现金增长较快，三年复合增长率为23.02%，因此公司经营活动的现金流入增长也较快，2005年～2007年分别为112.04亿元、120.47亿元和172.68亿元；随着原材料价格的上涨，公司购买商品、接受劳务支付的现金也大幅上涨，三年复合增长率为23.18%，公司相应近三年产生的现金流量净额分别为15.15亿元、14.78亿元和26.97亿元。2008年1～6月，公司经营现金流量净额为29.50亿元。

2005～2007年，随着公司的快速扩张，公司资本支出压力增大，相应投资活动现金流出规模逐年增大，导致近三年公司投资活动现金均为净流出，而公司经营活动现金净流量无法覆盖投资支出需求，对外筹资压力较大。2008年1～6月，公司投资现金流量净额仍为净流出34.38亿元。

2005～2007年，公司主要通过举债的方式进行筹资，且筹资活动现金流入规模均高于同期流出规模，2005～2007年公司筹资活动均为现金净流入，公司债务负担不断加重。2008年1～6月，公司筹资现金流量净额为45.10亿元。

总体看，公司经营活动现金流状况较好；投资活动现金净流出规模较大；筹资活动现金流入主要来自银行借款以及公开发行的债券。未来预计煤炭行业形势将有所下滑，但随着公司控股和参股煤矿的增加，公司整体盈利能力将继续提升，自有资金规模也有望进一步增加，但是鉴于未来几年仍将是公司投资建设高峰，公司对外筹资压力依然很大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，公司短期债务规模上升很快。2005年～2007年，公司的流动比率和速动比率波动下降，三年平均值分别为98.15%和85.18%，2007年分别为82.51%和70.09%。2005年～2007年，公司经营现金流动负债比率基本稳定，分别为23.62%、17.47%和20.90%。经营活动现金流入对短期债务覆盖较好，短期支付能力尚可；总体看，公司整体短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2005～2007年，公司EBITDA分别为21.62亿元、22.42亿元和23.57亿元；相应EBITDA利息倍数分别为6.70倍、14.11倍和17.26倍，公司EBITDA能够较好的覆盖利息支出，但公司全部债务/EBITDA分别为3.45倍、2.79倍和4.11倍，波动上升。总体看，目前公司对全部债务的保护能力较强。

截至2008年9月底，公司共获得了多家政策性银行和商业银行共计524亿元的综合授信额度，其中已使用信用额度132亿元，未使用信用额度392亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2008年9月底，公司无对外担保及诉讼情况。

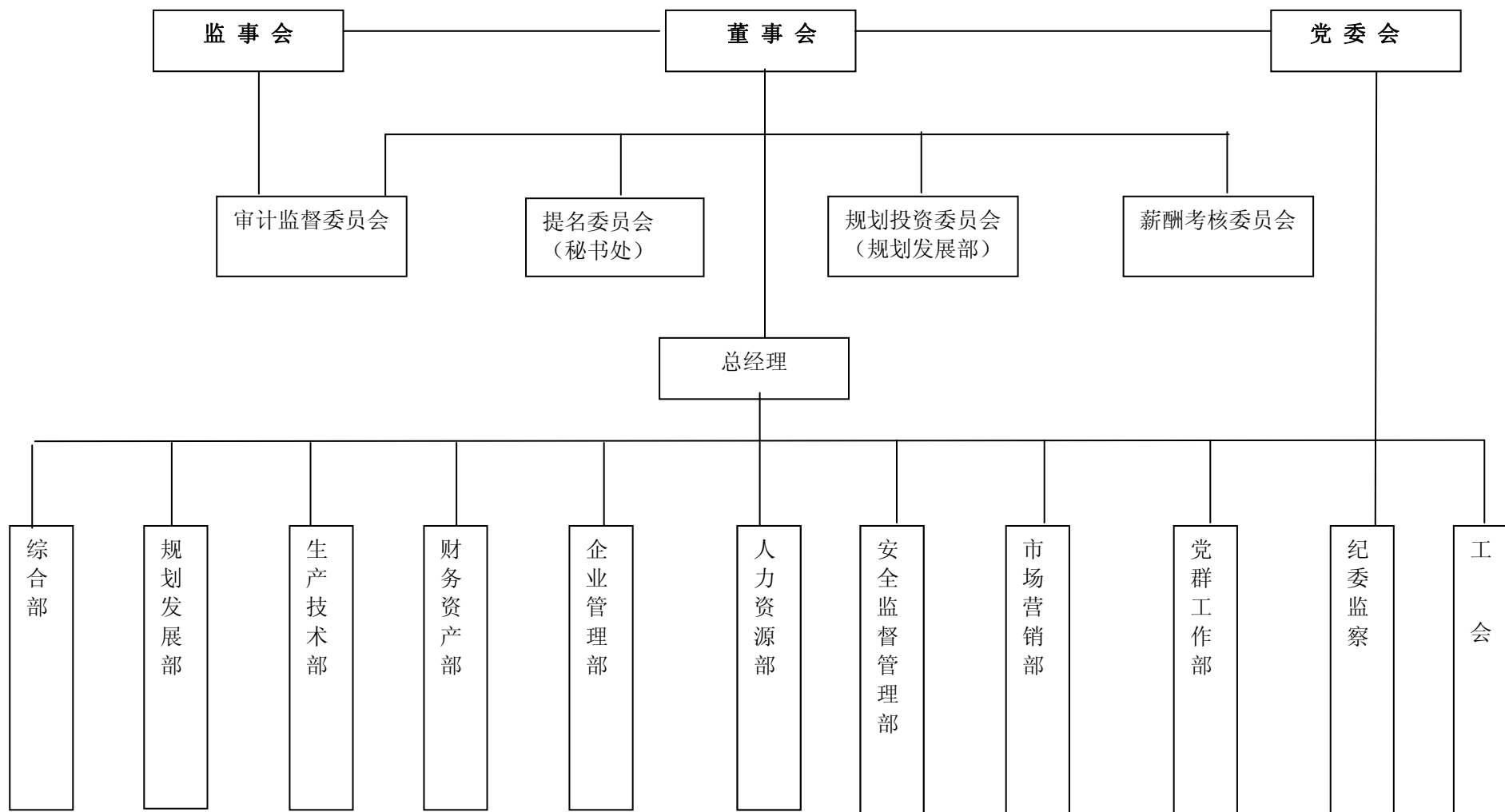
七、综合评价

公司作为陕西省最大的煤炭生产企业，资源储备丰富，规模优势明显，已经形成了煤电、煤化工上下游一体化的煤炭行业发展格局，产业链完整。公司在建项目多，投资规模大，债务负担可能加重，但随着现有项目的建成投产，有助于公司产业链的进一步完善。

目前，公司资产以非流动资产为主，资产流动性较差，整体资产质量一般；债务结构基本合理，负债水平呈上升趋势，但盈利能力逐年提高，现金流状况较好，对全部债务保护能力较强。

总体看，公司主体信用风险较小。

附件 1-1 2007 年公司组织结构图



附件 1-2 2007 年公司合并范围内二级子公司

序号	企业名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	投资额 (万元)	级次	审计意见类型
1	铜川矿务局	100%	49116	49116	二级	标准无保留意见
2	蒲白矿务局	100%	19750	19750	二级	标准无保留意见
3	澄合矿务局	100%	44070	44070	二级	标准无保留意见
4	黄陵矿业集团有限公司	100%	61312	61312	二级	标准无保留意见
5	韩城矿务局	100%	93135	93135	二级	标准无保留意见
6	陕北矿业管理局	100%	1200	1200	二级	标准无保留意见
7	陕西煤炭建设公司	100%	12344	12344	二级	标准无保留意见
8	陕西煤炭运销集团有限公司	100%	5100	5100	二级	标准无保留意见
9	陕西省煤炭物资供应公司	100%	463.5	463.5	二级	标准无保留意见
10	陕西彬长矿区开发建设公司	94.18%	3000	3000	二级	标准无保留意见
11	陕西煤业集团投资有限公司	100%	30000	30000	二级	标准无保留意见
12	陕西冯家塔矿业有限公司	51%	10000	5100	二级	标准无保留意见
13	陕煤集团神木红柳林矿业有限公司	51%	10000	5100	二级	标准无保留意见
14	陕西红柠铁路有限责任公司	55%	35000	10200	二级	标准无保留意见
15	陕西煤业集团澄城有限公司	30%	1000	300	二级	未经审计
16	陕西煤业集团黄陵有限公司	50%	550	275	二级	未经审计
17	陕西省煤炭运销集团渭南市运销有限公司有限公司	100%	800	800	二级	未经审计
18	陕西华山化工集团有限公司	12.54%	41180	41180	二级	标准无保留意见
19	陕西陕焦化工有限公司	89.63%	10201	9144	二级	标准无保留意见
20	陕西渭河煤化工集团有限责任公司	99.31%	49108	48767	二级	标准无保留意见
21	陕西煤业化工技术开发中心有限责任公司	34.25%	4000	34.25	二级	标准无保留意见
22	陕西建设机械(集团)有限责任公司	100%	13920	12000	二级	标准无保留意见
23	西安煤矿机械有限公司	95%	10000	9500	二级	标准无保留意见
24	陕西比迪欧化工有限公司	86.67%	15000	13000	二级	标准无保留意见

附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 6 月底
流动资产：					
货币资金	329173.00	393074.40	465765.30	18.95	868025.30
交易性金融资产					
应收票据	25933.20	76532.10	67775.30	61.66	95955.40
应收账款	78799.60	100934.50	100883.00	13.15	115921.20
预付款项	68875.80	114853.00	104611.60	23.24	141244.10
应收利息					
应收股利	21.40	25.20	0.00		
其他应收款	99484.20	151956.70	165529.40	28.99	190174.30
存货	111206.40	153860.00	160253.30	20.04	214879.20
一年内到期的非流动资产	973.10	3.70			
其他流动资产					1.70
流动资产合计	714466.70	991239.60	1064817.90	22.08	1626201.20
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	137.90	15.10	7919.10	657.80	10021.70
长期应收款					
长期股权投资	39258.00	46904.10	75312.10	38.51	234066.80
投资性房地产					
固定资产	888052.90	950639.20	1207398.00	16.60	1215932.30
在建工程	230459.00	376848.50	514000.40	49.34	609709.80
工程物资	5032.00	10362.50	24116.20	118.92	31825.70
固定资产清理	581.80	530.30	542.60	-3.43	661.60
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	97727.40	120826.10	261828.90	63.68	293974.40
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	288.40	358.60	1070.10	92.63	1183.90
递延所得税资产	37545.10	40998.70	40490.20	3.85	48041.20
其他非流动资产	26.00	22.20	2622.80	904.38	2673.00
非流动资产合计	1299108.50	1547505.30	2135300.40	28.21	2448090.40
资产总计	2013575.20	2538744.90	3200118.30	26.07	4074291.60

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 6 月底
流动负债：					
短期借款	46663.90	67293.60	331253.50	166.43	554665.50
交易性金融负债					
应付票据	5730.10	12417.00	18276.80	78.59	18763.90
应付账款	132133.50	196968.50	263737.50	41.28	255584.80
预收款项	57606.50	59919.80	92855.50	26.96	199202.60
应付职工薪酬	119346.40	156340.40	147746.60	11.26	197016.20
应交税费	45158.30	66138.40	71070.10	25.45	79468.30
应付利息	635.40	635.40	0.00	-100.00	1857.40
应付股利	0.90	2180.20	1688.10	4,230.90	1688.20
其他应付款	220944.50	261285.80	321449.00	20.62	313246.60
一年内到期的非流动负债	13488.70	22811.00	42511.00	77.53	35311.00
其他流动负债					
流动负债合计	641708.20	845990.10	1290588.10	41.82	1656804.50
非流动负债：					
长期借款	679669.60	421254.00	474186.90	-16.47	781410.30
应付债券	0.00	102420.80	102420.80		100000.00
长期应付款	25548.40	23128.00	50001.40	39.90	66096.00
专项应付款	44904.20	61138.90	79045.20	32.68	82727.70
预计负债					5.10
递延所得税负债					42.60
其他非流动负债	15.40	511.10	38.70	58.52	526.90
非流动负债合计	750137.60	608452.80	705698.10	-3.01	1030808.60
负债合计	1391845.80	1454442.90	1996286.20	19.76	2687613.10
所有者权益（或股东权益）：					
实收资本（或股本）	252579.80	355000.00	355000.00	18.55	355000.00
资本公积	197768.90	211911.60	214620.60	4.17	216057.10
减：库存股					
盈余公积					
未分配利润	-91082.70	53302.60	106676.20		185756.80
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	359266.00	620214.20	676296.80	37.20	756813.90
少数股东权益	262463.40	464087.80	527535.30	41.77	629864.60
所有者权益（或股东权益）合计	621729.40	1084302.00	1203832.10	39.15	1386678.50
负债和所有者权益（或股东权益）总计	2013575.20	2538744.90	3200118.30	26.07	4074291.60

附件 3 公司合并利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 1-6 月
一、营业收入	1034439.20	1147339.60	1475954.50	19.45	998755.80
减: 营业成本	784990.00	856853.90	1055540.40	15.96	661929.00
营业税金及附加	10542.30	17022.40	25188.30	54.57	15018.00
销售费用	22493.40	34343.50	51059.20	50.66	52567.80
管理费用	139965.20	159230.00	236406.40	29.96	155361.60
财务费用	-23249.70	2567.80	13216.20		28319.30
资产减值损失	-8523.10	-23570.20	-1345.90	-60.26	
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)					
投资收益(损失以“—”号填列)	343.40	830.70	1814.80	129.89	122.80
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	149.90	76.10	9.50	-74.83	0.00
汇兑收益(损益以“—”号添列)					
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	108564.50	101722.90	97704.70	-5.13	85682.90
加: 营业外收入	35588.30	36484.40	35611.90	0.03	10758.30
减: 营业外支出	29623.20	17021.10	12257.80	-35.67	5556.40
其中: 非流动资产处置损失	3388.60	972.90	1441.00	-34.79	0.00
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	114529.60	121186.20	121058.80	2.81	90884.80
减: 所得税费用	2386.80	13709.30	13951.60	141.77	3110.50
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	112142.80	107476.90	107107.20	-2.27	87774.30
其中: 归属于母公司所有者的净利润	64696.10	85244.10	81176.90	12.02	79080.60
少数股东损益	47446.60	22232.90	25930.20	-26.07	8693.70

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)	08 年 1-6 月
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	1090340.40	1134526.40	1650178.90	23.02	1129800.10
收到的税费返还	4404.70	5717.20	389.30	-70.27	2184.10
收到其他与经营活动有关的现金	25643.50	64460.40	76220.60	72.40	110350.00
经营活动现金流入小计	1120388.60	1204704.00	1726788.80	24.15	1242334.20
购买商品、接受劳务支付的现金	587816.40	613315.80	891963.70	23.18	583805.70
支付给职工以及为职工支付的现金	157679.50	218487.30	327280.80	44.07	142073.50
支付的各项税费	80390.50	106459.00	168451.80	44.76	126472.40
支付其他与经营活动有关的现金	142952.90	118662.70	69343.80	-30.35	94982.20
经营活动现金流出小计	968839.30	1056924.80	1457040.10	22.63	947333.80
经营活动产生的现金流量净额	151549.30	147779.20	269748.70	33.41	295000.40
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	3400.70	140.00	560.40	-59.41	132.40
取得投资收益收到的现金	72.10	69.70	429.20	143.98	1130.70
处置固定资产、无形资产和其他长期	195.20	289.80	16508.00	819.62	1644.80
处置子公司及其他营业单位收到的	11594.00	8382.80	0.10	-99.71	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	13697.40	1639.70	28326.50	43.81	6129.70
投资活动现金流入小计	28959.40	10522.00	45824.20	25.79	9037.60
购建固定资产、无形资产和其他长期	225647.00	286650.10	519329.70	51.71	227002.30
投资支付的现金	67116.70	4183.20	91680.60	16.88	117733.60
取得子公司及其他营业单位支付的					
支付其他与投资活动有关的现金	208.40	9144.20	4574.90	368.53	8051.80
投资活动现金流出小计	292972.10	299977.50	615585.20	44.95	352787.70
投资活动产生的现金流量净额	-264012.70	-289455.50	-569761.00	46.90	-343750.10
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	85211.00	62235.80	28621.30	-42.04	32830.00
取得借款收到的现金	179021.40	272705.20	533137.40	72.57	638226.80
收到其他与筹资活动有关的现金	17868.90	8984.70	12082.00	-17.77	70078.10
筹资活动现金流入小计	282101.30	343925.70	573840.70	42.62	741134.90
偿还债务支付的现金	72224.10	107960.30	169400.30	53.15	255188.80
分配股利、利润或偿付利息支付的现	8114.40	25036.20	34930.30	107.48	28026.10
支付其他与筹资活动有关的现金	6904.80	6513.00	200.80	-82.95	6910.70
筹资活动现金流出小计	87243.30	139509.50	204531.40	53.11	290125.60
筹资活动产生的现金流量净额	194858.00	204416.20	369309.30	37.67	451009.30
四、汇率变动对现金及现金等价物					0.40
报表合并范围变更影响现金流入					
五、现金及现金等价物净增加额	82394.60	62739.90	69297.00	-8.29	402260.00
加: 期初现金及现金等价物余	246778.40	329173.00	396468.10	26.75	465765.30
六、期末现金及现金等价物余额	329173.00	391912.90	465765.10	18.95	868025.30

附件 4-2 公司合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2005 年	2006 年	2007 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	112142.80	107476.90	107107.20	-2.27
资产减值准备	-8504.60	-23592.70	-1345.90	-60.22
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	65640.80	83610.20	95498.00	20.62
无形资产摊销	2515.00	3445.10	5104.00	42.46
长期待摊费用摊销	1258.80	25.20	383.00	-44.84
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 (收益以“一”号填列)	1674.70	-305.30	759.00	-32.68
固定资产报废损失(收益以“一”号填列)	1001.90	382.60	264.60	-48.61
公允价值变动损失(收益以“一”号填列)				
财务费用(收益以“一”号填列)	-23259.00	3014.60	14851.00	
投资损失(收益以“一”号填列)	-343.40	-843.30	-1814.80	129.89
递延所得税资产减少(增加以“一”号填列)	-1660.80	-3330.50	-2437.30	21.14
递延所得税负债增加(减少以“一”号填列)				
存货的减少(增加以“一”号填列)	-44502.10	-21408.70	-5171.50	-65.91
经营性应收项目的减少(增加以“一”号填列)	42586.70	-103053.80	-140474.10	
经营性应付项目的增加(减少以“一”号填列)	2998.50	102358.90	198867.00	714.38
其他				
经营活动产生的现金流量净额	151549.30	147779.20	269748.70	33.41
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	329173.00	391912.90	465765.30	18.95
减: 现金的期初余额	246778.40	329173.00	396468.30	26.75
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	82394.60	62739.90	69297.00	-8.29

附件 5 公司主要计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 6 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	10.66	6.26	8.53	--
存货周转次数(次)	7.75	5.38	6.72	--
总资产周转次数(次)	0.56	0.22	0.51	--
盈利能力				
主营业务利润率(营业利润率)(%)	23.10	23.83	26.78	32.22
总资本收益率(%)	10.56	7.21	5.56	3.05
净资产收益率(%)	18.04	9.91	8.90	6.33
财务构成				
长期资本化比率(%)	52.23	32.57	32.39	38.86
全部资本化比率(%)	54.53	36.61	44.59	51.80
资产负债比率(%)	69.12	57.29	62.38	65.97
偿债能力				
流动比率(%)	111.34	117.17	82.51	98.15
速动比率(%)	94.01	98.98	70.09	85.18
EBITDA 利息倍数(倍)	6.70	14.11	17.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.45	2.79	4.11	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.15	-0.23	-0.31	5.01
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.49	-8.92	-21.97	--
现金偿债倍数(倍)	3.55	4.70	5.34	--
现金流				
现金收入比(%)	105.40	98.88	111.80	113.12
利润现金比率(%)	135.14	137.50	251.85	336.09

注：公司从 2007 年开始执行新会计准则。2008 年数据未经审计。

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率*	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入 / 平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
主营业务利润率	主营业务利润 / 主营业务收入净额 × 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%
债务结构指标	
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 / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
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 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
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%
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 / 利息支出
本期债券偿债能力	
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度

注: 长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

全部债务 = (长期债务 + 短期债务)

EBITDA = 利润总额 + 利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

筹资活动前现金流量净额 = 经营活动产生的现金流量净额 + 投资活动产生的现金流量净额

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 7 企业主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，企业主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 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

联合资信评估有限公司关于 陕西煤业化工集团有限责任公司 2009 年度企业主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在陕西煤业化工集团有限责任公司企业主体长期信用等级有效期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

陕西煤业化工集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。陕西煤业化工集团有限责任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，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注陕西煤业化工有限责任公司的经营管理状况及相关信息，如发现陕西煤业化工集团有限责任公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整企业主体长期信用等级。

如陕西煤业化工集团有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信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，直至陕西煤业化工集团有限责任公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如陕西煤业化工集团有限责任公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送陕西煤业化工集团有限责任公司、主管部门、交易机构等。

联合资信评估有限公司

二零零九年一月四日