

跟踪评级公告

联合[2015] 327 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山西煤炭进出口集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，将评级展望调整为负面，并维持“14山煤CP002”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年三月十八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层（100022）

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

山西煤炭进出口集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 负面
上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 山煤 CP002	15 亿元	2014/09/18-2015/09/18	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 3 月 18 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	134.01	82.27	82.54	80.00
资产总额(亿元)	538.94	717.96	716.16	790.25
所有者权益(亿元)	120.02	130.45	125.09	138.22
短期债务(亿元)	135.11	177.00	223.57	262.70
全部债务(亿元)	317.47	370.65	441.63	522.79
营业收入(亿元)	711.63	1101.66	1272.69	794.48
利润总额(亿元)	21.58	13.09	7.41	2.44
EBITDA(亿元)	38.02	43.39	30.83	--
经营性净现金流(亿元)	5.66	-1.93	19.17	-19.37
营业利润率(%)	7.85	5.57	3.72	3.36
净资产收益率(%)	11.75	3.94	2.05	--
资产负债率(%)	77.73	81.83	82.53	82.51
全部债务资本化比率(%)	72.57	73.97	77.93	79.09
流动比率(%)	171.78	112.05	104.53	117.42
全部债务/EBITDA(倍)	8.35	8.54	14.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	2.07	1.70	--
经营现金流动负债比(%)	2.40	-0.49	5.13	--

注: 2014 年 3 季度财务数据未经审计; 长期债务包含融资租赁款。

分析师

钟睿 李嘉 高延龙

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

山西煤炭进出口集团有限公司(以下简称“公司”)作为中国大型煤炭经销企业之一,在内外贸运销体系及地方煤炭资源整合等方面具备综合优势。

跟踪期内,公司自产煤炭产量稳步提升,非煤贸易板块大幅增长对营业收入贡献权重有所增大。同时联合资信关注到,煤炭行业景气度持续低迷,公司煤炭板块盈利能力逐年下降,盈利空间较低的贸易板块规模大幅增长,一并致使公司营业利润率持续下滑;公司债务规模不断加大,债务负担维持高位。

另外,根据公司业绩预亏公告,受重大诉讼事项、财务费用上升及煤炭售价下降等因素影响,公司 2014 年年度业绩将出现亏损,亏损金额预计 23 亿元到 25 亿元,对公司经营及财务产生一定影响。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望调整为负面;维持“14 山煤 CP002”信用等级为 A-1。

优势

1. 作为山西省煤炭资源整合的 7 家主体之一,跟踪期内,公司煤炭资源整合工作稳步推进,自产煤炭产量稳步提升。
2. 公司现金类资产和经营活动现金流入量对“14 山煤 CP002”覆盖程度高。

关注

1. 煤炭行业景气程度连续下行,公司本部持续亏损,盈利能力受到挤压,同时贸易规模大幅增长,公司营业利润率持续下滑。
2. 公司债务规模不断加大,债务负担维持高位,对外融资需求仍处于较高水平。
3. 公司“11 山煤债”于 2014 年 5 月 9 日起在上海证券交易所暂停上市。
4. 公司于 2015 年 3 月 10 日发布了 2014 年年度

业绩预亏公告，亏损金额预计达23亿元到25亿元，主要原因包括子公司山煤国际涉及重大诉讼，依据谨慎性原则计提大额减值准备；诉讼事项导致山煤国际沉淀资金增加，贷款总额增大，融资成本提高，财务费用大额增加；煤炭市场持续低迷，煤炭售价降幅较大；同时，公司本部财务费用也大幅上升，亏损程度加大。

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）与山西煤炭进出口集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山西煤炭进出口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、联合资信与评级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，未因山西煤炭进出口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山西煤炭进出口集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“14 山煤 CP002”到期兑付日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山西煤炭进出口集团有限公司主体长期信用及“14山煤 CP002”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山西煤炭进出口集团有限公司（以下简称“公司”）前身是 1980 年 7 月 1 日成立的山西省地方煤炭对外贸易公司；1992 年经国务院批准，获得煤炭出口自营权，开始自营和代理双轨运行；1995 年 12 月更名为山西煤炭进出口集团公司；2001 年经国家批准实现了铁路运输计划单列；2003 年取得煤炭内销经营权；2008 年 4 月 2 日，公司整体改制为山西煤炭进出口集团有限公司；2009 年完成与山煤国际能源集团股份有限公司（以下简称“山煤国际”，股票代码：600546，原名中油化建）重组，截至 2014 年 9 月底，公司持有山煤国际 57.43% 股份，为其第一大股东。截至 2014 年 9 月底，公司注册资本为 20.00 亿元，实收资本为 22.29 亿元，山西省国有资产监督管理委员会是其唯一股东。

公司经营范围：煤炭、焦炭及副产品的出口业务，自营和代理除国家组织统一经营以外的商品和技术进出口业务；开展“三来一补”、进料加工业务；经营对销贸易及转口贸易。投资兴办煤炭、焦炭生产企业；煤炭、焦炭的储运、销售；外事咨询服务；房地产开发；批发零售日用百货、建材。

公司拥有中国煤炭出口专营权（中国四家、山西省唯一一家）、中国内销煤经销资格和铁路运输计划单列权，并被山西省政府确定为全省煤炭资源整合的七家主体之一。截至 2014 年 9 月底，公司下设董事会办公室、办公室、组织人事处、战略发展处、法律处、企管处、信息处、审计处、财务管理中心、投资管理处、安

全生产管理处、网络技术处、行政处、车辆管理处、技术中心等职能部门（见附件 1-2），拥有 2 个驻外机构、全资及控股子公司 27 个。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 716.16 亿元，所有者权益 125.09 亿元（其中少数股东权益 76.90 亿元）；2013 年公司实现营业收入 1272.69 亿元，利润总额 7.41 亿元。

截至 2014 年 9 月底，公司合并资产总额 790.25 亿元，所有者权益 138.22 亿元（其中少数股东权益 86.44 亿元）；2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 794.48 亿元，利润总额 2.44 亿元。

公司地址：山西省太原市长风街 115 号，法定代表人：郭海。

三、宏观经济和政策环境

2014 年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值 419908 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.4%。分季度看，一季度同比增长 7.4%，二季度增长 7.5%，三季度增长 7.3%。虽然 GDP 增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.7%，比上年同期提高 1.2 个百分点，高于第二产业 2.5 个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%，比上年同期提高 2.7 个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额 189151 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.8%），增速比上年回落 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）357787 亿元，同比名义增长 16.1%（扣除价格因素实际增长 15.3%），增速比上年回落 1.2 个百分点；进出口总额 194223 亿元人民币，同比增长 3.3%，增速比上年加快 2.1 个百分点。

2014 年前三季度,中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元,比去年同期增加 7973 亿元,增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元,同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元,比去年同期增加 12107 亿元,增长 13.2%,完成预算的 67.7%,比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度,中国人民银行继续实施稳健的货币政策,灵活开展公开市场操作,搭配使用短期流动性调节工具(SLO)、中期借贷便利(MLF)、常备借贷便利(SLF)等调节方式。9 月末,广义货币(M_2)余额 120.21 万亿元,同比增长 12.9%,狭义货币(M_1)余额 32.72 万亿元,增长 4.8%,流通中货币(M_0)余额 5.88 万亿元,增长 4.2%。9 月末,人民币贷款余额 79.58 万亿元,人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看,银行体系流动性充裕,货币信贷和社会融资平稳增长,贷款结构继续改善,市场利率回落,金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看,前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势,但国内外环境仍然错综复杂,经济发展仍面临不少困难和挑战,特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出,2015 年是全面深化改革的关键之年,稳增长为 2015 年经济工作首要任务,将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间,并将带动基础建设等投资,从而对经济稳定增长起到支撑作用。

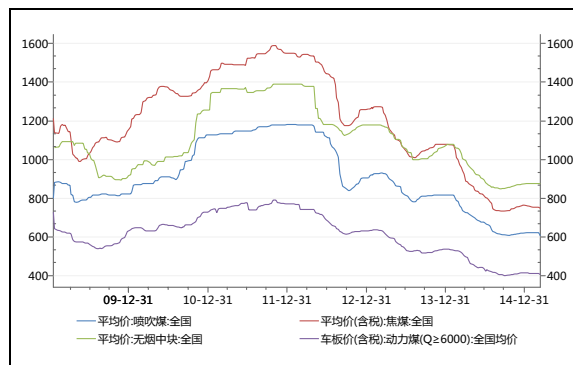
四、行业及区域经济环境

1. 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1 近年国内主要煤炭品种含税均价



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2015年3月13日,全国喷吹煤、焦煤、无烟煤(中块)及动力煤($Q \geq 6000$)均价分别为605元/吨、749元/吨、877元/吨和407元/吨,同比分别下跌19.44%、21.98%、15.02%和22.03%,较2013年同期分别下跌34.95%、41.07%、25.30%和35.60%,较2012年同期分别下跌48.64%、51.46%、36.54%和45.22%。

2. 进口冲击

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(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。

3. 行业政策

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。

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。

五、基础素质分析

跟踪期内,公司产权状况无重大变化发生,截至2014年9月底,公司注册资本20.00亿元,山西省国有资产监督管理委员会是公司唯一出资人;企业规模及人员素质等方面也无重大变化。

六、管理分析

跟踪期内,公司在管理体制、制度及股权结构等方面无重大变化。

七、重大事项

(1) “11 山煤债” 暂停上市

根据2014年4月30日公司披露的《2011年山西煤炭进出口集团有限公司公司债券停牌公告》,因公司连续两年亏损,公司发行的“11 山煤债”(债券代码122772)已于2014年4月30日开始连续停牌。

根据2014年5月8日公司在上海证券交易所的公告《山西煤炭进出口集团有限公司关于“11 山煤债”债券暂停上市的公告》(以下简称“暂停公告”),日前,公司收到上海证券交易所发来的《关于对2011年山西煤炭进出口集团有限公司公司债券实施暂停上市的决定》(以下简称“决定”)。根据“决定”,公司2011年发行的公司债券自2014年5月9日起暂停上市,债券简称由“11 山煤债”更名为“山煤暂停”,债券代码不变。“暂停公告”同时说明公

司债券暂停上市期间，公司将继续履行有关法规及《上海证券交易所公司债券上市规则》规定的有关义务。

（2）重大诉讼

公司于 2014 年 7 月 3 日发布“山西煤炭进出口集团有限公司关于其下属三级子公司涉及诉讼公告”（以下简称“诉讼公告”）称，公司下属三级子公司山煤煤炭进出口有限公司（以下简称“进出口公司”）在开展氧化铝等国际贸易和国内贸易过程中，由于下游客户广南（香港）有限公司、新联国际集团有限公司及青岛亿达矿业有限公司未按合同约定支付到期货款，经多次协商未果，进出口公司于 2014 年 6 月 25 日向山西省高级人民法院提起诉讼；被告除上述 3 家公司外，还包括青岛德诚矿业有限公司、德正资源控股有限公司（以下简称“德正控股”）和化隆先奇铝业有限责任公司。本期诉讼案中，诉讼请求金额为美元 1.20 亿元，以及人民币 3.52 亿元。

另外，公司于 2014 年 8 月 28 日再次发布了仲裁公告和诉讼公告各一个，涉案内容依然与进出口公司开展的国际贸易相关，其中 2 起仲裁案件中进出口公司（申请人）仲裁请求金额合计为美元 0.42 亿元；2 起诉讼案件中进出口公司（原告）诉讼请求金额合计为美元 0.95 亿元。

综合来看，上述诉讼事项中请求金额较大，如果公司无法收回所欠货款，预计将对公司资金流动性及利润水平产生一定影响。

（3）业绩预亏

根据公司于 2015 年 3 月 10 日发布的《山西煤炭进出口集团有限公司 2014 年年度业绩预告》，经公司财务部门初步测算，预计 2014 年年度公司经营业绩将出现亏损，预计亏损 23 亿元到 25 亿元，其中子公司山煤国际亏损金额预计为 15 亿元到 17 亿元（山煤国际于 2015 年 1 月 30 日发布《山煤国际能源集团股份有限

公司 2014 年年度业绩预亏公告》），主要亏损原因包括：①山煤国际涉及重大诉讼，依据谨慎性原则计提了大额减值准备；②受诉讼事项影响，山煤国际沉淀资金增加，贷款总额增大，融资成本提高，导致财务费用大额增加；③煤炭市场持续低迷，煤炭售价降幅较大。对公司本部而言，亏损原因主要为融资规模扩大，导致财务费用不断上升。

八、经营分析

1. 经营概况

公司属于综合性煤炭企业，主要经营煤炭销售和生产业务，并涉及金融、房地产及铝业贸易等非煤业务。公司营业收入由煤炭业务收入（包括煤炭生产销售及进出口贸易）和非煤业务收入构成。

2013 年，公司实现营业收入 1272.69 亿元，同比增长 15.52%。从收入构成来看，煤炭业务收入规模及占比均有所下降，2013 年占营业收入比例下降至 64.11%；从毛利润构成来看，受煤炭整体价格下降、人工及物流等成本上升的双重影响，公司贸易业务利润空间被逐渐压缩，导致公司煤炭板块毛利率继续下滑，2013 年和 2014 年 1~9 月，分别为 5.25% 和 5.13%。从非煤业务来看，跟踪期内，公司金融投资板块及其他板块收入规模大幅增长，主要来自非煤类大宗商品贸易和铝业贸易收入增长，对营业收入贡献权重有所加大，但盈利能力低，对公司利润贡献较小。总体看，煤炭板块收入有所下降，盈利能力持续下滑；非煤业务快速发展，但对公司整体利润贡献有限。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 794.48 亿元，同比下降 26.79%，其中煤炭业务实现收入 491.71 亿元，占比为 61.89%；煤炭业务及公司整体毛利率分别降至 5.13% 和 3.63%。

表1 公司营业收入构成（单位：亿元、%）

板块		2012 年			2013 年			2014 年 1-9 月		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭板块		933.45	84.73	6.10	815.92	64.11	5.25	491.71	61.89	5.13
非煤 板块	金融投资板块	128.58	11.67	0.30	312.32	24.54	0.85	191.43	24.10	0.47
	高铁轮对制造 板块	11.05	1.00	24.30	--	--	--	--	--	--
	其他	28.58	2.60	32.90	144.45	11.35	2.66	111.34	14.01	2.71
合计		1101.66	100.00	5.57	1272.69	100.00	3.87	794.48	100.00	3.63

资料来源：公司提供

注：1. 煤炭业务中包括焦炭；

2. 2012 年其他业务以房地产为主；2013 年其他业务以广东德润投资有限公司（简称“德润公司”，为 2012 年新纳入合并子公司）业务收入为主；

3. 2013 年，公司将高铁轮对制造板块业务剥离，交由太原市重型机械有限公司托管，且不再纳入公司合并报表范围。

煤炭业务

（1）煤炭贸易

2013 年，公司煤炭贸易量（含焦炭）为 13786.75 万吨，同比小幅增长 1.61%；受煤炭行业整体呈现低迷状态，省内煤炭贸易量有所下滑，2013 年公司煤炭内销量 11596.45 万吨，同比下降 7.88%。2014 年 1~9 月，公司煤炭贸易量为 7429.78 万吨，同比下降 22.44%。

包括自有煤矿生产和外购煤两部分；销售模式分内销模式和外销模式，内销模式全部采用自营销售方式；外销模式分为自营销售方式和代理销售方式，自营销售方式为从采购到销售所有收入、费用、利润都归属公司，代理销售主要是代理省内及省外各大矿务局的煤炭销售，从中收取代理费。

表2 公司煤炭运销业务情况（单位：万吨、万美元）

项目	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
一、贸易量	13568.12	13786.75	7429.78
外贸量	617.86	496.16	283.78
煤炭：出口	153.94	61.23	35.12
进口	296.04	288.19	173.85
转口贸易	49.83	146.74	74.81
内销量	12968.25	13290.59	7146.00
煤炭	12587.85	11596.45	6761.83
焦炭	91.00	90.01	52.25
二、进出口总额	185803.88	248187.31	112709.65
出口金额	28111.40	7766.85	3567.99
进口金额	42379.54	33911.29	13665.80
转口金额	115312.94	206509.17	95475.86
三、运量	2840.79	2897.76	2293.34
煤炭运量	2840.79	2897.76	2293.34
铁运	2127.98	2104.57	1532.42
航运	712.81	193.19	760.92

资料来源：公司提供

注：2012 年公司煤炭贸易中有部分因延迟结算未确认收入。

公司主要销售产品是动力煤（电煤），来源

表3 公司煤炭自有产量及采购量情况（单位：万吨）

项 目	2012年	2013年	14年1-9月
自有煤炭产量	1567.50	1617.00	1446.44
煤炭采购量	11020.35	12470.33	6302.41
合计	12587.85	14087.33	7748.85

资料来源：公司提供

煤炭内销方面，公司的煤炭产品主要销往广东、浙江、上海等沿海省份，且80%以上的内销煤销往电力行业。2013年，公司内销煤均价为535.00元/吨，同比下降12.52%；2014年1~9月，公司内销煤价降至454.67元/吨。公司内销主要客户包括国电燃料有限公司、浙江物产电力燃料有限公司、浙江浙能富兴燃料有限公司等大型企业。

表4 公司近年煤炭销售均价情况（单位：元/吨）

项目	2012 年	2013 年	14 年 1-9 月
煤炭出口	1186.98	825.64	623.50
煤炭内销	611.59	535.00	454.67

资料来源：公司提供

煤炭出口方面，受煤炭出口政策调整等因素影响，公司调整内销煤和外销煤的比例，增大内销煤的市场份额。2012年和2013年，公司煤炭出口量分别为153.94万吨和61.23万吨，保持下降趋势；2013年，公司煤炭出口均价首次跌破1000元/吨，为825.64元/吨。2014年1~9月，公司煤炭出口量35.12万吨，出口均价为623.50元/吨。

总体上，公司既有的煤炭运销网络完善，但煤炭行业景气度持续低迷制约了公司煤炭贸易业务发展，煤炭内贸量有所下降，销售均价持续走低，未来煤炭贸易经营压力加大。

(2) 煤炭生产

2009年，公司作为山西省煤炭资源整合的7大主体之一，参与大同、忻州、晋中、临汾、长治、晋城等地煤矿资源整合，拟整合可采资源储量13.81亿吨。

截至2014年9月底，公司已成功整合54座煤矿，形成20座主体矿井，总地质储量27.61亿吨，核定年生产能力2790万吨。在20座主

体矿井中：生产矿井6座，分别为经坊、大平、凌志达、霍尔辛赫、铺龙湾和宏远，其中宏远矿井于2014年初正式投产；过渡生产同时进行技改煤矿14座（韩家洼、长春兴、东古城、草垛沟、河曲旧县露天、上炭水、豹子沟、万家庄、恒兴、陆成、鑫顺、鹿台山、庄子河和镇里），相比2012年底减少了宏远矿井和新东西沟矿井，其中新东西沟系目前股权尚不明确，公司暂不将其纳入技改范畴。

随着公司资源整合的顺利实施及下属部分矿井在建项目投产，公司煤炭产能开始快速释放，原煤产量保持稳定增长。2013年，公司生产原煤1617.00万吨，同比增长3.16%；2014年1~9月，公司生产原煤1446.43万吨，同比增长37.32%。

总体上，近年公司可控煤炭资源量和产量的增长有力提升了公司可持续发展能力。但联合资信也关注到，与山西省其他煤炭资源整合主体相比，公司目前所拥有的煤炭资源储量及原煤产能仍相对较小。

表5 公司资源储量及自有煤炭产量

煤矿名称	概况	煤种	地质储量	可采储量	核定/计划能力	实际产量（万吨）		
			（万吨）	（万吨）	（万吨/年）	2012年	2013年	14年1-9月
经坊煤业	控股	贫瘦煤	44000	23000	240	339.00	276.00	221.48
凌志达煤业	控股	无烟煤	11379	8000	150	151.00	151.00	98.94
铺龙湾	控股	气煤	11748	5736	120	156.00	183.00	200.58
霍尔辛赫	控股	贫煤	54530	23620	300	333.00	390.00	297.25
大平煤业	控股	贫瘦煤	6500	3327	150	163.00	153.00	117.48
宏远	控股	贫煤	4991	2665	120	--	--	10.75
现有矿井合计			133148	66348	1080	1142.00	1153.00	946.48
联合试运转煤矿	整合		142973	71791	1710	425.50	464.00	499.95
合计			276121	138139	2790	1567.50	1617.00	1446.43

资料来源：公司提供

注：1、鹤儿山煤矿自2012年起成为公司参股企业，不再将其纳入公司整体煤炭统计范畴；

2、联合试运转煤矿中新东西沟矿井由于股权尚不明确，自2013年起将其从统计范畴中剔除。

总体看，跟踪期内，公司煤炭产量稳步增长，未来随着公司煤炭资源整合的持续推进以及整合煤矿技改项目完成并达产，公司煤炭生

产规模有望保持扩张趋势。

非煤业务

2012年以来，金融投资板块营业收入大幅

增加的主要原因是隶属山煤投资集团有限公司的一级子公司山煤经贸有限公司、山煤物资采购有限公司和宁波华泰贸易有限公司自2012年开始开展非煤类贸易业务，主要贸易品种包括矿石、建材、机械设备等大宗商品，公司将该类业务暂列入金融投资板块核算。2013年，公司金融投资业务实现收入312.32亿元，实现利润2.65亿元，同比分别增长142.90%和579.49%；2014年1~9月，实现收入和利润分别为191.43亿元和0.90亿元。

房地产方面，截至2014年9月底，公司房地产项目主要包括内蒙古香格里拉项目、富利达大同御东综合体项目、鑫盛联太原电机厂项目和鑫盛联大同御东新区项目，项目总投资额合计99.15亿元，截至2014年9月底已累计投资18.61亿元。

其他业务

公司其他收入来源主要为焦炭的仓储、物流，铁路发运，矿山机电设备与工矿配件的销售，以及铝业贸易。2012年11月公司收购广东德润投资有限公司51%的股份，当年并入合并报表，但利润及现金流量表仅并入2012年12月份数据；德润公司为公司与德正资源控股有限公司共同开发铝产业而成立的合资平台公司，注册资金1亿元，主要负责铝业板块国际国内贸易及海外氧化铝项目工作。截至2013年底，德润公司资产总额40.96亿元，2013年实现营业收入132.16亿元，净利润3.02亿元，成为了公司其他业务板块的主要收入来源。

另外，德正控股在公司重大诉讼案件中为被告之一，目前诉讼案件正在进行中。

未来发展

从公司煤炭板块在建项目看，公司投资支出主要集中于煤矿建设及相关技改工作，所有项目合计总投资额为115.04亿元，截至2014年9月底已完成投资88.73亿元。在不考虑股权融资的情况下，且考虑到房地产业务的投资情况，依据公司目前盈利能力、经营性现金净流量保守估计，公司存在一定的资金缺口，对

外筹资依赖性强。

九、募集资金使用情况

公司于2014年9月18日发行了“14山煤CP002”，发行额度15亿元，其中5亿元计划用于子公司山煤国际原煤等原材料采购，10亿元计划用于偿还集团本部银行贷款。

截至2015年2月底，“14山煤CP002”所募集资金已按上述预定用途使用完毕。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2012年度和2013年度财务报表分别经中审国际会计师事务所有限公司和中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，2014年1~9月财务报表未经审计。公司2013年新纳入合并范围二级子公司山西煤炭进出口集团洪洞恒兴煤业有限公司1家，减少山西煤炭进出口集团能源交通有限公司1家，对财务数据可比性影响较小。

2. 盈利能力

2013年公司实现营业收入1272.69亿元，较2012年增长15.52%。同期，公司营业成本增幅略高于营业收入，同比增长17.85%，导致营业利润率有所下降，从2012年的5.57%下降至3.72%。

从期间费用来看，2013年公司期间费用合计38.68亿元，同比下降16.67%；另外随着收入增长，期间费用率同比下降1.17个百分点至3.04%，公司期间费用控制能力保持较高水平。

受跟踪期内煤价持续下降影响，2013年公司营业利润及利润总额均有所下降，分别为7.62亿元和7.41亿元，同比分别下降44.47%和43.40%。

从盈利指标来看，2013年，伴随公司债务

规模不断上升以及盈利水平进一步下滑，公司总资产收益率和净资产收益率继续呈下降趋势，2013年两项指标分别为2.94%和2.05%，较上年分别下降1.94个百分点和1.89个百分点。

2014年1~9月，公司实现营业收入794.48亿元，利润总额2.44亿元，同比分别下降26.79%和63.59%；公司营业利润率为3.36%，较上年同期增长0.39个百分点。

总体看，跟踪期内，受行业景气度下滑导致煤炭价格下降影响，业务利润空间受到挤压，公司利润总额呈现持续下滑。另外，根据公司2014年年度业绩公告，受计提大额减值准备及财务费用大幅上升等因素影响，预计公司2014年利润总额将出现大幅亏损。

3. 现金流

从经营活动来看，随着公司煤炭产量及贸易量增加，2013年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长18.35%，达1230.58亿元；同期，公司代理出口业务规模大幅下降，代理出口现金净流出规模减小，因此公司收到、支付其他与经营活动有关的现金同比分别下降90.63%和89.25%，导致经营活动现金流入量较上年下降2.39%，金额为1253.58亿元；与此相对应，2013年公司经营活动现金流出量为1234.40亿元，较上年下降4.03%。2013年，公司经营活动现金流量净额由负转正，为19.17亿元。

从收入实现质量来看，2013年公司现金收入比为96.69%，较上年上升2.31个百分点，公司收入实现质量一般，且呈向好趋势。

从投资活动来看，随着资源整合的推进和井矿技改项目的大量投入，公司投资活动现金流出保持较大规模。2013年公司投资活动现金流出量为69.76亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金；支付其他与投资活动有关的现金主要系资源整合和工程开工的前期投入，为13.88亿元，较上年增加5.64亿元。2013年公司投资活动产生的现金

流量继续表现为净流出，合计-56.49亿元。2013年，公司筹资活动前现金流量净额合计-37.32亿元，存在较大的外部融资需求。

筹资活动方面，2013年公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金，筹资活动现金流量净额合计21.74亿元，同比增长29.06%。

2014年1~9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入量分别为909.84亿元和1029.67亿元，同比分别下降14.61%和9.44%；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金及经营活动现金流出量分别为882.89亿元和1049.04亿元。公司经营活动产生的现金流量净额为-19.37亿元，现金收入比上升至114.52%。公司投资活动现金流量净额为-16.18亿元，筹资活动现金流量净额为45.61亿元。

总体看来，跟踪期内，公司经营活动净现金流波动较大，2014年前三季度经营活动现金净流出规模大幅上升；受资源整合影响，公司投资支出维持较大规模，对外筹资压力一直较大。

4. 资本及负债结构

资产

截至2013年底，公司资产总额716.16亿元，其中流动资产占54.61%，非流动资产占45.39%。截至2014年3月底，公司资产总额748.57亿元，其中流动资产占57.86%，非流动资产占42.14%。

截至2013年底，公司流动资产391.06亿元，同比下降10.79%，主要是货币资金和其他应收款减少所致；构成仍以货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货为主，占比分别为14.20%、24.68%、24.86%、12.88%和16.34%。

截至2013年底，公司货币资金55.53亿元，同比下降17.39%，主要为银行存款和其他货币资金，占比分别为78.11%和21.80%，其中受限货币资金合计6.24亿元；交易性金融资产1.41

亿元，主要是指定为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25.61亿元，同比增长70.88%，主要是客户以银行承兑汇票（占86.14%）和商业承兑汇票（占13.86%）付款方式规模增加所致。

截至2013年底，公司应收账款账面余额96.52亿元，较上年下降7.75%；其中，按个别认定法计提坏账的应收账款占0.09%，计提坏账准备为0.08亿元，按账龄分析法计提坏账的应收账款占99.91%，计提坏账准备1.04亿元；按账龄分析法计提坏账的应收账款1年以内的占96.02%，1~2年的占2.35%，2~3年的占0.84%，3年以上的占0.79%；2013年公司合计提取1.12亿元的坏账准备，计提比例1.15%。

截至2013年底，公司预付款项97.23亿元，同比下降9.55%，主要系随着公司部分煤炭资源整合并购完成，以预付款的形式记账的整合资源保证相应减少；预付款项中，1年以内的预付款项占78.37%，1~2年的占17.29%，计提坏账准备金额2.00亿元，计提比例2.01%。

截至2013年底，公司其他应收款余额为50.39亿元，同比下降35.81%，主要系贸易延迟结算形成的应收款项。在采用账龄分析法（占22.60%）计提坏账准备的其他应收款中，1年以内的占87.14%，1~2年的占2.37%，2~3年的占2.69%，3年以上的占7.79%。公司共计提1.28亿元坏账准备，整体计提比例为2.48%。

截至2013年底，公司存货余额为63.92亿元，同比下降1.19%。存货构成主要为库存商品（产成品），占比为67.79%。公司计提存货跌价准备2949.93万元，由于公司库存商品主要为煤炭，2013年公司存货周转次数为19.03次，存货周转效率较高，发生跌值损失的可能性较小。

截至2014年9月底，公司流动资产合计451.29亿元，较2013年底增长15.40%，主要来自预付款项、其他应收款和存货的增长；构成仍以货币资金（占14.47%）、应收账款（占21.72%）、预付款项（占26.53%）、其他应收款（占15.09%）和存货（占18.86%）为主，资产结构基本保持

稳定。受重大诉讼事件影响，公司就应收账款计提了大额减值准备，根据诉讼请求金额，预计该减值准备金额计提较为充分。

截至2013年底，公司非流动资产325.09亿元，同比增长16.27%，主要源自长期股权投资、固定资产和在建工程的增长；主要构成以固定资产、在建工程和无形资产为主，占比分别为32.32%、27.49%和29.84%。

截至2013年底，公司长期股权投资20.36亿元，同比增长144.49%，主要是对原下属子公司山西煤炭进出口集团能源交通有限公司投资和对联营企业江苏国信靖江发电有限公司投资增加所致，分别较2012年底增加5.00亿元和5.53亿元。

截至2013年底，公司固定资产净额105.06亿元，同比增长16.47%，主要来自房屋、建筑物的增长；构成方面，房屋及建筑物占61.38%，机器设备占23.18%，运输工具占13.49%。

截至2013年底，公司在建工程89.37亿元，同比增长25.07%，主要源自矿井建设工程投资增长。

截至2014年9月底，公司非流动资产合计338.96亿元，较2013年底增长4.27%。构成仍以固定资产（占30.87%）、在建工程（占31.69%）、无形资产（占30.23%）为主，资产构成保持稳定。

总体看，跟踪期内，随着煤炭资源整合逐步到位，公司资产规模相对稳定，资产结构以流动资产为主；但考虑到重大诉讼事项预计将导致计提大额减值准备，公司整体资产质量将受到一定影响。

所有者权益

截至2013年底，公司所有者权益125.09亿元，较上年下降4.10%，主要是公司本部持续亏损导致未分配利润有所下降所致。2013年，公司实收资本增加166万元，系根据晋发改能源发【2013】1231号《山西省发展和改革委员会关于下达2013年省内国有重点煤矿改造和瓦斯治理示范矿井建设中央预算内项目省配套

资金投资计划的通知》增加实收资本 96 万元；据晋财建【2013】132 号《山西省财政厅关于下达 2013 年山西省信息化发展专项资金的通知》增加实收资本 70 万元。截至 2013 年底，归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、专项储备、盈余公积、未分配利润分别占 46.26%、47.67%、3.34%、1.99%和 0.90%。

截至2014年9月底，公司所有者权益合计138.22亿元，较2013年底增长10.49%，主要是资本公积和少数股东权益增加所致。截至2014年9月底，公司资本公积27.55亿元，较2013年底增长19.89%。所有者权益中，归属于母公司权益为51.78亿元，少数股东权益为86.44亿元，权益结构保持相对稳定。

总体看，跟踪期内，公司本部呈现持续亏损，公司所有者权益规模有所波动，但构成保持相对稳定。

负债

截至2013年底，公司负债总额591.06亿元，同比增长0.60%，其中流动负债占63.30%，非流动负债占36.70%，负债构成仍以流动负债为主。

截至2013年底，公司流动负债374.12亿元，同比下降4.37%，主要是应付账款和其他应付款减少所致；构成方面，短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款占比分别为46.27%、9.20%、20.81%、11.00%和4.73%。

截至2013年底，公司短期借款173.10亿元，同比增长10.84%；应付票据34.42亿元，同比大幅增长865.07%，主要系同期采购业务使用银承结算增加；应付账款77.85亿元，同比下降28.68%，其中账龄在1年以内的占88.99%；其他应付款17.70亿元，同比下降65.89%。

截至2013年底，公司非流动负债216.94亿元，同比增长10.53%，主要源自应付债券的增长。公司长期借款165.46亿元，同比增长2.99%；应付债券40亿元，同比增长100.00%，系2013年发行私募债券10亿元和非公开定向债务融资10亿元；长期应付款10.79亿元，同比下降26.40%，其中应付融资租赁款11.42亿元，已调

入公司长期债务。

截至2014年9月底，公司负债合计652.03亿元，较2013年底增长10.32%，主要来自短期借款和应付债券的增加。负债总额中，流动负债占58.94%，非流动负债占41.06%。公司负债结构仍以流动负债为主，与2013年底相比，非流动负债占比有所上升。

截至 2013 年底，公司全部债务为 441.63 亿元，同比增长 19.15%。从债务结构来看，公司短期债务占比逐年上升，2013 年底至 50.62%。债务结构指标方面，受公司债务规模不断增加影响，2013 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比均有所上升，分别为 82.53%、77.93%和 63.55%，较 2012 年底分别上升 0.70 个百分点、3.96 个百分点和 3.80 个百分点，公司债务负担有所加重。

截至2014年9月底，公司债务总额522.79亿元，较2013年底增长18.38%，其中短期债务占50.25%，长期债务占49.75%，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82.51%、79.09%和65.30%，公司债务负担较2013年底略有上升。

总体看，跟踪期内，公司债务负担有所加重，债务水平处于高位。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013 年底公司流动比率和速动比率分别为 104.53%和 87.44%，较上年分别下降 7.52 个百分点和 8.07 个百分点；公司经营现金流动负债比为 5.13%，经营活动现金流量净额对流动负债保护能力较弱；现金类资产为同期短期债务的 0.37 倍。2014 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 117.42%和 95.27%；现金类资产是同期短期债务的 0.30 倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标看，2013 年公司 EBITDA 合计 30.83 亿元，同比下降 28.94%，导致 EBITDA 利息保护倍数从 2012 年的 2.07 倍下降至 1.70 倍；同期，全部债务/EBITDA 由 2012

年的 8.54 倍上升至 14.32 倍。综合来看，公司整体偿债能力有所弱化。

截至 2014 年 9 月底，公司对外担保 3.10 亿元，担保比率 2.24%，其中，对智波交通运输设备有限公司担保 3.00 亿元，对大同韩家岭出口煤炭集运站担保 0.10 亿元。

智波交通运输设备有限公司（简称“智波交通”）为公司原子公司，2013 年公司将其剥离。智波交通成立于 2006 年 9 月，注册资本为 15000 万元，主要经营范围包括机械设备、机电设备、电子产品、五金交电、钢材、建筑材料（不含木材）等产品的销售。

大同韩家岭出口煤炭集运站，是山西省重点出口煤站之一，下设韩家岭出口煤加工厂，生产系统采用工业监视器集中监控，年加工能力 180 万吨，发运能力 200 万吨，是集储、装、运、加工、计量一体化的出口煤专用煤站，出口煤远销日本、韩国以及东南亚等国家和地区。

总体看，跟踪期内，被担保企业经营情况正常，公司或有负债风险相对较低。

截至 2014 年 9 月底，公司共获得银行授信 743.80 亿元，未使用额度 352.42 亿元，间接融资渠道通畅。公司下属子公司山煤国际（股票代码：SH.600546）为上海证券交易所上市公司，拥有直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（报告编号：NO.B201503090069611286），截至 2015 年 3 月 9 日，公司存在 1 笔已按期结清的关注类贷款信息记录，公司在公开市场发行债务融资工具履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司拥有中国煤炭出口专营权、中国内销煤经销资格和山西省内铁路运输计划单列资格，是中国大型煤炭经销企业之一。近年来，公司稳步推进煤炭贸易业务，积极拓展非煤产业，通过兼并重组地方煤矿，使煤炭资源量和

原煤生产能力得以稳定增加；但同时，受煤炭行业持续低迷及重大诉讼事件等因素影响，公司盈利空间不断收缩，财务费用攀升，且预计 2014 年年度业绩将出现亏损。总体看，公司整体抗风险能力有所弱化。

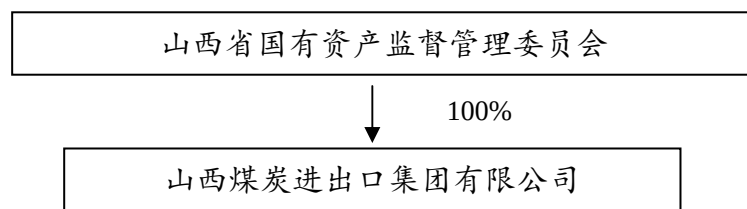
十一、本期债券偿还能力分析

公司于 2014 年 9 月 18 日发行“14 山煤 CP002”，发行期限 1 年，发行额度 15 亿元。2013 年，公司现金类资产、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 82.54 亿元、1253.58 亿元和 19.17 亿元，分别为“14 山煤 CP002”的 5.50 倍、83.57 倍和 1.28 倍；2014 年 9 月底，公司现金类资产为“14 山煤 CP002”的 5.33 倍。总体看，公司现金类资产和经营活动现金流入量对“14 山煤 CP002”覆盖程度高。

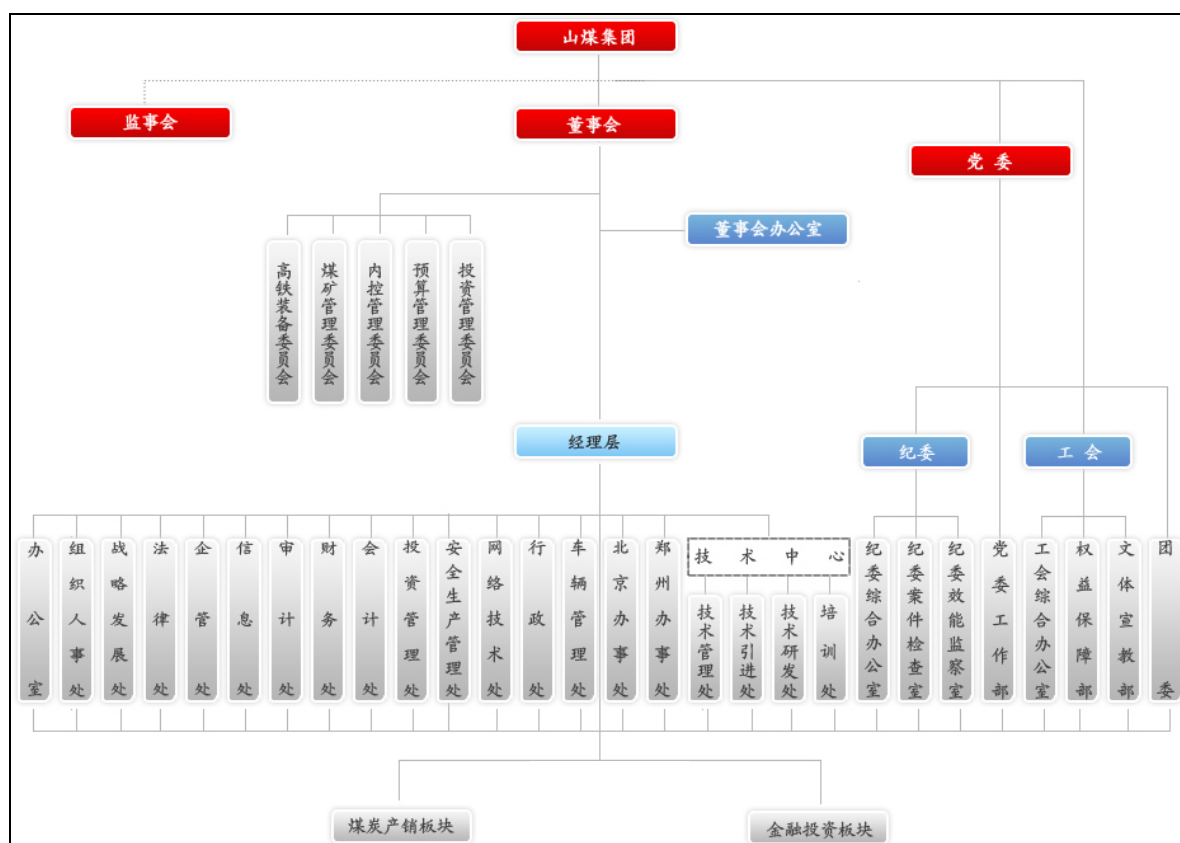
十二、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望调整为负面；维持“14 山煤 CP002”信用等级为 A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	134.01	82.27	82.54	80.00
资产总额(亿元)	538.94	717.96	716.16	790.25
所有者权益(亿元)	120.02	130.45	125.09	138.22
短期债务(亿元)	135.11	177.00	223.57	262.70
长期债务(亿元)	182.36	193.65	218.07	260.09
全部债务(亿元)	317.47	370.65	441.63	522.79
营业收入(亿元)	711.63	1101.66	1272.69	794.48
利润总额(亿元)	21.58	13.09	7.41	2.44
EBITDA(亿元)	38.02	43.39	30.83	--
经营性净现金流(亿元)	5.66	-1.93	19.17	-19.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.63	12.13	10.53	--
存货周转次数(次)	19.11	18.08	19.03	--
总资产周转次数(次)	1.77	1.75	1.77	--
现金收入比(%)	76.18	94.38	96.69	114.52
营业利润率(%)	7.85	5.57	3.72	3.36
总资本收益率(%)	5.31	4.88	2.94	--
净资产收益率(%)	11.75	3.94	2.05	--
长期债务资本化比率(%)	60.31	59.75	63.55	65.30
全部债务资本化比率(%)	72.57	73.97	77.93	79.09
资产负债率(%)	77.73	81.83	82.53	82.51
流动比率(%)	171.78	112.05	104.53	117.42
速动比率(%)	150.50	95.51	87.44	95.27
经营现金流流动负债比(%)	2.40	-0.49	5.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.76	2.07	1.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.35	8.54	14.32	--

注：公司 2014 年 3 季度财务数据未经审计；长期债务包含融资租赁款。

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	
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	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (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%
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
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	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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

附件 4 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，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息