

跟踪评级公告

联合[2011] 1062 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持天脊煤化工集团股份有限公司主体长期信用等级为AA⁻，评级展望为稳定，并维持其“10天脊债”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年十二月二十九日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

天脊煤化工集团股份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: 稳定
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
10 天脊债	10 亿元	2010/11/25- 2017/11/25	AA	AA

跟踪评级时间: 2011 年 12 月 29 日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	11 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.22	22.45	18.12
资产总额(亿元)	90.72	106.06	106.17
所有者权益(亿元)	32.94	32.25	31.66
短期债务(亿元)	23.36	32.16	31.57
全部债务(亿元)	45.81	59.46	56.79
营业收入(亿元)	47.44	51.05	14.17
利润总额(亿元)	1.34	0.93	-0.56
EBITDA(亿元)	5.90	5.64	--
经营性净现金流(亿元)	4.38	0.80	-3.95
营业利润率(%)	13.79	13.79	7.34
净资产收益率(%)	2.17	0.89	--
资产负债率(%)	63.69	69.60	70.18
全部债务资本化比率(%)	58.17	64.84	64.20
流动比率(%)	100.21	104.84	112.40
全部债务/EBITDA(倍)	7.76	10.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.42	3.31	--
经营现金流动负债比率(%)	12.76	1.76	--

注: 2011 年 1 季度数据未经审计。

分析师

姚德平

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.lhratings.com

评级观点

天脊煤化工集团股份有限公司(以下简称“公司”)是中国最大的硝基复合肥生产企业。跟踪期内,公司通过工艺改造,使硝酸磷钾肥和硝基复合肥的产能和产量大幅提高,优化了公司的产品结构。同时,公司科技进步明显,各项工程及新品开发进展顺利,有利于强化公司的竞争力。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也注意到公司目前债务负担较重,公司未来投资支出较大,对外融资需求增加对公司信用状况带来的不利影响。

随着公司新投资项目的陆续投产,公司收入规模有望扩大,盈利能力有望提高。联合资信对公司的评级展望为稳定。

“10 天脊债”由太原重型机械集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定,太原重型机械集团有限公司主体长期信用等级为 AA。该担保有助于增强存续债券本息偿还的安全性。

综合考虑,联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“10 天脊债”AA 的信用等级。

优势

1. 公司是中国生产规模最大的硝基复合肥生产企业,具有较强的规模竞争优势和行业领导地位。
2. 公司产品结构不断优化,有效分散了经营风险。
3. 公司经营活动现金流入量规模较大,对“10 天脊债”的保障程度较高。
4. “10 天脊债”由太原重型机械集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任担保,增强了该债券本息偿还的安全性。

关注

1. 公司整体债务呈加重趋势。
2. 目前化肥行业整体呈现产能过剩，公司未来项目投资规模较大且项目的收益存在一定的不确定性。

一、企业基本情况

公司前身为山西化肥厂，始建于 1983 年，是引进德国、日本、法国、挪威等 8 个国家的技术和设备建设的以煤为原料生产高效氮磷复合肥的大型现代化企业，是国家“六五”期间重点建设项目。1997 年 6 月，山西化肥厂整体改组为山西天脊煤化工集团有限责任公司；2007 年 6 月，根据山西省国资委晋国资产权函[2007]143 号文件《关于天脊煤化工集团有限公司整体变更为股份有限公司及国有股权管理有关问题的批复》批复，山西天脊煤化工集团有限责任公司整体变更设立为“天脊煤化工集团股份有限公司”。截至 2011 年 3 月底，公司注册资本 12 亿元，山西天脊煤化工集团有限公司持有公司 51.93% 的股权，为公司控股股东；中国建设银行股份公司、中国昊华化工(集团)总公司、山西省经济建设投资公司分别持有公司 27.64%、14.94% 和 5.49% 股份；山西省国有资产管理委员会（以下简称“山西省国资委”）持有山西天脊煤化工集团有限公司 100% 的股权，为公司实际控制人。

公司经营范围包括：苯胺、硝基苯、硝酸磷肥、硝酸磷钾肥、液氨、硝酸、三元肥、硝酸铵、硝酸钙、二氧化碳及其它化工产品，压缩、液化气体，水泥及制品，塑料编织袋及塑料制品的生产及销售；高压容器、第三类低、中压容器的制造、销售，化工技术研究、开发；劳务服务（不含对外）。经营本企业自产产品技术的出口业务；经营本企业生产所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进口业务（国家限定公司经营和国家禁止进出口的商务及技术除外）；经营进料加工和“三来一补”业务等。

公司内设生产运行部、安全管理部、环保能源部、工程管理部、备件材料部、质监部、企业管理部、人力资源部、计划财务部等 18 个职能部门。截至 2010 年底，公司拥有 8 家二级控股子公司。

截至 2010 年底，公司合并资产总额为 106.06 亿元，所有者权益合计为 32.25 亿元。2010 年，公司实现营业收入 51.05 亿元，利润总额 0.93 亿元。

截至 2011 年 3 月底，公司合并资产总额为 106.17 亿元，所有者权益合计为 31.66 亿元。2011 年 1~3 月，公司实现营业收入 14.17 亿元，利润总额 -0.56 亿元。

公司住所：山西省潞城市中华东大街 188 号；法定代表人：王光彪。

二、经营管理分析

1. 行业概况

磷肥

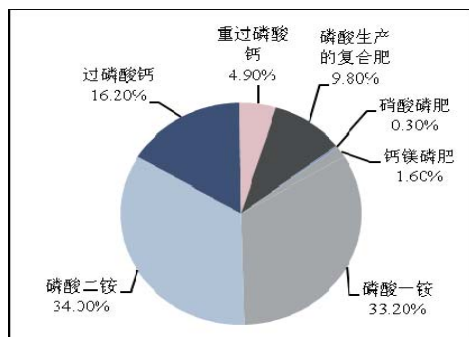
据中国石油和化学工业联合会的统计，截至 2010 年底，中国规模以上磷肥生产企业 366 家，复混肥料生产企业 1307 家。截至 2010 年底，中国已形成的磷复肥生产能力约 2000 万吨/年（按 100% P_2O_5 计算），其中磷酸二铵生产能力 1500 万吨/年，磷酸一铵 1400 万吨/年，重过磷酸钙 200 万吨/年，硝酸磷肥 100 万吨/年，以磷酸为原料生产的复合肥料 1100 万吨/年。

2010 年，中国磷复肥产量达到 1582.3 万吨（折 100% P_2O_5 计算），其中高浓度磷复肥在总产量中所占的比重超过 82%，自给率达 120.20%；国产磷复肥国内市场占有率达到 96.8%，已经完全能够满足国内需求，且有相当数量的产品要在国际市场上寻找出路。

磷肥产量方面，2010 年主要品种磷酸二铵的产量为 1171 万吨，在总产量中的比重达到 34.0%，2010 年出口量占国内产量的 34.1%。2010 年磷酸一铵的产量为 1134 万吨，在磷肥总产量中的比重为 33.2%；以磷酸生产的复合肥料产量 917 万吨，在磷肥总产量中的比重为 9.8%；重过磷酸钙 170 万吨，在磷肥总产量中的比重为 4.9%；硝酸磷肥产量为 47 万吨，在磷肥总产量中的比重为 0.3%；钙镁磷肥产量 155 万吨，在磷肥总产量中的比重为 1.6%；过

磷酸钙产量约为 1800 万吨，在总产量中的比重为 16.2%。

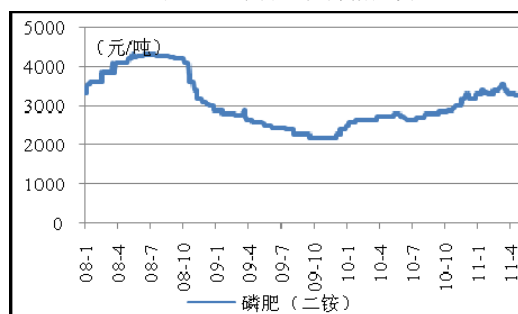
图 1 2010 年中国磷肥总产量构成



资料来源：中国石油和化学工业联合会

市场前景方面，近年来国内磷复肥的表观消费量已经基本保持在 1100~1200 万吨 P_2O_5 ，国内市场的平稳要靠大量出口才能维持。主要品种磷酸二铵产能约 1500 万吨，国内正常年份的需求只有 550~650 万吨；磷酸一铵产能 1400 万吨，国内需求 600~700 万吨。目前，一些地方还在大规模建设新项目，预计在相关项目建成投产之后，市场竞争将更加白热化。

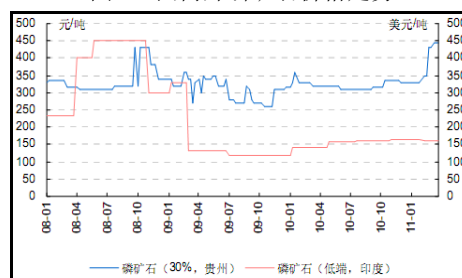
图 2 磷酸二铵价格走势



资料来源：化工在线

磷肥价格方面，2010 年以来，国际磷肥价格上涨明显，同期，中国磷肥出口创出新高，磷酸二铵全年出口 398.8 万吨，同比增长 92.4%。国内磷酸二铵在国际价格的带动下稳步上涨。

图 3 国内外磷矿石价格走势



资料来源：百川资讯

原材料价格方面，2010 年，磷矿石价格较为平稳。随着下游磷肥行业盈利的增加以及开采成本的增长，磷矿石的价格稳中有升，尤其是进入 2011 年后，磷矿石价格上涨更为明显。

原材料供应方面，近期湖北省政府规定，从 2011 年起，除省级地质勘察基金项目外，暂停省级磷矿规划区内所有矿种探矿权、采矿权的审批；逐步重组和关闭生产能力在 15 万吨/年以下的磷矿企业。继湖北之后，云南也极有可能出台相关“限采”措施，预计磷矿地区保护性开采或将在全国推开。

总体看，2010 年磷肥行业竞争激烈，产品需求增长明显，产品价格有所回升，但原材料价格亦有所上涨，磷肥生产企业的成本控制能力直接决定了企业在市场上的竞争力。

氮肥（尿素）

截至 2010 年底，中国尿素实物产能达到约 6700 万吨，是世界上最大的尿素生产国。2010 年，在生产成本上升、市场需求萎缩和出口受限的共同作用下，中国尿素产量为 2516.30 万吨（折纯量），出现了近年来的首次下降。2010 年上半年，原料供应短缺致使市场上货源不多，且由于北方天气持续寒冷，南方干旱，农业需求延期，原料煤炭价格随市而跌，国内尿素价格震荡走低。年中 5 月价格触底，至 7 月，受华东、华北、华中地区玉米追肥需求的增加，国内尿素市场出现上涨之势。8 月份起，受益于国际尿素价格大涨，出口订单大幅增长，尿素价格持续上涨。9 月份以后，受到国家节能减排的影响，尿素产量大幅下降，价格继续上

涨，至 10 月份，华东、华中和华北等各厂家的主流价格在 1900~1990 元/吨，个别成交出现 2000 元/吨以上。后因受到 12 月 1 日执行 110% 旺季关税的消息传言的影响，尿素价格出现下滑趋势，厂家开始下调价格从 2000 元/吨下调至 1980 元/吨，实际成交在 1950~1980 元/吨，下游需求仍不理想。进入 2011 年，国内尿素价格变化幅度不大，维持在 2000 元左右震荡。

尿素生产具有资金密集的特点和较为明显的规模经济效应，大型合成氨——尿素生产装置具有流程合理、能耗少的优势，能够通过扩产来抵御单位利润下滑所带来的影响。而一些小型尿素生产企业由于原料供应和成本方面的

劣势，利润空间将受到挤压，甚至出现亏损。预计未来随着市场竞争的进一步加剧，以及原料、环保等方面壁垒的提高，会有更多的小企业退出，这将为大型尿素企业创造一个更加有利的经营环境，也为尿素行业整合提供了契机。

2. 经营分析

公司化肥以磷肥和氮肥为主，化工产品主要包括甲醇和苯胺。2010 年公司，公司实现营业收入 51.05 亿元，其中主营业务收入 50.14 亿元，同比增长 5.01%。主营业务中，硝酸磷钾、硝酸铵、苯胺、复合肥、水泥等产品的销售收入都出现了不同程度的增长。

表 1 公司 2009~2010 年主营业务收入情况

产 品	2009 年		2010 年	
	收入(亿元)	占比 (%)	收入(亿元)	占比 (%)
硝酸磷肥	11.35	23.77	8.08	16.12
硝酸磷钾	4.14	8.66	7.63	15.22
硝酸铵	4.05	8.49	4.85	9.67
复合肥	0.98	2.05	1.10	2.19
尿素	11.29	23.65	8.43	16.80
苯胺	7.92	16.58	12.35	24.64
甲醇	0.33	0.69	0.29	0.57
贵金属批发	5.69	11.92	2.84	5.66
水泥	0.79	1.66	0.89	1.77
其他	1.20	2.52	3.69	7.35
合计	47.75	100.00	50.14	100.00

资料来源：公司提供

表 2 2009~2011 年 3 月公司产品毛利率情况 (%)

产品类别	2009 年	2010 年	2011 年 1~3 月
硝酸磷肥	21.48	14.14	9.22
硝酸磷钾	4.93	9.38	5.36
复合肥	-	10.98	-
尿素	7.06	-1.63	-11.54
苯胺	15.37	23.85	9.07
硝酸铵	36.52	36.53	32.61
甲醇	-58.90	-40.68	-64.89
贵金属贸易	1.12	2.39	5.90
水泥	-1.86	7.73	-23.13
其他	43.60	13.46	-1.58
综合毛利率	14.11	14.09	13.32

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司利用原有硝酸磷肥装置先后试验成功产出了五个批次不同养分配比的新型高效硝基复合肥料，使化肥产品由原来的硝酸磷肥、硝酸磷钾肥（氯基、硫基）三个品种增加到硝酸磷肥、硝酸磷钾肥（氯基、硫基）、硝硫基复合肥（16: 8: 18 和 16: 6: 20）、硝氯基复合肥（18: 18: 9, 24: 10: 5 和 15: 15: 15）等八个品种，满足了市场多元化需求，促进了产品销售，缓解了市场压力。2010 年公司本部共生产化肥 82.26 万吨，其中硝酸磷钾肥和硝基复合肥 42.22 万吨，占化肥比例的 51.25%，同比增长了 82.29%（2009 年三元肥

产量为 23.16 万吨)。全年共生产硝酸铵 26.02 万吨,同比增长 14.94%,生产苯胺 14.37 万吨,同比增长 22.09%。2010 年公司共销售复合肥 135.81 万吨,销售尿素 53.12 万吨、硝酸铵 26.02 万吨、苯胺 14.36 万吨。

2010 年,公司调整产品结构,增加了硝酸磷钾和硝基复合肥的产销力度。其中硝酸磷钾产品的毛利率较上年提供了 4.45 个百分点,而复合肥的毛利率达到 10.98%。此两种主要产品的收入规模及占比均有所上升。

2010 年,由于价格上涨,公司苯胺和硝酸铵的毛利率均保持在较高水平。同时,公司苯胺和硝酸铵的产销率均有所提高。此两种产品的收入规模均有所增长,其中苯胺营业收入增长更是高达 55.94%。

2010 年,由于成本上涨明显,且价格不振。公司尿素产品出现亏损,毛利率为-1.63%。公司尿素产品的营业收入同期下降了 25.33%。同时,由于市场竞争激烈,公司调整产品结构,公司硝酸磷肥产品的毛利率大幅下降了 7.34 个百分点,硝酸磷肥的营业收入为 8.08 亿元,同比下降 28.81%。

总体上,公司 2010 年营业收入增长了 7.62%,营业成本增长了 7.58%,公司主营业务盈利情况较为平稳。由于公司 2010 年可供出售金融资产收益同比减少了 0.53 亿元,公司营业利润同比减少了 0.35 亿元。

跟踪期内,公司环保管理和节能减排力度

进一步加大,目标任务全面完成。硝铵装置工艺冷凝液外排水回收再利用项目投入运行,每年可回收冷凝液 10 万吨,实现了硝铵装置废水零排放。全年合成氨综合能耗同比下降 2.41%;万元产值综合能耗同比下降 17.66%,节约标煤 41015 吨;万元产值取水量同比下降 19.13%;废水排放量 406 万吨,废水回用率达到 58.0%;废气排放量处理率达 100%,燃烧废气中二氧化硫排放量 407 吨,远远低于 1600 吨的排放指标;工业固体废物综合利用率 75.20%,完成了控制指标。在全省千家企业节能目标和措施落实情况考核中,获得“超额完成”的最高等级,获得了中华环保联合会颁发的“低碳发展突出贡献企业”和山西省“节能减排模范企业”。

跟踪期内,公司科技进步和自主创新取得新成果。2010 年对九大攻关项目进行了成果鉴定。在已经实施的 7 项成果中,2 项通过了可行性论证,6 项完全达到了预定目标。公司加强与科研院所的交流合作,分别与太原理工大学、北京化工大学、武汉工程大学以及中北大学等展开合作,目前 1 项技术已经应用,3 项技术正在实施中。2010 年公司确定了碳酸钙渣利用新途径研究、复肥脱硅除钙技术开发与研究等 15 个攻关项目,为企业进一步挖掘内部潜能明确了目标。2010 年公司共获得 5 项专利授权,其中《鲁奇炉煤气化装置煤气水处理新工艺》获全国石化系统技术发明二等奖,荣获“中国化工行业技术创新示范企业”和“山西省技术中心建设突出成就奖”。

表 3 公司在建项目情况

工程名称	预算总额	2010 年底余额	资金来源
甲醇工程	1,363,422,400.00	1,390,941,041.00	自筹
年产 20 万吨合成氨项目	960,000,000.00	9,423,020.10	专门借款
年产 25 万吨硝酸铵钙项目	197,953,000.00	41,407,371.23	专门借款
年产 27 万吨硝酸项目	518,700,000.00	5,306,136.00	专门借款
天脊技术中心南边道路及车棚	8,500,000.00	9,174,331.96	银行借款
改造项目		90,919,337.64	银行借款
二氧化碳装置技改扩产项目	5,500,000.00	3,190,114.78	自筹
13 万吨/年苯胺工程(二期)	521,790,000.00	2,641,034.00	银行借款
其他	267,339,239.69	157,803,691.91	自筹
合计	3,843,204,639.69	1,710,806,078.62	

资料来源:公司提供,其他项目中已转让固定资产 56,186,254.75 元。

跟踪期内,公司各项建设和新产品开发顺利推进。20 万吨硝酸磷肥细粉造粒项目于 2010 年 3 月开工建设,12 月 29 日生产出合格产品,实现了当年开工、当年建设、当年投产,为化肥产品结构的调整再创条件;新建年产 13 万吨苯胺、25 万吨硝酸铵钙项目以 2010 年 11 月 25 日奠基为标志,工程建设全面展开;“321”废水项目前期准备工作基本就绪;开发利用劣质粉煤气化新技术取得实质性进展;企业资源(ERP)信息管理系统建设有序推进,部分子系统已并网运行。同时,公司也为“十二五”规划中的新项目建设做了大量前期工作。截至 2010 年底,公司在建项目的预算总额达 38.43 亿元,实际已投资 17.11 亿元,还有未投资总额超过 20 亿元。

3. 管理分析

跟踪期内,公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

三、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2010 年度财务报告经由中喜会计师事务所有限责任公司山西分所审计并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2010 年底,公司(合并)资产总额 106.06 亿元,所有者权益 32.25 亿元(含少数股东权益 3.10 亿元);2010 年公司实现营业收入 51.05 亿元,利润总额 0.93 亿元。

截至 2011 年 3 月底,公司(合并)资产总额 106.17 亿元,所有者权益 31.66 亿元(其中少数股东权益 2.94 亿元);2011 年 1~3 月实现营业收入 14.17 亿元,利润总额-0.56 亿元。

2. 盈利能力

2010 年,公司实现营业收入 51.05 亿元,同比增长 7.62%。2010 年,公司营业成本为 43.86 亿元,同比增长 7.58%。2010 年公司的营

业利润率为 13.79%,与上年持平。

期间费用方面,2010 年,公司期间费用占营业收入的比重为 13.40%,同比略有下降。其中随着销售规模的扩大,销售费用同比上升了 18.83%,管理费用上升了 4.91%,但财务费用同比下降了 3.40%。

从盈利指标来看,2010 年公司的营业利润率为 13.79%,与上年持平。总资本收益率为 2.17%,净资产收益率为 0.89%,同比均有所下降。

2011 年 1~3 月份,公司实现营业收入 14.17 亿元,由于成本上升较快,公司毛利率降至 7.64%,同时公司管理费用大增,导致同期公司利润总额为-0.56 亿元。

总体看,跟踪期内,公司盈利能力保持稳定。

3. 现金流及保障

从经营活动来看,2010 年,公司经营活动现金流入量为 53.99 亿元,同比增长 20.13%,其中公司销售商品、接受劳务收到的现金为 52.89 亿元,同比增长 18.22%;公司经营活动现金流出量为 53.19 亿元,同比增长 31.13%,其中购买商品、接受劳务支付的现金为 45.31 亿元,同比增长 30.66%。2010 年公司现金收入比为 103.61%,收入实现质量较好。

从投资活动来看,2010 年,公司投资活动现金流出和净流出量分别为 4.64 亿元和 3.86 亿元,主要是公司进行固定资产投资所致。公司筹资活动前产生的现金流量净额为-3.06 亿元,公司经营活动现金流量无法满足投资的资金需求,对外存在一定筹资需求。

从筹资活动来看,2010 年,公司筹资活动现金流入量和流出量分别为 44.17 亿元和 35.68 亿元,同比分别增长 95.55%和 106.52%,主要是公司取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金增长所致。公司筹资活动产生的现金净流量为 8.50 亿元。

2011 年 1~3 月份,公司经营活动产生的

现金流净额为-3.95 亿元，投资活动产生的现金流净额为-0.63 亿元，筹资活动产生的现金流净额为 0.58 亿元。

总体看，公司经营活动获取现金能力较强，但经营活动产生的现金净流量波动较大；2010 年公司经营活动产生现金净流量较少，导致公司经营活动产生的现金流不能满足投资支出的需要，公司存在一定的对外筹资需求。

4. 资本及债务结构

资产

截至 2010 年底，公司资产总额 106.06 亿元，其中流动资产合计占比 44.98%，非流动资产合计占比 55.02%。

截至 2010 年底，公司流动资产合计 47.71 亿元，其中货币资金占 42.45%，应收票据占 4.61%，应收账款占 3.07%，预付款项占 23.21%，其他应收款占 1.55%，存货占 25.11%。

截至 2010 年底，公司货币资金为 20.25 亿元，同比增长 36.75%，其中银行存款占比 84.45%，其他货币资金占比 15.54%。其他货币资金中包含各类保证金 3.07 亿元，除此外再无抵押、冻结等对变现有限制或存放在境外、有潜在回收风险的款项。

截至 2010 年底，公司预付款项为 11.07 亿元，同比增长 40.34%。预付账款中，1 年以内的占比为 82.57%，1 年以上的占比 17.43%。1 年以上预付款项包含支付的材料尾款 2964.77 万元，子公司山西天脊潞安化工有限公司、天脊中化高平化工有限公司因工程项目建设期超过 1 年，工程项目未完工不能进行结算的预付工程款 1.63 亿元。

截至 2010 年底，公司的存货账面余额为 11.98 亿元，同比增长 61.42%。公司存货中原材料占比 45.30%，自制半成品及在成品占比 4.43%，库存商品占比 49.80%，周转材料及其他存货占比 0.46%。公司未对存货计提跌价准备。

截至 2010 年底，公司非流动资产合计 58.35

亿元，同比增长 3.61%。其中可供出售金融资产占比 7.05%，固定资产占比 53.60%，在建工程占比 29.32%，无形资产占比 7.58%。

截至 2010 年底，公司的固定资产账面价值为 31.27 亿元，同比减少了 5.68%。固定资产中房屋及建筑物占比 32.67%，机器设备占比 63.35%。2010 年公司累计折旧同比增加 2.81 亿元，同期公司计提的折旧费用为 2.81 亿元。2010 年底公司已提足折旧仍在继续使用的固定资产原值为 23.59 亿元。2010 年公司增加的固定资产中，由在建工程转入的金额为 0.56 亿元。2010 年公司固定资产账面价值减少的主要源自房屋及建筑物的折旧。

截至 2010 年底，公司在建工程账面净值为 17.11 亿元，同比增长 26.67%。公司的在建工程主要包括甲醇工程、年产 20 万吨合成氨项目、年产 25 万吨硝酸铵钙项目、年产 27 万吨硝酸项目、13 万吨/年苯胺工程二期以及多项技改项目。公司近年在建工程较多，资金压力较大。

总体来看，近年来公司不断加大对固定资产的投资力度。公司资产结构合理。

所有者权益

截至 2010 年底，公司所有者权益合计为 32.25 亿元，同比减少 2.32%，其中归属于母公司所有者权益占 90.40%，少数股东权益占 9.60%。归属于母公司所有者权益中实收资本占 41.17%，资本公积占 49.89%，专项储备占比 0.55%，盈余公积占 2.40%，未分配利润占比 5.99%。

负债

截至 2010 年底，公司负债合计 73.81 亿元，其中流动负债占比 61.66%，非流动负债占比 38.35%。公司负债以流动负债为主。

截至 2010 年底，公司流动负债合计 45.51 亿元。其中短期借款占 60.27%，应付票据占 10.41%，应付账款占 12.82%，预收款项占 12.43%，其他应付款占 2.73%，其他流动负债占 1.38%。

截至 2010 年底，公司短期借款为 27.43 亿元，同比增长 54.70%，主要是信用借款的增长所致。公司在 2010 年 8 月和 2010 年 11 月发行了两期共 10 亿元的短期融资券，并将此两笔短期融资券计入短期借款。

截至 2010 年底，公司应付票据为 4.74 亿元，同比下降 15.82%，主要是公司商业承兑汇票大量减少。

截至 2010 年底，公司应付账款为 58.33 亿元，同比增长 18.59%。应付账款中 1 年以内的账款占比 81.49%，主要是由于公司投资规模的扩大，对原材料和设备的采购增加所致。

截至 2010 年底，公司的预收账款为 5.66 亿元，同比增长了 65.69%。预收账款中 1 年以内的占 99.93%。预收账款的增加主要是预收货款的增加所致。

截至 2010 年底，公司非流动负债合计 28.31 亿元，同比增长 20.70%。公司的非流动负债主要包括长期借款和应付债券，占比分别为 61.09%和 35.33%。

截至 2010 年底，公司长期借款为 17.29 亿元，同比下降 22.98%。长期借款以保证借款为主，长期借款大幅减少是由于信用借款同比减少了 1.51 亿元，保证借款减少了 3.65 亿元。

截至 2010 年底，公司应付债券为 10 亿元。公司于 2010 年 11 月发行了总额为 10 亿元、期限为 7 年的公司债券。该债券由太原重型机械集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

截至 2010 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分别为 69.60%、64.84%和 45.84%，较 2009 年底债务负担加重。

总体看，跟踪期内，受项目投资影响，公司债务负担呈上升趋势。目前公司在建项目较多，预计未来两年仍将有较大规模的投资支出，债务负担可能持续上升。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2010 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 104.84%和 78.52%。公司经营现金流负债比在 2010 年出现大幅下降，为 1.76%，主要是因为公司经营活动产生的现金流量净额大幅减少，而流动负债增加所致，公司经营活动现金流对短期债务保护能力波动较大。2011 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 112.40%和 85.04%。总体上，公司的短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2010 年公司 EBITDA 为 5.64 亿元；EBITDA 利息倍数为 3.31 倍；全部债务/EBITDA 为 10.54 倍。偿债能力有所下降。

截至 2011 年 3 月底，无对外担保。

截至 2011 年 3 月底，公司共获银行授信额度 22.58 亿元，尚未使用额度为 5.50 亿元，公司与多家银行合作良好，间接融资渠道畅通。

6. 本期债券偿还能力分析

公司于 2010 年 11 月发行了总额 10 亿元、期限 7 年的公司债（“10 天脊债”）。

公司 2010 年 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对该公司债的保护倍数分别为 0.56 倍、5.40 倍和 0.08 倍。经营活动产生的现金流量对存续债券的保障能力较强。

截至 2011 年 3 月底，公司现金类资产为 18.12 亿元，是存续债券的 1.81 倍，公司现金类资产对存续债券的保障能力较强。

总体看，公司现金类资产对存续债券具有较好的保障能力，经营活动现金流入量对存续债券的覆盖能力较强。

7. 担保情况

“10 天脊债”由太原重型机械集团有限公司（以下称“太重集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

太重集团以重型机械产品为主业，具有一定的规模优势，在起重设备、挖掘设备、轮轴

产品方面装备先进，技术水平处于国内领先地位。2010 年太重集团经营良好。截至 2010 年底，太重集团资产总额为 221.39 亿元，所有者权益合计为 75.83 亿元。2010 年，实现营业收入 134.04 亿元，利润总额 8.04 亿元。

截至 2011 年 3 月底，太重集团资产总额为 231.96 亿元，所有者权益合计为 82.62 亿元。2010 年 1~3 月，实现营业收入 32.17 亿元，利润总额 1.40 亿元。

经联合资信评定，太原重型机械集团有限公司主体长期信用等级为 AA。该担保有助于增强存续债券本息偿还的安全性。

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“10 天脊债”AA 的信用等级。

附件 1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动资产：				
货币资金	148107.72	202540.10	36.75	162576.61
交易性金融资产				
应收票据	24087.64	21982.14	-8.74	18655.02
应收账款	12269.52	14670.51	19.57	35586.62
预付款项	78905.50	110738.86	40.34	120023.67
应收利息				
应收股利				
其他应收款	6445.39	7377.41	14.46	22209.50
存货	74203.61	119780.42	61.42	115539.79
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产	25.84	1.58	-93.89	158.94
流动资产合计	344045.22	477091.01	38.67	474750.14
非流动资产：				
可供出售金融资产	40668.01	41151.60	1.19	41151.60
持有至到期投资				
长期应收款				
长期股权投资	3471.18	3447.50	-0.68	5447.50
投资性房地产				
固定资产	331563.00	312731.64	-5.68	307070.11
在建工程	135061.92	171080.61	26.67	177422.18
工程物资	3986.73	6582.92	65.12	6667.57
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	45692.75	44249.19	-3.16	43811.83
开发支出	316.94	391.03	23.38	403.51
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	604.97	2102.63	247.56	3234.36
递延所得税资产	1780.55	1756.32	-1.36	1756.32
其他非流动资产				
非流动资产合计	563146.06	583493.44	3.61	586964.98
资产总计	907191.28	1060584.45	16.91	1061715.13

附件 1-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 3 月
流动负债：				
短期借款	177290.00	274270.00	54.70	257400.00
交易性金融负债				
应付票据	56268.00	47368.57	-15.82	58340.77
应付账款	49183.31	58328.66	18.59	67847.18
预收账款	34132.14	56552.61	65.69	22013.34
应付职工薪酬	1893.70	1998.07	5.51	2097.96
应交税费	803.90	-2919.39	-463.15	-4593.74
应付利息		740.83		1675.42
应付股利				5685.90
其他应付款	11944.32	12440.14	4.15	11921.14
预计负债				
一年内到期的非流动负债				
其他流动负债	11795.61	6285.90	-46.71	
流动负债合计	343310.98	455065.39	32.55	422387.97
非流动负债：				
长期借款	224520.03	172918.32	-22.98	152119.81
应付债券		100000.00		100000.00
长期应付款				60423.94
专项应付款				
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债	9999.18	10140.46	1.41	10140.46
其他非流动负债				
非流动负债合计	234519.21	283058.78	20.70	322684.21
负债合计	577830.18	738124.17	27.74	745072.18
所有者权益：				
实收资本（或股本）	120000.00	120000.00	0.00	120000.00
资本公积	148809.02	145437.84	-2.27	145437.84
减：库存股				
专项储备	884.23	1593.79	80.25	2229.22
盈余公积	5003.06	7006.89	40.05	7006.89
未分配利润	13346.76	17465.74	30.86	12567.40
外币报表折算差额				
归属于母公司所有者权益合计	288043.06	291504.26	0.96	287241.35
少数股东权益	41318.03	30956.02	-25.08	29401.59
所有者权益合计	329361.09	322460.28	-2.32	316642.95
负债和所有者权益总计	907191.28	1060584.45	16.85	1061715.13

附件 2 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-3 月
一、营业收入	474354.64	510500.91	7.62	141670.94
减: 营业成本	407662.15	438553.58	7.58	130844.18
营业税金及附加	1299.87	1526.07	17.40	435.06
销售费用	10001.18	11884.77	18.83	1746.42
管理费用	37995.97	39863.01	4.91	10602.58
财务费用	17194.77	16610.88	-3.40	4029.22
资产减值损失	191.09	131.91	-30.97	
加: 公允价值变动收益				
投资收益	12050.25	6612.66	-45.12	208.98
其中: 对合营企业投资收益	-27.64		-100.00	
汇兑收益				
二、营业利润	12059.86	8543.35	-29.16	-5777.54
加: 营业外收入	2250.66	2382.85	5.87	319.30
减: 营业外支出	862.41	1599.01	85.41	128.19
其中: 非流动资产处置损失	255.08	846.71	231.94	
三、利润总额	13448.11	9327.18	-30.64	-5586.44
减: 所得税费用	6306.32	6448.40	2.25	512.30
四、净利润	7141.79	2878.79	-59.69	-6098.73
其中: 归属于母公司的净利润	9662.52	6122.81	-36.63	-5123.81
少数股东损益	-2520.73	-3244.02	28.69	-974.92

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)	2011 年 1-3 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	447406.06	528930.57	18.22	91302.49
收到的税费返还	557.37	1139.00	104.35	0.05
收到其他与经营活动有关的现金	1467.55	9840.97	570.57	9476.26
经营活动现金流入小计	449430.99	539910.54	20.13	100778.80
购买商品、接受劳务支付的现金	346765.85	453096.78	30.66	116128.46
支付给职工以及为职工支付的现金	30125.22	32368.13	7.45	9357.78
支付的各项税费	25164.62	25940.92	3.08	8645.34
支付其他与经营活动有关的现金	3580.49	20502.19	472.61	6176.26
经营活动现金流出小计	405636.18	531908.01	31.13	140307.84
经营活动产生的现金流量净额	43794.81	8002.53	-81.73	-39529.04
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	10552.05	5919.89	-43.90	
取得投资收益收到的现金	1013.59	1925.41	89.96	11.14
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	42.18	29.50	-30.05	0.00
处置子公司及其他单位收到的现金净额				
收到其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流入小计	11607.82	7874.80	-32.16	11.14
购建固定资产、无形资产等支付的现金	31791.06	34820.79	9.53	4294.24
投资支付的现金	474.86	11605.75	2344.03	2000.00
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	32266.08	46427.58	43.89	6294.24
投资活动产生的现金流量净额	-20658.27	-38552.78	86.62	-6283.10
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金		98720.00		
取得借款收到的现金	221670.00	340165.34	53.46	35350.00
发行债券收到的现金				188.26
收到其他与筹资活动有关的现金	4227.21	2848.36	-32.62	57642.08
筹资活动现金流入小计	225897.21	441733.70	95.55	93180.34
偿还债务支付的现金	143161.50	300145.99	109.66	77995.34
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	29097.99	31685.71	8.89	6467.43
支付其他与筹资活动有关的现金	483.68	24919.37	5052.06	2868.92
筹资活动现金流出小计	172743.17	356751.07	106.52	87331.70
筹资活动产生的现金流量净额	53154.04	84982.63	59.88	5848.64
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	76290.58	54432.38	-28.65	-39963.49
加: 期初现金及现金等价物余额	71817.14	148107.72	106.23	202540.10
六、期末现金及现金等价物余额	148107.72	202540.10	36.75	162576.61

附件 3-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:			
净利润	7141.79	2878.79	-59.69
加: 资产减值准备	191.09	131.91	-30.97
固定资产折旧及其他	26582.78	27826.42	4.68
无形资产摊销	1691.23	1726.51	2.09
长期待摊费用摊销	47.44	484.10	920.48
处置固定资产、无形资产等损失	250.78	817.61	226.03
固定资产报废损失	3.40	0.49	-85.48
公允价值变动损失			
财务费用	17267.36	17040.99	-1.31
投资损失	-12050.25	-6612.66	-45.12
递延所得税资产减少	1756.42	24.23	-98.62
递延所得税负债增加			
待摊费用减少		-48576.81	
预提费用增加		-33060.86	
存货的减少	500.76	44284.12	8743.43
经营性应收项目的减少	-33316.91	1037.70	-103.11
经营性应付项目的增加	32129.14	44284.12	37.83
其他	1599.79	1037.70	-35.14
经营活动产生的现金流量净额	43794.81	53324.35	21.76
2、无现金收支的重大投资筹资活动:			
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	148107.72	202540.10	36.75
减: 现金的期初余额	71817.14	148107.72	106.23
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	76290.58	54432.38	-28.65

附件 4 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年 3 月
经营效率			
销售债权周转次数(次)	13.05	13.98	--
存货周转次数(次)	5.49	4.52	--
总资产周转次数(次)	0.52	0.52	--
现金收入比(%)	94.32	103.61	64.45
盈利能力			
营业利润率(%)	13.79	13.79	7.34
总资本收益率(%)	3.10	2.17	--
净资产收益率(%)	2.17	0.89	--
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	40.54	45.84	44.33
全部债务资本化比率(%)	58.17	64.84	64.20
资产负债率(%)	63.69	69.60	70.18
偿债能力			
流动比率(%)	100.21	104.84	112.40
速动比率(%)	78.60	78.52	85.04
经营现金流动负债比率(%)	12.76	1.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.42	3.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.76	10.54	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.05	-0.05	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.34	-1.79	--

附件 5 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 6 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，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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含义同企业长期信用等级。