

跟踪评级公告

联合[2012] 1256 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“10天脊债”AA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一二年十二月二十八日



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: 2012 年 12 月 28 日

财务数据

项目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 9 月
现金类资产(亿元)	17.22	22.45	13.27	10.23
资产总额(亿元)	90.72	106.06	84.29	100.09
所有者权益(亿元)	32.94	32.25	34.03	33.66
短期债务(亿元)	23.36	32.16	17.71	26.87
全部债务(亿元)	45.81	59.46	36.80	45.98
营业收入(亿元)	47.44	51.05	75.30	70.53
利润总额(亿元)	1.34	0.93	1.74	0.04
EBITDA(亿元)	5.90	5.64	5.11	--
经营性净现金流(亿元)	4.38	0.80	4.20	-7.64
营业利润率(%)	13.79	13.79	9.71	6.43
净资产收益率(%)	2.17	0.89	6.16	--
资产负债率(%)	63.69	69.60	59.62	66.38
全部债务资本化比率(%)	58.17	64.84	51.95	57.74
流动比率(%)	100.21	104.84	140.22	117.32
全部债务/EBITDA(倍)	7.76	10.54	7.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.42	2.19	1.87	--
经营现金流流动负债比(%)	12.76	1.76	13.78	--

注: 2012 年三季度财务数据未经审计。

分析师

祖 宇
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”)跟踪期内完成对天脊集团高平化工有限公司股权转让, 公司债务负担有所减轻; 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到跟踪期内公司整体盈利水平有所下降。

公司母公司被划转至山西潞安矿业(集团)有限公司(以下简称“潞安集团”)旗下, 潞安集团为山西省五大煤炭集团之一, 资源优势显著, 对公司未来发展有积极意义, 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. 公司产品结构多元化, 有效分散了公司经营风险。
2. “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, 增强了债券本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内公司贸易业务比重大幅上升, 且贸易板块盈利偏弱, 公司整体盈利能力有所下降。
2. 磷矿石近期价格持续增长为公司成本控制带来一定压力。
3. 公司经营现金流获取能力有所下降。

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）与天脊煤化工集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与天脊煤化工集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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，未因天脊煤化工集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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天脊煤化工集团股份有限公司提供，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 12 个月内有效；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天脊煤化工集团股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、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 2012 年 9 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；中国建设银行股份有限公司、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；根据晋国资改革函【2010】529 号文件，山西省人民政府国有资产监督管理委员会将其所持山西天脊煤化工集团有限公司（以下简称“天脊集团”）划转到山西潞安矿业（集团）有限公司（以下简称“潞安集团”），同时潞安集团向天脊集团注资 5 亿元。山西省国有资产管理委员会（以下简称“山西省国资委”）持有潞安集团 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 2011 年底，公司合并资产总额为 84.29 亿元，所有者权益合计为 34.03 亿元。2011 年，公司实现营业收入 75.30 亿元，利润总额 1.74 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司合并资产总额为 100.09 亿元，所有者权益合计为 33.66 亿元。2012 年 1~9 月，公司实现营业收入 70.53 亿元，利润总额 388.08 万元。

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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2011 年三季度以来，受欧债危机扩散影响，外需总体出现走弱态势，同时国内基建和房地产投资作为重要的终端需求，在政策收紧环境下也出现明显放缓。而受前期内外终端需求扩张影响，制造业投资在 2011 年一直保持高速增长，在产能扩张而终端需求突然由强转弱的背景下，导致工业产成品库存在趋势上持续上升，2011 年三季度以来工业增加值同比增速出现明显下滑。整体而言，2011 年中国宏观经济运行总体出现缓中趋稳态势。

2. 政策环境

财政政策方面，2011 年，中国财政政策主要措施包括：重启价格调节基金，加大对农业

的财政补贴力度，抑制物价上涨幅度；支持自主创新和战略性新兴产业发展，有序启动“十二五”规划重大项目建设，促进产业结构优化升级；继续对部分小型微利企业实施所得税优惠政策，分步实施个人所得税制度改革，促进企业发展和引导居民消费。2012年3月召开的“两会”上，明确要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，根据形势变化适时适度预调微调，以维持经济的稳定增长。

货币政策方面，2011年，央行共6次上调存款准备金率，3次上调存贷款基准利率。根据2012年第二季度《中国货币政策执行报告》，截至2012年6月底，中国广义货币供应量M2余额为92.5万亿元，同比增长13.6%。人民币贷款余额同比增长16.0%，比年初增加4.86万亿元，同比多增6833亿元。上半年社会融资规模为7.78万亿元。金融机构贷款利率继续下行，6月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为7.06%，比3月份和年初分别下降0.56个和0.95个百分点。

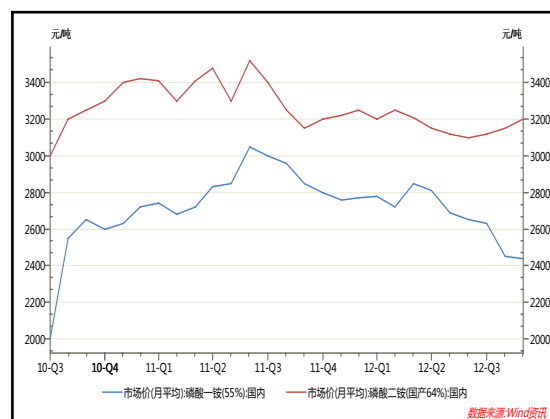
产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式是政策的主线。2012年5月国务院常务会议讨论通过了《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》，提出了节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料以及新能源汽车等七大战略性新兴产业的重点发展方向和主要任务。上述规划的出台，对于保持经济长期平稳较快发展具有重要意义。

四、行业及区域经济环境

受磷矿石价格持续上涨支撑，以及11年中国化肥出口量快速增长（如磷肥2011年出口253.50万吨同比增长64.50%；复合肥同期完成出口978.50万吨，同比增长64.98%）支撑，一铵、二铵价格均较上年有所增长，其中一铵2011年全年均价较上年增长27.76%。整体看，一铵市场跟踪期内呈现先扬后抑，但整体价格水平高于上年。二铵市场虽然跟踪期内呈现波动，

但整体价位较上年处在相对高位，2011年二铵全年均价较2010年增长14.03%。整体看，磷肥在上游原料和出口的支撑下，2011年均价同比涨幅较大。

图1 一铵、二铵价格走势



资料来源：Wind 资讯

2012年初，一铵市场表现平淡，随着下游采购出现回暖，一铵价格逐步回升，同时受出口及原料成本上涨的支撑，价格维持高位，进入6月份，一铵市场出现下滑，随着用肥淡季到来需求疲软，一铵价格一路走低；2012年二铵市场较2011年表现平淡，年初受东北、西北需求较大影响，市场出现上行。随着后市国内需求的疲软及国际价格偏低，二铵价格呈现小幅波动。

2012年12月17日，中国出台了2013年化肥出口关税政策，其中磷酸一铵、磷酸二铵较2012年出口政策有所放宽，主要表现为出口时间延长；淡、旺季关税均有不同程度下调；基准价格上调。以上政策有助于提振磷肥市场。

五、基础素质分析

公司是国内最大的硝基复合肥生产基地，2011年公司共生产合成氨41万吨、硝酸75万吨、化肥实物总量90.37万吨、硝铵24.15万吨、苯胺12.36万吨。销售各类化肥、硝铵及苯胺126万吨。

六、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。

七、经营分析

1. 经营分析

公司主要从事化肥、化工产品的生产。2011年公司实现营业收入 75.30 亿元，同比增长 47.49%。

表 1 公司主要产品收入情况（万元、%）

产品类别	2010 年			2011 年			2012 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
硝酸磷肥	80845.64	16.12	14.14	109231.40	15.09	17.47	88358.97	12.65	16.33
硝酸磷钾	76313.16	15.22	9.38	94587.66	13.07	11.43	67438.23	9.66	8.42
尿素	84261.32	16.80	-1.63	23579.53	3.26	-11.54			
苯胺	123541.35	24.64	23.85	110661.78	15.29	6.01	68772.48	9.85	6.25
硝酸铵	48498.58	9.67	36.53	55265.80	7.64	39.86	41170.84	5.90	40.51
甲醇	2861.00	0.57	-40.69						
贸易	42223.14	8.42	3.33	293928.13	40.62	0.64	411172.51	58.88	0.42
其他	42895.10	8.55	14.26	36417.94	5.03	4.97	21425.46	3.07	14.67
合计	501439.29	100.00	14.11	723672.24	100.00	8.23	698338.49	100.00	6.58

资料来源：公司提供

公司硝基化肥（硝酸磷肥、硝酸磷钾）2011 年合计收入为 20.38 亿元，同比增长 29.73%，公司硝基化肥收入的快速增长主要得益于 2011 年相关化肥产品价格大涨（其中硝酸磷肥售价同比增长 19.00%，硝酸磷钾同比增长 22.68%）；同期，公司贸易收入大幅上升，2011 年公司投资 2000 万元设立天脊集团河南农资有限公司，主要从事化肥贸易，2011 年该公司实现营业收入近 11 亿元，利润总额 143 万元；同期公司向子公司上海天脊实业有限公司（主要从事贵金属加工及销售、化工产品批发）增资 6120 万元，该子公司 2011 年实现营业收入近 20 亿元，同比增长 200.75%，利润总额 822 万元，同比增长 157.00%。公司 2011 年尿素收入较 2010 年下降较快，主要由于公司尿素生产企业天脊集团高平化工有限公司（以下简称“高平化工”）于 2011 年 4 月 1 日起并入晋煤集团，公司不再合并高平化工财务数据，因此 2011 年公司尿素产品生产数据只包含其 1~3 月的数据。公司子公司山西天脊潞安化工有限公司（以下简称“潞安化工”）主要生产甲醇产品（产能为

30 万吨/年），潞安化工甲醇生产主要原材料来自周边焦化企业排放的焦炉气，由于周边焦炭企业连续几年开工率不足，甚至停工，导致潞安化工不能正常生产。随着山西省关于大型煤炭企业整合焦化企业政策出台，潞安集团将整合周边的部分焦化企业（近期已经与亚晋、隆源达成意向），有了潞安焦煤的保证，天脊潞安甲醇项目的原料有望获得解决。2012 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 69.83 亿元，其中硝基化肥实现收入 15.58 亿元，同期公司实现贸易收入 41.12 亿元。

从盈利来看，受益于 2011 年公司化肥产品价格增长，其毛利率均有所上升，2012 年由于上游磷矿价格大幅上涨（平均增幅 27.71%），导致公司化肥产品成本上升盈利能力下降，另外公司硝酸铵盈利能力较强，但受限其经营规模，对公司利润贡献有限。跟踪期内由于公司贸易规模不断上升，且贸易盈利能力差，公司整体盈利能力不断下降。

总体看，公司硝基产品依旧是公司稳定重要的收入及利润来源，公司贸易规模不断上升，

整体盈利能力出现下滑。另外高平化工股权转让后，公司合成氨产能减少 36 万吨/年，尿素减少 60 万吨/年，考虑到高平化工近年连续亏损，债务负担重，股权转让有利于公司减轻负担。

从原料采购来看，公司使用原料、燃料煤主要由潞安集团供应。潞安集团整合公司母公司天脊集团后，合作关系更加牢固，公司的区位优势得以进一步体现。磷矿 2011 年市场均价较 2010 年增幅较小（平均增幅 5.11%）。2012 年磷矿价格大幅上涨（平均增幅 27.71%），带动公司硝基化肥成本上升，限于中国磷矿资源储备相对不足，公司未来仍将面临一定成本控制压力。

从生产来看，跟踪期内公司成功将每年五月份进行的系统停车大修调整为 10 月份进行，该调整进一步保证了化肥旺季市场的供给。公司 2011 年全年共生产各类硝基复合肥 43 万吨，高氮高钾、硝酸铵钙和硝酸钾产品 5.5 万吨，新产品占化肥的比例达到 50%以上。

从销售来看，公司已经初步实现以山东为重点市场，同时快速推进到河北、东北、西北和南方等地新市场的布局。公司组织了江南市场前期进入和市场开发，并在海南、广东等市场建立了覆盖 40 多个县市的 800 多个新网点。公司化肥化工销售的稳定大客户有山西省农资公司、烟台万华聚氨酯公司、潞安民爆、太钢集团等。

公司于 2009 年 12 月开工建设的年产 25 万吨硝酸铵钙项目已于 2012 年 7 月顺利投产；另外，公司于 2009 年 12 月开工建设的年产 13 万吨苯胺项目于 2012 年 10 月投产。以上项目的投产一定程度将有助于突出公司主业。

公司目前主要在建项目主要包括 3 万方氢气项目、20 万吨合成氨项目、27 万吨硝酸项目和 7 万吨己二酸项目。公司计划总投资 29.31 亿元，截至 2012 年 9 月底已完成投资 9977.41 万元。以上项目是公司“十二五”建设天脊硝基化工特色循环经济园区的重要支撑。总体看，

如果以上项目顺利推进，公司将具有一定融资压力。

八、重大事项

2011 年公司根据国资委产权函【2011】474 号批复，完成了对子公司高平化工的股权转让工作，报告期出售高平化工 68%的股权，持股比例由 84.89%下降至 16.89%，高平化工于 2011 年 4 月 1 日起并入晋煤集团。股权转让后高平化工所有债务均由晋煤集团承继。

九、财务分析

公司提供的 2010~2011 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。公司提供的 2012 年三季度财务数据未经审计。

截至 2011 年底，公司纳入合并会计报表范围的子公司共计 8 家，本财务年度合并范围减少子公司高平化工，增加本财务年度新成立的子公司天脊集团河南农资有限公司和上期财务年度成立未纳入合并范围的子公司天脊集团工程有限公司。

跟踪期内，由于公司完成了高平化工的股权转让（截至 2011 年 3 月底，高平化工资产总额为 26.60 亿元、负债合计 24.43 亿元；截至 2011 年 3 月高平化工拥有年产 36 万吨合成氨、60 万吨尿素产能，同时拥有年产 4 万吨甲醇副产品），故而 2011 年公司资产规模、债务规模均有所下降，特别的，高平化工债务负担重（资产负债率为 91.82%）、产品亏损，高平化工不再纳入公司合并报表后有助于公司减轻债务负担。公司财务报表合并范围变化对公司财务可比性有一定影响，报告财务分析以 2011 年财务数据为主。

截至 2011 年底，公司（合并）资产总额 84.29 亿元，所有者权益 34.03 亿元（含少数股东权益 3.23 亿元）；2011 年公司实现营业收入 75.30 亿元，利润总额 1.74 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司（合并）资产总额 100.09 亿元，所有者权益 33.66 亿元（其中少数股东权益 3.28 亿元）；2012 年 1~9 月实现营业收入 70.53 亿元，利润总额 388.08 万元。

1. 盈利能力

2011 年，公司实现营业收入 75.30 亿元，同比大幅增长 47.49%，主要由于跟踪期内公司加大贸易规模所致。2011 年，公司营业成本为 67.80 亿元，同比增长 54.59%。2011 年公司利润总额为 1.74 亿元，同比大幅增长 86.73%。

期间费用方面，2011 年，公司期间费用规模为 6.44 亿元，与上年（6.84 亿元）基本持平，公司本财务年度财务费用为 1.07 亿元较上年下降 5946.51 万元，主要得益于跟踪期内公司有息债务规模大幅下降。整体看公司期间费用控制尚可。

从盈利指标来看，2011 年公司的营业利润率为 9.71%，较上年下降 4.08 个百分点。总资产收益率为 4.74%，净资产收益率为 6.16%，同比分别增长 3.70 和 5.27 个百分点。

2012 年 1~9 月份，公司实现营业收入 70.53 亿元，同比增长 16.94%，为 2011 年全年营业收入的 93.66%。由于成本上升较快，公司毛利率较 2011 年底有所下降，本期为 6.58%。同期，公司实现利润总额为 388.08 万元。

总体看，跟踪期内限于上游磷矿成本上升压力以及贸易业务比重不断上升，公司盈利水平有所下降。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2011 年，公司经营活动现金流入量为 54.24 亿元，同比增长 0.47%，其中公司销售商品、接受劳务收到的现金为 53.73 亿元，同比小幅增长 1.58%；2011 年公司现金收入比为 71.36%，同比下降较大（2010 年为 103.61%）。公司经营活动现金流出量为 50.05 亿元，同比下降 5.91%，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 41.83 亿元，同比下降

7.69%。2011 年公司经营活动现金流量净额为 4.20 亿元，较 2010 年增长 424.49%。跟踪期内公司收入实现质量一般，且经营性现金流量净额具有一定波动性。

从投资活动来看，2011 年，公司投资活动收回投资收到的现金为 2.41 亿元，主要为公司转让天脊集团高平化工有限公司股权及出售潞安环能股票收到的现金。同期，公司投资活动现金流出和净流出量分别为 4.62 亿元和 2.14 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 2.06 亿元，跟踪期内公司经营活动现金流量能够覆盖投资资金需求，公司对外筹资压力较小。

从筹资活动来看，2011 年，公司筹资活动现金流入量和流出量分别为 23.05 亿元和 34.74 亿元，同比分别下降 47.82% 和 2.63%。公司筹资活动产生的现金净流出量为 11.69 亿元。

2012 年 1~9 月份，公司经营活动产生的现金流净额为 -7.64 亿元，投资活动产生的现金流净额为 -3.92 亿元，筹资活动产生的现金流净额为 9.12 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动产生的现金净流量具有一定波动性。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2011 年底，公司资产总额 84.29 亿元，同比下降 20.52%，主要由于报告期高平化工不再纳入本年度财务报表所致。2011 年公司资产构成中，流动资产合计占比 50.66%，非流动资产合计占比 49.34%。

截至 2011 年底，公司流动资产合计 42.70 亿元，主要构成为货币资金（占比 24.88%）、应收票据（占比 6.20%）、应收账款（占比 6.78%）、预付款项（占比 23.47%）、其他应收款（占比 10.34%）、存货（占比 27.35%）。

截至 2011 年底，公司货币资金为 10.63 亿元，同比下降 47.54%，其中银行存款占比 86.69%，其他货币资金占比 13.28%。其他货币

资金中主要为各类保证金，除此无抵押、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 2011 年底，公司预付款项为 10.02 亿元，同比下降 9.51%。预付款项中，1 年以内占比为 65.18%、1~2 年占比 18.25%、2~3 年占比 1.79%、3 年以上占比 14.78%。其中 1 年以上预付款主要为子公司山西天脊潞安化工有限公司因工程项目未完工不能进行结算的预付工程款。

截至 2011 年底，公司其他应收款为 4.42 亿元，同比增长 498.54%，公司其他应收款共计计提坏账准备 1905.94 万元，计提比率为 4.14%。公司其他应收款增加主要来自对天脊集团高平化工有限公司的应收款 3.85 亿元，由于晋煤集团为高平化工的母公司并承担了高平化工的债务，且晋煤集团为山西省大型煤炭集团实力较强，故而公司其他应收款回收风险较小。

截至 2011 年底，公司的存货账面余额为 11.68 亿元，同比小幅下降 2.50%。公司存货主要由原材料（占比 55.16%）和库存商品（占比 38.89%）构成。公司未对存货计提跌价准备。

截至 2011 年底，公司非流动资产合计 41.59 亿元，同比下降 28.72%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 6.99%）、固定资产（占比 33.88%）、在建工程（占比 45.30%）和无形资产（占比 8.92%）构成。

截至 2011 年底公司可供出售金融资产为 2.91 亿元，同比下降 29.40%，主要由于公司持有的潞安环保能源股份有限公司股票价格下跌所致（公司送股前共有 690 万股，后公司出售 7 万股，年底公司共计拥有 1373 万股）。

公司长期股权投资 2011 年底为 1.13 亿元，同比增长 226.89%，主要由于高平化工不再纳入合并范围，进而在长期股权投资科目中增加对高平化工的投资成本所致。

截至 2011 年底，公司的固定资产账面价值为 14.09 亿元，同比减少 54.94%，固定资产减少主要由于 2011 年底公司不再将高平化工纳

入合并范围所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 22.66%）、机器设备（占比 63.68%）和电子设备（占比 9.48%）构成。2011 年公司累计折旧同比减少 2.72 亿元（主要由于高平化工影响所致），同期公司累计计提的折旧费用为 3.84 亿元，公司未计提减值准备。

截至 2011 年底，公司在建工程为 18.84 亿元，同比小幅增长 10.14%。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。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额为 100.09 亿元，与 2011 年底相较增长 18.75%，公司资产结构较 2011 年底变化不大。

跟踪期内，公司由于受高平化工股权转让的影响资产规模有所波动，总体来看，公司资产质量尚可。

所有者权益

截至 2011 年底，公司所有者权益合计为 34.03 亿元（其中少数股东权益为 3.23 亿元），同比小幅增加 4.46%。截至 2011 年底，公司归属于母公司所有者权益合计为 30.80 亿元，其中实收资本占比 38.96%，资本公积占比 45.50%，专项储备占比 0.57%，盈余公积占比 2.40%，未分配利润占比 12.57%。

截至 2012 年 9 月底，公司所有者权益合计 33.66 亿元（其中少数股东权益 3.28 亿元），公司权益结构较 2011 年底变化不大。

总体看，公司权益稳定性较好。

负债

截至 2011 年底，公司负债合计 50.26 亿元，同比降 31.91%，主要受益于公司子公司高平化工的股权转让（高平化工负债合计 24.43 亿元）。其中流动负债占比 65.94%，非流动负债占比 34.06%。公司负债以流动负债为主。

截至 2011 年底，公司流动负债合计 30.45 亿元，同比下降 33.08%。其主要构成为短期借款（占比 48.90%）、应付票据（占比 9.25%）、

应付账款（占比 18.38%）、预收款项（占比 13.15%）和其他应付款（占比 11.18%）。

截至 2011 年底，公司短期借款为 14.89 亿元，同比下降 45.70%，公司短期借款下降主要由于公司将 2010 年 8 月和 2010 年 11 月分两期发行共计 10 亿元的短期融资券计入短期借款，且两期短期融资券于 2011 年底前偿付所致。

截至 2011 年底，公司其他应付款为 3.40 亿元，同比增长 173.62%，其中账龄在 1 年以内占比 96.63%，公司其他应付款主要为公司向母公司山西天脊煤化工集团有限公司的借款 2.79 亿元。

截至 2011 年底，公司非流动负债合计 19.81 亿元，同比下降 30.03%。公司的非流动负债主要包括长期借款（占比 45.91%）和应付债券，（占比 50.49%）。

截至 2011 年底，公司长期借款为 9.09 亿元，同比下降 47.41%。

截至 2011 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 2011 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 59.62%、51.95%和 35.94%，较 2010 年底债务负担减轻。

截至 2012 年 9 月底，公司负债合计 66.44 亿元，较 2011 年底增长 32.19%。

截至 2012 年 9 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 66.38%、57.74%和 36.22%，分别较 2011 年底上升 6.75、5.78 和 0.28 个百分点。

跟踪期内，尽管高平化工的股权转让使得公司债务负担有所下降，但公司经营规模的扩大使得债务负担有所加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2011 年底，

公司的流动比率和速动比率分别为 140.22%和 101.87%。公司经营现金流动负债比在 2011 年出现大幅上升，为 13.78%，主要是因为公司经营活动产生的现金流量净额大幅上升，而流动负债减少所致，公司经营活动现金流对短期债务保护能力有所加强。2012 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 117.32%和 81.75%。2011 年公司经营现金流动负债比为 13.78%。总体上，公司的短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2011 年公司 EBITDA 为 5.11 亿元；EBITDA 利息倍数为 1.87 倍；全部债务/EBITDA 为 7.21 倍。公司长期偿债能力较弱。

截至 2012 年 9 月底公司存续期债务为额度 10 亿元、期限 7 年的公司债（“10 天脊债”）。公司 2009~2011 年 EBITDA 呈小幅下降趋势，三年平均为 5.43 亿元，2011 年为 5.11 亿元，分别为存续期债务的 0.54 倍和 0.51 倍；2009~2011 年公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量三年均值分别为 52.31 亿元和 3.21 亿元，2011 年分别为 54.24 亿元和 4.20 亿元。公司 2011 年经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为存续期债券的 5.42 倍和 0.42 倍。

总体看，公司对存续期债券具有一定保障能力。

截至 2012 年 9 月底，公司对天脊中化高平化工有限公司提供不可撤销连带责任担保共计 8.24 亿元，担保比率为 24.48%，公司存在一定或有负债风险。

截至 2012 年 9 月底，公司共获银行授信额度 44.68 亿元，尚未使用额度为 12.91 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 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。

太原重型机械集团有限公司（以下简称“公

司”或“太重集团”)始建于1950年,是新中国成立后自行设计和建造的第一座重型机械厂,1995年11月被国家列为全国100家现代企业制度试点企业,并更名为太原重型机械(集团)有限公司,2002年更名为现称。截至2011年底,公司注册资本12.97亿元。公司实际控制人为山西省国有资产监督管理委员会。

公司经营范围包括冶金、轧钢、锻压、起重、矿山、煤炉、焦炉、清洁型煤深加工、环保、电控等成套设备及其工矿配件,油膜轴承、减速机、车轮车轴、压力容器、液压气动元件、液压系统、钢锭、铸件、锻件、结构件、工模具的制造、销售、安装、修理、改造、检测、调试,技术开发、设计、引进转化、咨询服务等项目。

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。2011年太重集团经营良好。截至2011年底,太重集团资产总额为288.94亿元,所有者权益合计为83.17亿元。2011年,实现营业收入161.34亿元,利润总额5.89亿元。

经联合资信评定,维持太原重型机械集团有限公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定。该担保有助于增强公司存续债券本息偿还的安全性。

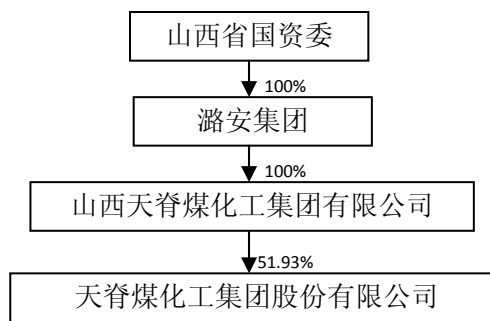
6. 抗风险能力

公司是中国大型高效复合肥生产基地,在化肥领域具有一定技术优势;公司产品种类较丰富,一定程度有助于分散经营风险。综合来看,公司抗风险能力较好。

十、结论

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 公司股权结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动资产：					
货币资金	148107.72	202540.10	106250.14	-15.30	81811.31
交易性金融资产					
应收票据	24087.64	21982.14	26468.57	4.83	20485.08
应收账款	12269.52	14670.51	28948.51	53.60	87438.82
预付款项	78905.50	110738.86	100202.88	12.69	140502.49
应收利息					
应收股利					
其他应收款	6445.39	7377.41	44156.78	161.74	45045.57
存货	74203.61	119780.42	116782.09	25.45	165809.73
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	25.84	1.58	4200.00	1174.95	5701.35
流动资产合计	344045.22	477091.01	427008.97	11.41	546794.33
非流动资产：					
可供出售金融资产	40668.01	41151.60	29052.68	-15.48	29052.68
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	3471.18	3447.50	11269.59	80.18	11269.59
投资性房地产					
固定资产	331563.00	312731.64	140913.32	-34.81	140508.59
在建工程	135061.92	171080.61	188425.04	18.11	228581.98
工程物资	3986.73	6582.92	2862.15	-15.27	2791.18
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	37086.59	-9.91	35847.52
开发支出	316.94	391.03	403.51	12.83	575.21
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	604.97	2102.63	0.00	-100.00	0.00
递延所得税资产	1780.55	1756.32	5911.38	82.21	5524.49
其他非流动资产					
非流动资产合计	563146.06	583493.44	415924.27	-14.06	454151.24
资产总计	907191.28	1060584.45	842933.24	-3.61	1000945.57

附件 2-2 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	2011 年	变动率(%)	2012 年 9 月
流动负债：					
短期借款	177290.00	274270.00	148930.00	-8.35	235770.00
交易性金融负债					
应付票据	56268.00	47368.57	28159.29	-29.26	29320.01
应付账款	49183.31	58328.66	55963.28	6.67	91896.62
预收款项	34132.14	56552.61	40053.44	8.33	51523.05
应付职工薪酬	1893.70	1998.07	2049.77	4.04	1998.82
应交税费	803.90	-2919.39	-7950.04		-5820.99
应付利息	0.00	740.83	602.78		5252.78
应付股利	0.00	0.00	2685.90		0.00
其他应付款	11944.32	12440.14	34038.78	68.81	52485.26
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	0.00	-100.00	3629.90
流动负债合计	343310.98	455065.39	304533.20	-5.82	466055.44
非流动负债：					
长期借款	224520.03	172918.32	90934.54	-36.36	91093.07
应付债券	0.00	100000.00	100000.00		100000.00
长期应付款	9999.18	10140.46	0.00	-100.00	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00		113.50
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	0.00	0.00	7116.48		7116.48
其他非流动负债					
非流动负债合计	234519.21	283058.78	198051.02	-8.10	198323.04
负债合计	577830.18	738124.17	502584.22	-6.74	664378.49
所有者权益：					
实收资本(或股本)	120000.00	120000.00	120000.00	0.00	120000.00
资本公积	148809.02	145437.84	140160.91	-2.95	140160.91
减：库存股					
专项储备	884.23	1593.79	1750.30	40.69	2057.15
盈余公积	5003.06	7006.89	7386.24	21.50	7386.24
未分配利润	13346.76	17465.74	38715.65	70.32	34126.53
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	288043.06	291504.26	308013.10	3.41	303730.84
少数股东权益	41318.03	30956.02	32335.91	-11.53	32836.25
所有者权益合计	329361.09	322460.28	340349.01	1.65	336567.08
负债和所有者权益总计	907191.28	1060584.45	842933.24	-3.61	1000945.57

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 月
一、营业收入	474354.64	510500.91	752961.49	25.99	705253.62
减: 营业成本	407662.15	438553.58	677972.01	28.96	658790.48
营业税金及附加	1299.87	1526.07	1861.48	19.67	1128.31
销售费用	10001.18	11884.77	11378.82	6.67	7687.39
管理费用	37995.97	39863.01	42386.61	5.62	32689.97
财务费用	17194.77	16610.88	10664.37	-21.25	5710.26
资产减值损失	191.09	131.91	280.03	21.06	0.00
加: 公允价值变动收益					
投资收益	12050.25	6612.66	8557.71	-15.73	1032.76
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	12059.86	8543.35	16975.88	18.64	279.97
加: 营业外收入	2250.66	2382.85	1768.99	-11.34	782.66
减: 营业外支出	862.41	1599.01	1327.76	24.08	674.55
其中: 非流动资产处置损失	255.08	846.71	880.80	85.82	19.04
三、利润总额	13448.11	9327.18	17417.11	13.80	388.08
减: 所得税费用	6306.32	6448.40	-3559.11		509.47
四、净利润	7141.79	2878.79	20976.22	71.38	-121.39
其中: 归属于母公司的净利润	9662.52	6122.81	21592.59	49.49	-1027.07
少数股东损益	-2520.73	-3244.02	-616.37	-50.55	905.68

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 1~9 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	537296.89	9.59	449289.37
收到的税费返还	557.37	1139.00	338.42	-22.08	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	1467.55	9840.97	4790.11	80.67	2444.99
经营活动现金流入小计	449430.99	539910.54	542425.42	9.86	451734.36
购买商品、接受劳务支付的现金	346765.85	453096.78	418272.32	9.83	478253.47
支付给职工以及为职工支付的现金	30125.22	32368.13	36194.89	9.61	32502.99
支付的各项税费	25164.62	25940.92	30718.17	10.48	9780.00
支付其他与经营活动有关的现金	3580.49	20502.19	15267.90	106.50	7620.11
经营活动现金流出小计	405636.18	531908.01	500453.29	11.07	528156.57
经营活动产生的现金流量净额	43794.81	8002.53	41972.13	-2.10	-76422.21
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	24054.00	50.98	0.00
取得投资收益收到的现金	1013.59	1925.41	690.00	-17.49	686.76
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	42.18	29.50	0.54	-88.68	14.11
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	24744.54	46.00	700.87
购建固定资产、无形资产等支付的现金	31791.06	34820.79	44151.50	17.85	39867.95
投资支付的现金	474.86	11605.75	2000.00	105.23	0.00
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	0.17	1.04	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流出小计	32266.08	46427.58	46151.50	19.60	39867.95
投资活动产生的现金流量净额	-20658.27	-38552.78	-21406.95	1.80	-39167.08
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	98720.00	5980.00		245.00
取得借款收到的现金	221670.00	340165.34	224380.00	0.61	253898.93
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	4227.21	2848.36	155.24	-80.84	12939.45
筹资活动现金流入小计	225897.21	441733.70	230515.24	1.02	267083.38
偿还债务支付的现金	143161.50	300145.99	315358.37	48.42	162047.15
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	29097.99	31685.71	30981.89	3.19	13571.80
支付其他与筹资活动有关的现金	483.68	24919.37	1030.13	45.94	313.97
筹资活动现金流出小计	172743.17	356751.07	347370.39	41.81	175932.92
筹资活动产生的现金流量净额	53154.04	84982.63	-116855.15		91150.46
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	-96289.96		-24438.83
加: 期初现金及现金等价物余额	71817.14	148107.72	202540.10	67.94	106250.14
六、期末现金及现金等价物余额	148107.72	202540.10	106250.14	-15.30	81811.31

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 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	20976.22	71.38
加：资产减值准备	191.09	131.91	280.03	21.06
固定资产折旧及其他	26582.78	27826.42	19570.60	-14.20
无形资产摊销	1691.23	1726.51	1718.50	0.80
长期待摊费用摊销	47.44	484.10	161.90	84.74
处置固定资产、无形资产等损失	250.78	817.61	854.80	84.62
固定资产报废损失	3.40	0.49	0.00	-100.00
公允价值变动损失				
财务费用	17267.36	17040.99	12187.67	-15.99
投资损失	-12050.25	-6612.66	-8557.71	-15.73
递延所得税资产减少	1756.42	24.23	-4155.06	
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	500.76	-48576.81	-10156.80	
经营性应收项目的减少	-33316.91	-33060.86	-80290.13	55.24
经营性应付项目的增加	32129.14	44284.12	89213.02	66.63
其他	1599.79	1037.70	169.09	-67.49
经营活动产生的现金流量净额	43794.81	8002.53	41972.13	-2.10

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	平均值	2012 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	13.05	13.98	16.36	14.98	--
存货周转次数(次)	5.49	4.52	5.73	5.32	--
总资产周转次数(次)	0.52	0.52	0.79	0.66	--
现金收入比(%)	94.32	103.61	71.36	85.63	63.71
盈利能力					
营业利润率(%)	13.79	13.79	9.71	11.75	6.43
总资本收益率(%)	3.10	3.13	6.82	4.97	--
净资产收益率(%)	2.17	0.89	6.16	3.78	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	40.54	45.84	35.94	39.83	36.22
全部债务资本化比率(%)	58.17	64.84	51.95	57.06	57.74
资产负债率(%)	63.69	69.60	59.62	63.43	66.38
偿债能力					
流动比率(%)	100.21	104.84	140.22	121.60	117.32
速动比率(%)	78.60	78.52	101.87	90.21	81.75
经营现金流动负债比(%)	12.76	1.76	13.78	9.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.42	2.19	1.87	2.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.76	10.54	7.21	8.32	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.05	-0.05	0.06	0.02	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	1.34	-1.18	0.75	0.29	--

注：公司 2012 年三季度财务数据未经审计

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	(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，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。