

跟踪评级公告

联合[2014] 907 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⁻，评级展望维持负面，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
二零一四年六月二十六日



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: 负面
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 负面

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: 2014 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	13.27	10.95	8.38	7.82
资产总额(亿元)	84.29	94.98	94.07	96.90
所有者权益(亿元)	34.03	32.87	28.42	27.79
短期债务(亿元)	17.71	25.94	35.76	36.47
全部债务(亿元)	36.80	44.14	53.83	53.67
营业收入(亿元)	75.30	99.76	105.63	16.81
利润总额(亿元)	1.74	-0.61	-3.93	-0.64
EBITDA(亿元)	5.11	2.50	-0.72	--
经营性净现金流(亿元)	4.20	-6.04	1.51	1.38
营业利润率(%)	9.71	6.87	3.59	4.19
净资产收益率(%)	6.16	-1.38	-11.50	--
资产负债率(%)	59.62	65.39	69.78	71.32
全部债务资本化比率(%)	51.95	57.32	65.44	65.88
流动比率(%)	140.22	113.23	89.31	85.09
全部债务/EBITDA(倍)	7.21	17.64	-75.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.87	0.83	-0.24	--
经营现金流动负债比(%)	13.78	-14.37	3.19	--

注: 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

祖宇 王冰
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

跟踪期, 天脊煤化工集团股份有限公司 (以下简称“公司”) 受苯胺泄露事故及主要化肥产品市场价格下滑影响, 亏损较大; 同时, 跟踪期公司债务规模及债务负担进一步加重, 公司面临一定短期偿付压力。

跟踪期, 苯胺泄漏事故导致公司管理费用上升对公司 2013 年全年业绩影响较大。公司化肥产品市场出现下滑, 公司经营压力大。

“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, 联合资信维持天脊煤化工集团股份有限公司 AA⁻ 的主体长期信用等级, 评级展望维持负面, 并维持“10 天脊债” AA 的信用等级。

优势

1. 公司实际控制人及控股股东对公司支持力度较大。
2. 公司经营活动现金流入量对“10 天脊债”保障能力良好, 另外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, 有助于增强债券本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期公司亏损进一步上升, 公司化肥产品价格出现下滑, 公司面临较大经营压力; 同时, 公司短期债务规模快速上升, 债务负担持续加重, 公司存在短期支付压力。
2. 2012 年底公司发生苯胺泄露事故, 公司面临安全生产压力。
3. 公司甲醇工程目前由股东负责投资、管理, 未来发展存在一定不确定性。
4. 公司“10 天脊债”于 2014 年 5 月 8 日在上海

证券交易所暂停上市。

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

天脊煤化工集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身为山西化肥厂，始建于1983年，系以煤为原料生产高效氮磷复合肥的大型现代化企业，公司是国家“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（以下简称“天脊有限责任公司”）；2007年6月，根据山西省国资委晋国资产权函[2007]143号文件，天脊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2013年底，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；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、环保能源管理部、工程管理部、备件材料管理部、企业管理部、人力资源部、财务部等17个职能部门。

截至2013年底，公司合并资产总额为94.07亿元，所有者权益合计为28.42亿元。2013年，公司实现营业收入105.63亿元，利润总额-3.93亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额为96.90亿元，所有者权益合计为27.79亿元。2014年1~3月，公司实现营业收入16.81亿元，利润总额-0.64亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。2013年中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费需求增长平稳，2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；对外贸易增速进一步下滑，2013年中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

政策环境方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进

经济结构调整,进一步优化财政支出结构,保障和改善民生;央行继续实施稳健的货币政策,根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调。灵活开展公开市场操作,开展常备借贷便利操作,促进银行体系流动性总体平衡。发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用,引导货币信贷平稳适度增长,增强金融机构抗风险能力。进一步推进利率市场化改革;人民币汇率方面,截至2013年底,人民币兑美元汇率中间价为6.0969元,比上年末升值3.1%;人民币汇率双向浮动特征明显,汇率弹性明显增强,人民币汇率预期总体平稳;市场流动性方面,2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态,近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企,资金面紧张格局愈发明显;产业政策方面,继续加快结构调整和转型升级,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张,加快推进产业转型升级,推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面,房地产调控政策进一步趋紧,提出加快房地产税立法并适时推进改革,房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。

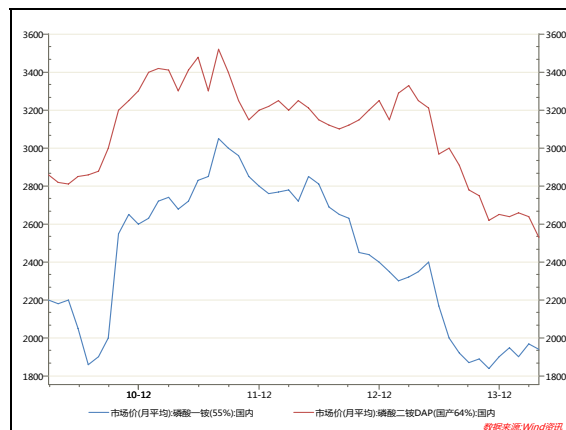
总体来看,2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,房地产政策调控仍面临较大挑战,城镇化建设将继续保持快速发展,化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。

四、行业及区域经济环境

1. 化肥

2013年,化肥行业产能过剩依旧严重,以磷铵为例,2013年磷酸一铵、二铵产能过剩,市场库存积压较严重,行业亏损面扩大。磷铵市场预计到2015年仍将有400万吨左右产能释放,市场供过于求格局短期难以扭转。

图1 一铵、二铵价格走势(元/吨)



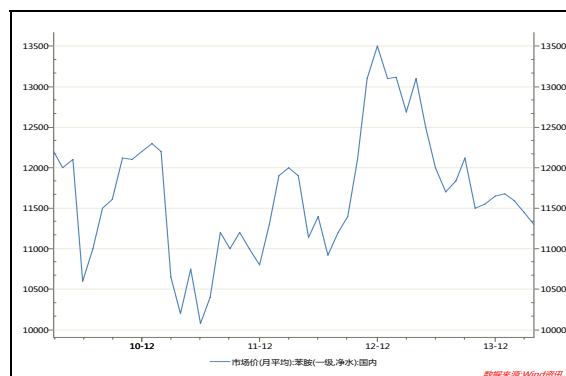
资料来源: Wind 资讯

2013年磷酸一铵、二铵价格一路下跌,其中一铵由年初约2350元/吨的均价跌至年底1900元/吨左右。二铵走势相近,由年初3150元/吨左右跌至2650元/吨左右。进入2014年一季度,一铵、二铵仍然无明显起色,价格低位震荡。

总体看,化肥市场产能过剩严重,供过于求格局短期难以扭转。

2. 苯胺

图2 苯胺价格(元/吨)



资料来源: Wind 资讯

2013年苯胺价格出现松动下滑,年初苯胺价格在高位13000元/吨左右徘徊,进入二季度苯胺价格开始松动下行,至2013年底跌至11650元/吨左右,2014年一季度,苯胺依旧维持低位震荡趋势。

跟踪期内苯胺市场不确定因素不断累积。烟台万华不断加强产业链延伸，其苯胺产能不断上升，对市场需求具有一定冲击，另外苯胺下游产品受房地产、汽车等行业影响较明显，在宏观经济降速调结构的大背景下，其下游行业不确定性也在增加。

五、基础素质分析

公司是国内大型硝基复合肥生产基地之一，2013年在一季度停产的不利局面下，公司全年生产合成氨 33.84 万吨、硝酸 65.85 万吨、硝铵 28.18 万吨、苯胺 12.72 万吨，销售各类化肥、硝铵及苯胺 102.51 万吨，2013 年实现工业总产值 32.72 亿元，实现营业收入 105.04 亿元。

六、管理分析

跟踪期管理制度方面无重大变化。

七、经营分析

公司主要从事化肥、化工产品的生产和销售。2013年公司受“12·31”苯胺泄露事故影

响，一季度处于停产，二季度公司生产逐步恢复，特别进入四季度，公司各生产装置实现高产连续运转，全年生产合成氨33.84万吨、硝酸65.85万吨、硝铵28.18万吨、苯胺12.72万吨。

公司2013年实现主营业务收入105.63亿元，同比增长5.89%。其中，公司2013年硝酸磷肥、硝酸磷钾销量及价格均较上年有所下滑，收入较上年下降较快；公司苯胺2013年实现收入11.91亿元，较上年增长15.09%；另外，公司化工批发及化肥贸易收入规模较上年增长较快分别同比增长34.05%和47.00%。另外，公司水泥生产已于2012年四季度停产。

从毛利率来看，2013年受公司主要产品价格下滑影响，其主营业务毛利率为3.67%，较上年下降3.34个百分点。2013年公司硝酸磷肥、硝酸磷钾、硝酸铵分别实现毛利率10.24%、8.49%和25.00%，分别较2012年下降7.92个百分点、1.79个百分点和11.90个百分点。苯胺2013年实现毛利率7.77%，较上年基本持平。

2014年一季度，公司主营业务收入为16.65亿元，实现毛利率4.34%，其中硝酸磷肥受市场价格持续下跌影响，其毛利率为-6.88%。

表 1 公司主营业务收入构成（亿元，%）

产品	2012 年			2013 年			2014 年一季度		
	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	131139.54	13.15	18.16	52240.36	4.95	10.24	8209.63	4.93	-6.88
硝酸磷钾	109403.99	10.97	10.28	72507.74	6.86	8.49	10560.35	6.34	5.63
硝酸铵	52440.91	5.26	36.90	41115.79	3.89	25.00	14459.23	8.68	25.87
苯胺	103486.90	10.37	7.82	119103.87	11.28	7.77	37913.87	22.77	6.62
贵金属批发	70039.01	7.02	1.10	35800.08	3.39	2.08	11567.40	6.95	2.33
水泥	6323.69	0.63	-33.78	86.49	0.01	-78.62			
化工批发	176571.58	17.70	0.17	236690.61	22.41	0.10	29229.82	17.55	0.12
化肥贸易	320175.94	32.09	0.55	470646.05	44.55	0.20	50629.87	30.40	0.04
其他	28019.21	2.81	24.00	28137.11	2.66	20.81	3958.72	2.38	15.64
合计	997600.78	100.00	7.01	1056328.10	100.00	3.67	166528.89	100.00	4.34

资料来源：公司提供

注：主营业务收入中其他项主要系化工及化肥产品贸易业务形成

跟踪期公司硝酸磷肥和硝酸磷钾产销均较上年大幅下降，硝酸铵及苯胺产销量小幅增长，其中公司化肥产量较上年大幅下降，主要系公

司根据市场产能过剩局面，下调产量所致。从价格来看，受市场行情波动影响，公司硝酸磷肥、硝酸磷钾和硝酸铵 2013 年销售价格均较上

年出现下滑，分别较上年下降 11.29%、10.07% 和 25.91%，2013 年公司苯胺销售价格较上年基本持平。2014 年一季度，公司硝酸磷肥销售价格进一步下滑，其他产品较上年保持相对平稳。

表 2 公司主要产品产销情况（万吨、元/吨）

产品	项目	2012 年	2013 年	14 年 1-3 月
硝酸磷肥	产能	90	90	90
	产量	47.71	26.18	10.61
	销量	61.6	27.34	4.78
	销售均价	2154.01	1910.75	1716.79
硝酸磷钾	产能	或 100	或 100	或 100
	产量	41.65	33.21	5.98
	销量	41.09	30.28	4.36
	销售均价	2662.47	2394.27	2424.06
硝酸铵	产能	20	20	20
	产量	26.25	28.18	8.48
	销量	25.72	27.22	9.24
	销售均价	2038.69	1510.48	1563.98
苯胺	产能	13	13	13
	产量	12.09	12.72	4.54
	销量	11.28	12.90	4.27
	销售均价	9168.67	9229.77	8874.25

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期受市场环境影响，公司主要化工产品销售价格大幅下跌，公司面临较大成本控制压力和经营压力。同时，公司生产过程面临一定安全压力。

八、重大事项

根据 2014 年 4 月 29 日公司公告《停牌公告》，因公司连续两年亏损，自 2014 年 4 月 30 日起，公司发行的公司债券“10 天脊债”（债券代码 122879）停牌。

根据 2014 年 5 月 8 日公司在上海证券交易所的公告《天脊煤化工集团股份有限公司关于“10 天脊债”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 2010 年天脊煤化工集团股份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 2010 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“10 天脊债”更名为“天脊暂停”，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。

九、财务分析

公司提供的 2013 年财务数据，经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2014 年一季度财务数据未经审计。

公司子公司天脊朔州煤化工有限公司（以下简称“朔州煤化”）于 2013 年 6 月进行清算注销，公司本年度仅合并朔州煤化 1~6 月财务数据。公司 2013 年合并范围较 2012 年底变化较小，对财务数据可比性影响小。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 94.07 亿元，所有者权益合计为 28.42 亿元。2013 年，公司实现营业收入 105.63 亿元，利润总额-3.93 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 96.90 亿元，所有者权益合计为 27.79 亿元。2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 16.81 亿元，利润总额-0.64 亿元。

1. 盈利能力

2013 年公司实现营业收入 105.63 亿元，同比增长 5.89%，同期公司营业成本同比增长 9.69%，公司 2013 年实现营业利润率 3.59%，较上年下降 3.27 个百分点。

跟踪期公司期间费用较上年有所增长，增长主要来自管理费用及财务费用，其中管理费用较上年大幅上涨主要系公司 2013 年一季度停产期间停产损失全部计入本期管理费用所致。公司期间费用率有所上升，2013 年为 7.43%，较上年增加 0.92 个百分点。

2013 年公司利润总额为-3.93 亿元，本期公司总资产收益率及净资产收益率分别为-2.81%和-11.50%，分别较上年下降 3.76 个百分点和 10.12 个百分点，公司盈利能力持续下滑。

2014 年一季度，公司实现营业收入 16.81 亿元，同比增长 63.21%，同期公司实现利润总额-0.64 亿元。2014 年一季度公司营业利润率为 4.19%。

总体看，受 2012 年底苯胺事故及主要产品市场价格下跌影响，公司整体盈利能力持续下滑。

2. 现金流及保障

2013 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 80.11 亿元，较上年增长 28.17%，本期公司现金收入比为 75.83%，较上年上升 13.19 个百分点，公司自 2011 年现金收入比出现显著弱化(2010 年、2011 年分别为 103.61%和 71.36%)，主要系公司自 2011 年开始，贸易业务大幅增长，公司贸易业务结算以票据结算为主所致。2013 年，公司实现经营活动净现金流 1.51 亿元，公司经营活动净现金流波动较大。

2013 年公司购建固定资产、无形资产支付的现金为 2.71 亿元，公司投资活动净现金流为 -2.66 亿元。

公司筹资活动现金流入主要系取得借款收到的现金，2013 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-0.29 亿元。

2014 年一季度公司经营活动现金净流量为 1.38 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -0.30 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 -1.22 亿元。

整体看，公司经营活动现金净流量波动较大，对外投资压力小。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额为 94.07 亿元，较上年变化不大。其中流动资产占 44.83%，非流动资产占 55.17%，公司流动资产占比较上年有所下降。

截至 2013 年底，公司流动资产为 42.17 亿元，同比下降 11.42%。

截至 2013 年底，公司货币资金和应收票据分别为 4.97 亿元和 3.41 亿元，同比分别下降 22.47%和 24.99%，公司货币中其他货币资金占 37.69%，主要系各类保证金。

截至 2013 年底，公司应收账款为 5.02 亿元，同比下降 23.47%，从账龄分布来看，1 年以内占 84.79%，1-2 年占 7.66%，3 年以上占 6.85%，公司累计计提坏账 4401.36 万元。

截至 2013 年底，公司预付款项为 10.00 亿元，同比下降 10.39%，公司预付款项中 1 年以内占 68.39%，1-3 年占 10.16%，3 年以上占 21.46%，公司账期 1 年以上预付款项主要系未结算的工程预付款。截至 2013 年底公司其他应收款为 4.04 亿元，其中主要系应收公司参股公司山西晋煤天源化工有限公司（公司持股比例为 16.89%，以下简称“天源化工”）借款及利息 3.81 亿元。

截至 2013 年底，公司存货 14.19 亿元，较上年变化不大。

截至 2013 年底，公司非流动资产为 53.02 亿元，同比增长 9.56%。公司非流动资产增长主要系在建工程增长所致，公司在建工程期末余额主要系甲醇工程（占 71.47%）、13 万吨苯胺工程（二期）（占 10.56%）、25 万吨硝酸铵钙项目（占 7.29%）和废水（321）项目（占 5.05%），该项目由于近年公司周边炼焦企业效益欠佳生产不稳定，故而公司“甲醇工程”所需原料焦炉气一直不能得到保障，公司该项目未正式生产，也未转固，潞安集团目前已规划在此项目基础上做产业延伸，2013 年该项目已由潞安集团负责管理建设，其后续影响存在一定不确定性。考虑到公司在建项目规模较大，但一直未投产的影响，公司非流动资产质量一般。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 96.90 亿元，较 2013 年底增长 3.02%，公司本期资产结构较 2013 年底变化不大。

负债和所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计为 28.42 亿元（其中少数股东权益 3.29 亿元），2013

年公司资本公积为 12.94 亿元，同比下降 8.20%，本期下降主要系公司所持可供出售金融资产（系所持潞安环能公司股票）公允价值变动所致，受公司 2013 年亏损影响，本期未分配利润为-0.57 亿元。2013 年公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占 47.74%）、资本公积（占 51.46%）构成；截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计为 27.79 亿元，较 2013 年底下降 2.22%，公司本期权益下降主要系未分配利润下降所致，受公司亏损影响，本期公司未分配利润为-1.19 亿元。公司权益稳定性一般。

截至 2013 年底，公司负债合计为 65.64 亿元，同比增长 5.69%，其中流动负债比重较上年有所上升占 71.93%，非流动负债占 28.07%。

截至 2013 年底，公司流动负债合计为 47.22 亿元，同比增长 12.29%，本期公司流动负债增长主要系应付票据和其他应付款增长所致。截至 2013 年底，公司应付票据为 6.86 亿元，同比增长 139.77%，公司应付票据由银行承兑汇票（占 70.83%）和国内信用证（占 29.17%）构成。截至 2013 年底，公司其他应付款为 11.58 亿元，同比增长 130.06%，主要系应付山西天脊煤化工集团有限公司借款（占 96.56%；借款期限 1 年期，以基准利率计息，计入当期短期债务）。

截至 2013 年底，公司全部债务为 53.83 亿元，同比增长 21.95%，其中主要系短期债务增长所致，公司本期短期债务增长部分由于山西天脊煤化工集团有限公司为公司提供的短期借款。公司短期债务占 66.64%，公司债务以短期债务为主。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分别为 69.78%、65.44%和 38.86%，分别较上年上升 4.39 个百分点、8.13 个百分点和 3.22 个百分点。截至 2014 年 3 月底，公司全部债务 53.67 亿元，较 2013 年底变化不大。公司本期以上三个指标分别为 71.32%、65.88%和 38.22%。

总体看，公司流动资产预付款项及存货占

比较高，非流动资产以固定资产及在建工程为主，且在建工程中“甲醇工程”占比高，一直未能给公司带来效益，公司整体资产流动性较弱，资产质量一般；跟踪期受持续亏损影响，公司所有者权益有所下降；跟踪期公司短期债务规模增长较快，公司整体债务负担有所加重。

4. 偿债能力

2013 年公司流动比率及速动比率分别为 89.31%和 59.26%，分别较上年下降 23.91 个百分点和 20.30 个百分点，2014 年 3 月底公司以上两个指标分别为 85.09%和 56.82%。2013 年公司经营现金流对负债比为 3.19%。公司短期偿债能力持续弱化，存在短期支付压力。

2013 年受公司亏损较大影响，公司 EBITDA 为-0.72 亿元，2013 年公司 EBITDA 对利息及债务不具备覆盖能力，考虑到公司 2013 年亏损部分受苯胺泄露事故影响，未来伴随事故影响慢慢消除公司业绩有望好转。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2014 年 3 月底，公司存续期债券为 7 年期额度 10 亿元公司债“10 天脊债”，公司 2011~2013 年 EBITDA 持续下降，三年均值为存续期债券的 0.14 倍，2013 年为-0.07 倍。近三年公司现金流入量均值为存续期债券的 7.00 倍，2013 年为 8.05 倍。同期公司经营活动现金净流量均值为存续期债券的-0.02 倍，2013 年为 0.15 倍。公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力良好。

截至 2014 年 3 月底，对外担保余额为 4.43 亿元，担保比率为 15.93%。其中分别为山西天脊潞安化工有限公司 7250 万元贷款及 17100.85 万元融资租赁和晋煤天源化工有限公司 19924.94 万元提供担保。公司面临一定或有负债风险。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得商业银行授信 33.50 亿元，其中未使用额度为 9.20 亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

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 2013 年底，太重集团注册资本 12.95 亿元。太重集团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。截至 2013 年底，太重集团资产总额为 389.61 亿元，所有者权益合计为 85.54 亿元。2013 年，实现营业收入 205.61 亿元，利润总额 1.04 亿元。2013 年太重集团资产及经营规模进一步扩大，联合资信同时注意到机械加工行业竞争加剧，下游需求趋弱，行业下行风险加大，以及太重集团债务负担较重等不利因素对太重集团信用基本面的负面影响。另一方面，太重集团不断调整自身产品结构，资产及收入规模逐年增长，太重集团临港工业园、铸锻件、轮轴国产化项目进展顺利，以上项目投产后有助于太重集团优化产品结构并提升综合竞争实力。

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。太重集团具有一定规模优势，其对“10 天脊债”的担保有助于提升“10 天脊债”本息偿付的安全性。

6. 过往债务履约情况

截至 2014 年 6 月 20 日，根据公司公开市场债务融资过往履约情况，公司无不良记录。

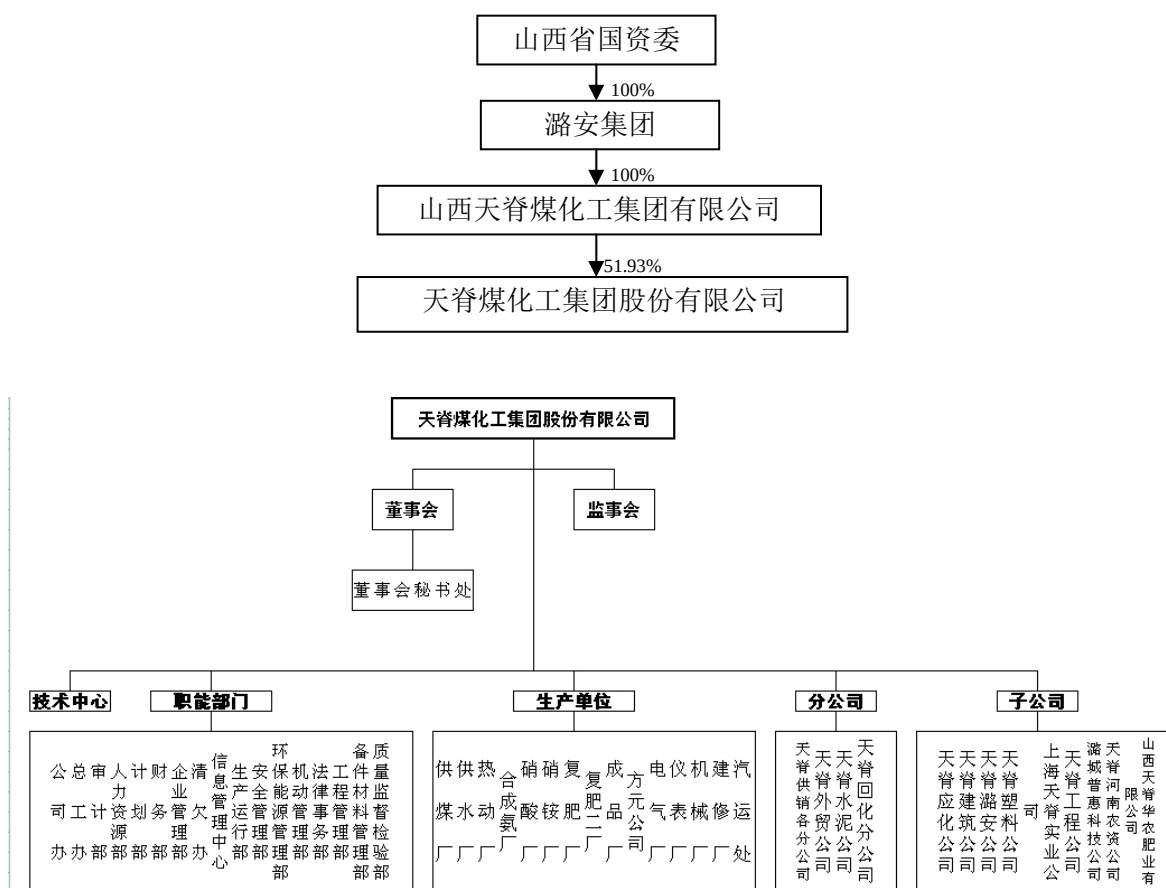
7. 抗风险能力

公司是中国大型高效复合肥生产基地，产品种类较丰富，一定程度有助于分散经营风险。跟踪期公司主要产品市场价格出现下滑，公司面临较大经营压力。综合来看，公司抗风险能力尚可。

十、结论

综合考虑，联合资信维持天脊煤化工集团股份有限公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望维持负面，并维持“10 天脊债”AA 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.27	10.95	8.38	7.82
资产总额(亿元)	84.29	94.98	94.07	96.90
所有者权益(亿元)	34.03	32.87	28.42	27.79
短期债务(亿元)	17.71	25.94	35.76	36.47
长期债务(亿元)	19.09	18.20	18.06	17.19
全部债务(亿元)	36.80	44.14	53.83	53.67
营业收入(亿元)	75.30	99.76	105.63	16.81
利润总额(亿元)	1.74	-0.61	-3.93	-0.64
EBITDA(亿元)	5.11	2.50	-0.72	--
经营性净现金流(亿元)	4.20	-6.04	1.51	1.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.36	11.99	10.82	--
存货周转次数(次)	5.73	7.18	7.18	--
总资产周转次数(次)	0.79	1.11	1.12	--
现金收入比(%)	71.36	62.65	75.83	103.23
营业利润率(%)	9.71	6.87	3.59	4.19
总资本收益率(%)	4.68	0.95	-2.44	--
净资产收益率(%)	6.16	-1.38	-11.50	--
长期债务资本化比率(%)	35.94	35.64	38.86	38.22
全部债务资本化比率(%)	51.95	57.32	65.44	65.88
资产负债率(%)	59.62	65.39	69.78	71.32
流动比率(%)	140.22	113.23	89.31	85.09
速动比率(%)	101.87	79.56	59.26	56.82
经营现金流动负债比(%)	13.78	-14.37	3.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.87	0.83	-0.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.21	17.64	-75.16	--

注：2014 年一季度财务数据未经审计；末位差异由四舍五入引起。

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。