

跟踪评级公告

联合[2015] 1492 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-,评级展望为负面,并维持“10天脊债”AA的信用等级。

特此公告。



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: 2015 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	9.47	6.51	3.38	4.70
资产总额(亿元)	94.98	94.07	97.23	102.15
所有者权益(亿元)	32.87	28.42	28.15	26.68
短期债务(亿元)	25.94	35.76	26.08	24.08
全部债务(亿元)	44.14	53.83	59.43	61.73
营业收入(亿元)	99.76	105.63	91.99	10.43
利润总额(亿元)	-0.61	-3.93	0.14	-1.45
EBITDA(亿元)	2.50	-0.72	2.98	--
经营性净现金流(亿元)	-6.04	1.51	2.55	-5.71
营业利润率(%)	6.87	3.59	4.36	-0.58
净资产收益率(%)	-1.38	-11.50	0.24	--
资产负债率(%)	65.39	69.78	71.04	73.88
全部债务资本化比率(%)	57.32	65.44	67.85	69.82
流动比率(%)	113.23	89.31	72.66	77.56
全部债务/EBITDA(倍)	17.63	-75.16	19.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.83	-0.24	0.59	--
经营现金流流动负债比(%)	-14.37	3.19	4.80	--

注: 2015 年一季度财务数据未经审计; 现金类资产已扣除受限部分货币资金。

分析师

王 冰 孙晨歌 刘文彬
 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

跟踪期内, 苯胺泄露事故对天脊煤化工集团股份有限公司(以下简称“公司”)的影响减弱, 公司整体实现减亏, 但受主要化肥产品及苯胺市场价格下滑影响, 主业仍处于亏损状态, 投资收益对公司业绩贡献大; 同时, 公司债务规模持续扩大, 债务负担进一步加重。

目前化肥行业总体产能过剩, 公司经营状况好转仍有赖于市场环境的恢复, 公司经营状况短期内显著改善的难度较大。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级展望为负面。

“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, 评级展望为负面, 并维持“10天脊债”AA的信用等级。

优势

1. 公司经营活动现金流入量对“10 天脊债”保障能力良好。
2. 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. 跟踪期内化肥产品价格持续下滑, 公司面临较大经营压力。
2. 公司债务规模上升, 债务负担加重, 公司存在短期支付压力。
3. 2015 年一季度公司收入规模同比大幅下降。
4. 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。

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2014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；中国建设银行股份有限公司、中国昊华化工(集团)总公司、山西省经济建设投资集团有限公司分别持有公司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：硝酸磷肥、硝酸磷钾肥、硝酸钙、硝酸铵钙、磷酸一铵、磷酸二铵、土壤调理剂、香皂、肥皂、液体洗涤剂（仅限长治日化分公司经营）、二氧化碳及其它化工产品、水泥及制品，塑料编织袋及塑料制品的生产及销售；化工技术研究、开发；劳务服务（不含对外）。商品及技术的进出口业务（国家专项审批的除外）。经营进料加工和“三来一补”业

务。化肥批发零售。苯胺、硝基苯；制造工业硝酸；压缩、液化气体；二类汽车维修（小型整车维护、修理及专项维修、大中型货车维护、修及专项维修）；高压容器；第三类低、中压容器的制造；复混肥料；硝酸铵；液体无水氨等业务。

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2014年底，公司合并资产总额为97.23亿元，所有者权益合计为28.15亿元（含少数股东权益3.32亿元）。2014年，公司实现营业收入91.99亿元，利润总额0.14亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为102.15亿元，所有者权益合计为26.68亿元（含少数股东权益3.29亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入10.43亿元，利润总额-1.45亿元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村

居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增长 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增长 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增长 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增长 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增长 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增长 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000

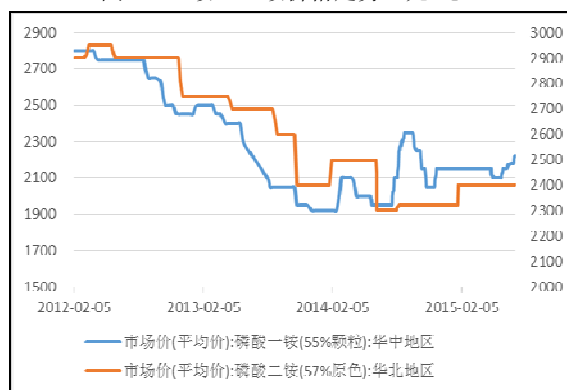
万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 化肥

2014 年，化肥行业产能过剩依旧严重，以磷铵为例，2014 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、二铵价格快速下跌，2014年主要呈低位震荡走势，其中一铵年初约 1920元/吨的均价上涨至年底2150元/吨左右。二铵走势相近，由年初2400元/吨左右小幅跌至 2320元/吨左右。进入2015年，一铵、二铵仍然为低位震荡。

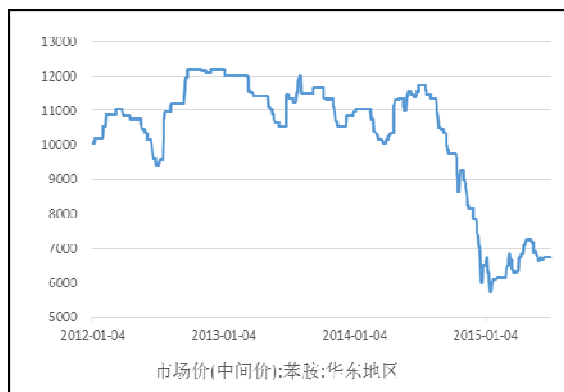
总体看，化肥市场产能过剩严重，供过于求格局短期难以扭转。

2. 苯胺

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，2013年前三季度，苯胺价格变动不大，2014年四季度和2015年一季度，随原油价格断崖式下跌，苯胺价格快速下降，2015年3月价格跌至6471.43元/吨。

图2 苯胺价格（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

2014年国内苯胺产能约310万吨，其中与下游MDI配套装置产能为116万吨，约占总产能的37%，而其余产能均用于商品出售。目前国内苯胺的主要用途为生产MDI，占苯胺消费结构的60%左右。据统计，没有配套苯胺的MDI产能约为90万吨/年，按生产1吨MDI需要消耗0.78吨苯胺计算，生产该部分MDI需要消耗苯胺约70万吨/年，剩余125万吨/年的产能需要依靠橡胶助剂、染料、医药和农药中间体来消化，除计划于2015年第二季度开始运行的巴斯夫重庆MDI配套苯胺装置外，吉林康乃尔尚有规划中的24万吨/年的苯胺装置，苯胺产能过剩情况仍不乐观。

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一，2014年公司全年生产合成氨40.38万吨、硝酸79.15万吨、硝铵31.23万吨、苯胺14.15万吨，销售各类化肥、硝铵及苯胺118.61万吨，2014年实现工业总产值32.97亿元，实现营业收入91.99亿元。

六、管理分析

跟踪期内，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。2014年公司各生产装置处于正常运转，全年生产合成氨40.38万吨，硝酸79.15万吨、硝铵31.23万吨、苯胺14.15万吨，销售各类化肥、硝铵及苯胺118.61万吨。

公司2014年实现主营业务收入91.23亿元，同比下降12.94%。受2013年一季度公司停产的影响，2014年硝酸磷肥、硝酸磷钾、硝酸铵、苯胺销量增长幅度较大，抵消了价格下跌的影响，收入较上年有所上升；公司贸易及其他收入规模较上年下降较快，同比下降21.18%。

从毛利率来看，2014年公司主营业务毛利率为4.33%，较上年上升0.78个百分点。2014年公司硝酸磷肥、苯胺分别实现毛利率9.37%和6.50%，分别较2013年下降0.87个百分点和1.27个百分点；硝酸磷钾和硝酸铵分别实现毛利率10.04%和25.27%，分别较2013年上升1.55个百分点和0.27个百分点。

2015年一季度，公司主营业务收入为10.31亿元，实现毛利率-0.42%，其中硝酸铵和苯胺受市场价格持续下跌影响，毛利率分别为14.62%和-35.80%，较2014年均呈现大幅下降的趋势，对公司总体毛利率水平造成了较大影响。

表1 公司主营业务收入构成（万元，%）

产品	2013 年	2014 年	2015 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	52240.36	4.99	10.24	67587.24	7.41	9.37	7229.82	7.01	11.29
硝酸磷钾	72507.74	6.92	8.49	75769.98	8.31	10.04	16529.19	16.03	9.24
硝酸铵	41115.79	3.92	25.00	47027.11	5.15	25.27	4954.75	4.80	14.62
苯胺	119103.87	11.37	7.77	120633.06	13.22	6.50	12896.33	12.50	-35.80
贸易及其他	762908.86	72.81	0.80	601317.87	65.91	0.97	61529.82	59.66	1.82
合计	1047876.62	100.00	3.55	912335.26	100.00	4.33	103139.91	100.00	-0.42

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司硝酸磷肥、硝酸磷钾、硝酸铵及苯胺产销量小幅增长。从价格来看，受市场行情波动影响，公司上述四种产品 2014 年销售价格均较上年出现下滑，分别较上年下降 10.23%、6.42%、3.63% 和 5.64%。2015 年一季度，公司产品销售价格进一步下滑，其中苯胺价格大幅下降，较 2014 年平均价格下降 39.85%。

表 2 公司主要产品产销情况（万吨、元/吨）

产品	项目	2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
硝酸磷肥	产能	90	90	90
	产量	26.18	39.22	13.23
	销量	27.34	39.10	4.45
	销售均价	1910.75	1715.29	1624.94
硝酸磷钾	产能	100	100	100
	产量	33.21	33.96	11.48
	销量	30.28	33.35	7.58
	销售均价	2394.27	2240.66	2181.44
硝酸铵	产能	20	20	20
	产量	28.18	31.23	6.56
	销量	27.22	32.31	3.93
	销售均价	1510.48	1455.69	1262.06
苯胺	产能	13	13	13
	产量	12.72	14.15	2.32
	销量	12.90	13.85	2.46
	销售均价	9229.77	8709.14	5238.27

资料来源：公司提供

公司贸易业务经营主体主要包括天脊集团河南农资有限公司（以下简称“河南农资”）的化肥贸易和上海天脊实业公司（以下简称“天脊实业”）的化工和贵金属贸易。河南农资主要贸易品种包括氯化钾、尿素、硫酸钾等化肥品种，2014 年实现销售收入 42.96 亿元。天脊实业主要从事化工品己二腈和铂、铂铑 10 等贵金属品种，2014 年实现销售收入 16.03 亿元。

总体看，跟踪期内受市场环境影响，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”），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。

2015 年 6 月 8 日，公司发布《关于 2010 年天脊煤化工集团股份有限公司公司债券恢复上市公告》，“天脊暂停”自 2015 年 6 月 15 日期恢复上市，债券简称恢复为“10 天脊债”。

九、财务分析

公司提供的 2014 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 2015 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,公司本年度合并范围无朔州煤化。公司2014年天脊朔州煤化工有限公司于2013年6月进行清算注销,2014年度不再纳入合并范围。2014年合并范围较2013年变化较小,对财务数据可比性影响小。

截至2014年底,公司合并资产总额为97.23亿元,所有者权益合计为28.15亿元。2014年,公司实现营业收入91.99亿元,利润总额0.14亿元。

截至2015年3月底,公司合并资产总额为102.15亿元,所有者权益合计为26.68亿元。2015年1~3月,公司实现营业收入10.43亿元,利润总额-1.45亿元。

1. 盈利能力

2014年公司实现营业收入91.99亿元,同比下降12.91%,同期公司营业成本同比下降13.62%,公司2014年营业利润率4.36%,较上年上升0.77个百分点。

跟踪期公司期间费用较上年大幅下降,下降主要来自管理费用,大幅下降主要系公司2013年一季度停产期间停产损失全部计入管理费用所致。公司期间费用率下降较快,2014年为4.83%,较上年下降2.60个百分点。

非经常性损益方面,公司2014年取得投资收益0.53亿元,主要为出售潞安环保能源股份有限公司股票508万股(剩余865万股),取得营业外收入0.21亿元,其中政府补助0.08亿元。

2014年公司利润总额为0.14亿元,实现扭亏为盈,本期公司总资产收益率及净资产收益率分别为1.22%和0.24%,分别较上年上升3.66个百分点和11.74个百分点。

2015年一季度,公司实现营业收入10.43亿元,同比下降37.95%,同期公司实现利润总额-1.45亿元。2015年一季度公司营业利润率为-0.58%。

总体看,跟踪期内,随着公司生产经营的恢复,收入规模有所回升,期间费用率大幅下

降,公司整体盈利能力有所回升。

2. 现金流及保障

2014年公司销售商品、提供劳务收到的现金为82.52亿元,较上年增长3.01%,本期公司现金收入比为89.70%,较上年上升13.87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,2014年公司贸易业务大幅下降,使得公司现金收入比出现上升。2014年,公司实现经营活动净现金流2.55亿元,公司经营活动净现金流增加较快。

2014年公司购建固定资产、无形资产支付的现金为2.92亿元,公司投资活动净现金流为-2.22亿元。

公司筹资活动现金流入主要系取得借款收到的现金和其他与筹资活动有关的现金,2014年公司筹资活动产生的现金流量净额为1.41亿元。

2015年一季度公司经营活动现金净流量为-5.71亿元,投资活动产生的现金流量净额为-0.47亿元,筹资活动产生的现金流量净额为4.39亿元。

整体看,公司经营活动现金净流量稳步增加,对外投资压力小。

3. 资本及债务结构

资产

截至2014年底,公司资产总额为97.23亿元,较上年增长3.37%。其中流动资产占39.67%,非流动资产占60.33%,公司流动资产占比较上年有所下降。

截至2014年底,公司流动资产为38.57亿元,同比下降8.54%。

截至2014年底,公司货币资金和应收票据分别为6.72亿元和1.40亿元,同比分别上升35.16%和下降58.80%,公司货币中其他货币资

金占 70.56%，主要系各类保证金。

截至 2014 年底，公司应收账款为 6.03 亿元，同比上升 20.03%，从账龄分布来看，1 年以内占 82.95%，1-2 年占 7.76%，3 年以上占 6.07%，公司累计计提坏账 4341.67 万元。

截至 2014 年底，公司预付款项为 7.22 亿元，同比下降 27.80%，公司预付款项中 1 年以内占 56.76%，1-3 年占 6.19%，3 年以上占 37.05%，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 2014 年底公司其他应收款为 4.02 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 3.92 亿元。公司同时对天源化工提供 1.13 亿元对外担保。

截至 2014 年底，公司存货 12.64 亿元，较上年下降 10.93%。

截至 2014 年底，公司非流动资产为 58.66 亿元，同比增长 13.04%。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 66.55%）、13 万吨苯胺工程（二期）（占 9.55%）、25 万吨硝酸铵钙项目（占 6.15%）、废水（321）项目（占 4.40%）和 27 万吨硝酸项目（占 7.79%），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 年开始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 2015 年 3 月底，公司资产总额为 102.15 亿元，较 2014 年底增长 5.06%，公司本期资产结构较 2014 年底变化不大。

负债和所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计为 28.15 亿元（其中少数股东权益 3.32 亿元），2014 年公司资本公积为 11.88 亿元，较上年无变动，

2014 年公司未分配利润为-0.54 亿元。2014 年公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占 48.32%）、资本公积（占 47.84%）构成；截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计为 26.68 亿元，较 2014 年底下降 5.24%，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-1.99 亿元。公司权益稳定性一般。

截至 2014 年底，公司负债合计为 69.08 亿元，同比增长 5.23%，其中流动负债比重较上年有所上升占 76.84%，非流动负债占 23.16%。

截至 2014 年底，公司流动负债合计为 53.08 亿元，同比增长 12.42%，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 2014 年底，公司应付票据为 11.28 亿元，同比增长 64.61%，公司应付票据由银行承兑汇票（占 64.55%）和国内信用证（占 35.45%）构成。截至 2014 年底，公司其他应付款为 18.24 亿元，同比增长 57.45%，主要系应付山西天脊煤化工集团有限公司借款（占 96.43%；账龄为 1-3 年，以基准利率计息，计入当期长期债务）。公司其他应付款主要为潞安集团对公司借款，通过天脊集团支付给公司。

截至 2014 年底，公司全部债务为 59.43 亿元，同比增长 10.41%，其中主要系长期债务增长所致，公司本期长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借款。公司长期债务占 56.11%，公司债务以长期债务为主。2014 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 71.04%、67.85%和 54.22%，分别较上年上升 1.26 个百分点、2.41 个百分点和 15.36 个百分点。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务 61.73 亿元，较 2014 年底变化不大。公司本期以上三个指标分别为 73.88%、69.82%和 58.53%。

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；跟踪期公司所有者权益略有下降；跟踪期公司长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

2014 年公司流动比率及速动比率分别为 72.66% 和 48.85%，分别较上年下降 16.65 个百分点和 10.41 个百分点，2015 年 3 月底公司以上两个指标分别为 77.56% 和 51.40%。2014 年公司经营现金流对负债比为 4.80%。公司短期偿债能力持续弱化，存在短期支付压力。

2014 年公司 EBITDA 为 2.98 亿元，较上年增长较快，2014 年公司 EBITDA 对利息及债务具备一定的覆盖能力。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2015 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 2012~2014 年 EBITDA 波动较大，三年均值为存续期债券的 0.18 倍，2014 年为 0.30 倍。近三年公司现金流入量均值为存续期债券的 7.86 倍，2014 年为 8.37 倍。同期公司经营活动现金净流量均值为存续期债券的 0.05 倍，2014 年为 0.25 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 2015 年 3 月底，对外担保余额为 1.13 亿元，担保比率为 4.24%，被担保方为晋煤天源化工有限公司。天源化工主要从事尿素生产，截至 2014 年底，天源化工资产总额 36.35 亿元，所有者权益合计 7.60 亿元，2014 年天源化工实现营业收入 13.48 亿元，利润总额 0.19 亿元，目前经营状况正常，但尿素行业景气度弱，公司仍面临一定或有负债风险。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得商业银行授信 25.80 亿元，其中未使用额度为 5.02 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 2015 年 3 月底，公司实收资本 13.88 亿元，实际控制人为山西省国有资产监督管理委员会（以下简称“山西省国资委”）。

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 2014 年底，太重集团（合并）资产总额 377.38 亿元，所有者权益合计 77.57 亿元（其中少数股东权益 49.50 亿元）；2014 年太重集团实现营业收入 181.27 亿元，利润总额-1.02 亿元。2014 年太重集团公司资产总额稳步增长，研发实力不断增强，产品种类更加丰富，联合资信同时注意到受宏观经济增速放缓和下游行业固定资产投资下滑影响，太重集团主业利润持续下降，加之较高的期间费用对公司盈利造成侵蚀，整体盈利能力弱。太重集团应收账款及存货规模大、增速快，存在一定的坏账或跌价风险；存货及应收账款对太重集团资金占用大，导致太重集团经营性现金流持续大规模净流出。

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，评级展望为负面。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

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（报告编号：201507141039170117C049745），截至2015年7月14日，公司未结清业务中，有2笔关注类贷款，已结清业务的不良和关注类中，有16笔贷款，6笔票据贴现，55笔银行承兑汇票和1笔信用证。根据建行潞城支行出具的说明，列为关注类的原因是公司连续亏损，不是逾期和欠息造成的。总体看，公司过往债务履约状况良好。

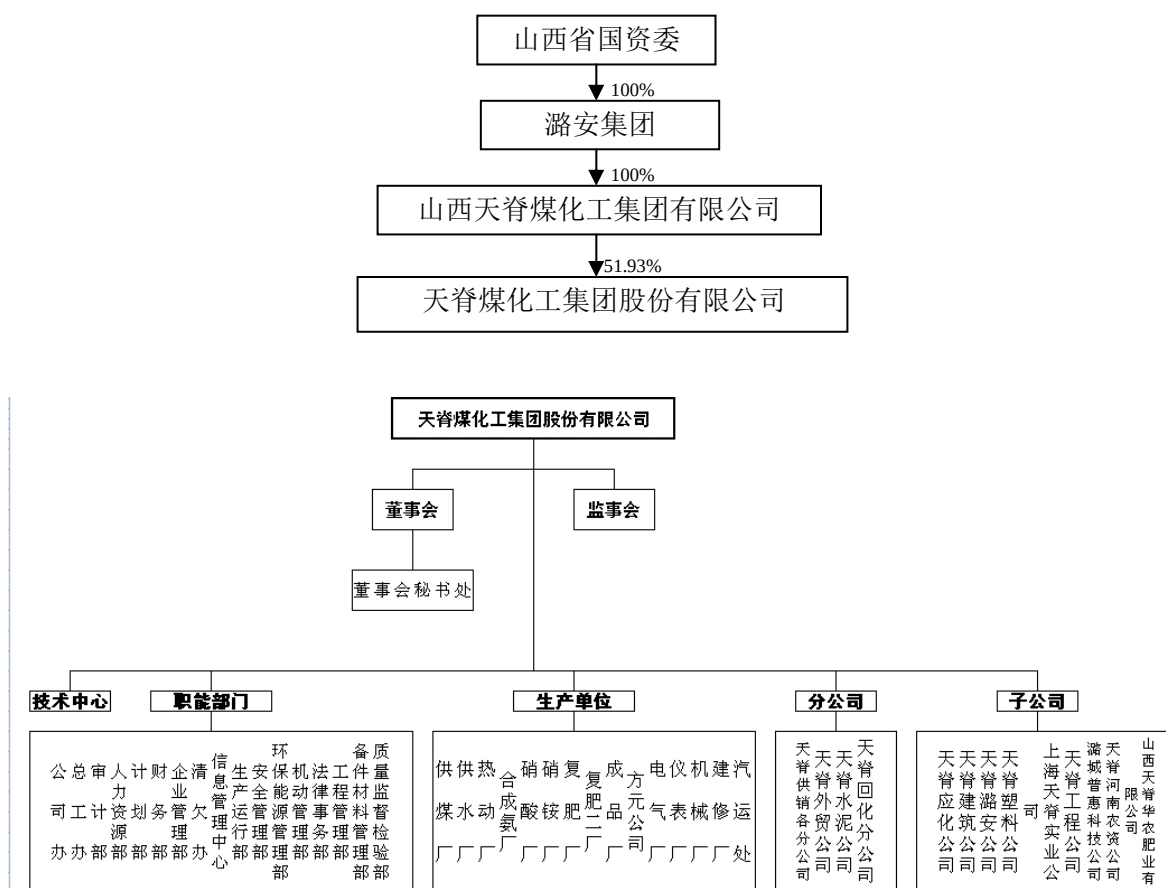
7. 抗风险能力

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，评级展望为负面，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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	9.47	6.51	3.38	4.70
资产总额(亿元)	94.98	94.07	97.23	102.15
所有者权益(亿元)	32.87	28.42	28.15	26.68
短期债务(亿元)	25.94	35.76	26.08	24.08
长期债务(亿元)	18.20	18.06	33.34	37.66
全部债务(亿元)	44.14	53.83	59.43	61.73
营业收入(亿元)	99.76	105.63	91.99	10.43
利润总额(亿元)	-0.61	-3.93	0.14	-1.45
EBITDA(亿元)	2.50	-0.72	2.98	--
经营性净现金流(亿元)	-6.04	1.51	2.55	-5.71
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.98	10.82	11.60	--
存货周转次数(次)	6.55	7.18	6.55	--
总资产周转次数(次)	1.05	1.12	0.96	--
现金收入比(%)	62.65	75.83	89.70	78.82
营业利润率(%)	6.87	3.59	4.36	-0.58
总资本收益率(%)	0.95	-2.44	1.22	--
净资产收益率(%)	-1.38	-11.50	0.24	--
长期债务资本化比率(%)	35.64	38.86	54.22	58.53
全部债务资本化比率(%)	57.32	65.44	67.85	69.82
资产负债率(%)	65.39	69.78	71.04	73.88
流动比率(%)	113.23	89.31	72.66	77.56
速动比率(%)	79.56	59.26	48.85	51.40
经营现金流动负债比(%)	-14.37	3.19	4.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.83	-0.24	0.59	--
全部债务/EBITDA(倍)	17.63	-75.16	19.97	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限部分货币资金。

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/营业收入×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。