

# 跟踪评级公告

联合[2016] 891 号

---

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定将天脊煤化工集团股份有限公司主体长期信用等级由AA<sup>-</sup>调整为A<sup>+</sup>,评级展望为稳定,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: A<sup>+</sup> 评级展望: 稳定  
上次评级结果: AA<sup>-</sup> 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 | 47.30 万元 | 2010/11/25-2017/11/25 | AA     | AA     |

跟踪评级时间: 2016 年 6 月 16 日

### 财务数据

| 项目             | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 16 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|----------|
| 现金类资产(亿元)      | 6.51   | 3.38   | 9.00   | 2.36     |
| 资产总额(亿元)       | 94.07  | 97.23  | 110.33 | 109.04   |
| 所有者权益(亿元)      | 28.42  | 28.15  | 28.08  | 27.24    |
| 短期债务(亿元)       | 24.86  | 26.08  | 29.67  | 30.11    |
| 全部债务(亿元)       | 54.50  | 60.08  | 72.50  | 68.04    |
| 营业收入(亿元)       | 105.63 | 91.99  | 82.22  | 11.27    |
| 利润总额(亿元)       | -3.93  | 0.14   | 0.35   | -0.81    |
| EBITDA(亿元)     | -0.72  | 2.98   | 3.14   | --       |
| 经营性净现金流(亿元)    | 1.51   | 2.55   | 6.17   | -0.30    |
| 营业利润率(%)       | 3.59   | 4.36   | 5.71   | 7.97     |
| 净资产收益率(%)      | -11.50 | 0.24   | 0.82   | --       |
| 资产负债率(%)       | 69.78  | 71.04  | 74.55  | 75.02    |
| 全部债务资本化比率(%)   | 65.72  | 68.09  | 72.08  | 71.41    |
| 流动比率(%)        | 89.31  | 72.66  | 69.39  | 66.50    |
| 全部债务/EBITDA(倍) | -76.10 | 20.19  | 23.11  | --       |
| EBITDA 利息倍数(倍) | -0.24  | 0.59   | 1.09   | --       |
| 经营现金流流动负债比(%)  | 3.19   | 4.80   | 8.93   | --       |

注: 2016 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 潘云峰

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, 受益于煤炭价格大幅下跌, 天脊煤化工集团股份有限公司 (以下简称“公司”) 盈利能力有所改善。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 关注到, 受主要化肥产品及苯胺市场价格下降影响, 公司收入规模有所下滑, 主业仍处于亏损状态; 同时, 公司债务规模持续扩大, 债务负担进一步加重, 偿债压力仍较大。

目前化肥行业总体产能过剩, 受益于上游煤炭价格持续低迷, 公司经营状况有所企稳, 但行业景气度显著改善的难度较大, 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, 联合资信确定将天脊煤化工集团股份有限公司的主体长期信用等级由 AA<sup>-</sup> 调整为 A<sup>+</sup>, 评级展望为稳定, 维持“10 天脊债” AA 的信用等级。

### 优势

1. 公司化肥产品产销量稳定, 具有一定竞争优势。
2. “10 天脊债” 剩余额度小, 公司偿付的安全性高。
3. 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. 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“10 天脊债”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 2016 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；中国建设银行股份有限公司、昊华化工总公司、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 2015 年底，公司合并资产总额为 110.33 亿元，所有者权益合计为 28.08 亿元（含少数股东权益 3.28 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 82.22 亿元，利润总额 0.35 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 109.04 亿元，所有者权益合计为 27.24 亿元（含少数股东权益 3.26 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.27 亿元，利润总额-0.81 亿元。

公司住所：山西省潞城市中华东大街188号；法定代表人：王强。

## 三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。初步核算，全年国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。就业方面，2015 年末，中国城镇登记失业率 4.1%，较 2014 年末略有下降，就业形势总体稳定；全年城镇新增就业 1312 万人，完成城镇新增就业 1000 万人以上、城镇登记失业率控制在 4.5%以内的目标。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，我国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资

增速持续下滑，进出口呈现双降趋势。社会消费品零售总额 30.1 万亿元，比上年名义增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点。固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。全年进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。

2015 年，中国人民银行央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年底，广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0% 的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。

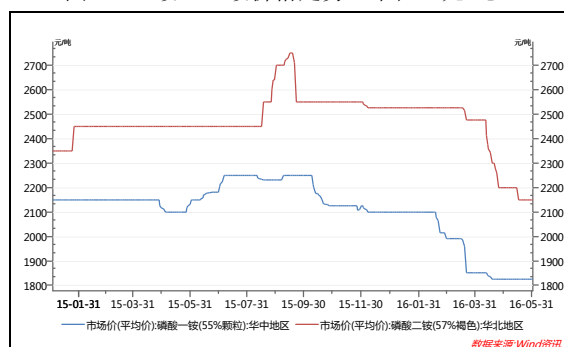
#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 化肥

2015 年，化肥行业产能过剩依旧严重，以磷铵为例，2015 年磷酸一铵、磷酸二铵产能利用率分别到 82.30% 和 86.60%，同比有所提高。行业企业经营效益方面，截至 2015 年 10 月底，

复混肥料制造行业共有企业 1214 家，累计亏损企业 132 家，亏损总额 12.83 亿元，亏损总额有所下降，2015 年 1~10 月，该行业实现销售收入 3855.68 亿元，同比增长 12.22%，累计利润总额 189.16 亿元，同比增加 55.64 亿元。需求方面，2015 年中国复合肥施用量 2115.81 万吨，同比增长 2.84%。

图 1 一铵、二铵价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

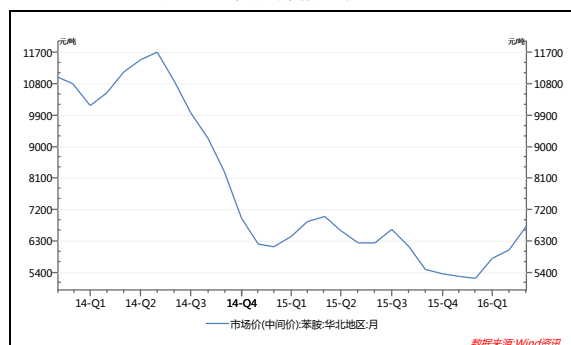
2015 年，下半年，磷酸一铵、二铵价格快速下跌，2015 年平均价格分别为 2150 元/吨和 2370 元/吨，6 月份较 1 月份小幅上升，2015 年下半年以来磷酸一铵价格快速下跌，2016 年 5 月份平均价格分别为 1825 元/吨和 2173 元/吨。

总体看，化肥市场产能过剩严重，2015 年随上游原料价格下跌，业内企业经营情况略有好转，但在目前的行业背景下，供过于求格局短期难以扭转。

##### 2. 苯胺

苯胺价格与原油价格相关性较高，近年价格波动幅度大。2015 年苯胺价格依然处于震荡下跌趋势，但跌幅较 2014 年有所收窄。1 月份苯胺平均价格 6212 元/吨，后上涨至 7007 元/吨，之后快速下跌，2016 年 1 月份均价仅为 5282 元/吨，2016 年 5 月回升至 6721 元/吨。

图2 苯胺价格（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

截至2015年底，中国共有苯胺生产企业26家，产能合计378万吨/年，产量186万吨，同比增长4.4%。目前，国内前五大企业的产能合计204万吨/年，占全国总产能的54%。天脊煤化工集团股份有限公司产能26万吨，排名第7位。苯胺产能的分布主要集中于华东沿海省市，分别为浙江、江苏、上海和山东，这一产业布局与上游纯苯和下游MDI以及橡胶助剂的产业分布一致。2005年苯胺产量为49万吨，到2015年已增至178万吨，年均增长率14.3%。近三年中国主要的新建/扩建的苯胺装置有宁波万华聚氨酯公司36万吨/年苯胺装置、烟台万华聚氨酯公司36万吨/年苯胺装置和巴斯夫聚氨酯(重庆)有限公司30万吨/年苯胺装置。其中，宁波万华装置分两期分别于2013年和2014年投产，烟台万华装置于2015年8月投产，重庆巴斯夫装置于2015年10月投产，均为配套下游MDI生产。

目前苯胺产能已经出现严重过剩，2015年的开工率达到历史低点，仅为49.2%，与2014年相比下降7.5个百分点。在国家供给侧去产能的背景下，一些小装置将濒临淘汰。

## 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，公司主营化肥、化工原料的生产与销售。拥有年产45万吨合成氨、108万吨硝酸、90万吨硝酸磷肥（或100万吨硝酸磷钾）、40万吨

硝酸铵、26万吨苯胺、7500万条塑料编织袋的生产能力，主要涉及的行业有化工、贸易、工业民用建筑安装、塑料制品生产等行业。

## 六、管理分析

跟踪期内，管理制度方面无重大变化。公司董事长、总经理发生变化。

公司原董事长兼总经理王光彪，不再担任公司董事长兼总经理。

王强，男，1970年出生，研究生学历，工学硕士，高级工程师。历任潞安矿务局漳村煤矿准备队、生产科任技术员、潞安集团漳村煤矿副队长、队长、副矿长、潞安集团生产处处长等职，2015年1月至2016年3月任董事长助理、安监一局、二局局长；2016年3月任公司党委书记、董事长。

畅学华，男，1965年出生，大学学历，高级工程师。1984年7月太原工学院毕业分配到山西化肥厂（公司前身）工作至今。历任复合肥料车间值班长、生产技术科副科长、复肥分厂厂长、1999年2月至2007年7月任天脊集团副总经理；2007年7月至2013年7月任集团党委委员、董事、副总经理；2013年7月至2016年3月任天脊集团常务副总经理、董事、股份公司副董事长、总经理；2016年3月任天脊集团总经理、董事、党委委员、公司副董事长、总经理。

总体看，公司现任高管人员具有丰富的管理和行业经验，对公司经营影响不大。

## 七、经营分析

公司主要从事化肥、化工产品的生产和销售。2015年公司各生产装置处于正常运转，全年2015年，生产合成氨44.47万吨，硝酸81.67万吨，化肥实物总量89.89万吨，硝铵32.75万吨，苯胺11.39万吨。

公司2015年实现主营业务收入81.57亿元，同比下降10.59%，主要原因是2015年公司主要产品售价均有不同程度下降，其中苯胺产品销量下降16.05%，销价下降40.32%，对公司收入

影响较大。公司贸易及其他收入规模同比下降 8.86%。

从毛利率来看，2015 年煤炭价格下跌幅度超过 20%，同时公司采取多种成本控制措施，2015 年公司主营业务毛利率为 5.63%，较上年提高 1.30 个百分点。2015 年公司硝酸磷肥、硝酸磷钾和硝酸铵分别实现毛利率 23.93%、14.63% 和 28.68%，同比分别提高 14.56 个、4.59 个和 3.41

个百分点，苯胺实现毛利率 -5.30%，同比下降 11.80 个百分点。

2016 年一季度，公司主营业务收入为 11.27 亿元，毛利率 8.07%，其中苯胺市场价格持续低迷，毛利率降至 -10.40%，较 2015 年呈现大幅下降的趋势。一季度为化肥销售的传统淡季，2016 年一季度，煤炭价格处于低位，公司业绩同比扭亏。

表 1 公司主营业务收入构成（万元，%）

| 产品    | 2013 年 |        |       | 2014 年 |        |       | 2015 年 |        |       | 2016 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   | 收入        | 占比     | 毛利率    |
| 硝酸磷肥  | 5.22   | 4.99   | 10.24 | 6.76   | 7.41   | 9.37  | 6.06   | 7.43   | 23.93 | 0.91      | 8.07   | 26.37  |
| 硝酸磷钾  | 7.25   | 6.92   | 8.49  | 7.58   | 8.31   | 10.04 | 10.66  | 13.07  | 14.63 | 1.41      | 12.51  | 32.45  |
| 硝酸铵   | 4.11   | 3.92   | 25.00 | 4.70   | 5.15   | 25.27 | 4.01   | 4.92   | 28.68 | 0.91      | 8.07   | 29.67  |
| 苯胺    | 11.91  | 11.37  | 7.77  | 12.06  | 13.22  | 6.50  | 6.04   | 7.40   | -5.30 | 1.25      | 11.09  | -10.40 |
| 贸易及其他 | 76.29  | 72.81  | 0.80  | 60.13  | 65.91  | 0.97  | 54.80  | 67.18  | 1.37  | 6.79      | 60.25  | 2.36   |
| 合计    | 104.79 | 100.00 | 3.55  | 91.23  | 100.00 | 4.33  | 81.57  | 100.00 | 5.63  | 11.27     | 100.00 | 8.07   |

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司主要产品产销量相对稳定，其中硝酸磷钾市场需求旺盛，公司调整产品结构，增加了硝酸磷钾产量。从价格来看，受市场行情波动影响，公司四种产品 2015 年销售价格均较上年出现下滑，分别较上年下降 8.18%、5.41%、17.43% 和 40.32%。2016 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 2015 年平均价格下降 12.50%。

原材料方面，较 2014 年，2015 年公司原料煤价格从 607.74 元/吨下降到 435.39 元/吨，燃料煤由 420.9 下降到 324.04 元/吨；磷矿粉由 716.92 元/吨下降到 666.65 元/吨；硫酸钾 3480.83 元/吨下降到 3082.96 元/吨。受益于原材料价格大幅下降，公司化肥产品毛利率均显著提升。

表 2 公司主要产品产销情况（万吨、元/吨）

| 产品   | 项目   | 2013 年  | 2014 年  | 2015 年  | 2016 年 1~3 月 |
|------|------|---------|---------|---------|--------------|
| 硝酸磷肥 | 产能   | 90      | 90      | 90      | 90           |
|      | 产量   | 26.18   | 39.22   | 37.75   | 9.14         |
|      | 销量   | 27.34   | 39.10   | 38.51   | 5.92         |
|      | 销售均价 | 1910.75 | 1715.29 | 1575.03 | 1533.77      |
| 硝酸磷钾 | 产能   | 100     | 100     | 100     | 100          |
|      | 产量   | 33.21   | 33.96   | 45.63   | 10.07        |
|      | 销量   | 30.28   | 33.35   | 50.28   | 6.99         |
|      | 销售均价 | 2394.27 | 2240.66 | 2119.51 | 2018.30      |
| 硝酸铵  | 产能   | 20      | 20      | 20      | 20           |
|      | 产量   | 28.18   | 31.23   | 32.75   | 9.33         |
|      | 销量   | 27.22   | 32.31   | 33.38   | 7.77         |
|      | 销售均价 | 1510.48 | 1455.69 | 1202.03 | 1174.58      |
| 苯胺   | 产能   | 13      | 13      | 13      | 13           |

|  |      |         |         |         |         |
|--|------|---------|---------|---------|---------|
|  | 产量   | 12.72   | 14.15   | 11.39   | 2.45    |
|  | 销量   | 12.90   | 13.85   | 11.63   | 2.76    |
|  | 销售均价 | 9229.77 | 8709.14 | 5197.85 | 4548.35 |

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，2015 年实现销售收入 43.37 亿元，利润总额 0.04 亿元。天脊实业主要从事化工品铂、铂铑 10 等贵金属品种，2015 年实现销售收入 9.83 亿元。

总体看，跟踪期内，受益于煤炭价格大幅下降，公司盈利有所改善，但化肥市场仍然低迷，苯胺价格受原油价格影响大幅下跌，公司成本控制压力和经营压力依然较大。

## 八、财务分析

公司提供的 2013~2015 年审计报告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 2016 年一季度财务数据未经审计。

会计差错更正方面，公司重大前期差错更正事项影响期初资产总额 62.20 万元、负债总额 20.11 万元、所有者权益-138.86 万元，影响上年净利润 48.85 万元。

合并范围方面，山西天脊华农肥业有限公司因其他股东追加投资丧失控制权，不再纳入合并范围。

上述变化对财务数据可比性影响小。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 110.33 亿元，所有者权益合计为 28.08 亿元。2015 年，公司实现营业收入 82.22 亿元，利润总额 0.35 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额为 109.04 亿元，所有者权益合计为 27.24 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.27 亿元，利润总额-0.81 亿元。

### 1. 盈利能力

2015 年公司实现营业收入 82.22 亿元，同比下降 12.91%，同期公司营业成本同比下降 11.89%，公司 2015 年营业利润率 5.71%，较上年上升 1.35 个百分点。

跟踪期内公司期间费用较小幅上升，主要源自管理费用上升，期间费用率较上年升高 0.87 个百分点，2015 年为 5.70%。

非经常性损益方面，公司 2015 年计提坏账损失 657.69 万元，取得投资收益 707.30 万元，取得营业外收入 0.38 亿元，其中政府补助 0.33 亿元。非经常性损益对公司业绩影响大。

2015 年公司利润总额为 0.35 亿元，同比有所增长，本期公司总资产收益率及净资产收益率分别为 1.18%和 0.82%，分别较上年上升 0.03 个百分点和 0.59 个百分点。

2016 年一季度，公司实现营业收入 11.27 亿元，同比增长 8.05%，同期公司实现利润总额-0.81 亿元。2016 年一季度公司营业利润率为 7.97%。

总体看，跟踪期内，受产品售价下跌影响，公司收入规模有所下降，但受益于原料价格跌幅大于产品售价，公司整体盈利能力小幅回升。

### 2. 现金流及保障

2015 年公司销售商品、提供劳务收到的现金为 83.59 亿元，较上年增长 1.31%，本期公司现金收入比为 101.67%，较上年上升 11.98 个百分点，收入实现质量有所提高。2015 年，公司实现经营活动净现金流入 6.17 亿元，公司经营活动净现金流增加较快。

2015 年公司购建固定资产、无形资产支付的现金为 2.04 亿元，公司投资活动净现金流为 -2.01 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，

2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 4.79 亿元。

2016 年一季度公司经营活动现金净流量为-0.30 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.29 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-5.28 亿元。

整体看，公司经营活动现金净流量稳步增加，2015 年资本支出压力有所减轻，但资金周转压力仍然较大。

### 3. 资本及债务结构

#### 资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 110.33 亿元，较上年增长 13.47%。其中流动资产占 43.44%，非流动资产占 56.56%，公司流动资产占比较上年有所下降。

截至 2015 年底，公司流动资产为 47.92 亿元，同比下降 24.25%。

截至 2015 年底，公司货币资金和应收票据分别为 15.66 亿元和 2.05 亿元，同比分别上升 133.11%和 46.40%，公司货币中其他货币资金占 55.68%，主要系各类保证金。

截至 2015 年底，公司应收账款为 9.16 亿元，同比上升 52.00%，从账龄分布来看，1 年以内占 86.55%，1-2 年占 6.08%，3 年以上占 2.22%，公司累计计提坏账 4960.74 万元。

截至 2015 年底，公司预付款项为 5.08 亿元，同比下降 29.62%，公司预付款项中 1 年以内占 41.15%，1-2 年占 4.35%，2~3 年的占 3.74%，3 年以上占 50.76%，公司账期 1 年以上预付款项主要系未结算的材料、设备预付款。截至 2015 年底公司其他应收款为 4.46 亿元，1 年以内的占 90.87%，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 3.98 亿元。公司同时对天源化工提供 2.83 亿元对外担保。公司对其他应收款计提坏账准备 0.20 亿元，主要为对账期 3 年以上的款项计提。

截至 2015 年底，公司存货 10.10 亿元，较

上年下降 20.08%，主要源自库存商品减少。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 62.41 亿元，同比增长 6.38%。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 66.33%）、13 万吨苯胺工程（二期）（占 8.87%）、25 万吨硝酸铵钙项目（占 5.64%）、废水（321）项目（占 4.36%）和 27 万吨硝酸项目（占 8.27%），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 2016 年 3 月底，公司资产总额为 109.04 亿元，较 2015 年底下降 1.17%，公司本期资产结构较 2015 年底变化不大。

#### 负债和所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计为 28.08 亿元（其中少数股东权益 3.28 亿元），2015 年公司资本公积为 11.88 亿元，较上年无变动，2015 年公司未分配利润为-0.40 亿元。截至 2015 年底公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占 48.39%）、资本公积（占 47.91%）构成；截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计为 27.24 亿元，较 2015 年底下降 2.99%，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-1.22 亿元。公司权益稳定性一般。

截至 2015 年底，公司负债合计为 82.25 亿元，同比增长 19.07%，其中流动负债比重较上年有所上升占 83.97%，非流动负债占 16.03%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计为 69.06 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 2015 年底，公司应付票据为 15.15 亿元，同比增长 34.26%，公司应付票据由银行承

兑汇票(占 47.00%)和国内信用证(占 52.34%)构成。截至 2015 年底,公司其他应付款为 29.82 亿元,同比增长 63.49%,主要系应付山西天脊煤化工集团有限公司借款(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 2015 年底,公司全部债务为 72.50 亿元,同比增长 20.67%,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 59.08%,公司债务以长期债务为主。2015 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 74.55%、72.08%和 60.40%,分别较上年上升 3.50 个百分点、3.99 个百分点和 5.70 个百分点。截至 2016 年 3 月底,公司全部债务 68.04 亿元,较 2015 年底有所下降,上述三个指标分别为 75.02%、71.41%和 58.20%。

总体看,公司流动资产货币资金、应收账款及存货占比较高,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,整体债务负担有所加重。

#### 4. 偿债能力

截至 2015 年底公司流动比率及速动比率分别为 69.39%和 54.76%,分别较上年下降 3.27 个百分点和上升 5.91 个百分点,2016 年 3 月底公司以上两个指标分别为 66.50%和 50.53%。2015 年公司经营现金流动负债比为 8.93%。公司短期偿债能力有所改善,但短期支付压力仍较大。

2015 年公司 EBITDA 为 3.14 亿元,较上年小幅增长,2015 年公司全部债务/EBITDA 及 EBITDA 利息倍数分别为 23.11 倍和 1.09 倍,对利息及债务的覆盖能力弱,公司整体偿债能力一般。

截至 2016 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”,剩余 47.30 万元未回售。相对公司规模,该债券剩余规模很小,偿付安全性高。

截至 2015 年底,公司对外担保余额为 2.83 亿元,担保比率为 10.39%,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 2015 年底,天源化工资产总额 43.23 亿元,所有者权益合计 8.66 亿元,2015 年天源化工实现营业收入 16.11 亿元,利润总额 1.42 亿元,目前经营状况尚可,但尿素行业景气度弱,且天源化工债务负担重,公司仍面临一定的或有负债风险。

截至 2016 年 3 月底,公司共获得商业银行授信 40 亿元,其中未使用额度为 7 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 2015 年底，太重集团（合并）资产总额 398.72 亿元，所有者权益合计 73.85 亿元（其中少数股东权益 48.29 亿元）；2015 年太重集团实现营业收入 167.06 亿元，利润总额-3.66 亿元。联合资信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状况较差。

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：201606081119390110C414198），截至 2016 年 6 月 8 日，公司未结清业务中，有 3 笔关注类贷款，为公司经营状况不佳，工商银行对存续贷款进行了贷款质量分类调整，将其列入“关注”，公司在该行未发生信贷业务逾期及欠息情况；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一般。

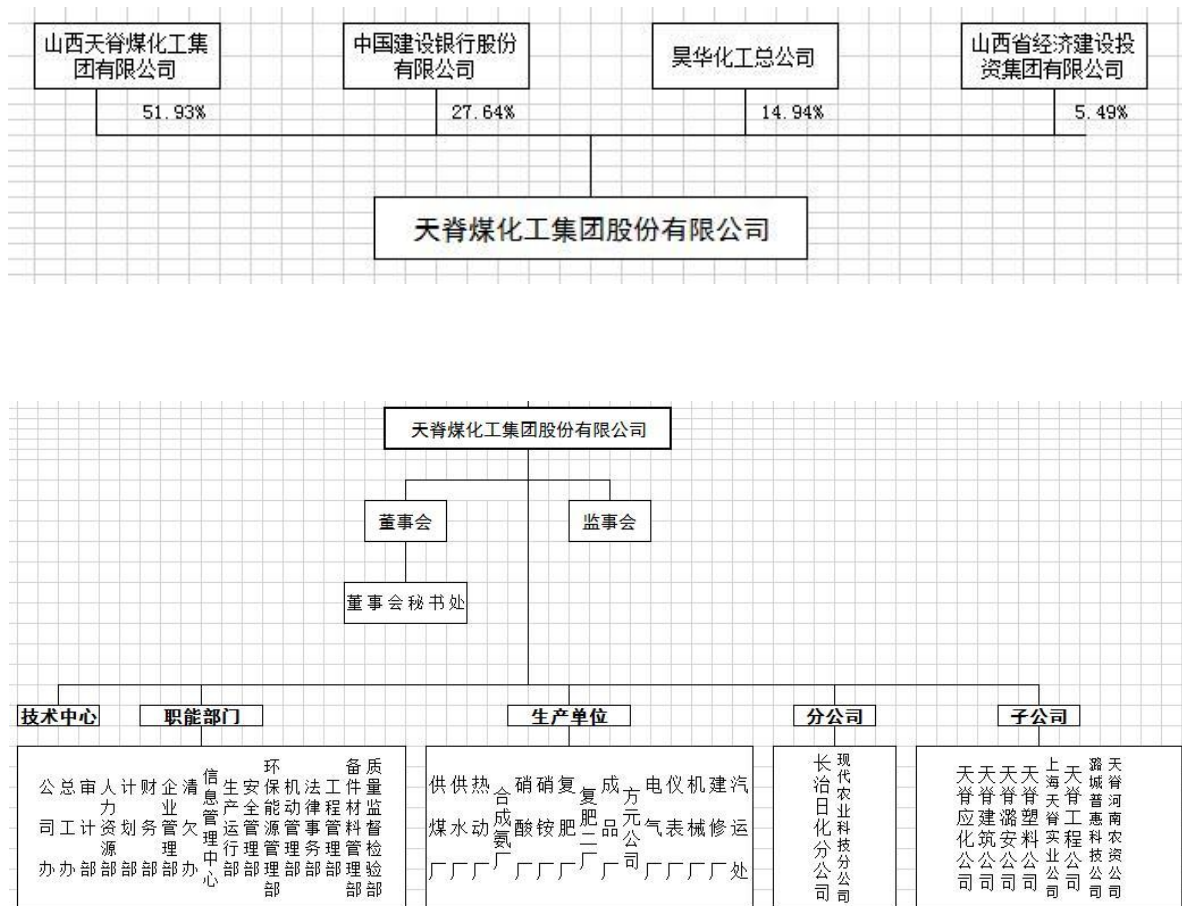
#### 7. 抗风险能力

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，公司抗风险能力一般。

## 九、结论

综合考虑，联合资信将天脊煤化工集团股份有限公司的主体长期信用等级由 AA<sup>-</sup>调整为 A<sup>+</sup>，评级展望为稳定，并维持“10 天脊债”AA 的信用等级。

## 附件 1 公司股权结构图及组织架构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

| 项目             | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>财务数据</b>    |        |        |        |            |
| 现金类资产(亿元)      | 6.51   | 3.38   | 9.00   | 2.36       |
| 资产总额(亿元)       | 94.07  | 97.23  | 110.33 | 109.04     |
| 所有者权益(亿元)      | 28.42  | 28.15  | 28.08  | 27.24      |
| 短期债务(亿元)       | 24.86  | 26.08  | 29.67  | 30.11      |
| 长期债务(亿元)       | 29.65  | 33.99  | 42.83  | 37.92      |
| 全部债务(亿元)       | 54.50  | 60.08  | 72.50  | 68.04      |
| 营业收入(亿元)       | 105.63 | 91.99  | 82.22  | 11.27      |
| 利润总额(亿元)       | -3.93  | 0.14   | 0.35   | -0.81      |
| EBITDA(亿元)     | -0.72  | 2.98   | 3.14   | --         |
| 经营性净现金流(亿元)    | 1.51   | 2.55   | 6.17   | -0.30      |
| <b>财务指标</b>    |        |        |        |            |
| 销售债权周转次数(次)    | 10.82  | 11.60  | 8.82   | --         |
| 存货周转次数(次)      | 7.18   | 6.55   | 6.81   | --         |
| 总资产周转次数(次)     | 1.12   | 0.96   | 0.79   | --         |
| 现金收入比(%)       | 75.83  | 89.70  | 101.67 | 124.09     |
| 营业利润率(%)       | 3.59   | 4.36   | 5.71   | 7.97       |
| 总资本收益率(%)      | -2.42  | 1.21   | 1.18   | --         |
| 净资产收益率(%)      | -11.50 | 0.24   | 0.82   | --         |
| 长期债务资本化比率(%)   | 51.05  | 54.70  | 60.40  | 58.20      |
| 全部债务资本化比率(%)   | 65.72  | 68.09  | 72.08  | 71.41      |
| 资产负债率(%)       | 69.78  | 71.04  | 74.55  | 75.02      |
| 流动比率(%)        | 89.31  | 72.66  | 69.39  | 66.50      |
| 速动比率(%)        | 59.26  | 48.85  | 54.76  | 50.53      |
| 经营现金流动负债比(%)   | 3.19   | 4.80   | 8.93   | --         |
| EBITDA 利息倍数(倍) | -0.24  | 0.59   | 1.09   | --         |
| 全部债务/EBITDA(倍) | -76.10 | 20.19  | 23.11  | --         |

注：2016 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%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -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。