跟踪评级公告

联合[2017] 967 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A^+，评级展望为稳定，将“10天脊债” 的信用等级由AA调整为AA^-。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十八日

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：A^+　　评级展望：稳定
上次评级结果：A^+　　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

注：2015 年 11 月回售金额为 99952.70 万元。截至 2017 年 3 月底，“10 天脊债”余额为 47.30 万元。

跟踪评级时间：2017 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产（亿元）	8.12	17.72	14.46	14.57
资产总额(亿元)	97.23	110.24	111.23	116.53
所有者权益(亿元)	28.15	27.62	27.94	27.73
短期债务（亿元）	26.08	29.67	38.34	40.45
长期债务(亿元)	33.34	33.10	28.89	20.71
全部债务(亿元)	59.43	62.76	67.23	61.17
营业收入(亿元)	91.99	82.22	70.94	20.48
利润总额(亿元)	0.14	0.23	0.45	-0.23
EBITDA(亿元)	2.98	3.10	3.49	--
经营性净现金流(亿元)	2.55	6.17	5.03	2.16
营业利润率(%)	4.36	5.71	8.35	6.00
净资产收益率(%)	0.24	0.38	0.87	--
资产负债率(%)	71.04	74.95	74.88	76.20
全部债务资本化比率(%)	67.85	69.44	70.64	68.81
流动比率(%)	72.66	69.20	65.96	67.53
经营现金流动负债比(%)	4.80	8.88	7.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.97	20.24	19.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.97	1.05	1.33	--

注：2015 年财务数据采用 2016 年年初数据，2017 年一季度财务数据未经审计。

分析师

牛文婧　张 博

邮箱：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)
网址：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”）为国内大型复合肥生产企业之一，具有一定竞争优势；“10天脊债”余额为47.30万元，公司偿还压力很小。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，受化肥行业产能过剩影响，公司化肥业务收入规模有所下滑，同时公司债务规模较大，存在短期支付压力。

“10 天脊债”由太原重型机械集团有限公司（以下简称“太重集团”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经评定，联合资信将太重集团主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^-，并将其列入观察名单。考虑到“10 天脊债”剩余额度小，太重集团对其担保能力较强。

综合考虑，联合资信维持天脊煤化工集团股份有限公司的主体长期信用等级为 A^+，评级展望为稳定，并将“10 天脊债”信用等级由 AA 调整为 AA^-。

优势

1. 公司为国内大型复合肥生产企业之一，有一定竞争优势。
2. 公司化工产品市场需求较好，随着硝酸铵和苯胺产能进一步扩大，未来会带来一定收益。
3. “10 天脊债”于 2017 年 11 月 25 日兑付，剩余额度为 47.30 万元，偿付安全性较高。

关注

1. 跟踪期内化肥产品价格和销量下滑，公司化肥业务具有一定经营压力。
2. 公司债务规模较大，存在短期支付压力。
3. 公司甲醇工程规模较大，一直未投产，未来发展存在一定不确定性。
4. 担保人太重集团经营状况有所恶化，联合资信将其主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^-，并将其列入观察名单。

声　明

一、本报告引用的资料主要由天脊煤化工集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

天脊煤化工集团股份有限公司跟踪评级报告

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 2017 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（以下简称“天脊集团”）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、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天脊集团划转到山西潞安矿业（集团）有限责任公司（以下简称“潞安集团”），同时潞安集团向天脊集团注资 5 亿元。山西省国有资产监督管理委员会（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；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（有效期至 2017 年 07 月 28 日）；制造工业硝酸（有效期至 2017 年 07 月 28 日）；压缩、液化气体（有效期至 2017 年 07 月 28 日）；复混肥料；硝酸铵（有效期至 2017 年 07 月 28 日）。由于部分业务许可证有效期至 2017 年 7 月 28 日，公司将在 2017 年 7 月中旬对相关业务许可证进行办理，并更换营业执照。

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 2016 年底，公司合并资产总额为 111.23 亿元，所有者权益合计为 27.94 亿元（含少数股东权益 3.25 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 70.94 亿元，利润总额 0.45 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额为 116.53 亿元，所有者权益合计为 27.73 亿元（含少数股东权益 3.24 亿元）。2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 20.48 亿元，利润总额 -0.23 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、存续债券概况及募集资金使用情况

公司 2010 年发行总额 10 亿元的企业债券“10 天脊债”，其中 8 亿元将用于公司年产 27 万吨硝酸项目，年产 20 万吨合成氨项目以及年产 25 万吨硝酸铵钙项目，2 亿元将用于补充公司在实际生产、经营中的营运资金需要。

“10 天脊债”存续期限 7 年，附第 5 年投资者回售选择权及发行人上调票面利率选择权。在存续期内前 5 年票面年利率为 6.2%，

债券存续期内前 5 年固定不变；在本期债券存续期的第 5 年末，发行人选择上调票面利率 100 个基点，即票面利率为 7.2%，并在本期债券后 2 年固定不变。2015 年 11 月，部分投资者选择将其持有的债券按面值回售给发行人，回售金额为 99952.70 万元。截至 2017 年 3 月底，“10 天脊债”余额为 47.30 万元，将于 2017 年 11 月 25 日到期。

募集资金按照规定用途进行使用，不存在用途变更情况，跟踪期内，“10 天脊债”已按期付息。

四、宏观经济和政策环境

2016年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际GDP增速为6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，全国一般公共预算收入15.96万亿元，较上年增长4.5%；一般公共预算支出18.78万亿元，较上年增长6.4%；财政赤字2.83万亿元，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值，财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分

点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

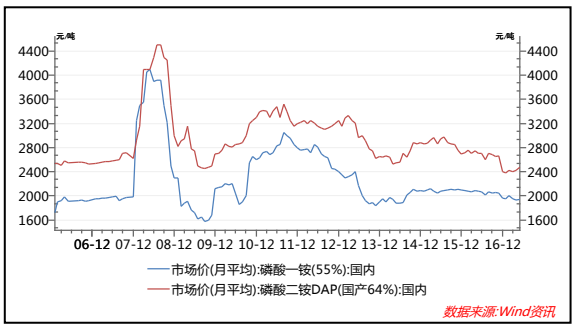
展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

1. 化肥

2016 年我国化肥行业产能过剩严重，下游需求不足，加之上游原材料价格持续下行，导致尿素、磷酸一铵和磷酸二铵等主流肥料价格下滑。受此影响，我国化肥企业盈利能力也受到抑制，行业内亏损企业较多。由于缺乏政策利好刺激，加之国际市场竞争加剧，而下游市场需求尚未恢复，2016 年上半年度化肥出口受到抑制。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、二铵价格开始下跌，2015年底平均价格分别为2100元/吨和2690元/吨，2016年价格继续走跌，2017年5月份平均价格分别为1940元/吨和2480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。苯胺平均价格在2015年底以后触底回升，2015年底苯胺价格为5560元/吨，2016年价格上涨较快，2017年5月底苯胺平均价格为9340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。

总体看，2016年以来，苯胺市场需求较好，价格上涨较快。

六、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、化工产品的生产与销售，公司生产的化肥为氮磷复合肥，在市场上有一定竞争力。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。

跟踪期内，公司未发生重大安全生产事故。

七、管理分析

跟踪期内，公司原董事长王光彪由于工作变动原因辞去公司董事长职务，由王强担任公司董事长。王强，男，1970年3月出生，研究生学历，历任潞安集团漳村煤矿副矿长、潞安集团生产处处长、五阳煤矿矿长、常村矿矿长、潞安集团董事长助理等职。

公司法人治理结构、管理制度和其他高管人员等方面无重大变化。

八、经营分析

公司主要从事化肥、化工产品的生产和销售。跟踪期内公司各生产装置正常运转，2016年，生产合成氨43.85万吨，硝酸81.30万吨，化肥实物总量64.82万吨，硝铵40.51万吨，苯胺11.29万吨。

公司2016年实现主营业务收入70.39亿元，同比下降13.71%，系公司化肥业务板块和贸易业务板块收入下降。化肥业务下降主要有以下原因：一、由于化肥行业产能过剩，硝酸磷肥、硝酸磷钾等销量和售价有所下降；二、2015年化肥增值税优惠政策停止执行，公司于2015年结转收入较多，导致2016年账面收入同比减少较多。贸易业务板块随着化工产品、化肥、贵金属等贸易量下滑而收入有所下滑。同期，由于化工行业环保监管趋严，很多化工企业被迫停产，导致化工产品紧缺，苯胺等价格上涨带动公司化工业务收入上涨。

从毛利率来看，虽然2016年公司所需原材料中煤炭价格有所上涨，但磷矿粉、苯价格有所下滑，同时在生产工艺流程等环节采取多种成本控制措施，导致2016年公司主营业务毛利率同比上升2.85个百分点至8.48%，硝酸磷肥、

硝酸磷钾分别实现毛利率24.85%、25.48%，同比分别提高0.92个、10.85个百分点。化工产品市场较好，公司扩大了硝酸铵和苯胺生产产能，硝酸铵产能得以充分释放，分别实现毛利率43.51%和11.71%。

2017年一季度，公司主营业务收入为20.35亿元，毛利率6.48%，整体经营情况平稳。

表1　公司主营业务收入构成（亿元，%）

产品	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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	6.76	7.41	9.37	6.06	7.43	23.93	3.26	4.63	24.85	0.88	4.34	24.12
硝酸磷钾	7.58	8.31	10.04	10.66	13.07	14.63	6.71	9.53	25.48	1.31	6.42	24.21
硝酸铵	4.70	5.15	25.27	4.01	4.92	28.68	4.62	6.56	43.51	1.62	7.98	31.62
苯胺	12.06	13.22	6.50	6.04	7.40	-5.30	6.32	8.98	11.71	2.27	11.13	5.99
贸易及其他	60.13	65.91	0.97	54.80	67.18	1.37	49.48	70.29	1.41	14.27	70.13	0.98
合计	**91.23**	**100.00**	**4.33**	**81.57**	**100.00**	**5.63**	**70.39**	**100.00**	**8.48**	**20.35**	**100.00**	**6.48**

资料来源：公司提供

跟踪期内，由于化肥产能过剩，2016 年公司硝酸磷肥、硝酸磷钾销量和售价均有一定程度下滑，硝酸磷肥销量和售价分别同比下降 39.73%和 10.87%；硝酸磷钾销量和售价分别同比下降 25.18%和 15.88%，由于硝酸磷肥和硝酸磷钾共用同一条生产线，故不能同时达成最大产能。化工产品需求强烈，公司调整产品结构，硝酸铵和苯胺销量有所增加。2017 年一季度，硝酸磷肥、硝酸磷钾销售价格有所回升，苯胺价格增幅较大。

原材料方面，较 2015 年，2016 年公司原料煤平均价格从 435.39 元/吨上涨到 467.88 元/吨，燃料煤平均价格由 324.04 元/吨上涨到 331.45 元/吨；磷矿粉平均价格由 666.65 元/吨下降到 661.43 元/吨；硫酸钾平均价格由 3082.96 元/吨下降到 2172.47 元/吨。受益于部分原材料价格大幅下降，公司综合毛利率有所提升。

表 2　公司主要产品产销情况（万吨、元/吨）

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
硝酸磷肥	产能	90.00	90.00	90.00	90.00
	产量	39.22	37.75	27.62	7.31
	销量	39.10	38.51	23.21	5.91
	销售均价	1715.29	1575.03	1403.85	1494.88
硝酸磷钾	产能	100.00	100.00	100.00	100.00
	产量	33.96	45.63	37.2	7.65
	销量	33.35	50.28	37.62	6.99
	销售均价	2240.66	2119.51	1782.87	1868.44
硝酸铵	产能	20.00	20.00	40.00	40.00
	产量	31.23	32.75	40.00	11.06
	销量	32.31	33.38	39.46	11.72
	销售均价	1455.69	1202.03	1170.7	1384.39
苯胺	产能	13.00	13.00	26.00	26.00
	产量	14.15	11.39	11.29	3.16
	销量	13.85	11.63	11.73	3.03
	销售均价	8709.14	5197.85	5387.22	7474.98

资料来源：公司提供

公司贸易业务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，2016 年实现销售收入 43.40 亿元，净利润 57.97 万元。天脊实业主要从事化工品铂、铂铑 10 等贵金属品种，2016 年实现销售收入 5.28 亿元，净利润 314.46 万元。

截至 2017 年 3 月底，公司在建项目主要有甲醇工程（账面价值 30.42 亿元）、废水（321）项目（账面价值 1.84 亿元）和 27 万吨硝酸项目（账面价值 3.68 亿元）。其中甲醇工程投资金额较大，由于公司预计甲醇工程投产后效益欠佳，故该项目一直未正式生产，也未转固，该项目已由潞安集团负责管理建设，规划在此项目基础上做产业延伸，升级为煤制油生产，投资资金来源于潞安集团。

总体看，跟踪期内，由于受化肥行业产能过剩影响，公司化肥业务收入有所下滑；化工产品市场需求较好，此部分业务收入有所增加；受益于部分原材料大幅下降，公司综合毛利率有所提升。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2016 年财务报表以及 2017 年一季度财务报表，其中 2016 年财务报表经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告；2017 年一季度财务报表未经审计。

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-3238.51 万元；期初负债总额 1381.99 万元；期初所有者权益总额-4612.23 万元，其中影响期初未分配利润-4588.35 万元，影响少数股东权益-23.88 万元。2016 年审计报告对期初数做追溯调整后变动较大，因此以下财务分析中 2015 年数据均采用 2016 年审计报告期初数。

合并范围方面，2016 年公司合并范围新纳入 1 家子公司，为天脊国际（澳大利亚）有限公司。

截至 2016 年底，公司合并资产总额为 111.23 亿元，所有者权益合计为 27.94 亿元。2016 年，公司实现营业收入 70.94 亿元，利润总额 0.45 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额为 116.53 亿元，所有者权益合计为 27.73 亿元。2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 20.48 亿元，利润总额-0.23 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 111.23 亿元，较上年增长 0.90%。其中流动资产占 41.07%，非流动资产占 58.93%，公司流动资产占比较上年有所下降。

截至 2016 年底，公司流动资产为 45.68 亿元，同比下降 4.93%，主要源自货币资金和应收账款减少所致。从构成上来看，公司流动资产以货币资金（占 26.25%）、应收账款（占 16.14%）、预付款项（占 10.67%）、存货（占 28.81%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金为 11.99 亿元，同比下降 23.43%，公司货币资金中其他货币资金占 85.51%，主要系银行承兑汇票保证金。受限货币资金为 10.68 亿元，受限比例较大。

截至 2016 年底，公司应收账款为 7.38 亿元，同比下降 19.52%，从账龄分布来看，1 年以内占 64.64%，1-2 年占 25.58%，2 年以上占比 9.78%，账龄较长的应收账款主要系与客户签订长期合同，付款周期长；公司累计计提坏账 5230.21 万元；前五大债务人应收账款合计占比 24.46%，集中度一般，主要系客户采购蒸汽、化肥等款项，合作稳定，坏账风险较小。

截至 2016 年底，公司预付款项为 4.87 亿元，同比下降 4.12%，公司预付款项中 1 年以

内占 36.28%，1-2 年占 4.79%，2~3 年的占 4.47%，3 年以上占 54.46%，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 2016 年底，公司其他应收款为 4.29 亿元，1 年以内的占 88.63%，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%）借款及利息 3.93 亿元。公司对其他应收款计提坏账准备 0.34 亿元。

截至 2016 年底，公司存货 13.16 亿元，较上年增长 31.62%，主要系原材料增加所致。

截至 2016 年底，公司非流动资产为 65.55 亿元，同比增长 5.40%。公司非流动资产增长主要系在建工程增长所致。从构成上来看，公司非流动资产以固定资产（占 20.26%）、在建工程（占 69.64%）为主。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值 13.28 亿元，主要为房屋和机器设备。

截至 2016 年底，公司在建工程期末余额 45.65 亿元，主要系甲醇工程、废水（321）项目和 27 万吨硝酸项目，由于公司预计甲醇工程投产后效益欠佳，故该项目未正式生产，也未转固，该项目已由潞安集团负责管理建设，规划在此项目基础上做产业延伸，升级为煤制油生产，投资资金来源于潞安集团，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 2017 年 3 月底，公司资产总额为 116.53 亿元，较 2016 年底增长 4.76%，公司资产结构较 2016 年底变化不大。

总体看，公司资产以非流动资产为主，货币资金较为充裕，但部分资金使用权受限；部分应收账款、其他应收款账龄较长；在建工程中甲醇工程一直未投产，未来收益不确定。公司资产的流动性较弱，资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计为 27.94 亿元（其中少数股东权益 3.25 亿元），资本公积为 11.88 亿元，较 2015 年无变动，2016 年公司未分配利润为-0.65 亿元。截至 2016 年底公司归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占 48.60%）、资本公积（占 48.12%）构成；截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计为 27.73 亿元，较 2016 年底下降 0.76%，公司本期权益下降主要系未分配利润下降所致。

总体看，公司权益稳定性一般，留存收益对权益积累影响较弱。

负债

截至 2016 年底，公司负债合计为 83.29 亿元，同比增长 0.81%，其中流动负债占 83.15%，非流动负债占 16.85%。

截至 2016 年底，公司流动负债合计为 69.26 亿元，同比下降 0.26%，主要系短期借款和其他应付款减少所致。构成上以短期借款（占 17.71%）、应付票据（占 30.42%）、应付账款（占 12.66%）、其他应付款（占 33.31%）为主。

截至 2016 年底，公司短期借款 12.27 亿元，同比下降 15.52%，主要为保证借款和信用借款。公司应付票据为 21.07 亿元，同比增长 39.05%，公司应付票据由银行承兑汇票（占 79.64%）和国内信用证（占 20.36%）构成。应付账款为 8.77 亿元，同比增长 52.39%，主要系应付山西潞安焦化有限责任公司和山西潞安环保能源开发股份有限公司材料尾款。其他应付款 23.07 亿元，同比下降 22.83%，其中公司向母公司天脊集团借款 20.08 亿元，利率为基准利率上浮 5%，账龄在一年以上。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计为 14.03 亿元，同比增长 6.41%，主要系应付债券增长所致。构成上以长期借款（占 44.96%）、应付债券（占 53.49%）为主。

截至 2016 年底，公司长期借款 6.31 亿元，

同比下降 21.24%，主要系抵押借款和保证借款，抵押物为机器设备。应付债券 7.50 亿元。同比增长 49.95%，主要包括 47.30 万元企业债（到期日为 2017 年 11 月 25 日）、5.00 亿元非公开定向债务融资工具（2015）（到期日为 2017 年 12 月 29 日）、2.50 亿元非公开定向债务融资工具（2016）（到期日为 2018 年 5 月 25 日）。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 88.79 亿元，其中流动负债占比为 84.96%，非流动负债占比为 15.04%。

从有息债务来看[1]，截至 2016 年底，公司全部债务为 67.23 亿元，同比增长 7.11%。公司短期债务占 57.03%，长期债务占 42.97%，公司债务以短期债务为主，长期债务中主要为公司向母公司天脊集团的借款，为 20.08 亿元。2016 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 74.88%、70.64%和 50.83%，分别较上年下降 0.07 个、上升 1.20 个、下降 3.68 个百分点。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 61.17 亿元，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 76.20%、68.81%和 42.76%。

总体看，公司短期债务占比较高，债务负担重，长期债务主要为向母公司借款，实际债务压力相对较低。

4. 盈利能力

2016 年公司实现营业收入 70.94 亿元，同比下降 13.71%，主要系化肥行业产能过剩，硝酸磷钾、硝酸磷肥收入下降所致；同期公司营业成本同比下降 16.37%，公司 2016 年营业利润率 8.35%，较 2015 年上升 2.64 个百分点。

跟踪期内，公司期间费用有所上升，主要源自管理费用、财务费用上升，期间费用率较上年升高 2.53 个百分点，2016 年为 8.23%。管理费用上升主要系职工薪酬、修理费增加所致，财务费用上升主要系债务债务结构调整，贷款减少，票据贴现增加，且新增私募债利息较高。

非经常性损益方面，公司 2016 年计提坏账损失 353.12 万元，取得投资收益-8.78 万元，取得营业外收入 0.48 亿元，主要为无形资产处置利得。非经常性损益对公司业绩影响较大。

2016 年公司利润总额为 0.45 亿元，同比增长 91.84%，公司总资本收益率及净资产收益率分别为 1.64%和 0.87%，分别较上年上升 0.37 个百分点和 0.49 个百分点。

2017 年一季度，公司实现营业收入 20.48 亿元，同期公司实现利润总额-0.23 亿元。2017 年一季度公司营业利润率为 6.00%。

总体看，公司盈利水平仍然较低，营业外收入对利润总额贡献较大。

5. 现金流

经营活动方面，2016 年公司经营活动现金流入同比增长 18.39%，至 99.67 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。2016 年公司经营活动现金流出量为 94.65 亿元，同比增长 21.30%。受上述因素影响，2016 年公司经营活动现金流量净额下降至 5.03 亿元。从收入实现质量来看，2016 年公司现金收入比为 139.85%，同比增长 38.18 个百分点，主要系贸易业务结算方式改变所致，收入实现质量较好。

投资活动方面，2016 年公司购建固定资产、无形资产支付的现金为 1.42 亿元，主要为购买机器设备等固定资产，公司投资活动净现金流为-1.08 亿元。

筹资活动方面，2016 年，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，2016 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-7.62 亿元。

2017 年一季度公司经营活动现金净流量为 2.16 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.31 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 1.78 亿元。

[1] 计算债务时，将应付债券中一年内到期的债务调入一年内到期的非流动负债，将其他应付款中的借款调入长期债务。

整体看，公司经营活动获取现金有所增强，收入实现质量较好。

6. 偿债能力

从短期偿债能力来看，截至 2016 年底公司流动比率、速动比率分别为 65.96%和 46.96%，截至 2017 年 3 月底以上指标分别为 67.53%和 48.97%，2016 年公司经营现金流动负债比为 7.26%。公司短期偿债能力偏弱，短期支付压力较大。

从长期偿债能力来看，2016 年公司 EBITDA 为 3.49 亿元，同比增长 12.69%。2016 年公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 1.33 倍和 19.24 倍。整体债务偿还能力弱。

截至 2017 年 3 月底，公司“10 天脊债”余额为 47.30 万元，债券剩余规模很小，偿付安全性高。

截至 2017 年 3 月底，公司获得各家银行授信总额度为 26.50 亿元，未使用额度 0.87 亿元，融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保 8333.33 万元，被担保人为山西晋煤天源化工有限公司，担保比率为 2.99%。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码：G1014048100000010T），截至 2017 年 5 月 3 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录；公司公开市场发行的债务融资工具均按时还本付息。总体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 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。

十、担保人分析

“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 2017 年 3 月底，公司实收资本 14.20 亿元，实际控制人为山西省国资委。

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、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，电子计算机应用及软件开发；工程项目可行性研究；工程设计；建筑材料的生产销售；化工产品（除易燃、易爆、易腐蚀危险品）的批发零售；设备租赁；房地产开发及销售；物业管理；技能培训；医用氧、充装液化气体

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 2016 年底，太重集团（合并）资产总额 435.32 亿元，所有者权益合计 63.71 亿元（其中少数股东权益 45.10 亿元）；2016 年太重集团实现营业收入 138.15 亿元，利润总额-21.93 亿元，太重集团进一步亏损；经营活动产生的现金流净额为-31.16 亿元，获现能力弱。截至 2017 年 3 月底，太重集团（合并）资产总额 425.69 亿元，所有者权益合计 63.61 亿元（其中少数股东权益 45.23 亿元）；2017 年 1~3 月太重集团实现营业收入 33.49 亿元，利润总额 0.02 亿元。联合资信注意到受市场需求持续低迷、行业竞争激烈的影响，太重集团产品销

量和售价下降，收入同比下滑，亏损规模扩大，经营性现金流大幅流出，经营获现能力弱，债务负担重，短期偿债压力大。

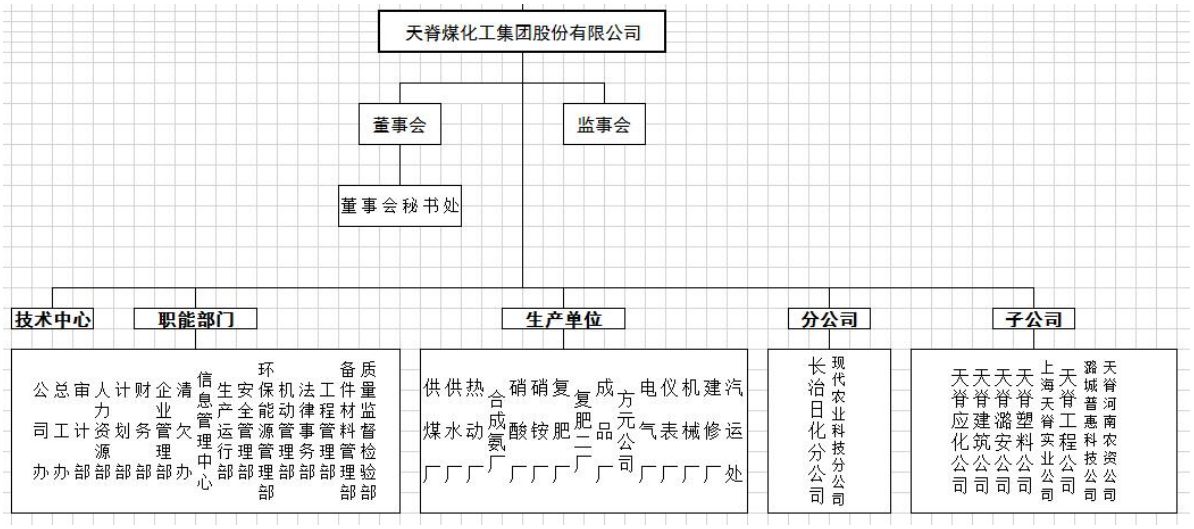
经联合资信评定，太原重型机械集团有限公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA^-，并将其列入观察名单。考虑到“10 天脊债”剩余额度小，太重集团对其担保能力较强。

十一、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的主体长期信用等级为A^+，评级展望为稳定，将“10天脊债”信用等级由AA调整为AA^-。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.12	17.72	14.46	14.57
资产总额(亿元)	97.23	110.24	111.23	116.53
所有者权益(亿元)	28.15	27.62	27.94	27.73
短期债务(亿元)	26.08	29.67	38.34	40.45
长期债务(亿元)	33.34	33.10	28.89	20.71
全部债务(亿元)	59.64	62.76	67.23	61.17
营业收入(亿元)	91.99	82.22	70.94	20.48
利润总额(亿元)	0.14	0.23	0.45	-0.23
EBITDA(亿元)	2.98	3.10	3.49	--
经营性净现金流(亿元)	2.55	6.17	5.03	2.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.38	8.82	6.74	--
存货周转次数(次)	6.96	6.84	5.59	--
总资产周转次数(次)	0.95	0.79	0.64	--
现金收入比(%)	89.70	101.67	139.85	112.56
营业利润率(%)	4.36	5.71	8.35	6.00
总资本收益率(%)	1.22	1.27	1.64	--
净资产收益率(%)	0.24	0.38	0.87	--
长期债务资本化比率(%)	54.22	54.51	50.83	42.76
全部债务资本化比率(%)	67.85	69.44	70.64	68.81
资产负债率(%)	71.04	74.95	74.88	76.20
流动比率(%)	72.66	69.20	65.96	67.53
速动比率(%)	48.85	54.80	46.96	48.97
经营现金流动负债比(%)	4.80	8.88	7.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.97	1.05	1.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	19.97	20.24	19.24	--

注：2015 年财务数据采用 2016 年年初数据，2017 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。