信用等级公告

联合〔2019〕2356 号

联合资信评估有限公司通过对太原重型机械集团有限公司主体长期信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持太原重型机械集团有限公司主体长期信用等级为 AA^-，“15 太重 MTN001”的信用等级为 AA^-，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月三十日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

太原重型机械集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期评级结果：AA-
上次主体长期评级结果：AA-

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 太重 MTN001	3.30 亿元	2020/9/23	AA-	AA-

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(万元)	34.57	31.79	31.68	37.50
资产总额(亿元)	435.32	448.76	466.57	467.56
所有者权益(亿元)	63.71	62.76	71.65	71.58
短期债务(亿元)	162.74	162.07	193.58	200.53
长期债务(亿元)	58.49	70.80	65.30	67.17
全部债务(亿元)	221.24	232.87	258.88	267.70
营业收入(亿元)	138.15	160.02	128.49	32.17
利润总额(亿元)	-21.93	0.81	1.00	0.05
EBITDA(亿元)	-6.69	16.45	17.50	--
经营性净现金流(亿元)	-31.16	14.09	13.80	8.56
营业利润率(%)	6.12	17.50	24.18	20.20
净资产收益率(%)	-34.90	0.03	0.04	--
资产负债率(%)	85.36	86.01	84.64	84.69
全部债务资本化比率(%)	77.64	78.77	78.32	78.90
流动比率(%)	98.98	104.59	100.50	101.60
经营现金流动负债比(%)	-10.47	4.78	4.39	--
全部债务/EBITDA(倍)	-33.07	14.16	14.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.59	1.68	1.76	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务计入短期债务；长期应付款计入长期债务；现金类资产已扣除受限货币资金

分析师：张豪若　刘祎烜
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

太原重型机械集团有限公司（以下简称“公司”）是国内大型重型机械生产企业之一，在行业地位、技术水平、政府支持等方面具有一定优势。跟踪期内，公司进一步缩减低毛利率的贸易业务规模，聚焦重型机械主业。受益于国内供给侧改革的持续推动，2018 年煤炭、冶金等重型机械主要下游行业保持较大需求，公司所处行业经营环境持续改善，营业利润率得以提升，经营性净现金流状况保持良好。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司债务规模持续增长、短期偿债压力大、期间费用对利润侵蚀明显、存在或有债务风险等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

2019 年一季度，公司营业收入同比有所下滑，但收入结构有所优化，营业利润同比减亏，可排产订单情况良好，公司整体业绩有望持续好转。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA-，“15太重MTN001”的信用等级为AA-，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是国内重型机械设备的主要制造企业之一，知名度较高，其轨道装备、大型矿用挖掘机、大型起重机等产品在国内具有较高的市场份额，竞争优势明显。
2. 2018 年，公司聚焦主业，进一步缩减低毛利率的贸易业务规模，综合毛利率提升明显。截至 2019 年 3 月底，公司预计可排产订单总额约 66.50 亿元，未来公司业绩得到支撑。
3. 公司 EBITDA 和经营活动现金净流量对“15 太重 MTN001”保障程度好。

关注

1. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，且以短期债务为主，债务负担重；受限货币资金比例较高，资产流动性弱，少数股东权益占比高。
2. 公司应收账款及存货规模大，存在一定的坏账或跌价风险；存货及应收账款对公司资金占用大，公司收入实现质量仍较差。
3. 公司对外担保比率较高，大部分被担保企业处于微利或亏损状态；虽然采取了反担保措施，但仍存在一定或有负债风险。
4. 期间费用对公司利润侵蚀明显，利润总额对政府补助存在一定依赖。

声　明

一、本报告引用的资料主要由太原重型机械集团有限公司（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。

太原重型机械集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于太原重型机械集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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。公司为国有独资公司，截至2019年3月底，公司实收资本13.78亿元，控股股东为山西国有资本投资运营有限公司（以下简称“山西国投”），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、液压气动元件、液压系统、钢锭、铸件、锻件、钢结构、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（以上需前置审批的除外，需持许可证制造、安装、修理、改造的以许可证为准）。医用氧、充装液化气体（仅限下属分公司经营）。

公司下设集团办公室、党委工作部、纪委、工会、经济运行部、财务资产部、战略规划部、设备技改部、人力资源部、技术创新部、法律事务部、安全环保部、审计部、武装保卫部、退休职工管理处等职能部门。截至2019年3月底，公司拥有全资及控股二级子公司13家，其中下属三级企业太原重工股份有限公司（以下简称“太重股份”，股票代码600169.SH，公司合计持股33.58%，无质押）于1998年9月4日在上海证券交易所挂牌交易，为中国重机行业第一家上市公司。

截至2018年底，公司（合并）资产总额466.57亿元，所有者权益合计71.65亿元（其中少数股东权益46.65亿元）；2018年公司实现营业收入128.49亿元，利润总额1.00亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额467.56亿元，所有者权益合计71.58亿元（其中少数股东权益48.58亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入32.17亿元，利润总额0.05亿元。

公司注册地址：太原市万柏林区玉河街53号；法定代表人：王创民。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续债券为“15太重MTN001”，所募集资金已按计划用途使用完毕，存续期内均正常付息。

表1 公司存续期内的债券情况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
15太重MTN001	3.30	3.30	2015/9/23	2020/9/23

资料来源：根据公开信息整理

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国

继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增

长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

公司主要生产起重设备、挖掘设备、轧钢设备、锻压设备、煤炭机械成套设备、煤化工设备、液压元件、液压系统、铸锻件等设备和产品，属于机械行业中的重型机械行业。

重型机械行业是为国民经济和国防建设提供各类技术装备的制造业，具有产业关联度高、带动能力强和技术含量高等特点，是一个国家和地区工业化水平与经济科技综合实力的标志。多年来，受益于城市基础设施的大规模建设以及冶金、水泥、煤炭、采矿等国民经济主导产业的快速发展，中国重机行业增长迅速。但近年在宏观经济增速持续放缓形势下，中国固定资产投资热情日益降温，下游建材、煤炭、冶金、有色金属等行业去产能化进程的持续推进，导致重型机械行业从供应紧张的卖方市场转变为宽松的买方市场，总体面临需求疲软、供过于求、竞争激烈、价格下滑等问题，行业发展速度明显放缓。2015 年行业增速降至最低点为 0.6%，2016 年回升至 1.5%，2107 年及 2018 年继续呈增长状态，行业进入了新一轮发展周期的上升阶段，总体呈现稳中有进，呈现一定回暖态势。根据中国重型机械工业协会数据显示，2018 年重型机械行业全年主营业务收入达 8968.62 亿元，同比增长 11.64%；利润总额 477.88 亿元，同比增长 10.34%；亏损企业亏损额 62.23 亿元，同比下降 16.32%。

从行业格局来看，目前国内主要的冶金矿山设备制造商均为国企，形成以中信重工、大连重工、北方重工、中国一重、中国二重、太原重工、上海重机七家传统重型机械制造企业为主的市场格局。中国重型机械行业中，各企业产品各有侧重，相互之间竞争程度不大。但近年来，此种竞争格局有所改变，各企业产品开始相互渗透，竞争程度呈上升趋势。此外，美卓矿机、史密斯公司、德国西马克等国际公司仍然在中国重型机械市场特别是高端市场占有较大比重。重型机械行业下游需求主要集中在冶金、采矿、石化、基建等行业。

冶金方面，2018 年国内黑色金属冶炼和压延加工业固定资产投资同比增长 13.80%；有色金属冶炼和压延加工业固定资产投资同比增长 3.20%，增速均由负转正。从行业效益来看，2018 年黑色金属冶炼和压延加工业及有色金属冶炼和压延加工业主营业务收入分别为 64006.50 亿元和 49996.60 亿元，同比增幅分别为 8.9%和 7.8%，利润总额分别为 4029.30 亿元和 1397.10 亿元，同比增幅分别为 37.80%和 -9.00%，基本延续上年的增长态势，但增速有所放缓。

采矿业方面，2018 年国内采矿业固定资产投资同比增长 4.10%，增速由负转正。从细分行业来看，煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业及非金属矿采选业固定资产投资同比增速分别为 5.90%、5.10%、-8.00%和 26.70%，其中煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业及非金属矿采选业增速均由负转正，有色金属矿采选业同比降幅也大幅收窄。从行业效益来看，2018 年采矿业实现主营业务收入 43211.90 亿元，同比增长 7.8%；利润总额为 5246.40 亿元，同比大幅增长 40.1%。细分行业来看，除黑色金属矿采选业主营业务收入及利润总额有所减少外，煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业和非金属矿采选业主营业务收入及利润总额均维持增长趋势，其中主营业务收入增幅分别为 5.5%、2.8%和 5.9%，利润总额同比增速分别为 5.2%、0.20%和 14.9%。

总体来看，受益于冶金工业升级改造、矿山开采技术设备升级等，2018 年重型机械行业市场形势见好，延续回暖态势，但仍需关注下游固定资产投资原材料价格波动以及行业竞争压力上升等因素对业内企业的影响。

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 13.78 亿元，公司的控股股东为山西国投，公司实际控制人为山西省国资委。

2. 公司规模和竞争力

公司是中国著名的重型机械设备制造商之一，其主导产品大型起重设备、挖掘设备、大型轧机油膜轴承、矫直机、管轧机等均居国内领先地位，也是国内唯一的同时生产火车轮、火车轴的生产基地，同时还具备航天发射架、多功能旋转舞台的生产能力。公司拥有从事产品开发与设计的国家级技术中心，公司大力实施人才工程，加强人才激励水平，坚持创新驱动发展，促进人才作用发挥，培养了一批优秀的专业技术领军人才和项目研发团队，技术研发实力雄厚，具备机、电、液、传为一体的研发能力。

公司拥有众多标志性产品：4～75m³ 矿用挖掘机、100t～520t 铸造起重机、三峡 1300t 桥式起重机、12.5～225MN 铝挤压机、Φ114～460mm 三辊连轧管机组成套设备、Φ720mm 大口径无缝轧管机组生产线成套设备、4.3～7.63m 顶装焦炉、4.3～6.25m 捣固焦炉、BGL 熔渣气化炉、1.5～5MW 风力发电设备、“神舟”号系列载人飞船发射塔架、奥运会开闭幕式舞台设备等。其中，轧机用油膜轴承，桥、门式起重机，减速机产品被评为“中国名牌”。

公司具备较强的生产装备能力，其中冶炼、铸造、锻造、焊接、热处理、金属加工、金属成型、产品组装、产品包装、检验试验、起重运输等各类主要生产设备达 2500 余台，先后从美国、德国、意大利、奥地利等发达国家购置了世界最先进的 8×60m 天桥式数控镗铣床、Φ1250mm 数控双柱立式车床、内外圆组合磨床、Φ4000mm 数控成形磨齿机、260mm 数控镗铣床、数控车铣加工中心、3000t 液压折弯机、渗碳炉等设备。近年来，公司高度重视装备能力的提升，不断增加技改投入，陆续新建了滨海重型装备研制出口基地、高速列车关键零部件国产化基地、风力发电机组关键零部件智能化工厂。其中，滨海重型装备研制出口基地拥有一千米的码头岸线，是具备完全自制、自主经营码头的企业之一；风力发电智能化工厂项目引入核心工艺设备，打造数字化智能控制系统，建成后将成为国内自动化、智能化、信息化程度最高的风电装备制造基地，为生产制造高端风电装备提供硬件保障。

2018 年，在新领域产品研发方面，公司完成了 5MW 海上风电机组主体结构优化；8MW 海上风电机组完成主体设计，TZ-3600 液压打桩锤完成方案设计，时速 250 公里标准动车组轮轴完成用户首检并供货，和谐号动车组 CRH3 型车轮完成试制。完成孟加拉 80t 料斗搬运智能起重机、新型直径 159mm 连轧管机组、6400t/h 履带式单臂堆料机、热回收焦炉机械成套设备、TZC750 风电型履带起重机等产品开发工作。同时，产品智能化水平持续提升，梅钢 250t 智能铸造起重机正式投产。“高性能重载行星齿轮传动装置关键技术与应用”获机械工业科学技术一等奖；“特种有色金属板材辊式矫直技术与装备开发及其应用”、“TZT1200 履带式伸缩臂起重机研制”获机械工业科学技术二等奖。公司被列为国家高端装备制造业（重型机械）标准化试点，获批建设山西省院士工作站。全年共申报专利 99 项，其中发明专利 61 项；授权专利 61 项，其中授权发明专利 50 项。

七、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

2018 年，公司调整收入结构，主动压缩毛利率低的贸易业务，导致营业收入同比缩减 19.66%至 128.56 亿元。其中重机板块实现营业收入 83.74 亿元，同比下降 11.23%，主要系公司以实现高质量发展为目标，提升合同质量，提高付款比例，确认收入条件加严所致，重机板块收入占比增至 65.14%；煤炭机械板块收入同比小幅下降 3.27%至 25.77 亿元，收入占比增至 20.05%；液压板块收入增长明显，达到 6.59 亿元，同比增长 53.97%，但收入占比依然较低，

为 5.13%。此外，公司 2018 年贸易收入缩减至 12.46 亿元，同比下降 64.12%，收入占比下滑至 9.69%。

从毛利率看，2018 年，公司综合毛利率为 25.03%，同比提升 6.72 个百分点。分板块看，重机板块毛利率为 31.38%，同比提升 6.03 个百分点，主要系重机业务下游需求回暖，且智波公司产品毛利率较高所致；煤炭机械板块毛利率为 15.68%，同比上升 1.98 个百分点；液压板块毛利率上升 9.63 个百分点至 25.34%，系公司提升合同质量，且售价有所提升所致；贸易板块毛利率仍维持在 0.96%的低水平。

2019 年 1—3 月，贸易业务进一步缩减规模，公司实现营业收入 32.17 亿元，同比增长 22.85%；其中，贸易板块营业收入同比下降 32.06%至 2.14 亿元；重机板块受行业回暖影响，收入同比大幅增长 53.09%，达到 22.05 亿元，但毛利率受主要原材料价格上涨影响下降至 22.86%，当期收入占比为 68.54%；煤炭机械收入同比增长 17.14%，毛利率降至 14.96%；液压板块收入同比增长 7.5%至 1.72 亿元，毛利率维持较高水平，为 26.74%。受上述因素影响，公司综合毛利率为 20.70%，较上年下降 0.57 个百分点。

表2　公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项　目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	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
重机板块	54.86	39.71	8.92	94.33	61.04	25.35	83.74	65.14	31.38	22.05	68.54	22.86
煤炭机械	28.74	20.80	10.94	26.64	16.64	13.70	25.77	20.05	15.68	6.15	19.12	14.96
液压板块	5.14	3.72	15.01	4.28	2.67	15.71	6.59	5.13	25.34	1.72	5.35	26.74
贸易板块	48.83	35.35	0.32	34.73	19.54	1.22	12.46	9.69	0.96	2.14	6.65	7.01
其他业务	0.59	0.42	28.18	0.05	0.08	9.92	0.27	0.21	58.23	**0.11**	0.34	81.89
合计	**138.15**	**100.00**	**6.61**	**160.02**	**100.00**	**18.31**	**128.56**	**100.00**	**25.03**	**32.17**	**100.00**	**20.70**

资料来源：公司提供

1．重机板块

重机板块的经营实体是太重股份和智波公司，主要产品包括轧锻设备、起重机设备、挖掘焦化设备、火车轮轴及轮对、铸锻件、油膜轴承、煤化工设备、齿轮传动机械及风电设备等。

截至 2018 年底，太重股份资产总额 315.63 亿元，所有者权益合计 42.04 亿元（其中少数股东权益 0.37 亿元）；2018 年，太重股份实现营业收入 64.28 亿元，利润总额 0.64 亿元。

截至 2019 年 3 月底，太重股份资产总额 328.12 亿元，所有者权益合计 42.18 亿元（其中少数股东权益 0.37 亿元）；2019 年 1—3 月，太重股份实现营业收入 19.87 亿元，利润总额 0.22 亿元。

截至 2018 年底，智波公司资产总额 37.87 亿元，所有者权益合计 16.14 亿元；2018 年智波公司实现营业收入 20.56 亿元，同比下降 20.71%；净利润 3.33 亿元，同比下降 7.76%。

采购

重机板块的原材料主要分为三大类：第一类是主机材料，包括钢材、焊接件等；第二类是配套件，包括轴承、电机等；第三类是辅助材料，包括润滑油、备品备件等。其中，钢材和配套件采购占总采购额的比例很大。钢材一般为厂家直销，采用货到付款结算模式。配套件分为国产配件和进口配件两种，国产配件一般为厂家直销，按比例货到付款；进口配件采购量大时为直销，采购量小时为代理销售，直销配件采用信用证结算方式，代理销售一般为货到付款。

公司采购主要分为集中采购和分散采购两种模式。公司设置采购部，负责主机材料和配套件的采购。辅料或其他特种钢材等原材料由各分公司分散采购，公司通过下达采购成本目标、设立招标体系等方法统一控制。目前集中采购占公司总采购额的 95%以上，分散采购占总采购额的 5%。

生产

公司重机板块产品多为专用设备，具有工艺难度大、科技含量高、制造时间长等特点，公司采用订单式生产模式。从产能利用情况来看，由于产品的特殊性，公司通过生产设备的利用率情况来反映产能及其利用情况。

2018 年，公司油膜轴承产能利用率提升明显，达到 110.87%，除此外，轧锻设备、起重机设备和挖掘焦化设备等产品生产线产能利用率也不同程度回升，火车轮轴及轮对和铸锻件产能利用率下降明显，整体看，公司产能利用率有所改善，但产能利用仍然不足。2019 年一季度，火车轮轴及轮对、起重机设备、铸锻件和油膜轴承等产品的产能利用率较 2018 年有不同程度上升。

表3　公司重型机械产品的产能及利用情况（单位：开台时）

	产品名称	产能/应开台时	产量/实开台时	产能利用率（%）
2017 年	轧锻设备	469962	458136	97.48
	起重机设备	356562	310195.2	87.00
	挖掘焦化设备	374232	197136	52.68
	火车轮轴及轮对	417360	340323	81.54
	油膜轴承	117300	109788	93.60
	铸锻件	1305072	916848	70.25
	齿轮传动机械	770040	674412	87.58
	工程机械	119784	54132	45.19
2018 年	轧锻设备	421129.5	438769.5	104.19
	起重机设备	339820.50	310026	91.23
	挖掘焦化设备	375813	207945	55.33
	火车轮轴及轮对	526464	340228.17	64.63
	油膜轴承	110287.5	122271	110.87
	铸锻件	1384548	596173.5	43.06
	齿轮传动机械	694710	591855.6	85.19
	工程机械	112254	55584	49.52
2019 年 1-3 月	轧锻设备	107323.5	104854.5	97.70
	起重机设备	84955.50	79170.60	93.19
	挖掘焦化设备	94999.5	52881	55.66
	火车轮轴及轮对	132264	96604.68	73.04
	油膜轴承	27722	30883.5	111.40
	铸锻件	311544	140595	45.13
	齿轮传动机械	175770	142526.1	81.09
	工程机械	28320	13362	47.18

注：“应开台时”指设备在一定时期内的正常开工时数；“实开台时”指设备在一定时期内的实际开工时数

资料来源：公司提供

销售

销售方面，由于公司重机板块产品种类多、定制性强，因此销售较为分散，多采用招投标的方式销售。公司下设经销部，经过多年的发展，形成了一套以产品为主导的销售体系，以销售团队为单位，负责不同类型的产品销售。目前，公司在国内设立了上海、北京等办事处或服务站，逐步扩大销售网络。

结算方面，公司大型设备多采用五阶段分期结算的方式，预收款约 20%~30%，工程进度款约 20%~30%，发货款约 10%~30%，安装调制款 10%~20%，质保金约 10%。风电设备方面，公司采用 EPC 的方式销售，结算方式为风场建成完工且并网发电后付款。

公司主导产品对主要客户的依赖程度偏高，2018 年及 2019 年一季度，重机板块前 5

名客户销售额占该板块销售收入的比重分别为16.04%和39.68%，集中度偏高。

出口方面，公司主要面向新兴市场。其中，管轧机组出口沙特、韩国、印度；大型挖掘机出口南非、智利、蒙古；铸造吊出口印度、越南、伊朗；轮轴产品出口加拿大、阿根廷、土耳其；起重机出口越南。目前公司已在香港、德国、澳大利亚、美国设立子公司，在南非、印度、智利、俄罗斯、巴西、秘鲁等地建立办事处。

2018年公司重机板块实现出口收入7.72亿元，同比增长17.32%；占重机板块收入的比例降至9.22%。2019年1—3月，公司重机板块实现出口收入1.78亿元，同比有所提升；占公司重机板块营业收入的比重为7.85%，同比有所下降。

表4　近年来重机板块产品出口情况

项　　目	2017年	2018年	2019年1-3月
出口收入（亿元）	6.58	7.72	1.78
占重机板块收入比	9.25%	9.22%	7.85%

资料来源：公司提供

表5　重机板块主要产品销售情况表（单位：亿元、件）

	产品名称	销售金额	销售数量
2017年	挖掘焦化设备	7.48	13
	起重机设备	6.13	114
	火车轮轴及轮对	12.65	406865
	轧锻设备	15.92	70
	齿轮传动机械	2.31	305
	风电设备	8.57	192
	煤化工设备	2.81	259
	油膜轴承	0.99	62
	铸锻件（吨）	2.16	7344.11
2018年	挖掘焦化设备	7.18	17
	起重机设备	10.49	199
	火车轮轴及轮对	13.55	396835
	轧锻设备	13.97	53
	齿轮传动机械	3.30	556
	风电设备	5.14	54
	煤化工设备	3.22	405
	油膜轴承	185万元	75
	铸锻件（吨）	2.43	9450.93
2018年	挖掘焦化设备	2.88	5
	起重机设备	3.24	25
	火车轮轴及轮对	4.66	127900
	轧锻设备	3.40	10
	齿轮传动机械	0.34	370
	风电设备	1.48	16
	煤化工设备	1.01	10
	油膜轴承	255万元	20
	铸锻件（吨）	0.61	2743.33

资料来源：公司提供

2018年，矿山、冶金等行业延续回暖态势，下游需求逐渐回升，公司部分大型设备的销售量有明显增长；以公司优势领域起重机设备为例，其销量由2017年的114台增至199台。此外，齿轮传动机械、煤化工设备和铸锻件销量也有大幅提升。风电设备受国家相关行业政策

调整，下游需求收缩，销量同比下降 40.02%至 54 台。同期，公司重机板块实现收入 83.74 亿元，同比下降 11.23%。2019 年 1—3 月，重机板块受行业回暖影响，收入同比增长 53.09%，达到 22.05 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司预计可排产订单总额约 66.50 亿元，预计回款/交货时间大部分在 2019 年。若上述订单顺利执行，公司 2019 年全年业绩将得到有效保障。

2．煤炭机械板块

煤炭机械板块主要由太原重型机械集团煤机有限公司（简称“太重煤机”，持股 59.31%）经营，其主要产品包括采煤机、冶金机械、洗选设备、掘进机等等。由于此类产品定向性较强，工艺较为复杂，根据产品不同，生产周期在 6 个月至 2 年。

公司该板块产品在国内竞争力强，在国家公布的 13 个大型煤炭基地中，太重煤机的产品进入了 11 个基地。跟踪期内，煤炭行业渐好，公司煤炭机械产品毛利率得到提升，但随着煤炭去产能的逐步推进，公司主要产品产销量同比有所下降。2018 年，公司煤机板块中采煤机产销量分别为 49 台和 51 台，同比均减少 22 台；洗选设备产销量分别为 890 台和 805 吨（同比减少 165 台）。

截至 2018 年底，太重煤机资产总额 57.93 亿元，所有者权益合计 3.18 亿元；2018 年，太重煤机实现营业收入 26.10 亿元，净利润-2.89 亿元。亏损原因主要是产品毛利率低，太重煤机融资成本高，财务费用高所致。

3．液压板块

公司液压板块产品主要是液压设备，以标准件为主。液压产品的原材料主要包括配套件、毛坯、钢材和标件等，约占公司液压板块采购成本的 90%以上，公司实行集中采购，结算方式为货到付款。从销售情况看，公司液压产品主要应用于汽车、农机、冶金、化工等工程和各类大型成套机械装备中，三峡集团、一重、中联重工等均为公司的客户。

2018 年液压板块收入增长明显，达到 6.59 亿元，同比增长 53.97%。2019 年 1—3 月，液压板块收入同比增长 7.5%至 1.72 亿元。

4．贸易板块

公司贸易板块主要围绕钢材机械贸易开展，既向上游钢厂以及贸易公司采购钢材，又向其销售炼钢所需的焦炭、合金等炉料，全部为国内贸易，上下游以国有控股企业为主。公司贸易业务以控制风险为前提，扩大了营业收入，但毛利率很低。

跟踪期内，公司突出重机主业，主动压缩贸易规模，2018年贸易板块实现收入12.46亿元，同比大幅下降；2019年1—3月，贸易板块实现收入2.14亿元，同比下降32.06%。总体看，公司贸易板块收入下降对公司利润影响很小。

5．在建项目

截至 2019 年 3 月底，公司在建项目主要有天津临港基地建设项目、轨道交通关键件研发制造基地完善升级项目以及风力发电机组关键零部件智能化工厂建设项目等。项目计划总投资 44.00 亿元，截至 2019 年 3 月底已累计完成投资 26.49 亿元，未来投入规模较大；随着在建项目陆续达产，公司在轨道交通和海洋装备方面的竞争力有望增强。

表 6　截至 2019 年 3 月底公司主要在建工程概况（单位：亿元）

项目名称	计划投资总额	截至 2019 年 3 月底投资额	2019 年 4-12 月计划投资额
天津临港基地建设	20.00	20.44	0.08
轨道交通关键件研发制造基地完善升级项目	4.00	1.92	0.21
风力发电机组关键零部件智能化工厂建设项目	20.00	4.13	2.68
合计	**44.00**	**26.49**	**2.97**

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司 2018 年财务报告已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2019 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围来看，2018 年公司合并范围内无新纳入或不再纳入合并范围的子公司。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围较 2018 年底无变化。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 466.57 亿元，所有者权益合计 71.65 亿元（其中少数股东权益 46.65 亿元）；2018 年公司实现营业收入 128.49 亿元，利润总额 1.00 亿元。

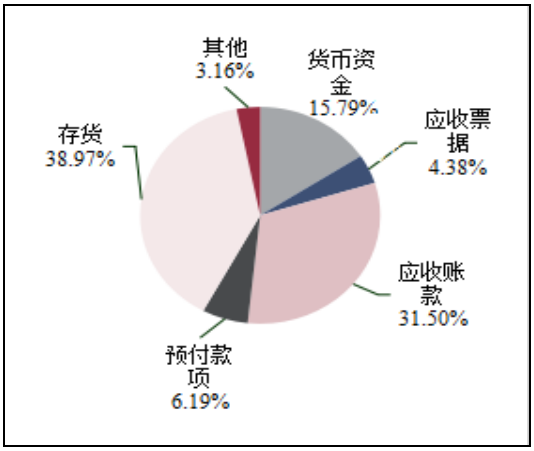
截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 467.56 亿元，所有者权益合计 71.58 亿元（其中少数股东权益 48.58 亿元）；2019 年 1～3 月，公司实现营业收入 32.17 亿元，利润总额 0.05 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 466.57 亿元，同比增长 3.97%；流动资产和非流动资产分别占 67.65%和 32.35%，公司资产结构仍以流动资产为主。

截至 2018 年底，公司流动资产 315.64 亿元，主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货等构成。

图 1　2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司货币资金 49.85 亿元，同比增长 8.40%；其中银行存款 22.94 亿元，其他货币资金 26.89 亿元，其他货币资金主要是票据保证金、保函保证金、信用证保证金及账户冻结存款；公司受限货币资金占比较大，为 31.99 亿元。

截至 2018 年底，公司应收账款账面余额为 110.62 亿元，按账龄组合计提坏账准备的应收账款余额 109.68 亿元，坏账计提比例 9.40%，其中账龄在 1 年以内的占 50.27%，1~2 年的占 19.56%，2~3 年的占 11.32%，3 年以上的占 18.85%。截至 2018 年底，公司综合计提比例为 10.11%，应收账款净额为 99.43 亿元，同比下降 8.25%。总体看，公司应收账款账龄较长，计提比例偏低，存在一定的回收风险。公司应收账款前五位的应收账款余额共计 24.33 亿元，占应收账款余额的 21.99%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司预付款项 19.52 亿元，同比下降 25.74%，主要是预付采购款；从账龄看，1 年以内的占 52.14%，1~2 年的占 11.86%，2 年以上的占 36.00%。

截至 2018 年，公司其他应收款账面余额为 9.64 亿元，同比增长 15.46%。其中按账龄组合计提坏账准备的应收账款余额 3.68 亿元，坏账计提比例 20.02%，其中账龄在 1 年以内的占 36.44%，1~2 年的占 6.60%，2~3 年的占 7.00%，3 年以上的占 49.96%。按资产状态组合计提坏账准备的应收账款余额 3.675 亿元，包括保证金 3.23 亿元、备用金 0.46 亿元和应收出口退税款 0.05 亿元，均无坏账计提。截至 2018 年底，公司综合计提比例为 21.38%，其他应收款账面净额为 7.58 亿元，同比增长 15.46%。总体看，公司其他应收账款账龄较长，计提比例较充分。公司其他应收账款前五位的应收账款余额共计 3.20 亿元，占应收账款余额的 33.21%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司存货规模 123.01 亿元，同比增长 17.33%；存货主要为自制半成品及在产品、库存商品、建造合同形成的已完工

未结算资产和原材料，分别占存货总额的50.75%、26.60%、12.10%和8.80%。公司计提存货跌价准备2.81亿元，计提比例低，存在一定的跌价风险。

截至2018年底，公司非流动资产合计150.93亿元，较上年底同比增长7.33%，构成以固定资产（占60.13%）、在建工程（占8.97%）和无形资产（占23.21%）为主。2018年底，公司固定资产原值134.47亿元，以房屋建筑物（占46.81%）和机器设备（占50.58%）为主。2018年底公司对固定资产累计计提折旧43.31亿元，计提资产减值准备0.40亿元；公司固定资产账面价值90.75亿元，同比变化不大。截至2018年底，公司在建工程13.55亿元，同比增长4.71%，主要由天津临港基地（2.34亿元）、轨道交通关键件研发制造基地完善升级项目（1.26亿元）、风力发电机组关键零部件智能化工厂建设项目（3.81亿元）构成及技改技措项目（2.45亿元）构成；公司无形资产35.03亿元，主要是土地使用权，同比大幅增长58.18%，主要系期内公司土地价值重估所致。

截至2018年底，公司所有权和使用权受到限制的资产共计59.35亿元，其中受限的货币资金31.99亿元，受限的应收票据及应收账款1.84亿元，存货中11.27亿元用于抵押借款，固定资产中13.89亿元用于抵押借款，在建工程中0.36亿元用于融资租赁。总体看，现金类资产受限资产规模较大，资产流动性弱。

截至2019年3月底，公司资产结构保持相对稳定。公司资产总额467.56亿元，较2018年底变化不大。其中货币资金57.35亿元，较上年底增加7.50亿元；应收账款107.05亿元，较上年底增长7.62亿元；其他应收款0.68亿元，较2018年底下降91.05%，主要系会计科目调整所致。其余各科目变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，流动资产中应收账款和存货占比大，坏账及跌价准备计提比例低，货币资金受限比例高，资产流动性弱，整体资产质量一般。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益合计71.65亿元（其中少数股东权益为46.65亿元），同比增长14.16%；其中实收资本14.20亿元；资本公积较2017年底增长74.33%至22.84亿元，主要系土地价值重估引起；未分配利润为-11.53亿元，较上年扩大12.69%，主要系当期归母净亏损转入所致。截至2019年3月底，公司所有者权益71.58亿元，其中资本公积较2018年底减少2.59亿元至20.26亿元；少数股东权益48.58亿元，较上年底增长4.14%。

跟踪期内，受土地重估影响，公司所有者权益规模明显提升；少数股东权益占比大，权益稳定性较弱。

负债

截至2018年底，公司负债合计394.92亿元，以流动负债为主（占79.52%）。公司流动负债314.05亿元，以短期借款（占32.96%）、应付票据（占16.27%）、应付账款（占26.45%）和一年内到期的非流动负债（占10.03%）为主。

截至2018年底，公司短期借款103.52亿元，同比下降8.86%；应付票据51.08亿元，同比大幅增长45.12%，主要系银行承兑汇票大幅增加所致；预收款项19.44亿元，同比小幅下降2.34%；其他应付款16.36亿元，同比增长29.68%，主要由于往来款及其他类的增长；一年内到期的非流动负债31.50亿元，同比大幅增长145.06%，包括一年内到期的长期借款22.97亿元，一年内到期的应付债券2.00亿元（为子公司太重煤机于2016年发行的2+1年期中期票据“16太重煤机MTN001”），一年内到期的长期应付款6.53亿元。

截至2018年底，公司非流动负债80.86亿元，主要由长期借款47.88亿元、长期应付款15.27亿元（主要是应付融资租赁款）和递延收益9.41亿元构成；其中，长期借款同比下降12.23%；递延收益中含政府补助9.40亿元。公司应付债券余额3.28亿元，为“15太重

MTN001”。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 395.98 亿元，较 2018 年底略有上升，其中流动负债和非流动负债分别占 78.74%和 21.26%；其中应付票据增至 60.46 亿元，较上年底增长 18.36%；其他应付款较上年底下降 40.55%至 9.72 亿元，系本年支付所致；一年内到期的流动负债较上年底减少 6.73 亿元至 24.77 亿元；递延收益较上年底下降 69.65%至 2.86 亿元；新增其他非流动负债 6.24 亿元。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务总额 258.88 亿元，同比增长 11.17%；其中短期债务占比增加 5.18 个百分点至 74.78%，债务结构不尽合理。

截至 2018 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 84.64%、78.32%和 47.68%，较上年底分别减少 1.37 个、0.45 个和 5.33 个百分点，主要系所有者权益规模受土地重估影响增长所致。

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务总额 267.70 亿元，其中，短期债务占比较上年底略增 0.13 个百分点至 74.91%；债务结构较 2018 年底变化不大。

截至 2019 年 3 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 84.69%、78.90%和 48.41%，公司债务负担依然重。

跟踪期内，公司债务规模持续增长，以短期债务为主，债务负担重，债务结构不佳。

3. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入128.49亿元，同比下降19.70%；同期，公司营业成本为96.33亿元，同比下降26.31%；公司营业利润率提升6.68个百分点至24.18%，主要是由于公司主动缩减毛利率低的贸易业务所致。

2018年，公司期间费用29.41亿元，同比增长5.84%；其中管理费用为9.38亿元；财务费用为12.21亿元，同比增长7.09%，主要由于公司债务规模增长，利息支出增加所致。2018年，公司期间费用占营业收入的比重增加5.52个百分点至22.89%，公司费用对利润侵蚀大。当期，公司资产减值损失1.80亿元，主要由坏账损失1.59亿元构成。

2018年，公司实现营业外收入0.52亿元，其他收益1.12亿元，主要构成为政府补助。

2018年，受重型机械行业景气度持续提升影响，公司主业经营维持平稳增长，利润总额和净利润分别为1.00亿元和0.03亿元。从盈利指标看，2018年公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.01%和0.04%。

2019年1—3月，公司实现营业收入32.17亿元，同比增长22.85%；营业成本为25.52亿元，同比增长23.79%，高于营业收入增幅。当期，公司营业利润为39.19万元（上年同期为-0.26亿元），利润总额为456.03万元；当期，公司营业利润率为20.20%，较2018年减少3.89个百分点。

总体看，跟踪期内，受主动缩减低毛利率的贸易业务规模影响，公司收入规模呈现下滑，期间费用对利润侵蚀明显，利润总额对政府补助存在一定依赖。

4. 现金流及保障

2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 125.57 亿元，较上年同期小幅下降 0.30%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金（111.39 亿元）和收到的其他与经营活动有关的现金（12.47 亿元），其中收到的其他与经营活动有关的现金主要为收到的保证金、政府补助款及往来款。同期，公司经营活动现金流出为 111.77 亿元，主要是购买商品、接受劳务支付的现金（66.15 亿元）、支付给职工以及为职工支付的现金（19.63 亿元）和支付其他与经营活动有关的现金（19.34 亿元），其中支付其他与经营活动有关的现金主要是日常经营活动中发生的销售、管理等各项费用以及项目保证金、资金往来款项。2018 年公司经营活动现金流量净额为 13.80 亿元，同比变化不大。从收入实现质量看，

2018 年公司现金收入比为 86.69%，与上年有所提升，收入实现质量仍较差。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流出 8.72 亿元，主要是购建固定资产、无形资产等支付的现金 7.14 亿元，投资活动现金流量净额表现为净流出-5.18 亿元，同比支出增长 125.94%，投资缺口有所扩大。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入 141.38 亿元，主要为取得借款收到的现金（127.24 亿元）；筹资活动现金流出 150.17 亿元，其中偿还债务支付的现金 130.93 亿元；2018 年公司筹资活动产生的现金流量净额-8.78 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流入为 41.40 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 30.60 亿元。现金收入比 95.14%，经营获现能力较 2018 年有所提高；公司经营活动产生的现金流量净额为 8.56 亿元；同期公司投资活动产生的现金流量净额为-2.40 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-2.23 亿元。

总体看，2018 年公司经营性净现金流略有下降，存在一定的对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为 100.50%和 61.33%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率小幅增长至 101.60%和 62.74%。考虑到公司短期债务规模大，货币资金受限比例高，资产流动性弱，公司短期偿债能力压力大。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 17.50 亿元，同比增加 1.05 亿元。全部债务/EBITDA 为 14.80 倍，EBITDA 利息倍数为 1.76 倍。整体偿债能力依然偏弱。

截至 2019 年 3 月底，公司获得银行综合授信额度 297.84 亿元，尚未使用额度 91.45 亿元，公司间接融资渠道畅通。下属太重股份为上市公司，具备直接融资渠道。

表 7 截至 2019 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保企业	担保金额	担保期限	反担保措施
山西省旅游投资控股集团有限公司（简称“山西旅投”）	55000.00	2018-2020	互保
杜尔伯特蒙古族自治县拉弹泡风力发电有限公司（简称“拉弹泡公司”）	54000.00	2016.01-2026.01	30%股权质押
山东润海风电发展有限公司	25500.00	2014.09-2019.09	100%股权质押
安达市老虎岗风电场有限公司（简称“老虎岗公司”）	36000.00	2015.01-2031.01	100%股权质押
阜康市泰华煤焦化工有限公司（简称“泰华公司”）	5982.90	2014-2019/2015-2020	30%股权质押
合计	**176482.90**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保合计 17.65 亿元，担保比率为 23.33%。主要包括对拉弹泡公司提供担保 5.40 亿元、对安达市老虎岗公司提供担保 3.60 亿元、对山西旅投提供担保合计 5.50 亿元等。截至 2018 年底，公司均采用了股权质押、金融机构担保等反担保措施。

截至 2018 年底，山西旅投资产总额 69.08 亿元，负债总额 30.32 亿元，所有者权益合计 38.76 亿元，2018 年实现营业收入 56.84 亿元，利润总额 0.31 亿元。截至 2019 年 3 月底，经贸投资资产总额 74.48 亿元，负债总额 34.16 亿元，所有者权益合计 40.32 亿元，2019 年 1—3 月，实现营业收入 13.66 亿元，利润总额 0.07 亿元。

截至 2018 年底，拉弹泡公司资产总额 20.74 亿元，负债总额 14.56 亿元，所有者权益合计 6.18 亿元，2018 年实现营业收入 0.41 亿元，利润总额 0.03 亿元。截至 2019 年 3 月底，拉弹泡公司资产总额 23.35 亿元，负债总额 17.18 亿元，所有者权益合计 6.17 亿元，2019 年 1—3

月，实现营业收入 0.07 亿元，利润总额-0.01 亿元。

截至 2018 年底，老虎岗公司资产总额 8.58 亿元，负债总额 6.63 亿元，所有者权益合计 1.95 亿元，2018 年实现营业收入 0.61 亿元，利润总额 0.07 亿元。截至 2019 年 3 月底，老虎岗公司资产总额 8.55 亿元，负债总额 6.59 亿元，所有者权益合计 1.96 亿元，2019 年 1—3 月，实现营业收入 0.19 亿元，利润总额 0.01 亿元。

截至 2018 年底，泰华公司资产总额 18.67 亿元，负债总额 12.05 亿元，所有者权益合计 6.62 亿元，2018 年实现营业收入 19.45 亿元，利润总额 0.96 亿元。截至 2019 年 3 月底，泰华公司资产总额 18.83 亿元，负债总额 11.98 亿元，所有者权益合计 6.84 亿元，2019 年 1—3 月，实现营业收入 7.55 亿元，利润总额 0.26 亿元。

综合分析，公司对外担保比率较高，且大部分企业处于微利或亏损状态；虽然采取了反担保措施，仍存在一定或有负债风险。

6. 母公司财务状况

截至 2018 年底，母公司资产总额 39.02 亿元，流动资产 12.60 亿元，非流动资产 39.02 亿元；流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，分别为 1.78 亿元和 10.65 亿元；非流动资产主要是长期股权投资 27.91 亿元和无形资产 9.58 亿元。

截至 2018 年底，母公司负债合计 24.53 亿元，流动负债 17.60 亿元，非流动负债 6.93 亿元；流动负债中短期借款和一年内到期的非流动负债规模较大，分别为 11.43 亿元和 2.56 亿元；非流动负债中长期借款和应付债券规模较大，分别为 2.33 亿元和 3.28 亿元。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 27.10 亿元，其中实收资本 14.20 亿元，资本公积 16.85 亿元，未分配利润-3.96 亿元。2018 年母公司实现营业收入 0.30 亿元，利润总额-0.91 亿元。

综上，母公司经营性收入规模小，利润呈亏损状态，偿债对再融资依赖大，短期债务压力较大。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2019 年 4 月 2 日，公司未结清信贷信息含 2 笔关注类贷款，已结清信贷信息含 2 笔不良/违约类贷款、2 笔关注类贷款和 1 笔关注类票据贴现。根据公司相关说明，不良及关注类信贷信息系银行系统升级原因导致。

8. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点，以及未来发展战略的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

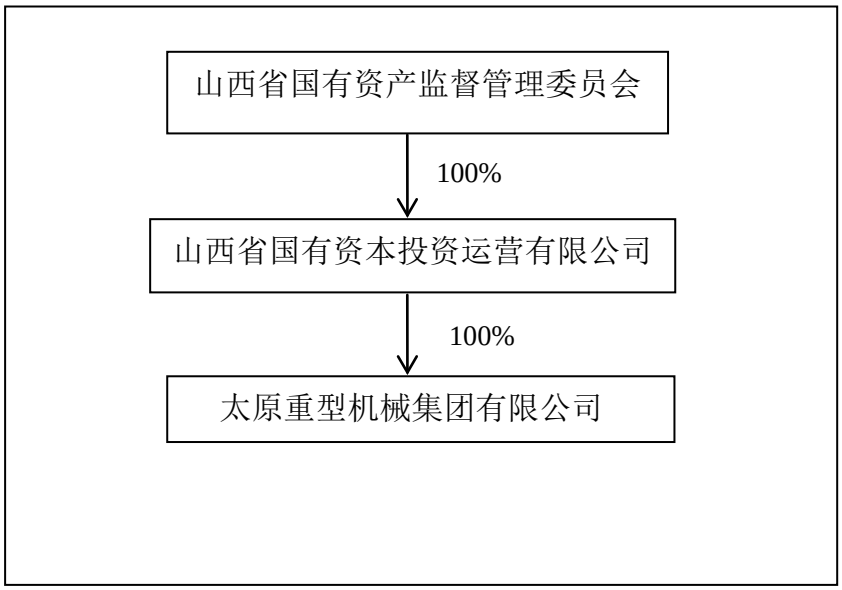
十、存续期内债券偿还能力分析

2018 年公司 EBITDA 为 17.50 亿元，经营性现金流量净额为 13.80 亿元，经营活动产生的现金流入量为 125.57 亿元，分别为“15 太重 MTN001”发行额度的 5.30 倍、4.18 倍和 38.05 倍。公司 EBITDA 和经营性现金流量净额对“15 太重 MTN001”保障程度好。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA$^-$，“15太重MTN001”的信用等级为AA$^-$，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织机构图



附件2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	34.57	31.79	31.68	37.50
资产总额(亿元)	435.32	448.76	466.57	467.56
所有者权益(亿元)	63.71	62.76	71.65	71.58
短期债务(亿元)	162.74	162.07	193.58	200.53
长期债务(亿元)	58.49	70.80	65.30	67.17
全部债务(亿元)	221.24	232.87	258.88	267.70
营业收入(亿元)	138.15	160.02	128.49	32.17
利润总额(亿元)	-21.93	0.81	1.00	0.05
EBITDA(亿元)	-6.69	16.45	17.50	--
经营性净现金流(亿元)	-31.16	14.09	13.80	8.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.13	1.30	1.09	--
存货周转次数(次)	1.43	1.31	0.85	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.36	0.28	--
现金收入比(%)	77.07	73.38	86.69	95.14
营业利润率(%)	6.12	17.50	24.18	20.20
总资本收益率(%)	-3.81	3.31	3.01	--
净资产收益率(%)	-34.90	0.03	0.04	--
长期债务资本化比率(%)	47.86	53.01	47.68	48.41
全部债务资本化比率(%)	77.64	78.77	78.32	78.90
资产负债率(%)	85.36	86.01	84.64	84.69
流动比率(%)	98.98	104.59	100.50	101.60
速动比率(%)	66.95	69.00	61.33	62.74
经营现金流动负债比(%)	-10.47	4.78	4.39	--
EBITDA 利息倍数(倍)	-0.59	1.68	1.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	-33.07	14.16	14.80	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务计入短期债务；长期应付款计入长期债务；现金类资产已扣除受限货币资金

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
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	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+一年内到期的非流动负债+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：

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

附件 4-2　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。

附件 4-3　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