

跟踪评级公告

联合[2013] 1682 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将四川恒鼎实业有限公司主体长期信用等级由AA⁻下调为A⁺，评级展望为稳定，并维持“12 川恒鼎CP002” A-1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>

四川恒鼎实业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: AA⁻ 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
12 川恒鼎 CP002	6 亿元	2012/12/20-2013/12/20	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2013 年 12 月 11 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 9 月
现金类资产(亿元)	14.63	6.17	15.79	10.20
资产总额(亿元)	128.22	141.83	174.96	161.75
所有者权益(亿元)	53.45	62.42	124.68	106.55
短期债务(亿元)	5.02	12.47	20.00	20.85
全部债务(亿元)	30.76	33.27	34.73	41.62
营业收入(亿元)	23.26	27.17	18.62	4.57
利润总额(亿元)	9.75	11.09	3.77	3.16
EBITDA(亿元)	11.51	13.23	6.90	--
经营性净现金流(亿元)	19.33	13.34	6.21	-0.64
营业利润率(%)	66.76	58.90	55.45	30.72
净资产收益率(%)	16.07	14.82	2.46	--
资产负债率(%)	58.31	55.99	28.74	34.13
全部债务资本化比率(%)	36.53	34.77	21.79	28.09
流动比率(%)	117.68	64.53	107.83	114.83
全部债务/EBITDA(倍)	2.67	2.51	5.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.56	6.93	2.10	--
经营现金流动负债比(%)	80.76	43.88	17.52	--

注: 2013 年三季度财务数据未经审计。

分析师

钟睿 祖宇
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

四川恒鼎实业有限公司(以下简称“公司”)是中国西南地区具备一定规模优势的煤炭生产企业,在资源品质、地理区位等方面具备综合优势。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时关注到,行业景气下行、安全管理压力大、营业收入大幅下滑、区域性停产政策等因素对公司信用基本面造成的不利影响。

2012 年四季度以来,区域性停产政策对公司正常生产秩序造成很大影响,公司整体经营风险上升。2013 年以来,公司对下属部分矿井进行资产处置,有效实现了现金回流并减轻了公司的流动性压力。但受煤炭行业景气持续下行影响,公司主产矿区复产后产量恢复情况较差,2013 年前三季度原煤产量、营业收入及商品煤售价均大幅低于预期,主业盈利能力及经营活动现金流显著恶化。同时,公司存续短期债务规模较大,短期偿付能力取决于其现有债务的顺利展期及出售资产形成的现金回流,受宏观经济增速减缓及煤炭行业景气趋势性下行影响,公司面临的再融资环境及资产处置能力不确定性上升,整体信用基本面进一步弱化。

鉴于公司目前财务弹性较好、资源品质优良、所处区位条件良好,在正常生产的前提下,下游刚性需求有望对公司未来收入及利润规模形成一定支撑。

根据公司提供的专项说明,公司已对“12 川恒鼎 CP002”偿付资金作出妥善安排,有助于保障“12 川恒鼎 CP002”的到期兑付。

综合考虑,联合资信将公司主体长期信用等级由 AA⁻ 下调至 A⁺, 评级展望为稳定, 并维持“12 川恒鼎 CP002” A-1 的信用级别。

优势

1. 公司所在矿区煤种以较为稀缺的高品质主焦煤、1/3 焦煤为主,主导产品焦炭和精煤销售毛利率高,市场竞争力较强。

2. 公司资产负债率及全部债务资本化比率与同业相较处于较低水平，财务弹性较好。

关注

1. 煤炭行业景气趋势性下行，公司未来经营风险上升。
2. 公司煤矿所处区域地质条件复杂，安全事故多发，面临严格的外部监管环境，区域性停产政策对公司正常生产秩序影响很大。
3. 公司股权结构较为复杂，且关联方往来款规模较大。
4. 公司煤炭主业盈利能力下滑，经营性现金流显著弱化，公司通过出售资产形成现金回流对短期债务偿付形成一定支撑，但存续短期债务规模较大，公司仍存在一定短期偿付压力。

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）与四川恒鼎实业有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与四川恒鼎实业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，未因四川恒鼎实业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四川恒鼎实业有限公司提供，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至“12 川恒鼎 CP002”到期兑付日有效；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四川恒鼎实业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不定期跟踪评级。

二、企业基本情况

四川恒鼎实业有限公司（以下简称“公司”）前身为2000年5月成立的攀枝花市三联实业有限公司；2005年12月正式更名为四川恒鼎实业有限公司；2006年8月份公司变更为外商独资企业，由恒鼎投资控股有限公司（下称“恒鼎投资”）100%持有；2009年7月，恒鼎投资控股有限公司将其持有的公司75%股权出资设立四川恒鼎投资有限公司；2009年11月经四川省商务厅（川商审批[2009]355号）批复，公司申请增加注册资本6.5亿元，全部由股东四川恒鼎投资有限公司（2010年3月更名为恒鼎实业（中国）集团有限公司，下称“恒鼎中国”）认缴。2012年7~8月，公司股东恒鼎中国及恒鼎投资通过债转股方式，分两次将其对公司的合计29.00亿元债权转为公司实收资本及资本公积，四川省经纬会计师事务所有限责任公司对两次增资分别出具了川经会验[2012]008号和川经会验[2012]010号验资报告；2012年8月，恒鼎中国以其持有的四川浩航商贸有限公司16.61亿元人民币股权认购公司30.56%的股权，四川省经纬会计师事务所有限责任公司出具了川经会验[2012]011号验资报告，截至2013年9月底，公司注册资本合计18亿元。自然人鲜扬为公司实际控制人（公司股权架构图详见附件1-1）。

公司经营范围为煤炭开采及加工，销售自产煤炭及煤炭制品。

公司现有董事会办公室、集团办公室、财务部、生产部、煤炭销售有限公司等职能机构。2007年9月，公司境外控股公司恒鼎实业国际发展有限公司（下称“恒鼎国际”）在香港联

合交易所主板挂牌上市（HK.1393）。

截至2012年底，公司合并资产总额174.96亿元，所有者权益124.68亿元（其中少数股东权益21.17亿元）；2012年实现营业收入18.62亿元，利润总额3.77亿元。

截至2013年9月底，公司合并资产总额为161.75亿元，所有者权益106.55亿元（其中少数股东权益1.02亿元）；2013年1~9月公司实现营业收入4.57亿元，实现利润总额3.16亿元。

公司注册地址：四川省攀枝花市仁和区务本乡政府内；法定代表人：毛建忠。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

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；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年前三季度中国实现国内生产总值386762亿元，同比增长7.7%；三季度GDP同比增速回升至7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标7.5%。

图1 2009年以来中国GDP季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长9.6%，增速比上半年加快0.3个百

分点；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 40453 亿元，同比增长 13.5%，增速比上半年加快 2.4%。

2. 政策环境

财政政策方面，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；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。货币政策方面，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。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。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会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。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

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，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，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。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

行业需求与供给

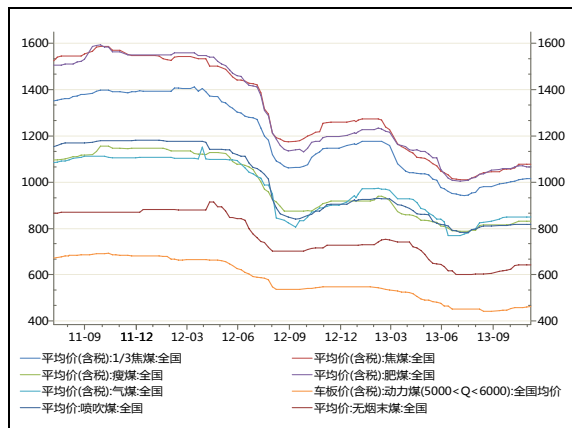
从供需形势看，2002~2008 年国内煤炭供需基本维持弱平衡格局，2008 年下半年开始，在美国次贷危机影响下，国内经济放缓迹象明显，煤炭下游主要消费群体产能增长均明显放缓。2009 年，在国家 4 万亿投资计划的拉动下，火电、水泥、生铁、化肥等产量出现回升，在一定程度上支撑了煤炭下游需求，国内煤炭供需继续维持弱势平衡。2010 年起，受节能减排、控制通胀及国民经济增速放缓等多重因素影响，火电、水泥、生铁、化肥产量增速逐年下滑，对煤炭下游需求形成抑制，煤炭行业供大于求格局开始显现。

煤炭价格

煤炭价格方面，2011 年，煤炭价格延续危机后温和复苏趋势，并于 2011 年 11 月达至危机后高点。2012 年起，受宏观经济增速减缓及煤炭产能集中释放影响，煤炭行业供需格局开始出现转换，国内煤炭价格呈现季节性波动和趋势性下行态势。截至 2013 年 12 月 6 日，全国焦煤平均价 1078 元/吨，同比下降 14.31%，较 2011 年

同期下降31.34%。本轮煤炭价格下行已超出正常波动范围，下跌区间和持续时间均为2000年以来最大幅度。煤炭价格的持续下行导致业内企业经营压力持续上升。

图2 近年国内主要煤炭品种含税均价

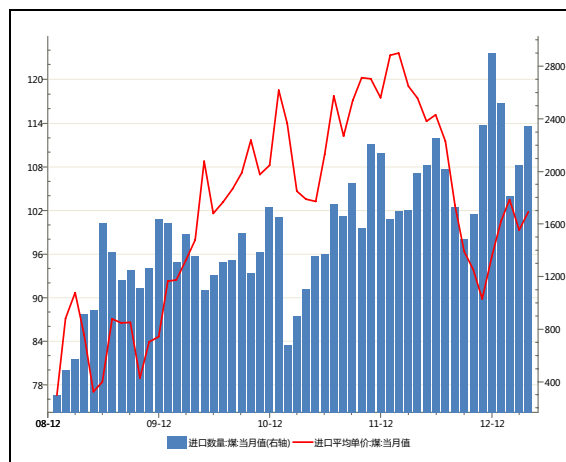


资料来源：Wind资讯

进口冲击

2010年以来，随着美国“页岩气革命”的深化，美国能源结构出现重大调整，煤炭需求量显著下降，中国作为全球最大的煤炭消费国，成为世界主要煤炭生产国的重点出口贸易对象。2011年四季度以来，受国际煤炭需求下滑影响，国际煤炭价格的大幅下跌，并对国内煤炭市场形成外部性冲击。从价格走势看，国内市场价格走势落后于国际市场1~2个月，呈现一定的滞后性。中国煤炭进口量占国内总需求量比例不足10%，对国内煤炭市场的实际供给影响较小，但在煤炭供给过剩时期，进口煤的价格走势对国内市场预期具有重要的导向作用。2012年国际煤价累计跌幅超过国内煤价，煤炭进口量快速上升，对国内煤炭供给形成一定挤出效应，部分生产成本低、煤质品种差、运输距离远的煤炭生产企业受到较大冲击。

图3 近年中国煤炭进口量及进口均价



资料来源：海关总署，联合资信整理

行业政策

随着煤炭行业景气持续下滑，2013年下半年，包括山西、贵州、内蒙等地方政府陆续出台新一轮煤炭产业支持政策，不同于2012年，此轮政策支持重点在于清理各类地方性规费（资源补偿费、维简费等）、下调铁路运费等，从实质上降低煤炭企业生产成本及商品煤流环节成本。此类政策的实施反映出当前煤炭价格水平已经接近煤炭企业长期平均成本，企业通过自身内部控制降低成本（降薪减员、安全费计提标准、折旧政策调整等）的空间已经相当有限，对外部支持的依赖程度上升。当前各类地方性规费占煤企生产成本比例约10~30%，清理规费等措施可以有效降低煤企运营成本，另一方面，由于相关政策直接导致了公共部门和产业部门之间的利益转移，政策实施期限均较短，能否形成长效机制还有待观察。

总体看，作为以资源型产品为主的基础产业，煤炭行业未来的发展前景长期向好。“十二五”期间，煤炭下游需求总体仍将保持上升趋势，但增幅将有所收窄，供给及存货上升与宏观经济增速放缓带来的需求疲弱可能加剧行业波动，影响相关企业的盈利稳定性。

在煤炭行业景气下行时期，产品单位价值高、开采条件好、生产成本低、社会负担轻及管理高效的企业将在盈利方面维持相对较好水平，抗风险能力相对突出。另一方面，成本控

制能力弱、运输距离远、产业结构单一、社会负担过重的煤炭企业信用风险或将逐步暴露，部分民营中小企业受制于融资渠道有限、经营活动获现能力下降及债务期限结构错配等因素，面临较大的流动性偿付压力，信用风险可能加速上升。

五、基础素质分析

公司为外商合资性质的有限责任公司，股东（发起人）包括恒鼎实业（中国）集团有限公司和恒鼎投资控股有限公司，自然人鲜扬为公司实际控制人。截至 2013 年 9 月底，公司注册资本 18.00 亿元。

公司是西南地区具有一定竞争力的煤焦一体化生产企业，2012 年公司境内母公司恒鼎实业（中国）集团有限公司列四川省工业百强的第 51 位。

截至 2013 年 9 月底，公司拥有四川攀枝花、贵州盘县两个生产片区，合计共有 33 个煤矿，井田面积 47.45 平方公里，资源储量 7.00 亿吨，可采储量 5.92 亿吨，煤种以焦煤为主。截至 2013 年 9 月底，公司煤矿设计年产能合计 756 万吨。2012 年公司原煤产量 352.17 万吨，精煤产量 157.87 万吨，焦炭产量 19.98 万吨（2012 年统计数据含云南富源片区）。2013 年 1~9 月，公司原煤产量 103.29 万吨，精煤产量 21.27 万吨，焦炭产量 3.41 万吨。

六、重大事项

1. 下属子公司股权重组事项

公司于 2013 年 5 月 28 日发布《四川恒鼎实业有限公司关于下属子公司股权重组及拟变动的公告》（以下简称“公告”），公告披露了公司对下属子公司股权回购及拟将部分股权重组、出售信息：

- （1）公司回购其质押给华能贵诚信托有限公司的股权，并解除质押。
- （2）公司实施下属子公司的内部股权重组，

重组范围为：富源县大河青坪煤业有限公司、富源县茂盛选煤有限责任公司、云南恒鼎煤业有限公司、富源县祥达煤矿有限公司、富源县钰源煤业有限公司、富源县锦泰煤业有限公司、富源县坤源煤业有限公司、富源县富德选煤有限公司、云南恒隆煤业有限公司、富源县通和煤业有限公司。此外，公司母公司恒鼎实业（中国）集团有限公司持有的全资子公司云南恒鼎实业有限公司（以下简称“云南恒鼎实业”）也纳入本次股权重组范围。股权重组完成后，云南恒鼎煤业有限公司（以下简称“云南恒鼎”）成为纳入股权重组范围所有公司的全资控股母公司；公司及公司全资子公司攀枝花市恒鼎煤焦化有限公司（以下简称“攀枝花恒鼎”）分别持有云南恒鼎 50% 的股权。重组完成后，云南恒鼎的合并所有者权益合计约人民币 40 亿元。

- （3）恒鼎中国、攀枝花恒鼎与云南东源煤业集团有限公司（以下简称“云南东源”）签订了《股权合作协议》，攀枝花恒鼎将持有的云南恒鼎 50% 股权转让给云南东源。股权转让价款为人民币 24 亿元，溢价约人民币 4 亿元。本次股权转让完成后，云南恒鼎不再纳入公司合并报表范围。本次股权出售取得的资金将用于回购华能贵诚信托有限公司持有的股权和归还四川恒鼎及其下属子公司的短期借款（包括公司存续期内的短期融资券）。

本次资产出售涉及云南区域原煤资源储量 3.48 亿吨，占公司原总储量的 32%，原煤证照产能 138 万吨/年，占公司原总证照产能的 15%。公司于 2013 年 5 月完成上述股权回购及资产出售事项，2013 年 6 月起，云南恒鼎不再纳入公司合并报表范围（公司最新股权结构图详见附件 1）。

截至 2013 年 9 月底，公司应收 24 亿元股权转让款中 12 亿元已到账，尚有 12 亿元未到

账，公司将其计入其他应收科目。

2. 煤矿交易

公司已签订协议整体转让贵州片区柏果金河和冬瓜凹矿产，两矿产能共计 75 万吨/年，作价总计 9.14 亿元，其中柏果金河作价 5.70 亿元，冬瓜凹作价 3.44 亿元。两处矿产已于 9 月中旬完成了全部现场交接工作，现已全面交由购买方贵州丰鑫源管理。截至 2013 年 9 月底，公司实际收到相关转让价款合计 2.08 亿元，两处矿产相关产权变更手续尚未完成，公司将其资产计入一年内到期非流动资产科目。

公司于 2013 年 9 月底完成了四川攀枝花区域张家湾煤矿及绿环煤矿两煤矿矿权的收购工作。以上两处矿产分别为无烟煤矿和主焦煤矿，收购作价 1.58 亿，预计全部收购工作于 2013 年底前完成。

总体看，云南恒鼎重组及贵州片区煤矿资产处置事项对公司资产及权益规模有一定影响，但在短期内能够给公司提供较为充裕的货币资金，有助缓解公司的流动性压力。

七、管理分析

跟踪期内，为配合云南片区资产重组，公司组织架构相应调整，目前，公司本部下设董事会办公室、集团办公室、财务部、生产部、煤炭销售有限公司等职能机构，机构设置较资产重组前更为精简，有助于提升管理效率及降低管理成本。公司高管人员及管理制度方面无重大变化。

八、经营分析

公司主要从事焦煤的生产和销售，目前公司主要以主焦煤、1/3 焦煤资源开发利用为主，已形成从原煤开采到煤焦油深加工的一体化产业链，主导产品包括焦炭和精煤（焦精煤、洗无烟煤）等。

2012 年，公司位于攀枝花地区和富源地区的部分煤矿停产，导致公司 2012 年原煤产量同比明显下降，营业收入较 2011 年下降 31.49%。盈利能力方面，精煤产品是公司利润的主要来源，产品毛利率保持较好水平，同期焦炭及其他产品毛利率下滑导致 2012 年公司整体毛利率水平小幅下降。

2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 2.44 亿元，占 2012 年全年水平的 13.10%。2013 年，公司位于攀枝花及富源地区的生产矿井尚未完全复产，同时受贵州盘县事故影响，公司贵州盘县地区矿井为配合相关主管部门工作停产自检，正常生产受到较大影响，导致公司 2013 年一季度收入同比大幅下降，出现经营亏损。

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 4.57 亿元，占 2012 年全年水平的 24.55%，同比下降 72.44%，整体毛利率水平大幅下滑至 32.60%。公司云南片区矿井 2013 年 1~5 月未正常生产及产生收入，自 2013 年 6 月起，云南片区煤炭业务收入不再纳入公司合并范围；贵州片区于 2013 年 4 月逐步恢复正常生产，但受煤炭行业景气下行影响，矿井产能利用率同比显著下降；四川片区受区域性停产政策影响严重，截至 2013 年 9 月仍未恢复正常生产。受多重因素影响，公司 2013 年前三季度业绩表现低于预期，经营压力显著上升。

表 1 公司分板块经营情况

(单位: 万元, %)

项目	2010 年度			2011 年度			2012 年度			2013 年 1-9 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
原煤	11725.80	5.04	50.00	6680.31	2.46	63.71	2446.74	1.31	59.82	4395.65	9.62	41.81
精煤	132489.44	56.96	68.00	213912.00	78.72	59.34	137580.72	73.90	59.58	26058.02	57.03	33.24
焦炭	67387.01	28.97	67.00	28763.67	10.59	59.34	28582.87	15.35	46.40	7157.12	15.66	2.07

其他	21005.70	9.03	80.55	22375.72	8.23	71.89	17549.98	9.43	65.55	8083.34	17.69	51.99
合计	232607.96	100.00	67.94	271731.70	100.00	60.48	186160.31	100.00	58.12	45694.13	100.00	32.60

资料来源：公司提供

注：其他类主要包括焦油、粗苯、中泥煤等炼焦、洗煤副产品

煤矿停、复产情况

公司原下辖四川攀枝花、云南富源、贵州盘县三大生产基地，2013 年完成云南片区资产重组后，现下辖四川攀枝花和贵州盘县两大生产基地，合计共 33 个煤矿，井田面积 47.45 平方公里，资源储量 7.00 亿吨，可采储量 5.92 亿吨，煤种以焦煤为主，煤矿设计年产能合计 756 万吨。近三年公司原煤产量呈逐年下降趋势，分别为 423.00 万吨、410.64 万吨和 352.17 万吨。

2012 年四季度至今，公司下辖矿井周边企业发生多次安全事故，监管部门责令当地所有煤矿紧急停产并进行安全监察，公司位于四川、云南、贵州地区的矿井生产均受到不同程度影响，产能释放受到抑制，2013 年 1~3 月公司实现原煤产量 30.20 万吨，2013 年 1~9 月公司实现原煤产量 103.29 万吨。

公司四川攀枝花区域 5 个矿区受 2012 年 8 月 29 日肖家湾煤矿事故影响停产检查，导致攀枝花片区 2012 年减产原煤 55.4 万吨。截至 2013 年 4 月 25 日，公司 2 个矿区（田堡矿区和大河沟矿区）已经通过验收，并收到复工通知，其余矿区仍等待政府复产验收或政府整合方案。2013 年 5 月 11 日，四川泸县富集镇桃子沟煤矿发生瓦斯爆炸事故，四川省有关部门要求全省所有煤矿停产整顿，公司于 5 月 12 日接到通知并将已复工的攀枝花 2 个矿区再次关停。目前公司四川攀枝花区域 5 个矿区全部处于停产状态。

公司云南富源区域内煤矿受 2012 年 12 月 5 日黄泥河镇上厂煤矿事故影响 9 个在产煤矿均停产，导致富源片区 2012 年减产原煤约 10 万吨。当地政府主管部门于 2013 年 3 月 22 日召开验收工作会议，截至 2013 年 4 月 25 日，公司区域内 9 个在产煤矿均通过复产验收。受资产重组事项影响，云南片区矿井于 2013 年 6

月恢复正常生产，但不再纳入公司合并报表范围，云南片区矿井对公司 2013 年（合并口径）原煤产量及营业收入未有贡献。

公司贵州盘县地区 20 个煤矿受 2013 年 3 月 12 日马场煤矿事故影响后均停产（建），2013 年 3 月 19 日，当地主管政府部门已进行安全验收工作，截至 4 月 25 日，公司该区域煤矿除两个进入内部整合外，其余煤矿均恢复正常生产或恢复建设。自 2013 年 4 月份以来，公司贵州片区未收到任何停产通知，处于正常生产和建设状态。

由于 2013 年煤炭价格持续波动下行，公司调整了部分煤质较差或高成本矿井 2013 年下半年生产重点，主要以掘进准备为主，以减少短期运营亏损。2013 年前三季度产量较上年同期大幅下降，原煤产量为 103.29 万吨（主要来自贵州片区，合计产量约 103.14 万吨），同比下降 66.07%。

受煤炭行业景气下行、资产出售、区域性停产等因素综合影响，公司预计 2013 年全年原煤产量合计 120 吨左右，较 2012 年有较大幅度下滑，且显著低于 2013 年初预期。

表 2 近年公司生产情况（单位：万吨）

种类	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1~9 月
原煤	423.00	410.64	352.17	103.29
四川	153	167	112	0.15
云南	93	120	84	-
贵州	176	123	156	103.14
精煤	199.00	178.14	157.87	21.27
焦炭	46.95	17.48	19.98	3.41

资料来源：公司提供

注：云南矿区 2013 年 1~5 月未恢复正常生产，2013 年 6 月起不再纳入公司合并范围。

安全生产及技术水平

开采技术方面，公司所有煤矿安装了瓦斯抽放和监控系统，云贵地区煤矿基本完成煤矿信息化系统建设，井巷使用钢铁支护、锚网喷支护等，采煤工作面使用单体液压支柱、柔性掩护支护、综合液压支架等先进工艺。原煤开采根据云贵川的地质特征和煤层分布特性，攀枝花主要采用柔性掩护技术，云贵地区主要采用综采综掘技术，部分煤矿采用柔性掩护技术。2012 年公司百万吨死亡率为 0。

联合资信关注到，公司安全生产水平处于西南地区较好水平，但公司矿井以中小煤矿为主，部分矿井生产技术相对落后，同时受地质条件限制，整体综合机械化程度较低，存在一定安全管理风险。由于公司煤矿所处区域地质条件复杂，安全生产压力大，面临较为严格的外部监管环境，近年公司受到矿区周边其他企业安全事故影响，多次进行政策性停产检查，

矿井正常生产秩序受到较大影响。

商品煤销售

公司煤炭销售由各地的实业公司分别与客户签订合同，由设在云南昆明的销售部门统一管理及结算。通过铁路运输的产品，一般采用先货后款、货到付款，按自然月每月结算的模式，其中票据结算方式约占七成，现金结算约占三成。通过公路运输的产品，一般采用全额预付模式，且以现金结算为主。

销售价格方面，公司精煤和焦炭产品价格受下游需求低迷影响出现下滑，2012 年销售均价均低于 2011 年。2013 年受煤炭行业景气持续下行影响，公司主要产品售价加速下行，主要产品精煤销售价格跌幅高于 2013 年初预期。

同时，受停产及收入下滑影响，公司正常折旧后导致吨煤完全成本快速上升，毛利率快速下降。

表 3 公司主要煤炭产品销售情况

产品种类	销售额（万元）				平均价格（元/吨）			
	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1-9 月
原煤	11725.8	6680.31	2446.74	4395.65	487.68	330.69	384.30	334.07
精煤	132489.44	213912	137580.72	26058.02	1019.1	1205.06	1115.21	906.32
焦炭	67387.01	28763.67	28582.87	7157.12	1435.26	1647.96	1509.44	1205.70
其他	21005.7	22375.72	17549.98	8083.34	--	--	--	--
合计	232607.96	271731.7	186160.31	45694.13	--	--	--	--

资料来源：公司提供

未来发展

贵州省国土资源厅 2013 年 3 月 25 日【2013 年第 25 号】公布贵州省政府批准的第三批兼并重组煤矿企业（集团）名单（共计 44 家），其中含公司全资子公司六盘水恒鼎实业有限公司，该整合资质有利于公司贵州资源整合的顺利开

展。

公司目前主要投资项目系对其下属煤矿进行技改，计划投资总额为 83.55 亿元，截至 2012 年底已完成投资 37.71 亿元，2013~2015 年分别计划投资 11.40 亿元、6.01 亿元和 1.99 亿元。

表 4 未来公司投资规划情况（单位：亿元）

项目名称	项目概况	总投资	资金筹措方案		资金落实情况	截至 2012 年底完成投资	2013 年投资	2014 年投资	2015 年投资
			自筹	外部融资					
鸡场坪乡椅棋煤矿	煤矿技改	1.17	1.17		1.17	1.17	-	-	
羊场乡古树寨煤矿	煤矿技改	0.88	0.88		0.88	0.88	-	-	
柏果镇金河煤矿	煤矿技改, 45 万吨/年	5.03	5.03		5.03	0.33	1.00		

柏果镇选毛沟煤矿	煤矿技改	0.58	0.58		0.58	0.58	-	-	
乐民镇洪兴煤矿	煤矿技改	1.25	1.25		1.25	1.20	-	-	
乐民镇天源煤矿	煤矿技改	0.73	0.73		0.73	0.73	-	-	
乐民镇鲁底煤矿	煤矿技改	0.25	0.25		0.25	0.23	-	-	
柏果镇鸡场河煤矿	煤矿技改	1.32	1.32		1.32	1.25	-	-	
柏果镇兴达煤矿	煤矿技改	3.97	1.19	2.78	1.19	2.00	1.28	0.69	
柏果镇冬瓜凹煤矿	煤矿技改	2.54	2.54		2.54	2.44	-	-	
羊场乡羊场煤矿	煤矿技改	5.42	1.63	3.79	1.63	3.00	2.00	0.42	
淤泥乡大河煤矿	煤矿技改	4.25	3.40	0.85	3.40	2.10	1.70	0.45	
西冲镇德昌煤矿	煤矿技改	4.10	1.23	2.87	1.23	1.70	1.00	0.40	1.00
西冲镇祥兴煤矿	煤矿技改	6.22	1.87	4.35	1.87	3.48	2.00	0.74	
西冲镇顺源煤矿	煤矿技改	4.78	1.43	3.35	1.43	1.56	1.42	0.81	0.99
石桥镇喜乐庆煤矿	煤矿技改	1.60	1.28	0.32	1.28	1.60			
西冲镇次凹子煤矿	煤矿技改	1.70	1.70		1.70	1.70	-	-	
淤泥乡金河煤矿	煤矿技改	6.50	1.95	4.55	1.95	3.00	1.00	2.50	
乐民镇弓角田煤矿	煤矿技改	1.26	1.26		1.26	1.26	-	-	
盘县红果循环经济型煤焦化项目一期建设(含3*120万吨/年的配套洗煤厂建设)	焦化项目	30.00	9.00	21.00	7.50	7.50			
合计		83.55	39.69	43.86	38.19	37.71	11.40	6.01	1.99

资料来源：公司提供

整体看，由于公司专注于稀缺品种焦煤资源的获取，焦炭、精煤产品较高的市场售价是公司维持较高毛利率的重要保障。同时，相对单一的煤种和产品结构增加了公司对钢铁行业的依赖性，盈利水平易受下游需求波动影响。

公司主要矿井所处区域地质条件复杂，安全事故多发，面临较为严格的外部监管环境，大范围、长时间的政策性停产导致公司矿井产能释放受到抑制。公司2012年四季度以来生产秩序受到较大影响，收入及利润规模持续大幅下滑，并于2013年一季度出现经营亏损。针对此情况，公司采取了资产重组等方式回收现金，在一定程度上缓解了公司的短期资金压力。

随着煤炭行业景气持续下行及商品煤售价的超预期下滑，公司贵州片区在复产后产能恢复情况较差，2013年全年原煤产量、收入规模或将大幅低于公司年初经营预测。公司目前在建项目较多，面临持续投资支出压力，伴随收入和利润规模下滑，公司将面临较大外部融资压力。

九、财务分析

公司提供的2010~2012年度审计报告经四川省经纬会计师事务所审计均出具了标准无

保留意见的审计结论。公司提供的2013年1~9月财务数据未经审计。

根据公司2012年4月28日公告：“其他应付款”科目中有37.09亿元属于境外母公司恒鼎国际2007年在香港上市的募集资金，后通过境内公司汇回国内，该融资款主要用于四川恒鼎实业有限公司及其子公司在贵州省地区的煤矿收购，最终形成非流动资产。该资金属于股东权益性质，在企业保持正常经营的情况下，不需归还；公司2010年审计报告中将其计入“其他应付款”科目，后鉴于公司计划将其逐步资本化形成四川恒鼎实业有限公司及其子公司的资本金，2011年审计报告将其调整至“长期应付款”科目，为保证财务数据可比性，本报告2010年财务数据采用2011年审计报告年初数。

2012年6月，公司股东恒鼎中国、恒鼎投资签订债转股协议，拟分两次将上述37.09亿元“长期应付款”中29亿元转为公司实收资本（5.5亿元）及资本公积（23.5亿元）。四川省经纬会计师事务所有限责任公司对上述事项进行了验资，并出具了川经会验[2012]008号和川经会验[2012]010号验资报告。

2012年8月，公司与控股股东恒鼎中国签

订股权转让协议，恒鼎中国以其持有的四川浩航商贸有限公司 100%股权对公司增资，形成实收资本 5.50 亿元，资本公积 11.11 亿元。四川省经纬会计师事务所有限责任公司于 2012 年 9 月 13 日对此次增资出具了川经会验[2012]011 号验资报告，截至 2012 年 9 月 13 日公司注册资本合计 18 亿元。

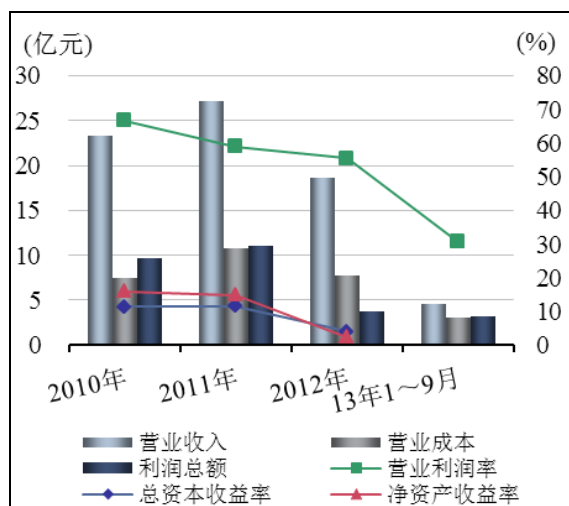
截至 2012 年底，公司合并资产总额 174.96 亿元，所有者权益 124.68 亿元（其中少数股东权益 21.17 亿元）；2012 年实现营业收入 18.62 亿元，利润总额 3.77 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司合并资产总额为 161.75 亿元，所有者权益 106.55 亿元（其中少数股东权益 1.02 亿元）；2013 年 1~9 月公司实现营业收入 4.57 亿元，实现利润总额 3.16 亿元。

1. 盈利能力

受攀枝花矿区和富源矿区阶段性停产影响，2012 年公司实现营业收入 18.62 亿元，较 2011 年大幅下降 31.49%。公司 2012 年营业利润率为 55.45%，较上年下降 3.45 个百分点，主要系成本上升及产品价格有所下滑所致。整体看，2012 年公司营业利润率仍保持良好水平。

图 4 公司近年盈利情况



资料来源：公司审计报告

2012 年公司期间费用率 31.42%，较上年上升 13.53 个百分点，公司本期期间费用率上升较快，主要系公司营业收入快速下降所致。

2012 年公司实现利润总额为 3.77 亿元，净资产收益率和总资本收益率分别为 2.46% 和 3.99%，分别较上年下降 12.36 和 7.68 个百分点，受公司部分矿井停产影响，公司整体盈利规模明显下滑。

2013 年 1~3 月，公司实现收入 2.44 亿元，同比下降 50.92%，实现利润总额 -0.51 亿元，同期公司实现营业利润率 24.00%，同比下降 33.04 个百分点。截至 2013 年 3 月底，公司下属攀枝花及富源片区尚未完全恢复生产，2013 年一季度收入及利润同比均大幅下降，出现经营亏损。

2013 年 1~9 月，公司实现收入 4.57 亿元，实现利润总额 3.16 亿元，同期公司实现营业利润率 30.72%，受矿井停产、云南矿区出售、商品煤售价下滑及下游需求低迷等因素影响，公司营业收入同比下降 72.44%；截至 2013 年 1~9 月，公司利润总额为 3.16 亿元，主要系公司本期投资收益（合计 5.48 亿元）大幅增加所致，公司投资收益主要由出售云南恒鼎 50% 股权和交易完成后对云南恒鼎的投资收益形成。剔除投资收益影响，公司实际经营业绩持续恶化。

总体看，公司正常生产秩序受矿区周边安全事故影响大，同时，煤炭行业景气下行导致公司商品煤售价及在产矿井产能恢复情况低于预期，营业收入及利润规模均出现超预期下滑。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2010~2012 年公司经营活动产生的现金流入量快速下降，2012 年为 22.12 亿元。其中，2010 年公司收到其他与经营活动有关的现金规模较大，达 12.02 亿元（2010 年公司境外控股公司恒鼎国际将在香港发行高息债募集的资金汇入 12.02 亿元），而 2011 年收到其他与经营活动有关的现金规模较小，因此公司 2011 年经营活动现金流入量较 2010 年下降 7.47 亿，2012 年受公司部分矿井停产影响公司经营活动现金流入量下降较快。2010~2012 年，公司经营活动现金净流量分别为 19.33 亿元、13.34 亿元和 6.21 亿元，公司经营活动获现能力

受2012年部分矿井停产影响出现波动。

从收入实现质量来看，2010~2012年公司现金收入比率三年加权平均值为115.86%，2012年为118.08%，公司收入实现质量保持较好水平。

从投资活动来看，2010~2012年公司投资活动现金流入规模始终较小；随着公司异地扩张的加速，公司投资活动现金流出一直维持较大的规模，2010~2012年，公司投资活动产生的现金流量均呈现净流出，三年分别为-25.76亿元、-19.99亿元和-15.40亿元。近年公司控制投资增速，投资规模有所下降。

2010~2012年，公司筹资活动前现金流量净额为-6.42亿元、-6.65亿元和-9.20亿元，公司存在外部融资需求。

从筹资活动来看，2010~2012年公司筹资活动现金流入波动增长，其中2012年公司引入信托资金吸收投资15亿元；2010~2012年公司筹资活动现金流出较平稳，2012年为11.97亿元，较上年增长14.01%；2012年公司筹资活动产生的现金流量净额为18.53亿元，筹资净额规模放大主要系公司引入信托资金所致。

2013年1~9月，公司经营活动净现金流为-0.64亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为8.85亿元，同期公司营业收入为4.57亿元，公司销售商品、提供劳务收到的现金较营业收入偏大主要系公司2013年加强应收账款管理所致；2013年1~9月，公司处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额为2.08亿元，主要系公司出售柏果金河和冬瓜凹两处矿产的预收款所致，收到其他与投资活动有关的现金12亿元，主要系出售云南恒鼎股权收到的部分出让款。同期，公司投资支付的现金为15.86亿元，主要系回购华能贵诚信托所持股权的回购款。2013年1~9月，公司投资活动产生的现金流量净额为-8.44亿元；2013年前三季度，公司收到、支付其他与投资活动有关现金分别为5.33亿元和6.95亿元，主要系贴现、归还银行承兑汇票相关资金，同期公司筹资活动产生的现金流量净

额为3.49亿元。

总体看，跟踪期内，公司收现质量保持较好水平，但受收入规模大幅下滑影响，经营活动现金流入量及净流量同比明显下降，公司2013年主要通过资产出售实现现金回流以支撑信托股权回购等投资资金需求；公司未来将维持一定规模投资支出及较大的存续短期债务，公司经营活动净现金流弱化导致外部筹资压力快速上升。

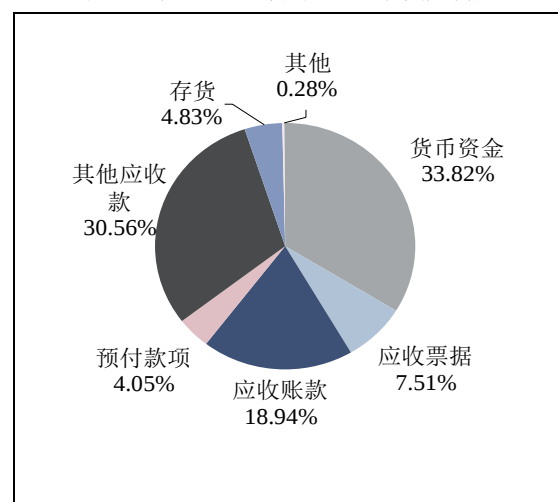
3. 资本及债务结构

截至2012年底，公司资产总额174.96亿元，较上年增加33.13亿元，主要系2012年公司增资及引入战略投资所致。公司流动资产合计占资产总额21.83%，非流动资产合计占78.17%。公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至2012年底，公司流动资产合计38.20亿元，较上年大幅增长94.65%，主要是由于货币资金及其他应收款增长所致。公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货。

图5 截至2012年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2012年底，公司货币资金12.92亿元，同比增加9.91亿元，主要系公司引入战略投资所致，公司货币资金主要为银行存款（占91.65%）和其他货币资金（占8.27%），其中其

他货币资金主要系汇票保证金。

截至2012年底，公司应收账款账面余额为7.33亿元，共计提坏账准备955.53万元，计提比例为1.3%，公司按账龄组合计提坏账准备应收账款账面余额为7.17亿元，其中1年以内占98.67%，1~2年占1.33%。

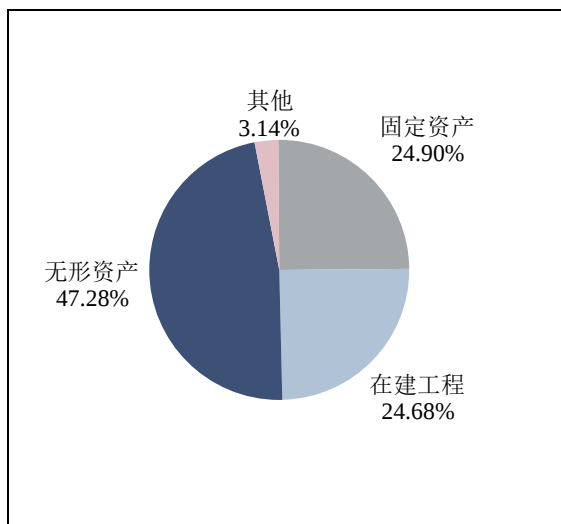
截至2012年底，公司其他应收款净额11.68亿元，同比增长139.19%。公司其他应收款大幅增长主要系合并四川浩航商贸有限公司其他应收款所致公司共计提坏账准备2181.08万元。

截至2012年底，公司存货余额1.85亿元，较上年增长28.99%，公司存货主要由精煤（占46.92%）、其他存货（占31.83%）、辅助材料（占15.17%）和原煤（占15.17%）构成。公司未计提存货跌价准备。

非流动资产

截至2012年底，公司非流动资产合计136.76亿元，主要包括固定资产、在建工程和无形资产。

图6 截至2012年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2012年底，公司长期股权投资为2.42亿元。主要为对富源金通煤焦有限公司、富源昆铁选煤有限责任公司、贵州威箐煤焦物流有限公司、六盘水铁发物流有限公司和盘县上西铺煤焦物流有限公司等的投资。

截至2012年底，公司固定资产净额34.06亿

元，较上年增长56.16%，增长主要来自公司购买的井巷设施等。截至2012年底，固定资产中房屋建筑物占4.14%、运输设备占0.80%、机器设备占25.57%、井巷设备占60.84%、构筑物及其他建筑占7.61%。公司固定资产综合成新率为82.94%，固定资产质量良好。

截至2012年底，公司在建工程为33.75亿元，较上年基本持平，公司在建项目主要系下属煤矿的改扩建工程。

截至2013年9月底，公司资产总额为161.75亿元，较2012年底下降7.55%，其中流动资产占21.83%，非流动资产占78.17%。截至2013年9月底，公司应收票据和应收账款分别为0.37亿元和1.66亿元，分别同比下降86.90%和83.44%，公司以上经营性科目同比大幅下降主要系公司2013年经营规模缩减及部分矿权出售所致。截至2013年9月底，公司其他应收款为17.31亿元，同比增长30.68%，公司出售云南恒鼎50%股权，作价合计24亿元，截至2013年9月底收到12亿元，另有12亿元尚未到账公司将其计入其他应收款。同期公司一年内到期的非流动资产为8.96亿元，系公司出售贵州片区柏果金河和冬瓜凹两处矿产，由于变更手续尚未完成故公司将其资产暂挂一年内到期的非流动资产科目。截至2013年9月底，公司长期股权投资为24.84亿元，较2012年底增加22.42亿元，公司对云南恒鼎由控股变更为参股所致；截至2013年9月底，公司无形资产为39.11亿元，较2012年底减少25.55亿元，主要系出售云南恒鼎股权及柏果金河和冬瓜凹两处矿产所致。

总体看，受业务扩张和股权重组影响，资产规模波动增长；资产结构以非流动资产为主，公司无形资产主要系采矿权，考虑到其他应收款规模偏大，整体资产质量尚可。

所有者权益

截至2012年底，公司所有者权益合计124.68亿元，较2011年增长99.74%，截至2012年底公司注册资本18亿元，实收资本18亿元。

资本公积较上年增加35.73亿元，主要系公司于2012年进行一系列增资所致。2012年公司少数股东权益增长主要系引入华能贵诚信托有限公司战略投资所致。未分配利润较上年增长17.76%。公司2012年盈余公积同比减少5.32亿元，系追溯调整会计差错所致，公司将其追溯调整至未分配利润。

截至2012年底，公司归属于母公司所有者权益中实收资本占17.39%，资本公积占37.03%，专项储备占0.33%，盈余公积占0.92%，未分配利润占44.32%。

截至2013年9月底，公司所有者权益合计106.55亿元，较2012年底下降14.54%，主要系少数股东权益大幅下降所致，截至2013年9月底公司少数股东权益为1.02亿元（较2012年底下降95.17%），其中约15亿元系回购华能贵诚信托股权投资所致。

整体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性较差。公司完成债转股及增资事宜后，权益规模大幅上升，资本结构得以改善。

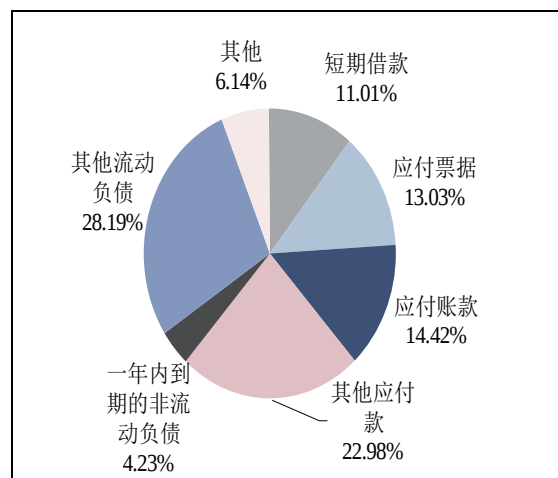
负债

截至2012年底，公司负债合计50.28亿元，同比减少29.13亿元，主要系本期将长期应付款中29亿元债权转为股权所致。2012年公司负债中流动负债占70.46%，非流动负债占29.54%。受2012年债转股事宜影响，公司负债结构变化较大，负债以流动负债为主。

截至2012年底，公司流动负债为35.43亿元，流动负债以短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债为主。

截至2012年底，公司应付账款5.11亿元，较上年增加88.18%。随着公司资源收购和矿井建设，公司应付账款余额逐渐上升。

图7 截至2012年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2012年底，公司其他应付款为8.14亿元，同比减少53.60%，主要系偿还母公司及境外股东往来款所致。本期其他应付款中应付母公司及其境外股东账款合计3.58亿元。

截至2012年底，公司其他流动负债为9.99亿元，主要系短期融资券（“12川恒鼎CP001”，4亿元；“12川恒鼎CP002”，6亿元）。

截至2012年底，公司非流动负债合计14.85亿元，同比大幅下降34.14亿元，主要系长期应付款及应付债券（系公司于2011年发行的额度6亿元短期融资券“11恒鼎CP01”，2012年已偿付）下降所致。

截至2012年底，公司长期应付款为9.86亿元，较上年下降27.23亿元，主要系公司2012年债权转股权所致。截至2012年底，长期应付款主要系应付母公司往来款。

截至2013年9月底，公司负债合计55.20亿元，较2012年底增长9.79%，增长主要来自长期借款增长所致，其中流动负债占66.74%，非流动负债占33.26%。截至2013年9月底，公司其他流动负债为5.99亿元，较2012年底下降39.98%，主要系公司偿付短期融资券“12川恒鼎CP001”所致。

有息债务方面，2010年1月及11月，公司境外控股股东恒鼎国际分别通过发行可转债（17.07亿元人民币）和高息票据（4.00亿美元）

方式在境外进行债务融资，并于2010年下半年将部分借款以结汇方式注入公司境内母公司恒鼎中国及其关联企业，进而以关联方拆借款的形式最终注入公司。截至2012年底公司从恒鼎中国及其他关联方借入资金余额为11.66亿元，截至2013年9月底相关拆借款余额为12.57亿元。上述拆借资金均在公司报表“其他应付款”及“长期应付款”科目反映。根据公司及控股股东内部资金安排，公司应在不晚于2015年上述可转债、高息票据偿还到期前，视公司各年资金结余情况，将上述款项陆续或一次性支付给恒鼎国际。

2013年1月，公司境外母公司17.07亿元可转债部分持有人（合计共持有人民币15.96亿元）提出赎回，恒鼎国际已于2013年1月21日偿付人民币约16.96亿元，目前仍有约1.05亿元可转债处于纠纷中，其偿还安排尚待香港特别行政区高等法院裁定。

截至2013年9月底，恒鼎国际境外债券主要为4亿美元高息票据（2015年到期）。由于公司为恒鼎国际下属的主要经营实体，恒鼎国际境外高息票据的偿付很大程度上依赖公司的运营及资金状况，基于审慎性原则，本报告将前述关联方拆借资金计入当期长期债务核算。同时，将公司2011年发行的“11恒鼎CP01”（在2011年审计报告“应付债券”科目反映）调整至短期债务核算，并将“12川恒鼎CP001”和“12川恒鼎CP002”计入2012年短期债务核算。

截至2012年底，公司长期债务合计14.73亿元，全部债务合计34.73亿元，长期债务占全部债务比例为42.41%。截至2013年9月底，公司长期债务为20.77亿元，全部债务为41.62亿元。总体上，公司债务期限结构有待改善。

债务指标方面，截至2012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28.74%、21.79%和10.57%。截至2013年9月底，公司以上指标分别为34.13%、28.09%和16.31%，公司整体债务负担略有加重，主要系公司债务规模上升及权益下降所致。

整体看，公司有息债务负担较轻，财务弹性较好，但债务期限结构有待进一步改善。联合资信同时关注到，公司作为恒鼎国际及恒鼎中国下属核心经营实体，是恒鼎国际及恒鼎中国收入和利润的主要来源，由于公司与关联方之间拆借款在高息票据到期前尚无明确的利息支出计划及还款安排，后续进程仍有待进一步明确。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面，2011年和2012年公司流动比率分别为64.53%和107.83%；同期速动比率分别为59.83%和102.62%；截至2013年9月底，公司流动比率和速动比率分别为114.83%和110.30%。2011年和2012年公司经营现金流动负债比分别为43.88%和17.52%，经营活动现金流量对短期债务的保障能力大幅弱化。截至2012年底和2013年9月底，公司非受限现金类资产分别为14.72亿元和8.33亿元，分别为同期短期债务的0.74倍和0.40倍。总体看，2013年公司一系列资产处置行为短期内能够给公司提供较为充裕的货币资金，有助缓解公司的流动性压力。但考虑到公司2013年前三季度经营活动现金流进一步弱化及同期短期债务的持续上升，公司仍面临较大短期支付压力，未来短期偿债能力的实质性好转有赖于公司收入和经营活动现金流的持续恢复。

长期偿债能力方面，2011年和2012年公司EBITDA分别为13.23亿元和6.90亿元。同期，公司全部债务/EBITDA分别为2.51倍和5.03倍；EBITDA利息倍数分别为6.93倍和2.10倍。受利润规模大幅下滑影响，公司长期偿债指标出现一定程度弱化。考虑到公司2013年1~9月的实际经营情况，公司整体偿债能力短期内难以明显恢复。

截至2013年9月底，公司无对外担保。

截至2013年9月底，公司共获银行授信额度55.498亿元，其中未使用额度为35.30亿元，公司间接融资渠道较畅通。

5. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的偿付记录，公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

基于对公司所处行业发展趋势、公司自身经营和财务风险，以及公司在资源禀赋、股东支持等方面的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、存续期债券偿还能力

截至2013年9月底，公司待偿还债券为“12川恒鼎CP002”，额度6亿元。2010~2012年，公司现金类资产（排除受限资金）分别为13.37亿元、5.31亿元和14.72亿元，分别为“12川恒鼎CP002”的2.23倍、0.89倍和2.45倍，截至2013年9月底，公司非受限现金类资产合计8.33亿元，为“12川恒鼎CP002”的1.39倍。2010~2012年，公司经营活动现金流入量分别为“12川恒鼎CP002”的6.41倍、5.17倍和3.69倍，同期，公司经营活动现金净额对“12川恒鼎CP002”的保障倍数分别为3.22倍、2.22倍和1.03倍，公司经营活动现金流对待偿债券保障能力尚可。

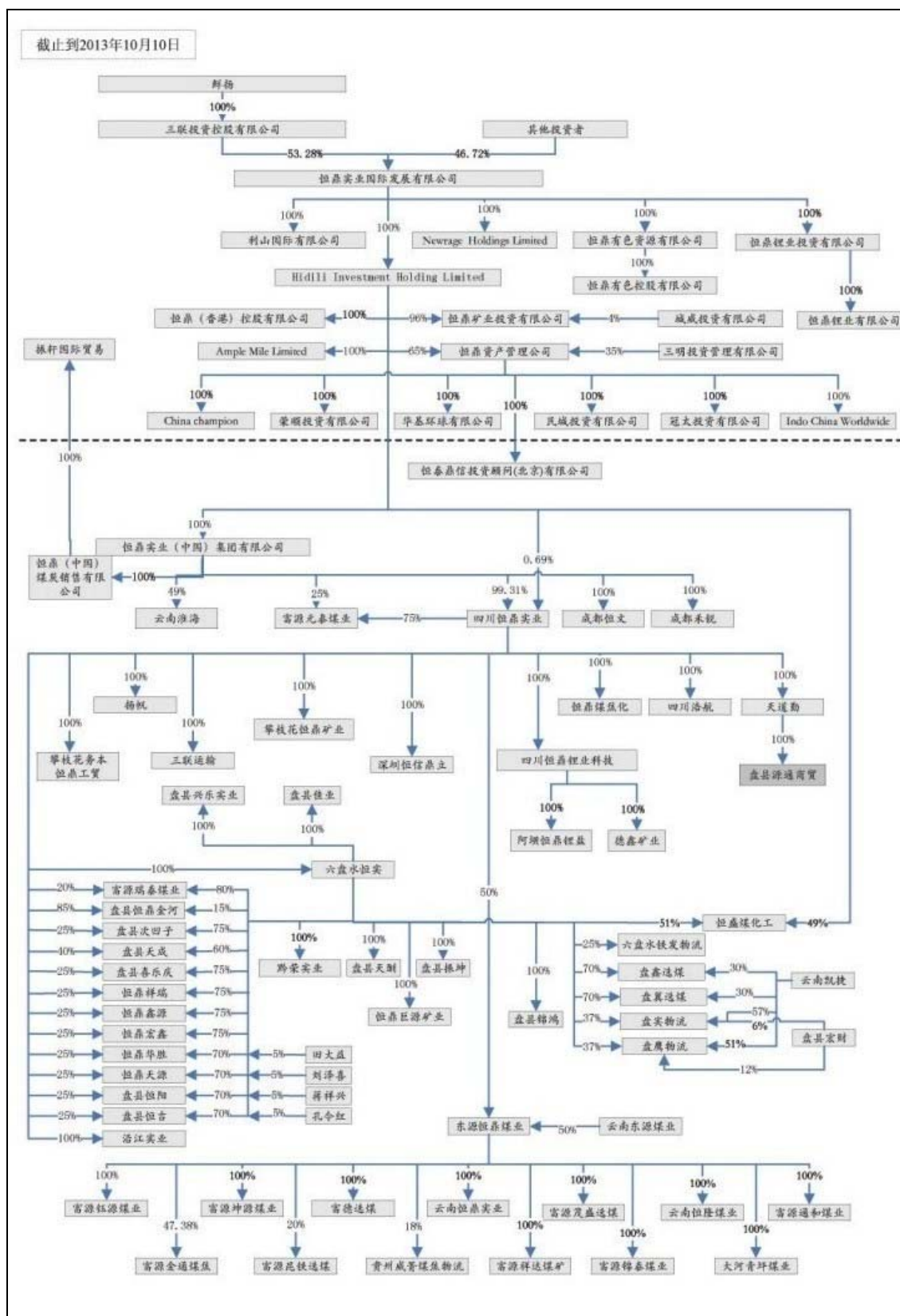
根据公司提供的关于“12川恒鼎CP002”的兑付资金安排说明，截至2013年11月底，公司非受限货币资金合计超过8亿元，对“12川恒鼎CP002”本息的保障程度较好。

总体看，“12川恒鼎CP002”到期不能偿付的风险低。

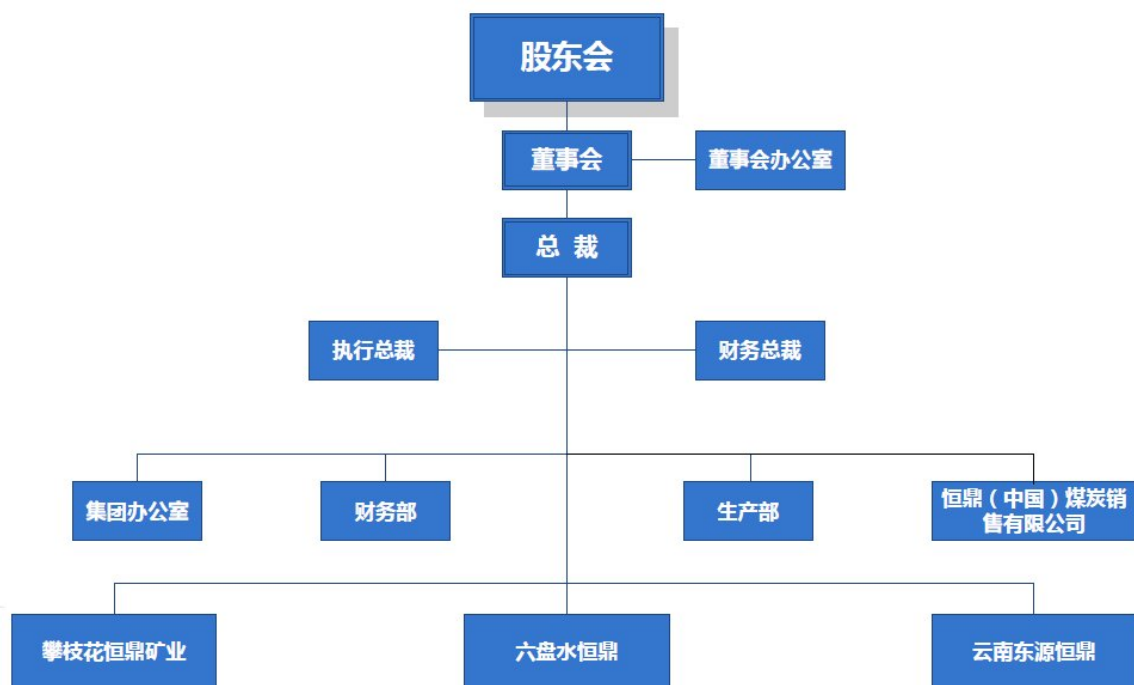
十一、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA⁻下调至A⁺，评级展望为稳定，并维持“12川恒鼎CP002” A-1的信用级别。

附件 1-1 公司及其关联方股权架构图



附件 1-2 公司组织机构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	116588.70	30078.56	129194.93	5.27	98263.07
交易性金融资产	5059.23	247.80		-100.00	
应收票据	24672.70	31409.44	28705.49	7.86	3733.75
应收账款	52465.51	55570.92	72349.97	17.43	16594.09
预付款项	6935.95	15829.63	15490.31	49.44	25069.73
应收利息					
应收股利					
其他应收款	52769.22	48813.27	116754.35	48.75	173071.37
存货	23156.60	14307.24	18454.42	-10.73	16681.62
一年内到期的非流动资产					89589.16
其他流动资产	45.50		1070.00	384.93	
流动资产合计	281693.40	196256.86	382019.47	16.45	423002.78
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资		19805.00	24189.17		248362.03
投资性房地产					
固定资产	155701.51	218100.46	340581.67	47.90	226279.72
在建工程	200131.89	335389.45	337502.72	29.86	318790.68
工程物资					
固定资产清理	358.51			-100.00	
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	608732.74	629202.27	646629.06	3.07	391125.83
开发支出					
商誉	1106.50	1106.50	12991.25	242.65	366.82
合并价差					
长期待摊费用	754.44	710.71		-100.00	
递延所得税资产			5711.04		9559.11
其他非流动资产	33702.80	17708.38		-100.00	
非流动资产合计	1000488.40	1222022.77	1367604.92	16.92	1194484.19
资产总计	1282181.80	1418279.63	1749624.39	16.81	1617486.97

注：2010 年数据采用 2011 年审计报告年初数，2013 年三季度财务数据未经审计，下同。

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	27100.00	41000.00	39000.00	19.96	86000.00
交易性金融负债					
应付票据	23114.97	22570.00	46171.20	41.33	31581.75
应付账款	16880.00	27149.00	51088.38	73.97	31240.01
预收款项	5006.31	5452.75	3930.69	-11.39	11019.29
应付职工薪酬	3929.54	4144.55	5459.19	17.87	4271.78
应交税费	13151.17	25390.80	11032.96	-8.41	8515.97
应付利息			1330.36		3338.06
其他应付款	147292.14	175432.19	81398.02	-25.66	101481.11
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	15000.00		31000.00
其他流动负债	2905.21	2995.79	99860.00	486.28	59940.00
流动负债合计	239379.33	304135.08	354270.80	21.65	368387.96
非流动负债：					
长期借款	117400.00	38000.00	34000.00	-46.18	82000.00
应付债券		61095.00			
长期应付款	370864.05	370864.05	98558.85	-48.45	94132.45
专项应付款					
递延收益					
递延所得税负债	20036.61	19965.06	15947.73	-10.79	7469.61
其他非流动负债					
非流动负债合计	508300.65	489924.10	148506.57	-45.95	183602.05
负债合计	747679.99	794059.18	502777.37	-18.00	551990.01
所有者权益：					
实收资本(或股本)	70000.00	70000.00	180000.00	60.36	180000.00
资本公积	30946.53	26066.84	383350.90	251.96	380933.22
专项储备			3450.54		3363.12
盈余公积	53177.02	62712.69	9513.68	-57.70	9156.09
未分配利润	305719.71	389592.96	458802.04	22.50	481828.21
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	459843.25	548372.49	1035117.16	50.03	1055280.65
少数股东权益	74658.57	75847.96	211729.86	68.40	10216.30
所有者权益合计	534501.82	624220.45	1246847.02	52.73	1065496.95
负债和所有者权益总计	1282181.80	1418279.63	1749624.39	16.81	1617486.97

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	13 年 1~9 月
一、营业收入	232607.96	271731.70	186160.31	-10.54	45694.13
减: 营业成本	74583.62	107389.55	77960.27	2.24	30860.49
营业税金及附加	2725.27	4302.01	4967.40	35.01	796.89
销售费用	23579.27	15597.91	16840.78	-15.49	3819.24
管理费用	23010.58	23719.45	27918.29	10.15	24222.39
财务费用	7380.85	9303.03	13731.72	36.40	8897.94
资产减值损失	2635.01	0.00	3556.27	16.17	-129.44
加: 公允价值变动收益	172.40	-417.64		-100.00	
投资收益	69.24	101.68	202.74	71.12	54755.44
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	98935.00	111103.79	41388.32	-35.32	31982.05
加: 营业外收入	159.63	1055.25	1384.36	194.49	291.80
减: 营业外支出	1604.96	1240.52	5103.56	78.32	673.35
其中: 非流动资产处置损失			3029.53		0.00
三、利润总额	97489.67	110918.52	37669.12	-37.84	31600.50
减: 所得税费用	11571.07	18412.72	6960.58	-22.44	10706.26
四、净利润	85918.60	92505.80	30708.54	-40.22	20894.25
其中: 归属于母公司的净利润	84361.41	94113.40	33089.16	-37.37	23163.74
少数股东损益	1557.18	-1607.60	-2380.63		-2269.50

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	13 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	264675.56	308530.38	219819.03	-8.87	88496.75
收到的税费返还		503.88			
收到其他与经营活动有关的现金	120159.63	1055.25	1384.36	-89.27	291.80
经营活动现金流入小计	384835.19	310089.51	221203.39	-24.18	88788.55
购买商品、接受劳务支付的现金	87211.18	106559.20	31145.13	-40.24	50351.50
支付给职工以及为职工支付的现金	26262.35	24065.82	28619.56	4.39	22152.51
支付的各项税费	37940.54	42405.46	61587.85	27.41	20203.49
支付其他与经营活动有关的现金	40096.31	3615.36	37770.56	-2.94	2485.80
经营活动现金流出小计	191510.38	176645.85	159123.10	-8.85	95193.30
经营活动产生的现金流量净额	193324.81	133443.66	62080.28	-43.33	-6404.75
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	3297.57	3042.78	509.78	-60.68	
取得投资收益收到的现金		1480.94	296.78		
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额					20783.40
收到其他与投资活动有关的现金					120000.00
投资活动现金流入小计	3297.57	4523.72	806.56	-50.54	140783.40
购建固定资产、无形资产等支付的现金	257581.64	201729.37	153845.52	-22.72	66655.63
投资支付的现金	3274.83	2725.50	1006.00	-44.58	158560.93
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	260856.47	204454.87	154851.52	-22.95	225216.56
投资活动产生的现金流量净额	-257558.90	-199931.15	-154044.96	-22.66	-84433.16
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	36473.32		150000.00	102.80	
取得借款收到的现金	152000.00	85000.00	155000.00	0.98	148000.00
收到其他与筹资活动有关的现金					53300.00
筹资活动现金流入小计	188473.32	85000.00	305000.00	27.21	201300.00
偿还债务支付的现金	91000.00	90500.00	106000.00	7.93	77000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7380.85	14522.65	13731.72	36.40	19839.49
支付其他与筹资活动有关的现金	27250.00			-100.00	69526.20
筹资活动现金流出小计	125630.85	105022.65	119731.72	-2.38	166365.70
筹资活动产生的现金流量净额	62842.47	-20022.65	185268.28	71.70	34934.30
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	-1391.62	-86510.14	93303.59		-55903.61

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	85918.60	92505.80	30708.54	-40.22
加：资产减值准备	2635.01	0.00	3556.27	16.17
固定资产折旧及其他	9527.74	14358.76	15387.98	27.09
无形资产摊销	2810.79	2488.07	2156.22	-12.41
长期待摊费用摊销		43.73		
处置固定资产、无形资产等损失				
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	7380.85	9303.03	13731.72	36.40
投资损失	-69.24	-101.68	-202.74	71.12
递延所得税资产减少	0.00	0.00	-2650.86	
递延所得税负债增加	0.00	-71.55	-111.42	
待摊费用减少	6.14			-100.00
预提费用增加	960.62			-100.00
存货的减少	-9846.87	8849.35	-2553.10	-49.08
经营性应收项目的减少	-50347.54	-7997.64	4394.30	
经营性应付项目的增加	17217.98	22715.70	-2336.62	
其他	127130.72	-8649.90		-100.00
经营活动产生的现金流量净额	193324.81	133443.66	62080.28	-43.33

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值	2013 年 9 月
销售债权周转次数(次)	3.02	3.31	1.98	2.59	--
存货周转次数(次)	3.22	5.73	4.76	4.74	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.20	0.12	0.16	--
现金收入比(%)	113.79	113.54	118.08	115.86	193.67
盈利能力					
营业利润率(%)	66.76	58.90	55.45	58.75	30.72
总资本收益率(%)	11.38	11.66	3.99	7.77	--
净资产收益率(%)	16.07	14.82	2.46	8.89	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	32.50	24.99	10.57	19.28	16.31
全部债务资本化比率(%)	36.53	34.77	21.79	28.63	28.09
资产负债率(%)	58.31	55.99	28.74	42.83	34.13
偿债能力					
流动比率(%)	117.68	64.53	107.83	96.81	114.83
速动比率(%)	108.00	59.83	102.62	90.86	110.30
经营现金流动负债比(%)	80.76	43.88	17.52	38.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.56	6.93	2.10	5.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.67	2.51	5.03	3.81	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.21	-0.20	-0.26	-0.23	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-6.45	-3.48	-2.80	-3.74	--

附件 6 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
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 7 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。

附件 8 短期债券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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息