跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 2807 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将中煤集团山西华昱能源有限公司主体长期信用等级由 C 调整为 B，评级展望为稳定，并将“12 金海洋 MTN1”的信用等级由 C 调整为 B。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年十二月九日

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

中煤集团山西华昱能源有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：B	评级展望：稳定
上次评级结果：C	评级展望：--

债项信用

名　称	发行额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 金海洋 MTN1	8.5 亿元	2012/12/26-2017/12/26	B	C

跟踪评级时间：2016 年 12 月 9 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	5.88	20.33	8.55	9.40
资产总额(亿元)	195.48	237.64	228.54	222.29
所有者权益(亿元)	40.36	36.16	21.60	27.33
短期债务(亿元)	26.04	65.59	101.66	77.11
长期债务(亿元)	84.12	83.28	40.48	48.10
全部债务(亿元)	110.17	148.87	142.14	125.21
营业收入(亿元)	63.66	65.79	58.05	39.47
利润总额 (亿元)	1.01	-4.05	-11.34	-0.42
EBITDA(亿元)	9.39	7.91	4.96	--
经营性净现金流(亿元)	-7.02	-9.62	10.58	29.14
营业利润率(%)	31.95	37.92	40.58	53.74
净资产收益率(%)	0.08	-12.46	-57.20	--
资产负债率(%)	79.35	84.78	90.55	87.71
全部债务资本化比率(%)	73.19	80.46	86.81	82.09
流动比率(%)	88.09	81.84	45.27	51.22
经营现金流动负债比(%)	-11.27	-9.19	6.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.73	18.83	28.65	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.72	0.86	0.49	--

注：2016 年前三季度财务数据未经审计。

分析师

郭 昊　李 嘉

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

中煤集团山西华昱能源有限公司（以下简称“公司”）是中国中煤能源集团有限公司下属重点二级子公司，在煤炭资源、技术装备等方面具备综合竞争优势。

跟踪期内，公司原煤产量有所上升；成本控制水平有所提高。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司经营亏损导致净资产减少，大规模的债务融资使得公司债务负担重，EBITDA对全部债务及利息的保障能力显著弱化。

联合资信还关注到于2016年4月6日，公司“15华昱CP001”未能按期足额偿付构成实质性违约，但于2016年4月13日，公司已足额偿付本息；2016年下半年煤炭价格上升，公司盈利能力有所回升；公司股东为公司提供一定资金支持，股东支持力度增强。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由C调整至B，评级展望为稳定，并将“12金海洋MTN1”的信用等级由C调整至B。

优势

1. 公司作为中国中煤能源集团有限公司下属二级子公司，股东实力较强。
2. 2016年下半年煤炭价格有所回升，行业景气度有所提升。
3. 跟踪期内，公司提高成本控制水平，煤炭板块毛利率有所上升，亏损额大幅减少。
4. 公司经营性现金流入量对存续期债券保障程度较高。

关注

1. 受宏观经济增速减缓影响，煤炭价格整体下行，导致公司经营亏损，所有者权益下降，公司经营压力显著加大。
2. 跟踪期内，公司各类期间费用对利润侵蚀明显。

3. 跟踪期内，公司债务规模较大，债务负担重，短期支付压力大。
4. 公司“15华昱CP001”未能按期足额偿付构成实质性违约。

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）与中煤集团山西华昱能源有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与中煤集团山西华昱能源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，未因中煤集团山西华昱能源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中煤集团山西华昱能源有限公司提供，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相关存续债券到期兑付日有效；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。

中煤集团山西华昱能源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中煤集团山西华昱能源有限公司主体长期信用及存续期内中期票据的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

中煤集团山西华昱能源有限公司（以下简称“中煤华昱”或“公司”）前身为山西金海洋洁净煤有限公司，属地方民营企业，2014年3月10日，公司更名为中煤集团山西华昱能源有限公司。经多次增资及股东变更，截至2016年9月底，公司股东及出资额、出资比例分别为：中国中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”）出资额12亿元，持股比例60%；北京沃德融金投资控股有限公司（以下简称“北京沃德”）出资额7.736亿元，持股比例38.68%；山煤投资集团有限公司（以下简称“山煤投资公司”）出资额0.264亿元，持股比例1.32%。中煤集团是公司的实际控制人。

公司经营范围：煤炭洗选；通过铁路出省销售原煤、精煤；水煤浆生产销售；经销矿山机械；化工产品（不含危险品）；物资供应（国家限制品除外）。

截至2016年9月底，公司下设办公室、人力资源部、企业运营管理部、财务管理部、地产管理中心、煤矿管理中心、煤炭洗运中心、煤炭销售中心、循环产业管理中心、调度室、审计部和安全监察局等12个部门处室；公司拥有下属企业24个。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为228.54亿元，所有者权益合计21.60亿元（其中少数股东权益0.51亿元）；2015年公司实现营业收入58.05亿元，利润总额-11.34亿元。

截至2016年9月底，公司（合并）资产总额为222.29亿元，所有者权益合计27.33亿元（其中少数股东权益0.51亿元）；2016年1～9月公司实现营业收入39.47亿元，利润总额-0.42亿元。

公司注册地址：朔州市山阴县北周庄镇（大运路西）；法定代表人：刘保宽。

三、债券与募集资金使用情况

“12金海洋MTN1”于2012年12月26日发行，发行期限5年，发行额度8.50亿元。截至2016年9月底，所有募集资金已全部使用。公司已于2015年12月按期支付当期利息。

四、重大事项

“15华昱CP001”于2015年4月3日发行，发行期限1年，发行额度6亿元，公司于2016年3月28日发布《中煤集团山西华昱能源有限公司2015年度第一期短期融资券付息兑付公告》，于2016年4月5日发布《中煤集团山西华昱能源有限公司2015年度第一期短期融资券到期本息兑付存在不确定性的特别风险提示公告》，于2016年4月6日发布《中煤集团山西华昱能源有限公司2015年度第一期短期融资券未按期足额兑付本息的公告》，至此公司已构成实质性违约，之后，公司努力通过多种渠道筹措资金，于2016年4月13日足额偿付本息。

“11金海洋MTN1”于2011年9月7日发行，发行期限5年，发行额度9亿元，公司已经于2016年8月31日发布《中煤集团山西华昱能源有限公司2011年度第一期中期票据付息兑付公告》。公司于2016年9月19

日发布《中煤集团山西华昱能源公司关于大额交易合同及资产处置的说明》，公告称公司将朔州地区房地产公司已具备销售条件的老城一期、府溪苑剩余商品房及房地产公司持有的华昱大酒店100%股权、公司持有的华昱设备维修中心 40%股权转让给平朔煤炭工业公司。转让的房产及股权由四部分构成，账面资产21.25亿元，评估值21.18亿元。2016年8月22日，中煤集团指出此次交易价款全部用于解决公司未来刚性兑付风险，必要时可用作置换贷款，不得用于补充流动资金。按照合同约定，2016年9月2日，公司收到平朔煤炭工业公司支付的华昱装备维修中心最终股权转让价款的55%部分，共计0.40亿元；华昱大酒店最终股权转让价款的 55%部分，共计4.42亿元；2016年9月6日收到最终购房款的50%部分，共计6.21亿元，其余部分等转让手续办理完毕后支付。

五、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中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；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出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，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，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长6.7%，经济增速保持在2009年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长8.2%，增速较上半年回落0.8个百分点，较1-8月回升0.1个百分点；制造业固定资产

投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

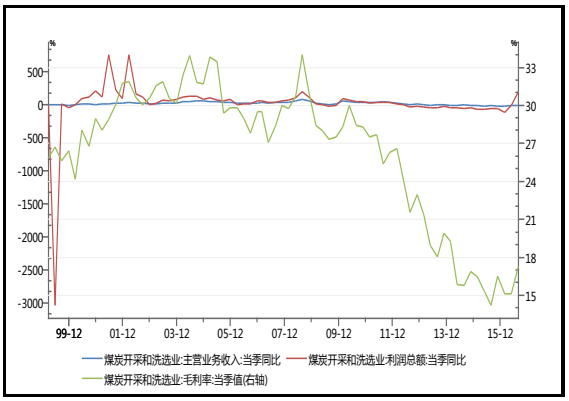
六、行业及区域经济环境

公司主营收入来自煤炭采选板块，煤炭行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经营状况。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业，固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大，中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化，同质化的产品，同时煤炭生产成本调节空间较为有限，煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来，中国煤炭价格出现快速下降，中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%，从二季度开始，煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄；同时，煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下，煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年的财务报表看，大中型企业基本处于亏损（微利）状态。2016年下半年，受国家煤炭去产能政策影响，煤炭价格显著提升，大中型煤炭企业盈利能力有所回暖。

图1 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind资讯

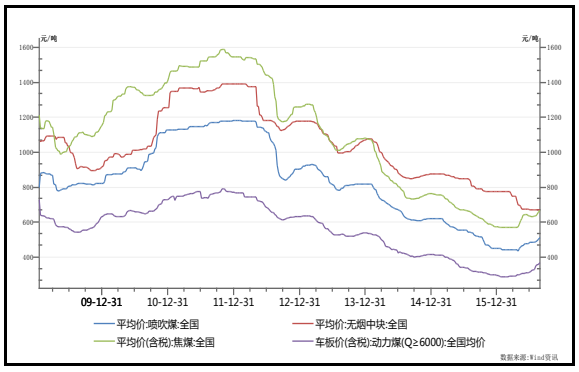
煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

煤炭价格方面，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。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

2014年以来，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。截至2015年12月31日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，分别较2014年底下降27.58%、24.70%、11.24%和28.26%。进入2016年以后，煤炭行情有所回暖，截至2016年8月26日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）煤炭价格分别是514元/吨、668元/吨、672元/吨和371元/吨，分别较2015年底增长14.48%、16.58%、-13.18%和24.92%。

行业政策

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

去产能政策的推进

2016年2月1日，国务院印发了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7号），制定的工作目标为：在近年来淘汰落后煤炭产能的基础上，从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右，较大幅度压缩煤炭产能，适度减少煤矿数量，煤炭行业过剩产能得到有效化解，市场供需基本平衡，产业结构得到优化，转型升级取得实质性进展。

七、基础素质分析

作为中煤集团下属国有控股煤炭企业，公司集煤炭生产、运输、洗选、发运、发电、冶金、建材及现代服务业等业务于一体。公司拥有下属企业 24 个。

根据晋煤重组办发[2009]35 号、晋煤重组办发[2009]93 号等文件批复，公司将自身下属 11 个煤矿及周边 5 个煤矿重组整合为 8 个煤矿，矿区面积 55.6117 平方公里，可控储量为 96654 万吨，可采储量为 61462.6 万吨，批准矿井生产能力为 1020 万吨/年。

公司煤炭生产采用全机械化生产，拥有两座年入洗总量为 1000 万吨的现代大型洗煤厂，洗煤设备均引自澳大利亚申克公司，可生产 5000～6800 大卡等不同档次的优质洗精煤。

公司拥有一条全长7.38公里的铁路自备专用线和两个定量快速自动装车站；拥有一条全长15.5公里（由五家沟煤业到公司洗煤厂，亚洲最长）的带式输煤专线，年输送能力为1000万吨，运煤成本由原来的每吨40元降到12元，通过近两年对承包劳务的压缩，运输成本现在为7元。同时，全线均实施彩板防尘全封闭运行，减少了煤炭资源的浪费和煤尘对环境的污染。

八、管理分析

2015 年 12 月 30 日，根据《中煤集团山西华昱能源有限公司第二次临时股东会决议》，济南昱能投资管理合伙企业（有限合伙）（简称“济南昱能”）向公司派出一名董事，公司董事会席位增加至 8 个，其中中煤集团占 4 个席位、沃德投资公司 3 个、济南昱能 1 个，公司成为中煤集团与沃德投资公司共同控制的企业。

九、经营分析

1. 经营概况

公司业务以煤炭生产销售为主。2015 年，公司实现营业收入 58.05 亿元，同比下降 11.77%，主要系煤炭板块业务收入下滑所致。2015 年，公司煤炭产量有所上升，但煤炭价格大幅下降导致煤炭板块营业收入同比下降

10.41%。

从收入构成看，煤炭销售是公司的主要收入来源，2015 年在营业收入中占比为 91.14%，较 2014 年占营业收入比例小幅上升。电力业务收入同比下降 24.82%，实现收入 1.04 亿元，主要系公司上网电量同比大幅下降所致；房地产业务规模同比下降 32.62%，为 2.63 亿元，主要由于市场需求疲软导致房价下跌所致；同期，公司其他业务主要为建材及新增押运公司的收入，同比收入变化不大，为 1.47 亿元。

盈利能力方面，跟踪期内，随着持续的降本增效，公司煤炭业务毛利率水平同比提高 5.33 个百分点，具体来说，公司原煤单位成本合计较 2014 年减少 6.82 元/吨，主要表现在材料及燃料同比减少 3.64 元/吨，维修成本同比减少 1.56 元/吨，外包矿务工程成本同比减少 2.39 元/吨，工程费支出同比增加 5.13 元/吨。电力板块由于宏观经济下行及电价下调，2015 年上网电量 25998.32 万千瓦时，较 2014 年相比减少 17654.30 万千瓦时，造成收入减少 5696.29 万元，同时上网电价的下调使得电力板块收入有所减少，另外，2015 年发电量 33105.10 万千瓦时，同比减少 19273.40 万千瓦时，2015 年电力板块毛利率为 -17.55%，公司电力板块毛利率较 2014 年大幅下降，并出现成本倒挂情况，主要系由于实行限量发电，固定成本相对偏高所致；公司房地产板块毛利率较 2014 年出现较大幅度的下降，主要系公司将华昱酒店原计入费用的累计折旧调整到营业成本及市场需求疲软导致房价下跌所致；其他业务板块，由于新增盈利能力较强的押运业务导致毛利率大幅上升，为 23.06%。

2016 年 1～9 月，公司实现营业收入 39.47 亿元，为 2015 年全年的 68.00%，公司持续加强对生产成本的控制且煤炭价格有所回暖，煤炭板块的毛利率较 2015 年大幅上升；其他业务板块，毛利率有所回落，主要系押运公司 2016 年前三季度营业收入采用暂估记账，按季确认，导致成本相对偏高所致。

整体来看，跟踪期内公司煤炭板块的毛利率有所上升；电力板块受电价下调及限量发电影响，出现成本倒挂情况；受煤炭板块及其他业务毛利率上升的影响，公司整体毛利率有所提高。2016 年 1~9 月，由于开采成本下降和煤价上升的影响，煤炭毛利率持续上升，同时，受房地产板块盈利有所回暖影响，整体毛利率有所提高。

表 1 公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

产品	2014 年		2015 年		2016 年 1～9 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
煤炭	590509.17	43.09	529066.31	48.42	359534.30	62.93
电力	13894.19	14.33	10446.19	-17.55	8345.13	-24.08
房地产	39042.89	9.83	26306.10	-11.13	7823.50	36.02
其他	14477.02	-1.94	14673.45	23.06	19040.53	8.76
合计	**657923.27**	**39.51**	**580492.05**	**43.89**	**394743.46**	**57.94**

资料来源：公司提供

煤炭业务

根据相关批复，公司将 16 座煤矿重组整合为 8 座煤矿，分别为山西朔州山阴金海洋五家沟煤业有限公司（下称“五家沟煤业”）、山西朔州山阴金海洋元宝湾煤业有限公司（下称“元宝湾煤业”）、山西朔州山阴金海洋南阳坡煤业有限公司（下称“南阳坡煤业”）、山西朔州山阴金海洋高山煤业有限公司（下称“高山煤业”）、山西朔州山阴金海洋南泉湾煤业有限公司（下称“南泉湾煤

业”）、山西朔州山阴金海洋马营煤业有限公司（下称“马营煤业”）、山西朔州山阴金海洋水泉煤业有限公司（下称“水泉煤业”）、山西朔州山阴金海洋玉皇山煤业有限公司（下称“玉皇山煤业”）。

截至 2016 年 9 月底，公司主产矿井为五家沟煤业、马营煤业、南阳坡煤业、元宝湾煤业、高山煤业、南泉湾煤业、水泉煤业以及玉皇山煤业。上述八家煤矿产能合计为 1020 万吨/年。

2015 年，随着元宝湾煤矿技改完成，公司原煤产量由 2014 年的 1207.11 万吨增长至 1732.58 万吨，2016 年前三季度原煤产量达到 1295.25 万吨。2013 年~2015 年及 2016 年 1~9 月，原煤吨开采成本分别为 106.63 元、125.86 元、102.84 元和 54.69 元。

2015 年公司商品煤销量为 1885.07 万吨（含 243.16 万吨贸易煤），较 2014 年上升 14.41%，2016 年 1~9 月公司商品煤销量达到 1365.96 万吨，主要由原煤和洗精煤构成。公司洗精煤主要是由自产原煤构成，2015 年及 2016 年 1~9 月，外购煤比例分别为 2.36%和 0.00%，2015 年自产原煤的硫份偏高，无法满足客户的低硫高卡需求，需采购外购煤进行配煤销售，2016 年 1~9 月自产原煤的硫份较稳定，无需进行外购煤配煤。

销售价格方面，2013 年~2016 年 9 月，公司煤炭价格呈下降趋势，分别为 466.79 元/吨、379.02 元/吨、367.60 元/吨和 269.43 元/吨。前五位客户收入占公司煤炭销售收入的 60%左右，客户集中度较高，但公司与主要客户保持长期合作关系，客户稳定性高，在煤炭行业波动时期有助于保障产品销路。

总体上，2015 年公司生产经营正常，煤炭产量较 2014 年大幅增长，但由于受煤炭价格持续低迷影响，公司煤炭板块收入有所下降，盈利能力有所上升。

电力业务

公司电力业务主要以山西永浩煤矸石发电有限公司为经营主体，拥有 2*50MW 发电机组，2014～2015 年，公司实现发电量分别为 52378.50 万千瓦时和 33105.10 万千瓦时，2016 年 1~9 月发电量 30538.22 万千瓦时。公司电力业务尚未实现网前直供，煤电一体化优势尚不明显，公司发电用煤全部为自产煤，含税价格 60.00 元/吨。2015 年电力板块受电价下调（2015 年平均电价 0.3000 元/度（含税），比 2014 年减少 0.0182 元/度）及限量发电的影响，毛利率较 2014 年大幅下降。2016 年 1~9 月，公司电力板块毛利率为-24.08%，成本倒挂有所扩大。

房地产业务

公司房地产业务主要以山西金海洋房地产开发有限公司（三级房地产开发公司）为经营主体。公司房地产业务覆盖房地产投资开发与土地一级开发、物业管理、基础设施建设三大领域。公司房地产开发建筑面积 93.14 万平方米，住宅开发面积 39.86 万平方米，商业地产开发面积 53.28 万平米，公司处置老城一府项目后，公司建筑面积 53.00 平方米，住宅开发面积 30.55 万平米，商业地产开发面积 22.45 万平米。

按国资委要求，公司在完成已有项目建设、销售基础上逐步退出房地产业务。2015 年以及 2016 年 1~9 月，公司房地产板块分别实现主营业务收入 20306.10 万元和 7823.50 万元，2015 年房地产板块收入大幅下降，主要系市场需求疲软导致房价下跌所致。

其他业务

此外，公司其他业务收入主要包括酒店餐饮收入、建材（矸石砖）收入、押运服务收入、物业管理收入和供热收入等。2015 年，公司其他业务共实现收入 1.47 亿元，其中物业管理和供热收入占比较大。2016 年 1~9 月，公司其他业务收入为 1.90 亿元。

2. 未来发展

“十三五”期间，公司将立足煤炭，发

展电力、资源综合利用、冶金等产业。公司计划至2016年，煤炭产销量实现3000万吨；电量完成260亿千瓦时；年消化粉煤灰达到625万吨，确保整个园区工业污物零外排，实现“三废”的综合化利用。

煤炭产业重点涉及现有矿井技改及物流运输体系的建设。电力产业优先发展以洗中煤、煤泥、煤矸石等为燃料的资源综合利用电厂，大力推进煤电联营，同时积极争取电力网前直供，产业链一体化综合成本。资源综合利用产业，推进煤矸石和粉煤灰综合利用，建设粉煤灰高附加值利用循环经济示范基地，推进粉煤灰制备超细纤维、粉煤灰制取硅铝合金等项目的研究和建设，实现粉煤灰的高附加值利用。

截至2016年9月底，公司在建项目主要为洗煤厂改扩建项目及2500t/d新兴热料干法水泥生产线，总投资14.47亿元，截至2016年9月底，已完成全部投资并试生产。

总体看，公司发展战略明确，围绕煤炭主业延伸煤电产业链及资源综合利用项目，有助提升公司的整体竞争实力和综合抗风险能力。公司在建项目均属于资本密集型产业，投资规模大，建设周期长，项目的顺利达产存在一定不确定性，同时，安全生产压力也将长期存在。

十、财务分析

公司提供了2015年合并财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）[1]对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司2016年1~9月份财务数据未经审计。2015年公司合并报表包含24家子公司，较2014年新增3家子公司，分别为朔州市保安押运护卫中心、宁夏中煤华泰化工有限公司和宁夏金海永和泰尾气资源综合利用有限责任公司，新纳入合并范围的公司对公司财务影响较小，公司财务可比性较强。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为228.54亿元，所有者权益合计21.60亿元（其中少数股东权益0.51亿元）；2015年公司实现营业收入58.05亿元，利润总额-11.34亿元。

截至2016年9月底，公司（合并）资产总额为222.29亿元，所有者权益合计27.33亿元（其中少数股东权益0.51亿元）；2016年1～9月公司实现营业收入39.47亿元，利润总额-0.42亿元。

1. 盈利能力

2015年，受煤炭价格持续走低影响，公司实现营业收入58.05亿元，同比下降11.77%。同期，受公司提高煤炭成本控制水平影响，公司营业成本下降18.15%。受此影响，公司营业利润率较上年增长2.66个百分点，为40.58%。

期间费用方面，公司2015年期间费用率为61.12%，同比上升16.41个百分点，处于行业较高水平，费用控制能力有待进一步改善。其中，财务费用9.19亿元，较上年大幅上升42.16%，主要系银行利息支出上升所致；销售费用22.11亿元，同比增长26.06%，主要系运输费增加所致。非经常性损益方面，公司投资收益、营业外损益等对公司利润贡献较小。

2015年公司实现营业利润-11.58亿元；实现利润总额-11.34亿元，分别较2014年大幅下降，亏损幅度进一步加大，主要受煤炭价格持续下行及期间费用对利润侵蚀严重的影响。

盈利指标方面，2015年公司营业利润率、总资本收益率、净资产收益率分别为40.58%、

[1]2016年5月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016年6月，中国银行间交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布公告称，经自律处分会议复审决定，给予瑞华公开谴责处分，责令瑞华及时改正，并暂停瑞华相关业务，期限为一年。

-2.12%和-57.20%，除营业利润率外均同比出现明显下降。2016年1~9月，公司实现营业收入39.47亿元，完成利润总额-0.42亿元，营业利润率上升至53.74%。

总体看，跟踪期内，在整体煤炭行业低迷的情况下，公司持续降本增效，但受煤价大幅下降影响，公司亏损幅度进一步扩大。2016年1~9月，由于煤炭成本继续降低且煤炭价格有所回暖，煤炭板块及整体毛利率大幅上升。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金合计57.77亿元，同比下降15.33%，同期现金收入比为99.52%，较2014年减少4.19个百分点。2015年公司经营活动现金流入量为60.46亿元，其中，收到其他与经营活动有关的现金为2.66亿元，公司经营活动净流量由2014年-9.62亿元变为10.58亿元。总体上，公司经营活动产生的现金流有所改善，收入实现质量有所下降。

从投资活动与筹资活动来看，2015年公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为1.83亿元，同比下降82.68%。2015年公司投资活动现金净流出4.82亿元，筹资活动前现金净流量5.76亿元，考虑到公司亏损幅度进一步加大，外部融资需求较强。2015年公司筹资活动现金流入量和净流量分别为88.84亿元和-14.76亿元，其中，收到其他与筹资活动有关的现金为32.04亿元，主要为收到承兑保证金。

2016年1~9月，公司经营活动现金流入量和现金流净额分别为59.21亿元和29.14亿元，同期现金收入比为128.45%；投资活动现金流量净额为-0.59亿元；公司取得借款收到现金合计55.20亿元，筹资活动现金流净额-28.75亿元。公司2016年前三季度投资规模大幅度下降。

总体看，跟踪期内，公司收入实现能力有所下降；投资支出规模快速下降，但受公司亏损幅度进一步加大的影响，公司对外筹资压力仍然较大。

3. 资本及债务结构

资产

截至2015年底，公司资产总额228.54亿元，同比下降3.83%，其中流动资产合计占30.84%，非流动资产合计占69.16%。

截至2015年底，公司流动资产合计70.47亿元，同比下降17.70%，主要是货币资金、应收票据和预付款项的大幅下降所致，其主要由货币资金（占10.72%）、应收票据（占1.41%）、应收账款（占13.93%）、其他应收款（占7.45%）和存货（占60.07%）构成。

截至2015年底，公司货币资金合计7.55亿元，同比下降50.26%，其中主要以其他货币资金为主，占65.65%，其他货币资金主要是公司为开具银行承兑汇票及信用证而存储的保证金。公司货币资金较2014年底有较大幅度下降，主要系2014年三季度公司发行7亿元私募债所致。货币资金中，受限资金4.96亿元。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额 5.25 亿元，主要为保证金及政府借款。按照账龄分析，1 年内的占 43.01%，1~2 年的占 9.53%，2~3 年的占 19.24%，3 年以上的占 26.69%，公司共计提 0.31 亿元坏账准备。按欠款方归集的金额前五名账面余额为 4.13 亿元，集中度高。

截至2015年底，公司存货合计42.34亿元，同比增长11.90%，主要是公司房地产板块土地储备增长所致，其中，原材料占5.93%，自制半成品及在产品占46.90%，主要构成为相关房地产项目；产成品占39.08%，其他占7.67%，在产品中房地产开发成本合计2.55亿元。公司计提跌价准备0.32亿元。考虑到2015年煤炭价格持续下滑，公司存货跌价准备计提比例偏低。

截至2015年底，公司应收账款合计9.82亿元，同比下降4.49%。按照账龄分析，1年内的占92.15%，1~2年的占4.58%，2~3年的占1.40%，3年以上的占1.87%，公司计提坏账准备0.25亿元，计提比例偏低。按欠款方归集前五名的应收账款为5.72亿元（占53.36%），集中度一般。

截至2015年底，公司非流动资产合计158.07亿元，同比增长3.98%，主要以固定资产（占55.63%）、在建工程（占7.25%）、无形资产（占18.67%）和其他非流动资产（占12.00%）为主。

截至2015年底，公司固定资产原值118.65亿元，主要以房屋建筑物（占60.31%）和机器设备（占37.49%）为主，公司累计折旧29.67亿元，固定资产减值准备合计1.04亿元，固定资产账面价值合计87.94亿元。

截至2015年底，公司在建工程合计11.46亿元，同比下降46.06%，主要系公司下属坪南煤业原预付郑州四维机电设备制造有限公司的设备款，根据财务报表列报准则于在建工程进行列示，本年度确认该项设备不再采购，予以转出所致。2015年公司部分煤炭技改工程仍未完成，对公司煤炭生产有一定影响。

截至2015年底，公司无形资产净值29.52亿元，同比下降1.86%，采探矿权原值较上年底均未变化。无形资产原值32.32亿元，累计摊销2.80亿元。

截至2015年底，公司其他非流动资产合计18.97亿元，同比上升1.30%，主要是公司预付投资款，该款项系公司为相应山西省政府整合地方小煤矿的政策以及进一步扩大煤炭资源储量，支付的收购或重组改建地方小煤矿投资款项。

截至2016年9月底，公司资产总额222.29亿元，其中流动资产合计占31.11%，非流动资产合计占68.89%。公司资产结构较2015年底没有较大幅度的变化。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所下降，流动资产中存货和应收账款占比较高，随着煤矿技改工作的推进，在建工程逐渐转为固定资产，固定资产快速增长，整体资产构成符合行业经营特点，资产质量较好。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益合计21.60亿元，同比下降40.28%，主要系未分配利润下降所致。归属母公司权益21.08亿元，其中，实收资本20.00亿元，资本公积15.34亿元，盈余公积2.72亿元，专项储备3.41亿元，未分配利润-20.39亿元。

截至2016年9月底，公司所有者权益合计27.33亿元，较2015年底有所上升，主要系由于济南昱能增资人民币7.50亿元导致资本公积的增加。2016年1~9月公司未分配利润持续下降，主要是公司经营亏损所致。

总体上，公司实收资本和资本公积占比较高，考虑到公司近年经营出现较大亏损，公司所有者权益稳定性较弱。

负债

截至2015年底，公司负债合计206.95亿元，同比增长2.71%，其中，流动负债占75.22%，非流动负债占24.78%，流动负债占比上升明显。

截至2015年底，公司流动负债合计155.67亿元，同比增长48.78%，主要来自于应付票据、应付账款和一年内到期的非流动负债的上升所致。

截至2015年底，公司短期借款合计25.70亿元，同比下降3.35%。短期借款全部为信用借款。

截至2015年底，公司应付票据17.71亿元，同比大幅增长，主要系公司加大票据融资所致；其中，银行承兑汇票占95.99%。

截至2015年底，公司应付账款合计29.34亿元，同比增长43.11%，主要系公司延期支付工程款、铁路运费及港杂港建费等所致，其中1年内的占68.17%，1~2年内的占23.27%，

2年以上的占8.55%。

截至2015年底，公司其他流动负债合计9.40亿元，同比增长21.33%，主要是融资租赁款以及短期融资券构成。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债合计58.25亿元，同比增长62.25%，主要是一年内到期的长期借款（占52.52%）和一年内到期的应付债券（占41.13%）构成，未来一年公司集中兑付的压力较大。

截至2015年底，公司非流动负债合计51.28亿元，同比下降47.05%，主要由长期借款（占33.25%）、长期应付款（占19.87%）和应付债券（占45.70%）构成。

截至2015年底，公司长期借款17.05亿元，同比下降52.56%，主要系信用借款的下降所致。

截至2015年底，公司应付债券23.43亿元，同比下降50.50%，主要系部分债券将于一年内到期，故转入一年内到期的非流动负债科目。

截至2015年底，公司长期应付款10.19亿元，同比下降21.30%，主要系融资租赁固定资产下降及部分转入一年内到期非流动负债所致。

截至2016年9月底，公司负债合计194.96亿元，较2015年底下降5.79%。其中，短期借款53.91亿元，较2015年底大幅增长，主要系公司将应付票据重分类至该科目所致；应付票据1.44亿元，较2015年底大幅下降。公司负债结构较2015年底没有发生较大变化。

有息债务方面，截至2015年底公司长期债务余额为40.48亿元，同比下降51.39%，全部债务余额为142.14亿元，同比下降4.52%。长期债务占全部债务比例由2014年的55.94%下降至28.48%，公司有息债务结构有较大变化。截至2016年9月底，公司全部债务为125.21亿元，较2015年底下降11.91%，公司通过长短期借款及发行债券满足投资支出。公司其他流动负债中含应付融资租赁款，考虑应付融资租赁款为有息债务后，将其调入全部债务中，截至2015年底，公司全部债务为151.54亿元，同比下降3.24%。跟踪期内，公司债务规模较大，债务结构发生较大变化。

从债务指标看，2015年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为90.55%和86.81%；长期债务资本化比率为65.21%。截至2016年9月底，上述指标分别为87.71%、82.09%和63.77%。

整体看，受大规模债务融资及经营亏损影响，公司债务负担维持在较大规模，且债务负担进一步加重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力方面，2015年底公司流动比率大幅下降，为45.27%，受货币资金大幅度下降影响，2015年公司速动比率下降明显，为18.07%；2016年9月底，上述两项指标分别为51.22%和19.40%。2015年，公司经营现金流动负债比为6.80%，较2015年有所好转。总体看，短期偿债能力指标弱，同时考虑到公司流动资产中货币资金波动较大及存货规模急剧上升的影响，公司资产流动性较弱，存在一定的短期支付压力。

从长期偿债能力指标看，2015年底公司EBITDA为4.96亿元，同比下降37.26%，低于全部债务规模增速，受此影响，公司全部债务/EBITDA倍数上升至28.65倍，EBITDA利息倍数下降至0.49倍。总体看，公司整体偿债能力显著弱化。

2015年公司EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为4.96亿元、60.46亿元和10.58亿元，分别是存续期债券本金的0.58倍、7.11倍和1.24倍，经营活动现金流入量对存续期债券的保障程度较高。

截至2016年9月底，公司为山西昱光发电有限责任公司的四笔贷款（共计3.41亿元）提供连带责任担保，山西昱光发电有限责任公司为公司参股公司，目前经营状况正常，公

司对外担保比率为12.48%，具有一定或有负债风险。

截至2016年9月底，公司共获得各家商业银行授信额度为135.80亿元，其中已使用额度107.19亿元。公司间接融资渠道有待拓宽。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信息报告（信用机构代码证号：G10140601000279209），截至2016年12月7日，公司有12笔关注类贷款，合计余额10.73亿元；于2016年4月6日，公司“15华昱CP001”未能按期足额偿付构成实质性违约，但于2016年4月13日，公司足额偿付本息。

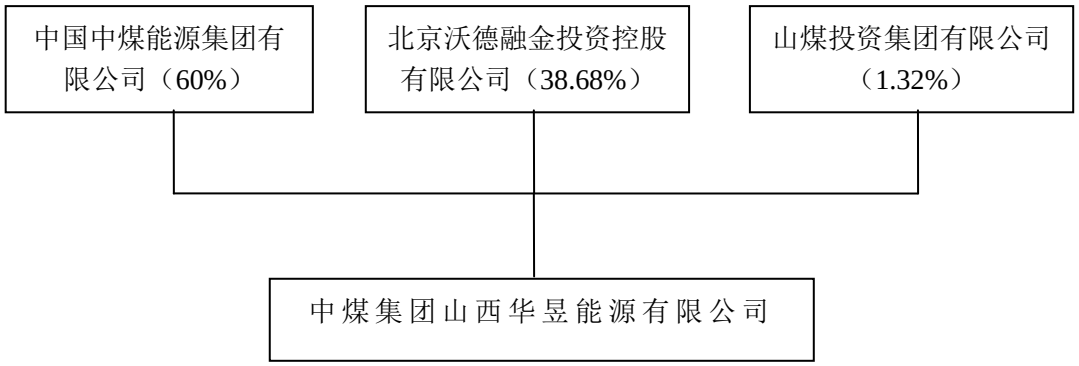
6. 抗风险能力

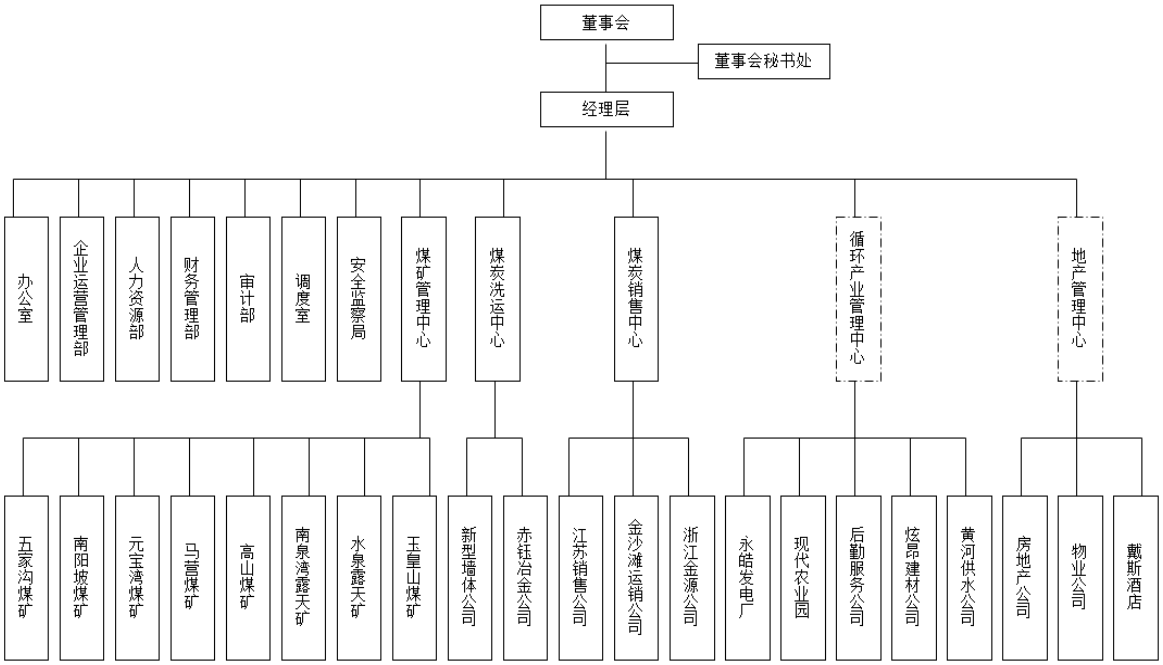
基于对公司所属煤炭行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，以及公司在经营规模、技术水平等方面所具备优势的综合分析，公司整体抗风险能力尚可。

十一、 结论

综合考虑，联合资信评估有限公司将公司主体长期信用等级由C调整至B，评级展望为稳定，并将“12金海洋MTN1”的信用等级由C调整至B。

附件 1　截至 2016 年 9 月底，公司股权结构图及组织机构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.88	20.33	8.55	9.40
资产总额(亿元)	195.48	237.64	228.54	222.29
所有者权益(亿元)	40.36	36.16	21.60	27.33
短期债务(亿元)	26.04	65.59	101.66	77.11
长期债务(亿元)	84.12	83.28	40.48	48.10
全部债务(亿元)	110.17	148.87	142.14	125.21
营业收入(亿元)	63.66	65.79	58.05	39.47
利润总额(亿元)	1.01	-4.05	-11.34	-0.42
EBITDA(亿元)	9.39	7.91	4.96	--
经营性净现金流(亿元)	-7.02	-9.62	10.58	29.14
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.63	4.92	4.43	--
存货周转次数(次)	1.32	1.13	0.81	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.30	0.25	--
现金收入比(%)	120.01	103.71	99.52	128.45
营业利润率(%)	31.95	37.92	40.58	53.74
总资本收益率(%)	2.52	0.91	-2.12	--
净资产收益率(%)	0.08	-12.46	-57.20	--
长期债务资本化比率(%)	67.58	69.72	65.21	63.77
全部债务资本化比率(%)	73.19	80.46	86.81	82.09
资产负债率(%)	79.35	84.78	90.55	87.71
流动比率(%)	88.09	81.84	45.27	51.22
速动比率(%)	36.24	45.68	18.07	19.40
经营现金流动负债比(%)	-11.27	-9.19	6.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.72	0.86	0.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.73	18.83	28.65	--

注：2016 年前三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。