

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014]1708 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山西省国新能源发展集团有限公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“13晋国新MTN1”和“13晋国新MTN2”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年八月二十七日



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>

山西省国新能源发展集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 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	本次评级结果	上次评级结果
13 晋国新 MTN1	2.5 亿元	2013/5/29~2018/5/29	AA	AA
13 晋国新 MTN2	5 亿元	2013/6/13~2016/6/13	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 8 月 27 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.05	27.12	23.55	30.24
资产总额(亿元)	114.94	161.72	197.51	240.09
所有者权益(亿元)	18.86	26.33	27.32	32.78
长期债务(亿元)	16.54	37.77	66.73	88.05
全部债务(亿元)	45.93	77.33	121.62	133.15
营业收入(亿元)	219.04	252.86	315.54	87.73
利润总额(亿元)	3.49	3.64	4.08	1.32
EBITDA(亿元)	6.34	6.37	8.08	--
经营性净现金流(亿元)	2.51	-1.27	-0.01	2.00
营业利润率(%)	14.61	9.21	6.68	6.73
净资产收益率(%)	13.77	9.90	10.36	--
资产负债率(%)	83.59	83.72	86.17	86.35
全部债务资本化比率(%)	70.89	74.60	81.66	80.25
流动比率(%)	85.81	91.90	87.18	107.21
全部债务/EBITDA(倍)	7.25	12.15	15.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.90	2.27	1.89	--
经营现金流动负债比率(%)	3.18	-1.31	-0.01	--

注: 公司长期应付款中融资租赁款和信托融资款已计入长期债务; 现金类资产已剔除受限资金; 2011 年计入“其他流动负债”的“11 国新能源 CP001”已调整至短期债务; 2014 年一季度财务数据未经审计。

分析师

周一鹤 闫昱州

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 山西省国新能源发展集团有限公司(以下简称“公司”)天然气和贸易板块经营规模快速增长, 带动公司收入规模快速增长, 利润规模略有增长; 2013 年 12 月, 公司子公司山西天然气股份有限公司借壳上市, 公司融资渠道得到拓宽。同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司煤炭运销板块受行业需求减弱影响收入和盈利水平持续下滑, 燃气建设投资拉动公司债务规模快速增长, 债务负担持续加重等因素对公司发展带来的不利影响。

公司作为山西省内煤炭运销业务的重要主体, 未来板块经营状况有望随煤炭需求的逐步回升得以逐渐改善; 公司在省内天然气行业处于主导地位, 政策支持强, 板块扩张迅速, 公司未来收入规模有望保持较快增长, 从而支撑其整体偿债能力的稳定。

综合考虑, 联合资信确认维持公司主体长期信用等级为 AA, 评级展望为稳定, 并维持“13 晋国新 MTN1”和“13 晋国新 MTN2”AA 的信用等级。

优势

1. 公司为山西省内铁路运销的重要主体, 网络覆盖面广, 运力资源充足。
2. 跟踪期内, 公司燃气业务板块扩展迅速, 业务覆盖范围、用户数量和燃气供销规模持续快速增长。
3. 2013 年, 随着公司冶金建材贸易规模的扩大, 公司贸易板块收入大幅提升。
4. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对公司待偿还中期票据保障程度高。

关注

1. 中国经济增速放缓, 煤炭需求减弱, 行业景气度下行, 公司煤炭运销板块发运规模

- 有所下降，板块经营规模和盈利水平下滑。
2. 跟踪期内，受天然气板块投资加大影响，公司债务规模持续快速增长，债务负担进一步加重。

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）与山西省国新能源发展集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山西省国新能源发展集团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，未因山西省国新能源发展集团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山西省国新能源发展集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于山西省国新能源发展集团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

山西省国新能源发展集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 1981 年，前身为山西省腐植酸铵办公室。公司是国有独资公司，出资人是山西省人民政府，出资人授权山西省人民政府国有资产监督管理委员会行使出资人权利。2013 年 12 月 23 日，公司二级子公司山西天然气股份有限公司（以下简称“天然气股份”）在上证 A 股借壳（上海联华合纤股份有限公司）上市，股票名称变更为“国新能源”（股票代码：600617）。截至 2014 年 3 月底，公司注册资本为 1.80 亿元。

公司经营范围：原煤、精煤、水煤浆、冶金焦、生铁、铝矾土、腐植酸类产品和腐植酸原料的铁路运输；为出口组织、加工煤炭；天然气及附属产品的开发利用；输气管网的建设、生产经营及对外专营；天然气灶具、仪器仪表等设备的生产、加工、销售；批发零售建材、装潢材料、纺织品、化工产品（除易燃、易爆、有毒、腐蚀性产品）、日用百货、五金交电、服装鞋帽、土产日杂；自营和代理各类商品和技术的进出口（国家限定公司经营和禁止进出口的商品和技术除外）。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 197.51 亿元，所有者权益 27.32 亿元（含少数股东权益 19.70 亿元）；2013 年实现营业收入 315.54 亿元，利润总额 4.08 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 240.09 亿元，所有者权益 32.78 亿元（含少数股东权益 23.57 亿元）；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 87.73 亿元，利润总额 1.32

亿元。

公司注册地址：太原市小店区长风大街 108 号东座；法定代表人：梁谢虎。

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 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；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 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

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。2013 年，中

国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

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。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平

稳。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。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

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

1. 煤炭物流业

煤炭物流

中国煤炭产需逆向分布，发展煤炭物流产业，建设煤炭储配基地，可以在一定程度上缓解煤炭供应紧张时段的运输压力。因此，建设纯粹市场意义上的煤炭物流企业，将成为未来的一个发展方向。

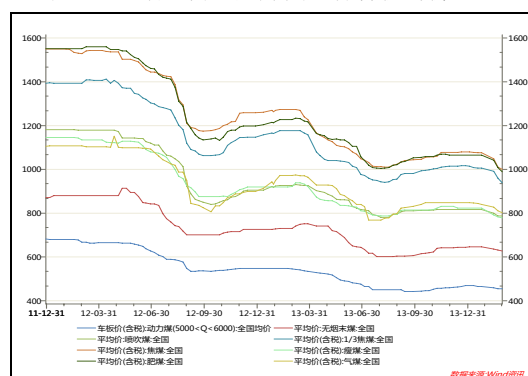
现代煤炭物流不同于传统煤炭物流，早已不是简单的“倒单式”物流。它的盈利点一是配煤，即为客户提供个性化的产品，同时赚取产品增值差价；二是运输，即能解客户的燃煤之急。发展煤炭物流产业，大型煤炭企业集团都有各自不同的优势。大型煤炭企业集团还有发展煤炭第三方物流的空间，同时也拥有其一头对小煤矿，另一头对小客户“两

头对小”的市场。

煤炭行业的发展方向是做强煤炭主业。但一些煤炭企业借助自身的区位优势和信息化优势，发展成为纯粹市场意义上的专业化的煤炭物流企业的可能性并不排除。从目前的情况看，煤炭企业和港口公司合作，合资共建煤炭储配基地，可以占据资源优势、区位优势、运输优势，不失为一种很好的模式。另外，以资本为纽带，煤炭企业参股煤炭物流企业，在发展煤炭第三方物流中分得一杯羹，也是一种比较现实的选择。

跟踪期内，中国经济增速放缓，煤炭需求减弱，煤炭价格波动下行。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2014年2月28日，全国焦煤均价1000元/吨，同比下降15.08%，较2012年同期下降28.26%。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1 近期国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：WIND资讯

总体上讲，中国煤炭物流产业起步晚，目前煤炭物流与零售业等行业的物流灵敏程度是不可比的，同时发展前景也更令人期待。煤炭物流产业在未来的发展中，还需要地方

政策的大力扶持，为煤炭企业发展物流产业提供更好的外部环境。

山西煤炭运销概况

近年，山西省维持“5+3”的煤炭运销格局，即山西省的煤炭主要通过同煤集团、焦煤集团、阳泉煤业、晋城煤业、潞安煤业五大矿业集团完成自产自销，由山西省煤炭运销集团有限公司、山西煤炭进出口集团有限公司以及公司负责其他地方煤炭企业的统购统销任务。上述企业均为铁路运力计划单列企业。

总体看，在山西省煤炭资源整合过程中，地方小规模矿井规模将呈逐年减少趋势，公司未获得山西煤炭资源整合主体，公司未来在煤源组织上将受到一定冲击。

2. 城市管道燃气供应

行业概况

天然气与煤炭、石油能源相比，具有使用安全、热值高、洁净等优势，在环保要求日益提高、环保意识不断增强的背景下，天然气需求快速增长。同时由于目前国际上产生相同热值天然气价格相对汽油、柴油而言，低 30%~50%；而且，国内天然气价格比国际价格低，所以天然气具有明显的经济性。

近 20 年中国城市化率持续提高，中国城市化率不断提高，城镇人口持续增长，为燃气供应行业提供了可观的市场基础。发达国家的城市气化率 85%左右，北京、上海、深圳等国内发达城市气化率均已超过 90%，而中国城镇平均气化率约为 15%左右，燃气供应行业蕴藏着较大的市场空间。

从燃气供应上看，目前中国天然气气源供应不足，从能源储备来看，中国天然气资源量与煤炭相比较为缺乏，整体呈现供应不足的现象。目前中国探明地质储量为 53400 亿立方米，其中海气储量约占中国天然气探明储量的 22%左右，东海、南海天然气储量丰富。陆气主要集中在塔里木、准噶尔、鄂

尔多斯、四川、以及松辽等几大盆地，约占中国陆上天然气储量的 75%，天然气的生产地主要位于西部，而消费地主要集中在经济发达东部地区。为解决这一矛盾，国家给予天然气生产和供应优惠政策和有效法律保障，通过建立全国天然气主管网确保天然气供应。

目前，中国燃气供应商的燃气采购定价受国家发改委限制，不是由供应商自己决定。国家发改委综合考虑燃气运营企业的生存等因素，允许燃气采购价与销售价之间存在价差，另外燃气运营情况直接关系到人民生活、国家稳定等社会问题，所以国家发改委也会考虑百姓承受能力等综合因素确定燃气采购价。

跟踪期内，国家发改委和山西省均对天然气价格进行了调整。2013 年 6 月 28 日，国家发改委发布《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》发改价格[2013]1246 号文，根据该通知自 2013 年 7 月 10 日起上调天然气价格，本次价格调整方案中不涉及居民用户调整，本期价格调整在价格管理方式上，由出厂环节调整为门站环节，出厂价格为政府指导价，实行最高限价管理，门站价格适应国产陆上天然气、进口管道天然气；页岩气、煤层气、煤制气出厂价格及液化天然气价格放开，由供需双方确定。

具体调价方案为，存量气（以 2013 年实际用量确定）气门站价格提价幅度最高不超过 0.25 元/立方米（化肥用气）和 0.4 元/立方米（其他用户）；增量气按照可替代能源 2013 年下半年价格（燃料油 60%，液化石油气 40%）的 85%执行。根据该通知确定的山西省最高气门站价格为存量气 2.17 元/立方米，增量气 3.12 元/立方米。

山西省物价局 2013 年 9 月 3 日发布《关于调整我省部分城市非居民天然气销售价格的通知》，山西省对山西省天然气价格进行了调整，并对气源价格按照工业、居民和其他

三类管理。本次价格调整适用于非居民天然气，调整后价格已开始执行。其中工业增量气价格统一调整为 3.8 元/立方米，其他用户为 3.6 元/立方米。

国家发改委 2014 年 8 月 12 日发布《关于调整非居民用存量天然气价格的通知》，宣布自 9 月 1 日起，非居民用存量天然气门站价格每立方米提高 0.4 元，居民用气门站价格不作调整。此次调价旨在进一步利用价格杠杆促进天然气资源开发和引进，提高天然气供应能力，引导资源合理配置。

总体看，本期天然气价格调整有助于天然气价格逐步实现与可替代能源价格的挂钩联动，有助于促进行业的健康发展。新一轮的价格调整将继续扩大山西省天然气终端用户价格与气源价格的价差，有助于省内燃气运营建设主体的业务发展。但同时联合资信也关注到，天然气价格形成机制行政指令性强，行业内企业整体盈利水平受政策变动影响较大。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为国有独资有限责任公司，山西省政府作为公司的出资人授权山西省国资委履行出资人职责。实际控制人和控股股东均为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模与竞争力

公司是山西省煤炭运销计划单列单位，公司通过铁路运输的方式，完成山西、山东、江苏、浙江、河南、河北、北京、天津等地区的煤炭运销任务。公司煤炭运量在太原铁路局管内铁路运力总体排名维持第四位，次于同煤、中煤、焦煤；在地方煤炭销售企业中，维持第一位；从港口方面来看，公司在秦皇岛港口煤炭中转量维持第五位，次于中煤、神华、同煤、伊泰。

公司下属的山西天然气股份有限公司（以下简称“山西天然气”）代表山西省政府进行统一的建设运营；同时授权山西天然气享有山西省内天然气项目专营权。山西天然气的经营范围是根据山西省政府授权，从事省内天然气资源项目的勘探、开发和利用，天然气输气管网的规划、设计和建设，天然气开发利用项目的生产、经营、管理，担负着山西省各市和省级天然气干线沿途县（市、区）的天然气供给任务，在区域内处于主导地位。

2013 年公司共发运煤炭 3566.76 万吨，销售燃气 25.34 亿立方米，实现营业收入 315.54 亿元，利润总额 4.08 亿元。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主要涉及的业务包括煤炭运销、天然气和贸易。2013 年公司实现营业收入 315.54 亿元，同比增长 24.79%，主要来自天然气业务和贸易业务收入的增长。从整体收入构成上看，随着新客户的发展，公司贸易业务中冶金建材收入大幅上升，贸易板块收入占营业收入比重大幅上升，由 2012 年的 6.24% 增长至 42.68%；受煤炭行业景气度下降影响，2013 年公司煤炭运销量及价格均有所下降，煤炭运销板块收入占比大幅下降至 42.20%。2013 年公司营业收入毛利率为 6.79%，同比下降 2.62%。公司毛利率下降主要受新增的冶金建材贸易毛利水平较低的影响所致。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 87.73 亿元，为 2013 年全年的 27.80%，收入构成中天然气板块占比较 2013 年增长 3.43 个百分点至 18.00%，煤炭运销和贸易板块占比小幅下

降至 41.35%和 40.33%。同期，公司营业毛利率为 6.86%，较 2013 年小幅提升，各板块毛

利率基本保持稳定。

表 1 公司营业收入及利润构成（单位：亿元、%）

经营项目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~3 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
煤炭运销	184.74	14.68	198.01	7.81	133.17	7.84	36.28	6.42
天然气	30.02	16.86	37.84	18.82	45.96	22.76	15.74	21.91
贸易	3.41	4.99	15.78	6.40	134.67	0.33	35.38	0.45
其他	0.87	22.99	1.23	15.45	1.74	5.17	0.33	27.27
合计	219.04	14.86	252.86	9.41	315.54	6.79	87.73	6.86

资料来源：公司提供

煤炭运销

公司煤炭运销业务多年来形成了公司、公司各发煤站及用户共同合作的销售体系，以公司与用户签订煤炭供需合同的方式进行，每年年底的煤炭产运需衔接会上公司与用户签订次年煤炭销售合同，平时为开发新用户也签订一些日常合同，合同上显示的发货单位是公司，收货单位是用户，不体现发煤站。

公司主营业务收入中煤炭销售的收入统计口径是其全资子公司和控股公司的煤炭销售收入。该部分收入主要反映公司全资和控股子公司煤炭采购运销业务收入，2012 年以前公司运输、装卸等产生的费用计入到公司销售费用中，2012 年起，部分公司采用一票制结算，上述费用转入营业成本核算。

系统发煤单位的煤炭发运收入计入在其他业务收入中。该部分收入主要反映系统发煤合作单位（即通过公司获得其发运煤炭所需使用的铁路车皮及计划的单位）按照发运的吨数向公司缴纳一定的管理费用（约 5 元/吨）收入。（表 2 收入构成上已将上述收入合并统一至煤炭运销业务收入统计）。

跟踪期内，受煤炭需求减缓和价格下降影响，公司发运煤炭规模有所减少，板块毛利率同比保持稳定。2013 年公司实现煤炭运销业务收入 133.17 亿元，同比下降 32.75%，毛利率保持稳定。2014 年 1~3 月，公司实现

板块收入 36.28 亿元，为 2013 年全年的 27.24%，毛利率较 2013 年下降 1.42 个百分点至 6.42%。

表 2 公司煤炭采销情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
采购总量	3218	3440	3272	715
采购均价	489	530	374	467
采购成本	157	182	122	33
销售总量	3218	3440	3272	715
销售均价	568	571	403	496
销售收入	184	196	131	35

资料来源：公司提供

2013 年，公司煤炭销量为 3272 万吨，同比下降 4.88%；煤炭采购均价和销售均价分别下降 29.43%和 29.42%。2014 年 1~3 月，公司煤炭销售量为 715 万吨，占 2013 年全年的 21.84%；采购均价和销售均价较 2013 年分别增长 24.87%和 23.08%。

煤炭运销板块经营实体主要为集团公司，公司主要通过铁路向外输出原煤、精煤，用户遍布全国各地。跟踪期内，公司应对行业景气度下行，坚持落实煤源、运力、用户“三个不动摇”方针。在煤源落实上，加强赴陕蒙两省及阳煤集团、焦煤集团等企业的煤炭采购工作。加快了同阳煤集团合作的煤炭资源整合年产 600 万吨项目的推进，其中右玉元堡煤矿 2013 年实现试运营生产，实现产量 183

万吨；宁武榆树坡煤矿正加快各项基础建设推进。

下游用户方面，公司强化了市场营销力度，积极组织用户走访，保持同华能、华电、国电、华润等重点用户的联系沟通，发展了一批具有长期稳定合作关系的用户。

此外，公司在跟踪期内继续加强发运站的集中和优化，新拓展发煤企业 12 户。

总体看，跟踪期内，公司煤炭运销业务受行业景气度下行因素影响，发运规模有所下降，同时受价格下降影响，收入大幅减少。但公司作为山西省煤炭运销计划单列单位，运销网络覆盖广，运力资源充足，其煤炭运销业务经营状况有望随煤炭需求的逐渐回暖而逐步得以改善。

天然气业务

公司天然气板块主要由山西天然气股份有限公司承担。根据山西省政府发布的《关于加强全省天然气行业管理有关问题的通知》（晋政函[2002]123 号）文件精神，山西省建设及与山西省外合作建设的天然气管道，应由山西天然气股份代表山西省政府进行统一的建设运营；同时授权天然气股份享有山西省内天然气项目专营权。天然气股份的经营范围是根据山西省政府授权，从事省内天然气资源项目的勘探、开发和利用，天然气输气管网的规划、设计和建设，天然气开发利用项目的生产、经营、管理，担负着山西省各市和省级天然气干线沿途县（市、区）的天然气供给任务，在区域内中占有绝对主

导地位。

跟踪期内，公司继续保持较大的管网铺设力度，管网覆盖范围持续扩大，用户数量大幅增长，收入和利润规模有所增长，业务扩张速度加快。2013 年公司销售天然气 21.94 亿立方米，同比增长 15.66%；实现销售收入 44.32 亿元，同比增长 22.33%；毛利率为 25.47%，同比增长 8.72 个百分点。2013 年，公司协议接驳用户数达到 36.12 万户，同比增长 49.26%，主要来自住宅用户数的增长。2014 年 1~3 月，公司天然气销售业务实现收入 15.57 亿元，占 2013 年全年收入的 35.13%，毛利率与 2013 年持平；协议接驳用户增长至 36.14 万户。截至 2014 年 3 月底，公司燃气管道长度合计 3647 公里，供气能力由 2012 年的 4200 立方米/日提升至 6260 立方米/日，加气站较 2012 年底增加 36 个至 90 个。

跟踪期内，公司气源保障进一步得以加强，形成了以中石油陕京一线、陕京二线、西气东输管道等中石油过境气源和中石油煤层气、晋煤集团煤层气的省内气源为基础的双气供气格局。

截至 2013 年底，公司建成长输管网 3647 公里，城市管网 3000 公里；公司管网已经覆盖全省 11 市 97 县（市、区），用户数量大幅增长；公司新建成三岔-偏关、蒲县-河津、金沙滩-大同（复线）等 13 条共计 643 公里长输管线。2013 年 1 月至 2014 年 3 月底，公司共完成新 CNG/LNG 加注站 36 座。

表 3 公司天然气采购及销售情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~3 月
销售总量（亿立方米）	15.42	18.97	21.94	7.08
采购均价（元/立方米）	1.59	1.59	1.58	1.73
销售均价（元/立方米）	1.89	1.91	2.02	2.20
销售收入（亿元）	29.14	36.23	44.32	15.57
协议接驳用户数（户）	1621631	2420136	3612374	3614188
其中：住宅用户（户）	1616329	2412836	3603964	3605765
工商业用户（户）	5302	7300	8410	8423
燃气管道长度（公里）	2190	3004	3647	3647

供气能力（立方米/日）	2739	4200	6260	6260
CNG/LNG 加注站（个）	17	54	89	90

资料来源：公司提供

2013 年国家发改委和山西省对天然气价格均进行了调整，价格调整后山西省天然气终端用户价格较气源价格价差略有扩大，有助于公司天然气业务未来盈利水平的提升。同时联合资信也关注到，天然气价格形成机制政府指令性强，公司板块盈利水平受政府政策变动影响较大。

总体看，跟踪期内，公司燃气业务规模实现快速扩张，用户数量和燃气销量的较快增长带动板块收入和利润规模的增长。公司管网建设速度保持高位，覆盖区域进一步扩大，作为山西省天然气业务的专营主体，公司燃气板块业务有望保持快速增长。

贸易

公司的贸易产业主要由山西省远东实业有限公司（以下简称“远东公司”）和山西省冶金物资总公司（以下简称“冶金公司”）承担。远东公司原经营焦炭、金属镁、石墨、型煤、腐植酸类等能源化工产品的销售业务。2013 年，远东公司除原有业务外，新增燃气、煤炭贸易业务。冶金公司主要经营钢材、焦炭、化工产品等的销售业务。跟踪期内，公司贸易业务规模实现快速扩张，来自远东公司冶金建材和煤炭贸易规模扩大所致。

2013 年公司贸易板块收入为 134.67 亿元，较 2012 年的 15.78 亿元大幅增长，其中远东公司 2013 年实现营业收入 101.18 亿元，新增收入主要来自冶金建材及煤炭贸易。同期，由于新增收入带来的毛利率较低，公司贸易板块毛利率由 2012 年的 6.40% 下降至 0.33%。2014 年 1~3 月，公司贸易板块实现营业收入 35.38 亿元，占 2013 年营业收入的 26.27%，毛利率小幅增长至 0.45%。

跟踪期内，公司贸易板块业务发展迅速，对公司收入和现金流量的快速增长形成了有效支撑。

2. 在建项目

2014 年，公司计划总投资 45.11 亿元，其中对气化山西工程项目投资 41.06 亿元。截至 2014 年 6 月底，已完成投资 23.36 亿元。根据集团公司燃气产业“十二五”发展规划及“气化山西”工程总体投资进度，公司 2014 年底将完成投资 205.66 亿元，完成长输管道总里程超过 4000 公里，城市管网总里程达到 3300 公里，液化调峰设施 10 座，CNG/LNG 加注站总数达到 128 座，以及液化石油气深加工项目完工 1 座，焦炉煤气合成天然气项目运营 1 座，热电联产项目运营 1 座，在建 2 座。2014 年，公司计划对长输管项目、液化调峰设施项目、热电联产项目、CNG/LNG 加注站和液化石油气深加工项目分别投资 6.97 亿元、6.47 亿元、7.25 亿元、11.41 亿元和 6.00 亿元。

表 4 2014 年公司在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目	投资额
长输管项目	6.97
液化调峰设施项目	6.47
热电联产项目	7.25
CNG/LNG 加注站	11.41
液化石油气深加工项目	6.00
其他	7.01
总投资	45.11

资料来源：公司提供

未来 2~3 年，公司计划每年投资 40~50 亿元。总体看，公司将保持较高的投资力度，未来仍有较大的融资需求。

八、 财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2012 和 2013 年财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）山西分所审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2014 年一季度财务报表未经审计。

2013 年公司合并范围新增二级子公司 5 家，三、四、五级子公司分别 7 家、6 家和 5 家。2013 年公司合并范围减少二级子公司 2 家，三级子公司 1 家。合并范围的变化对财务报表的可比性影响不大。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 197.51 亿元，所有者权益 27.32 亿元（含少数股东权益 19.70 亿元）；2013 年实现营业收入 315.54 亿元，利润总额 4.08 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 240.09 亿元，所有者权益 32.78 亿元（含少数股东权益 23.57 亿元）；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 87.73 亿元，利润总额 1.32 亿元。

2. 盈利能力

2013 年，公司实现营业收入 315.54 亿元，同比增长 24.79%，主要来自公司贸易业务收入规模快速增长所致；营业成本为 294.11 亿元，同比增长 28.39%，略高于营业收入的增长。同期公司营业利润率为 6.68%，同比下降 2.53 个百分点。

2013 年，公司期间费用为 17.07 亿元，同比下降 15.09%，占营业收入比为 5.41%，同比下降 2.54 个百分点，公司期间费用控制能力较好。

同期，公司实现投资收益 0.24 亿元，主要为持有长期股权获得的投资收益；实现营业外收入 0.25 亿元，其中政府补助 0.18 亿元。2013 年公司实现利润总额 4.08 亿元，同比增长 12.17%。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 87.73 亿元，营业利润率为 6.73%，较 2013 年全年水平小幅增长。同期公司实现利润总额 1.32 亿元。

总体看，跟踪期内，随着公司贸易和天然气板块的发展，公司收入规模有所增长，但主营业务盈利能力有所下降，期间费用规模较低，非经营损益对利润的贡献程度低。

3. 现金流

2013 年，公司实现经营活动现金流入 290.13 亿元，同比增长 10.57%，其中销售商品、提供劳务收到的现金 279.99 亿元，同比增长 17.03%。公司现金收入比为 88.73%，同比下降 5.89 个百分点，主要由于公司票据结算比例增长造成。2013 年公司经营活动现金流出 290.14 亿元，同比增长 10.04%，其中支付其他与经营活动有关的现金为 36.91 亿元，主要为代付款、承兑汇票保证金和销售费用。2013 年，公司经营活动现金流量净额为-0.01 亿元。

2013 年公司投资活动现金流出量为 33.71 亿元，同比增长 56.21%，主要是公司天然气管网建设投入和对各地燃气运营参股企业投入增加所致。2013 年公司投资活动现金流入量和投资活动产生现金流量净额分别为 1.05 亿元和 -32.66 亿元。

2013 年公司筹资活动现金流入 85.43 亿元，同比增长 34.97%，其中取得借款收到的现金为 73.74 亿元；筹资活动现金流出为 55.86 亿元，筹资活动现金流量净额表现为净流入，流入规模为 29.57 亿元，同比下降 4.74%。

2014 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 69.32 亿元，现金收入比为 59.05%，主要受公司应收账款快速增长的影响，公司现金收入比大幅下降；经营活动现金流量净额为 2.00 亿元。同期，公司投资活动现金流量净额-12.51 亿元；筹资活动现金流量净额为 15.23 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生现金对投资活动保护能力弱，外部筹资规模快速增长，公司外部筹资需求较大。

4. 资产质量

截至 2013 年底，公司资产总额合计 197.51 亿元，同比增长 22.13%，其中流动资产占 45.07%，非流动资产占 54.93%，公司资产转为以非流动资产为主。

截至 2013 年底，公司流动资产为 89.02 亿元，与 2012 年底持平；主要由货币资金（占 33.13%）、应收账款（占 11.00%）、预付款项（占

37.26%)和其他应收款(占12.53%)构成。

截至2013年底,公司货币资金为29.49亿元,同比增长6.80%,其中受限资金为7.56亿元;应收账款为9.79亿元,同比下降52.17%,主要由于公司结算力度加大,其中账龄在一年以内的占80.05%,共计提坏账准备0.13亿元,计提比例1.29%;预付款项为33.16亿元,同比增长33.63%,主要系在建燃气管线项目增多带动的预付工程款增长造成;其他应收款为11.15亿元,同比下降6.45%,主要为天然气公司应付各施工单位的施工款项及应付各工程物资供应单位的物资款。

截至2013年底,公司非流动资产为108.49亿元,同比增长50.04%,主要来自固定资产和在建工程的增长。从结构上看,截至2013年底,公司非流动资产主要由长期股权投资(占8.67%)、固定资产(占28.97%)和在建工程(占53.53%)构成。

截至2013年底,公司长期股权投资9.40亿元,同比增长37.88%,主要来自对太原燃气集团有限公司的投资增加所致;固定资产31.43亿元,同比增长22.61%,主要来自油气管线转固;在建工程58.08亿元,同比增长65.77%,主要由于公司对天然气管网建设投入的增加所致。

截至2014年3月底,公司资产总额为240.09亿元,较2013年底增长21.56%,主要来自货币资金、应收账款和在建工程的增长。截至2014年3月底,流动资产中,应收账款为30.09亿元,较2013年底增长207.27%,增长主要由于公司煤炭销售及贸易板块结算周期后延所致;非流动资产中,在建工程64.23亿元,较2013年底增长10.60%。

总体看,跟踪期内,公司资产规模持续较快增长,随着固定资产和在建工程的增加,资产构成转为以非流动资产为主。

5. 负债及所有者权益

截至2013年底,公司所有者权益合计27.32

亿元(其中少数股东权益19.70亿元),同比增长3.76%,主要源自未分配利润和少数股东权益的增长。公司燃气业务扩张过程中,主要通过参股、控股方式向省内地市扩张业务,持股比例相对较低。近年公司燃气业务扩张速度快,新设子公司数量多,导致公司少数股东权益快速增长。2013年,公司控股子公司天然气公司借壳上市,上海联合化纤股份有限公司以非公开发行股份的方式购买天然气公司100%股权。上市后,公司对天然气公司的持股比例为34.04%。由于此次反向购买,公司资本公积减少0.81亿元,盈余公积减少1.56亿元。截至2013年底,公司资本公积由2012年底的0.50亿元降至-0.62亿元,盈余公积由1.56亿元降至0.00亿元。截至2013年底,公司归属于母公司的权益为7.62亿元,同比下降18.80%,其中未分配利润占84.54%。

截至2014年3月底,公司所有者权益为32.78亿元(其中少数股东权益23.57亿元),较2013年底增长20.00%,主要源自少数股东权益的增长。总体看公司所有者权益稳定性较弱。

截至2013年底,公司负债合计为170.19亿元,同比增长25.70%,主要来自长期借款和应付债券的增长。从结构上看,公司流动负债占60.00%,非流动负债占40.00%。

截至2013年底,公司流动负债合计102.10亿元,同比增长4.95%,主要由短期借款(占31.99%)、应付票据(占11.33%)、应付账款(占9.97%)、预收账款(占23.11%)、其他应付款(占11.44%)和一年内到期的非流动负债(占10.43%)组成。

截至2013年底,公司应付账款为10.18亿元,同比下降57.62%,主要由于随着应收账款资金的回收加快,公司缩短了与供应商的结算周期;预收账款为23.60亿元,主要为煤炭贸易的预收款;一年内到期的非流动负债为10.65亿元,同比增长490.87%,其中9.12亿元为一年内到期的长期借款。

截至2013年底,公司非流动负债合计68.09

亿元，同比增长 78.68%。其中长期借款 50.00 亿元，同比增长 79.29%，主要来自信用借款的增长。

截至 2013 年底，公司新增应付债券 12.50 亿元，包括两期中期票据“13 晋国信 MTN1”和“13 晋国信 MTN2”，发行金额分别为 2.5 亿元和 5 亿元，以及两期由山西省政府转贷给公司的政府债券，金额均为 2.5 亿元。截至 2013 年底，两期中期票据募集资金已全部用于补充营运资金，政府债券募集资金按山西省财政厅文件要求将全部用于气化山西工程建设。

表 5 截至 2014 年 3 月底公司应付债券情况

(单位：亿元、年)

名称	金额	期限	发行日期
13 晋国信 MTN1	2.5	5	2013 年 5 月 28 日
13 晋国信 MTN2	5	3	2013 年 6 月 7 日
山西省政府债券	2.5	3	2013 年 9 月 6 日
山西省政府债券	2.5	5	2013 年 9 月 13 日

资料来源：公司 2013 年度审计报告

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 207.31 亿元，较 2013 年底增长 21.81%，主要来自应付账款和长期借款的增长。

表 6 公司长期借款偿还期限分布 (单位：亿元)

2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
13.81	31.37	18.37	26.40	16.52

资料来源：公司提供

从公司长期债务偿还期限分布看，2014~2018 年，长期债务偿还额度均保持高位，其中 2015 年和 2017 年达到 31.37 亿元和 26.40 亿元，每年长期债务偿还规模相对公司 EBITDA 规模较大，公司未来将面临较大的筹资压力。

截至 2013 年底，公司全部债务为 121.62 亿元，同比增长 57.27%，其中短期债务占 45.13%，长期债务占 54.87%。受公司管网建设投入增加影响，公司债务规模持续快速增长。截至 2013 年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化率分别为 86.17%、70.95%和 81.66%，分别同比增长 2.45、

12.03 和 7.06 个百分点，债务负担持续加重。

截至 2014 年 3 月底，公司债务总额为 133.15 亿元，较 2013 年底增长 9.49%，其中短期债务下降 17.82%，长期债务上涨 31.95%；公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化率分别为 86.35%、72.87%和 80.25%。

总体看，公司近年燃气管网投入规模大，带动债务规模快速增长。跟踪期内，公司债务负担进一步加重，公司存在一定短期偿债压力，债务结构基本合理，未来面临较大的筹资压力。

6. 偿债能力

截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 87.18%和 83.89%，较 2012 年分别下降 4.72 和 4.53 个百分点；2014 年 3 月底，上述指标分别上升至 107.21%和 104.25%。2013 年公司经营活动现金流动负债比为-0.01%，较 2012 年有所上升。截至 2013 年底和 2014 年 3 月底，公司现金类资产（剔除受限资金）分别为 23.55 亿元和 30.24 亿元，对短期债务保障倍数分别为 0.43 倍和 0.67 倍。考虑到公司经营活动现金流入规模大，流动资产中货币资金占比大，流动负债中预收款项占比高，公司流动资产对流动负债的覆盖程度较好。总体看，公司短期偿债能力偏弱。

受公司债务规模快速增长影响，2013 年公司全部债务/EBITDA 由 2012 年的 12.15 倍上升至 15.04 倍，公司 EBITDA 利息保障倍数由 2012 年的 2.27 倍下降至 1.89 倍。总体看，跟踪期内，公司债务规模大幅增长，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所弱化。考虑到公司作为山西省内煤炭运销业务的重要主体，未来板块经营状况有望随煤炭需求的回升而迅速改善；公司在省内天然气行业处于主导地位，政策支持强，板块扩张迅速；随着贸易板块的快速发展，营业收入大幅增长，公司未来收入利润规模有望保持较快增长。总体看，公司整体偿债能力一般。

2013 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流

入量均有所增长。2013 年，公司 EBITDA 分别为“13 晋国新 MTN1”的 3.23 倍和“13 晋国新 MTN2”的 1.62 倍。公司经营活动流入量分别为上述两期中期票据的 116.05 倍和 58.03 倍，总体看公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对公司待偿还中期票据的保障程度好。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得银行授信 168.33 亿元，其中未使用授信额度 47.70 亿元，公司具备间接和直接融资渠道。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保 1.82 亿元，为对参股企业山西右玉元堡煤业有限责任公司和对山西宁武榆树坡煤业有限公司贷款按持股比例进行的反担保。公司对外担保规模较小，若发生代偿对公司整体经营和财务状况影响较小。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：G10140105000660302），截至 2014 年 7 月 2 日，公司无“未结清”和“已结清”的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

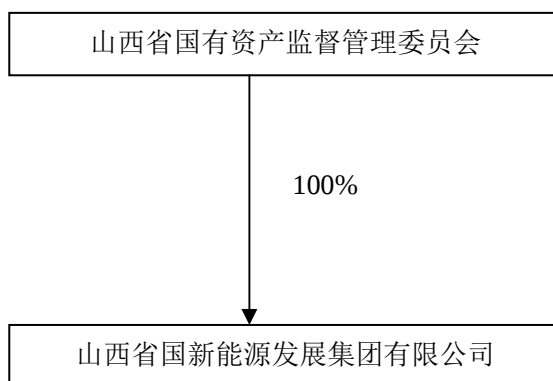
公司为山西省内主要煤炭运销企业，同时在山西燃气开发利用市场占据主导地位。整体业务具备很强的竞争实力，经营风险较小。虽然公司债务负担重，负债水平高，未来投资规模大，但考虑到山西省政府对天然气开发利用政策支持强，公司燃气业务在山西省具有垄断性，且经营规模快速增长，未来天然气板块收入还将持续增长，这有助于公司经营及财务状况的稳定。综合考虑，公司整体抗风险能力较强。

九、结论

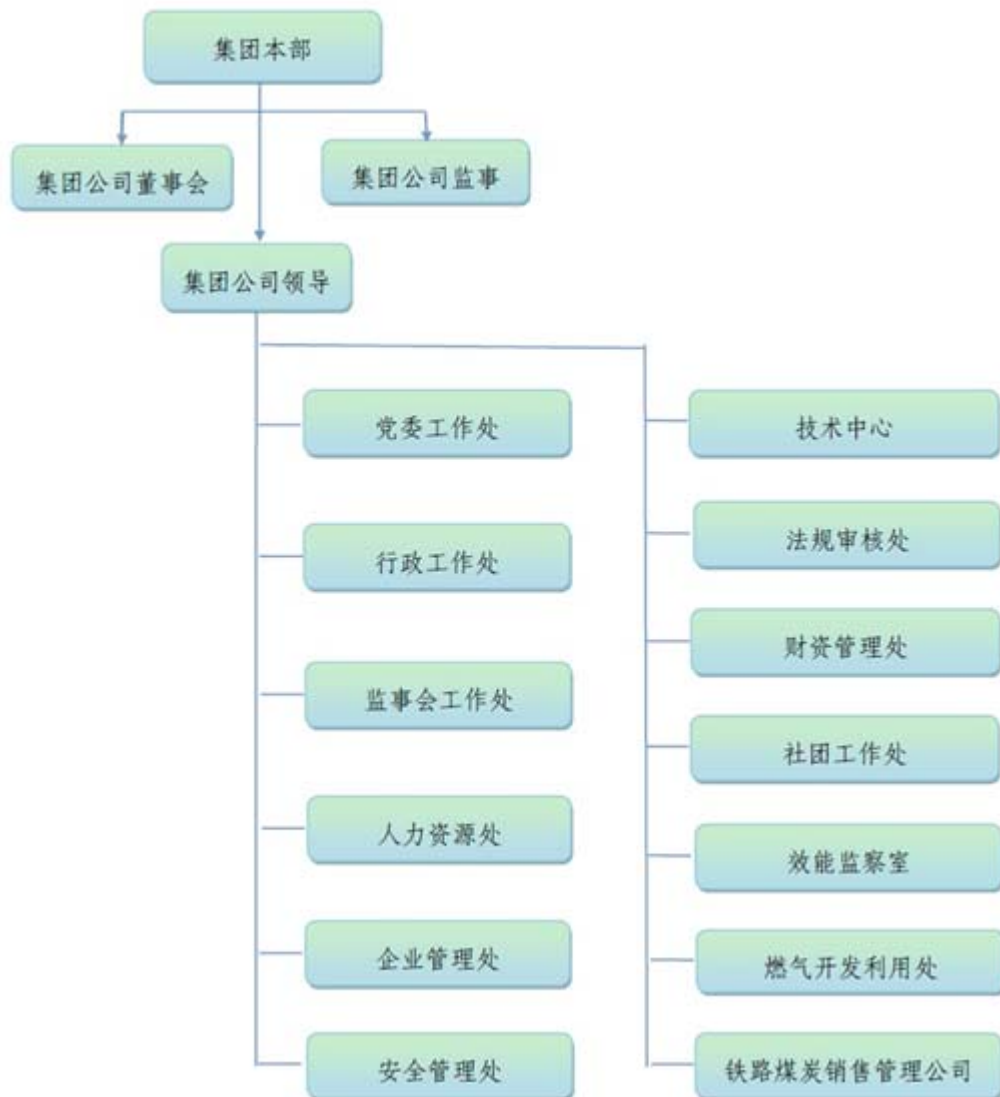
综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“13 晋国新 MTN1”和 13 晋国新 MTN2”AA 的信用

等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.05	27.12	23.55	30.24
资产总额(亿元)	114.94	161.72	197.51	240.09
所有者权益(亿元)	18.86	26.33	27.32	32.78
短期债务(亿元)	29.39	39.56	54.89	45.11
长期债务(亿元)	16.54	37.77	66.73	88.05
全部债务(亿元)	45.93	77.33	121.62	133.15
营业收入(亿元)	219.04	252.86	315.54	87.73
利润总额(亿元)	3.49	3.64	4.08	1.32
EBITDA(亿元)	6.34	6.37	8.08	--
经营性净现金流(亿元)	2.51	-1.27	-0.01	2.00
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.21	14.03	19.12	--
存货周转次数(次)	34.10	45.49	87.19	--
总资产周转次数(次)	2.27	1.83	1.76	--
现金收入比(%)	97.41	94.62	88.73	59.05
营业利润率(%)	14.61	9.21	6.68	6.73
总资本收益率(%)	5.31	3.48	3.09	--
净资产收益率(%)	13.77	9.90	10.36	--
长期债务资本化比率(%)	46.73	58.93	70.95	72.87
全部债务资本化比率(%)	70.89	74.60	81.66	80.25
资产负债率(%)	83.59	83.72	86.17	86.35
流动比率(%)	85.81	91.90	87.18	107.21
速动比率(%)	77.36	88.42	83.89	104.25
经营现金流动负债比(%)	3.18	-1.31	-0.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.90	2.27	1.89	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.25	12.15	15.04	--

注：公司长期应付款中融资租赁款和信托融资款已计入长期债务；现金类资产已剔除受限资金；2011 年计入“其他流动负债”的“11 国新能源 CP001”已调整至短期债务；2014 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级