跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]1798 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“15 晋国新 MTN001”AA 的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十七日

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
中期票据跟踪评级报告

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
15 晋国新 MTN001	3.4 亿元	2015/7/28～2018/7/28	AA	AA

跟踪评级时间：2016 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
现金类资产(亿元)	31.11	28.04	46.06	50.90
资产总额(亿元)	197.51	242.34	327.59	346.15
所有者权益(亿元)	27.32	36.51	55.27	56.88
长期债务(亿元)	66.73	84.40	144.92	151.78
全部债务(亿元)	121.62	150.93	215.20	233.12
营业收入(亿元)	315.54	344.57	291.70	42.47
利润总额(亿元)	4.08	5.17	5.76	2.18
EBITDA(亿元)	8.08	11.63	14.44	--
经营性净现金流(亿元)	-0.01	-1.43	3.38	-3.49
营业利润率(%)	6.68	6.91	7.32	15.64
净资产收益率(%)	10.36	9.95	6.68	--
资产负债率(%)	86.17	84.93	83.13	83.57
全部债务资本化比率(%)	81.66	80.52	79.56	80.39
流动比率(%)	87.18	80.77	85.21	88.76
全部债务/EBITDA(倍)	15.04	12.97	14.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.89	1.43	1.80	--
经营现金流动负债比(%)	-0.01	-1.19	2.77	--

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；2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

张小平　李博文

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”）天然气板块经营规模实现快速增长，并保持正较高的盈利水平，带动公司整体营业利润率提升。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，收入规模和盈利水平持续下滑，债务负担重等因素对公司发展带来的不利影响。

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，公司管网覆盖范围进一步扩大，初步形成了覆盖全省的长输管线和城市管网，用户数量大幅增加，形成了对全省各县市区、重点工业用户、新型工业经济开发区和重点旅游区的供气网络。公司未来天然气板块有望保持较快增长，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“15 晋国新 MTN001”AA 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司天燃气业务板块扩展迅速，对营业收入贡献进一步上升，带动公司营业利润率提升。
2. 公司经营活动现金流入量对存续期内中期票据保障程度很高。

关注

1. 受煤炭景气度下行影响，公司煤炭运销板块收入规模及盈利水平均有所下滑。
2. 跟踪期内，受长期借款增长影响，公司全部债务规模大幅增长，公司债务负担重。

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（以下简称“联合资信”）关于山西省国新能源发展集团有限公司主体长期信用及“13晋国新 MTN1”、“15 晋国新 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

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”或“国新能源”）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（股票代码：600617）。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本为 1.92 亿元。

公司经营范围：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销；为出口组织、加工煤炭；天然气及附属产品的开发及利用；输气管网的建设、生产经营及对外专营；天然气灶具、仪器仪表设备的生产、加工、销售；煤炭、建材、装潢材料，纺织品、日用百货、五金交电、服装鞋帽、土产日杂、花木的销售；自营和代理各类商品和技术的进出口业务，能源科学技术研究服务；信息技术管理咨询服务、铁路、道路、货物运输代理（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 327.59 亿元，所有者权益合计 55.27 亿元（其中少数股东权益 35.35 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 291.70 亿元，利润总额 5.76 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 346.15 元，所有者权益合计 56.88 亿元（其中少数股东权益 37.11 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 42.47 亿元，利润总额 2.18 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

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%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，

中国居民人均可支配收入全年同比增长8.9%，扣除价格因素实际增长7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015年中国进出口总值4.0万亿美元，同比下降8.0%，增速较2014年回落11.4个百分点；除2月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为2.3万亿美元和1.7万亿美元，同比分别下降2.9%和14.2%，进、出口增速较2014年分别回落10个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差5930亿美元，较上年大幅增加54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015年，中国继续实施积极的财政政策，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。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是2015年政策性银行共发行专项金融债6000亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排4批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广PPP模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

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。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。截至2015年末，中国广义货币（M2）余额139.2万亿元，同比增长13.3%，比上年末高1.1个百分点，高于年初设定的12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额40.1万亿元，同比增长15.2%，比上年末高12.0个百分点。整体看，2015年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、 行业及区域经济环境

1. 煤炭物流业

煤炭物流

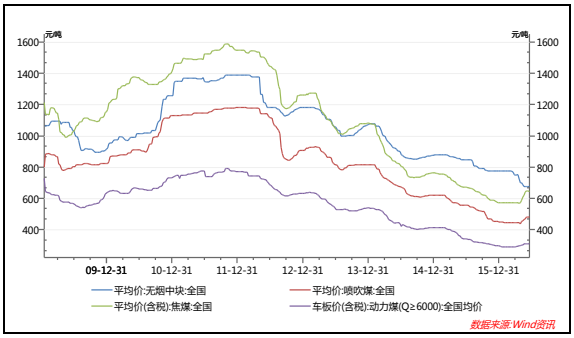
中国煤炭产需逆向分布，发展煤炭物流产业，建设煤炭储配基地，可以在一定程度上缓解煤炭供应紧张时段的运输压力。因此，建设纯粹市场意义上的煤炭物流企业，将成为未来的一个发展方向。

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。

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。2013年，煤炭价格进一步下跌，其中动力煤价格均价较2012年下降了20%。跟踪期，煤炭价格呈波动下滑趋势，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）均价分别为449元/吨、573元/吨、774元/吨和297元/吨，同比分别下跌27.70%、25.10%、11.54%和28.26%。进入2016年，受下游钢厂逐渐恢复生产影响，煤炭需求有所提振，全国主要煤种除无烟煤（中块）外价格均有所回升，截至2016年6月17日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为479元/吨、643元/吨、676元/吨和311元/吨。

图 1　国内主要煤炭品种含税均价（单位：元/吨）



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资格，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

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人民群众生活、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。

天然气政策方面，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。2015 年 2 月 26 日，国家发改委发布了《国家发展改革委关于理顺非居民用天然气价格的通知》，决定自 2015 年 4 月 1 日起，实现存量气和增量气价格并轨，试点放开直供用户用气门站价格，居民用气门站价格暂不作调整。11 月 18 日,国家发改委发布了《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》，一是自 2015 年 11 月 20 日起非居民用气最高门站价格每立方米下调 0.7 元，二是推出新的价格形成机制,将现行的最高门站价格管理改为基准门站价格管理,降低后的门站价格作为基准门站价格,供需双方可在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。2015 年 8 月《关于深化国有企业改革的指导意见》明确了石油天然气领域的改革：“在石油、天然气、电力、铁路、电信、资源开发、公用事业等领域，向非国有资本退出符合产业政策、有利于转型升级的项目。”2015 年 10 月 15 日《中共中央、国务院关于推进价格机制改革的若干意见》发布，意见明确，到 2017 年，竞争性领域和环节价格基本放开，政府定价范围主要限定在重要公用事业、公益性服务、网络型自然垄断环节，尽快全面理顺天然气价格，加快放开天然气气源和销售价格，按照“准许成本加合理收益”原则，合理制定天然气管网输配价格。

总体看，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。公司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。2015 年公司共销售

煤炭 2608 万吨。

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。2015 年，公司共销售燃气 31.46 亿立方米。

六、管理分析

跟踪期内，公司在高层管理人员、法人治理结构及管理体制方面无重大变化。

七、重大事项

根据山西省人民政府国有资产监督管理委员会《关于国新能源与晋能集团燃气板块资产、业务和人员重组整合有关事宜的通知》（晋国资产权函【2015】383 号），拟将晋能集团有限公司（以下简称“晋能集团”）和其所属的国有全资企业投资形成的燃气产业板块的国有股权无偿划转给国新能源。

本次股权无偿划转涉及晋能集团下属的全资子公司山西国际电力集团有限公司、山西煤炭运销集团有限公司的燃气产业板块。本次股权无偿划转的同时，国新能源按照原煤检站和拟建加气站“沿线就近、成建制分流”的原则，一次性接收晋能集团煤站分流职工 38505 人中的 10000 名分流职工，并按照自身燃气产业发展战略和规划，加快燃气产业市场开发和项目建设，在 3 年内将接收的职工分流安置到位。山西省政府给予的财政补贴（包括资本金和人员工资保险补贴），按照 10000：38505 分配给国新能源和晋能集团。截至 2016 年 3 月底，上述股权划转已全部完成，公司已经接收分流职工人数为 9282 人，至 2015 年底已安置 1413 人，接收人员基本安置到燃气板块相关岗位及药材板块国新晋药等公司。

公司本次接收无偿划转股权包括山西燃气产业集团有限公司 65.79%股权、太原美运天然气有限公司 100%股权、山西煤炭运销集团大元新能源有限公司 51%股权、山西压缩天然气集团有限公司 50%股权、山西压缩天然气集团临汾有限公司 49%股权、山西压缩天然气集团运城有限公司 49%股权、山西压缩天然气集团吕梁有限公司 49%股权、山西压缩天然气集团晋中有限公司 49%的股权、山西压缩天然气集团朔州有限公司 49%的股权、山西省压缩天然气集团忻州有限公司 49%的股权、山西压缩天然气集团晋东有限公司 40%的股权。公司天然气业务规模进一步扩大，在山西省内已形成垄断地位。2015 年公司因接收分流职工获得财政补贴 9.41 亿元，未来两年公司仍将获得此方面的补贴。

八、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。2015 年公司实现营业收入 291.70 亿元，同比下降 15.34%，主要系煤炭运销板块收入下降所致。从整体收入构成上看，公司天然气板块收入占比明显上升；受煤炭行业景气度下降影响，煤炭运销板块收入占比有所下降。

毛利率方面，天然气板块仍然保持着较高水平，2015 年达到 25.14%，受其收入占比上升的影响，公司整体毛利率也有所上升，达到 7.43%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 42.47 亿元，为 2015 年全年的 14.56%，收入构成中天然气板块占比进一步大幅提升，煤炭运销和贸易板块占比下降。同期，公司整体毛利率为 15.94%。

表 1　公司营业收入及利润构成（单位：亿元、%）

经营项目	2014 年			2015 年			2016 年 1~3 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
煤炭运销	135.60	39.35	7.26	84.56	28.99	4.84	6.03	14.20	5.64
天然气	58.79	17.06	21.00	73.33	25.14	23.88	29.18	68.71	21.97
贸易	148.70	43.16	0.16	133.33	45.71	0.02	6.48	15.26	0.31
其他	1.48	0.43	1.83	0.48	0.16	8.30	0.78	1.83	0.00
合计	**344.57**	**100.00**	**7.04**	**291.70**	**100.00**	**7.43**	**42.47**	**100.00**	**15.94**

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，公司运输、装卸等产生的费用计入营业成本核算。

跟踪期内，受煤炭需求减缓和价格下降影响，该板块收入规模大幅下降，2015 年公司煤炭运销业务收入 84.56 亿元，同比大幅下降 37.64%，该板块毛利率同比下降了 2.42 个百分点至 4.84%。2016 年 1~3 月，公司实现板块收入 6.03 亿元，为 2015 年全年的 7.13%，毛利率较 2015 年底上升了 0.80 个百分点至 5.64%。

表 2 公司煤炭采销情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
采购总量	3594	2608	210.24
采购均价	347	310.24	273.51
采购成本	124.67	80.47	5.69
销售总量	3594	2608	210.24
销售均价	374	321.76	282.99
销售收入	134.43	84.56	6.03

资料来源：公司提供

2015 年，公司煤炭销量为 2608 万吨，同比下降 27.43%；煤炭采购均价和销售均价分别下降至 310.24 元/吨和 321.76 元/吨。2016 年 1~3 月，公司煤炭销售量为 210.24 万吨，占 2015 年全年的 8.06%；采购均价和销售均价进一步下降至 273.51 元/吨和 282.99 元/吨。

除集团公司外，煤炭运销板块经营实体主要集中在大同方威煤炭运销有限责任公司、山西省国新能源发展集团洪鑫煤炭有限公司、山西省国新能源发展集团平遥煤炭有限公司、山西中发煤炭运销有限公司、大同亿鑫煤炭运销有限责任公司几家子公司。截至 2015 年末，上述公司分别实现销售收入 8.94 亿元、1.20 亿元、5.46 亿元、1.75 亿元和 7.90 亿元，分别实现利润-33.83 万元、-279.98 万元、50.61 万元、106.65 万元和 28.6 万元。

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。

跟踪期内，为应对煤炭市场及政策的双重变化，公司一方面积极推进煤炭业务板块整合，成立了煤焦销售公司作为运营主体，结合市场和效益，建立了新的业务类型和业务渠道以稳固市场份额；另一方面公司转让了 3 户控股煤炭企业股权，启动了 7 户直属煤炭企业清算，100 多名员工分流安置到燃气企业。

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，收入规模和毛利率水平均有所下降，但公司煤炭运销网络覆盖广，运力资源充足。公司煤炭运销业务经营状况对煤炭市场行情较为敏感。

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，公司管网覆盖范围进一步扩大，用户数量大幅增加，收入规模显著增长。2015 年，公司销售天然气 31.46 亿立方米，同比增长 39.76%；实现销售收入 73.33 亿元，同比增长 33.25%。2016 年 1~3 月，公司天然气销售业务实现收入 29.18 亿元，占 2015 年全年收入的 39.79%。公司初步形成了由 11 个国家级天然气气源分输口、8 个煤层气并入点和 2 座焦炉煤气甲烷化工厂构成的多气源供应格局，初步形成了覆盖全省的长输管线 6100 公里、城市管网 5220 公里、总长超 1 万公里、年管输能力超 280 亿立方米的燃气大管网架构，初步形成了由 8 座液化工厂、163 座 CNG/LNG 加气站、1 座燃气热电联产工厂、1 座碳四深加工工厂构成的产业实体，寿阳煤层气综合利用产业园区、古县焦炉煤气甲烷化项目、阳曲压差式天然气液化项目、榆次碳四深加工项目等一批转型重点项目陆续投产运行，气化覆盖全省 104 县（市、区）550 万户居民 1800 万人，全省气化率 52%，供气村镇 2200 个、工业用户 520 家、商业公福用户 10000 家、各类 CNG/LNG 车辆 12 万辆，形成了对全省各县市区、重点工业用户、新型工业经济开发区和重点旅游区的供气网络。

表 3 公司天然气采购及销售情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
销售总量（亿立方米）	22.51	31.46	14.38
采购均价（元/立方米）	1.81	1.74	1.59
销售均价（元/立方米）	2.22	2.27	2.01
销售收入（亿元）	**55.03**	**73.33**	**29.18**
协议接驳用户数（户）	3868934	4184996	4243829
其中：住宅用户（户）	3859956	4175575	4234261
工商业用户（户）	8978	9421	9568
燃气管道长度（公里）	3940	6100	6100
供气能力（立方米/日）	6650	6000	6000
CNG/LNG 加注站（个）	94	131	139

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司燃气业务规模实现快速扩张，燃气销量的增长带动板块收入规模的上升，并一直保持着较高的盈利水平。公司管网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

公司的贸易业务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”）开展。远东公司原经营焦炭、钢材、金属镁、石墨、型煤、腐植酸类等能源化工产品的销售业务。冶金公司主要经营钢材、焦炭、化工产品等的销售业务。

2015 年公司贸易板块收入为 133.33 亿元，同比下降 10.34%。同期，公司贸易板块毛利率由 2014 年的 0.16%下降至 0.02%。2016 年 1~3 月，公司贸易板块实现营业收入 6.48 亿元，占 2015 年营业收入的 4.86%，毛利率回升至 0.31%。

总体来看，跟踪期内，公司贸易板块收入有所下降，毛利率水平较低，对公司利润贡献较小。

2．未来发展

跟踪期内，公司谋划产业布局，为了充分利用山西省在中药材方面的资源及地缘优势，公司合资组建了国新晋药公司作为业务平台，与省林业厅签订了全省国有林区林场中药材开发利用项目战略合作备忘录，与全省 36 个县区签订了中药材基地合作协议。未来，公司将围绕中药材种植、中药材饮片加工、中药材保健食品药品开发、中药材集散地建设和中医养老护理院等产业链条发展中药材板块。

2015 年，公司在建项目主要集中在加气站、输气管线及煤层气、天然气液化等项目，公司计划总投资 45.16 亿元，截至 2016 年 3 月底已投入 30.36 亿元，公司计划于 2016 年、2017 年分别投资 11.80 亿元和 5.93 亿元。未来，公司拟建项目包括太原液化天然气储备调峰中心、阳泉盂县液化调峰项目、平遥天然气液化工厂项目（二期）三个项目，分别计划投资 3 亿元、2.5 亿元、3 亿元。

总体看，公司未来存在一定规模的资金投入，有一定的对外融资需求。

九、财务分析

公司提供的 2015 年财务报表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结论。公司 2016 年一季度财务报表未经审计。

2015 年公司合并范围新增二级子公司 5 家，减少二级子公司 4 家。合并范围的变化对财务报表的可比性影响不大。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 327.59 亿元，所有者权益合计 55.27 亿元（其中少数股东权益 35.35 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 291.70 亿元，利润总额 5.76 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 346.15 亿元，所有者权益合计 56.88 亿元（其中少数股东权益 37.11 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 42.47 亿元，利润总额 2.18 亿元。

1．盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 291.70 亿元，同比下降 15.34%；营业成本方面，2015 年，公司营业成本 270.04 亿元，同比年下降 15.70%，高于营业收入下降速度，2015 年，公司营业利润率 7.32%，同比上升了 0.41 个百分点。

从期间费用看，2015 年，公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比重为 6.04%，较 2014 年略有上升。

2016 年，公司实现投资收益 1.08 亿元，其中处置可供出售金融资产取得的投资收益 0.80 亿元，处置长期股权投资产生的投资收益 0.24 亿元；公司实现营业外收入 1.49 亿元，其中政府补助为 1.41 亿元，主要为接收职工收到的补助；营业外支出 0.28 亿元。

2015 年，公司利润总额 5.76 亿元，同比增长 11.51%。从盈利指标看，公司总资本收益率为 3.22%，同比下降了 0.77 个百分点；公司净资产收益率为 6.68%，同比下降了 3.27 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 42.27 亿元，为 2015 年全年的 14.49%；营业利润率为 15.64%，较 2015 年明显提升；利润总额为 2.18 亿元。

总体看，跟踪期内，受煤炭运销板块收入规模下降影响，公司整体收入规模有所下滑，但公司仍保持着稳定的盈利水平，公司期间费用控制能力较强。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015 年，公司经营活动现金流入 199.43 亿元，同比下降 17.41%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 189.71 亿元，同比下降 19.48%。2015 年，公司经营活动现金流出 196.05 亿元，同比下降 19.29%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 171.67 亿元，同比下降 17.78%。2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 3.38 亿元。从收入实现质量看，2015 年，公司现金收入比为 65.04%，较 2014 年下降了 3.34 个百分点。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入 5.43 亿元，同比大幅增长，其中，取得投资收益收到的现金 0.89 亿元，收到其他与投资活动有关的现金 3.88 亿元。2015 年，公司投资活动现金流出 28.10 亿元，同比增长了 2.14%，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 25.05 亿元，同比下降了 3.33%。2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-22.66 亿元。2015 年，公司筹资活动前现金流量净额为-19.28 亿元，公司具有一定的对外融资需求。

筹资活动方面，现金流主要是得借款收到现金和偿还债务支付的现金。2015 年，公司取得借款收到的现金 97.31 亿元，偿还债务支付的现金 62.00 亿元，筹资活动现金流量净额为 38.12 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额-3.48 亿元，其中，经营活动现金流入 55.06 亿元，经营活动现金流出 58.55 亿元；投资活动现金流入净额-8.15 亿元；筹资活动现金流量净额 17.29 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流规模有所下降，收现质量下降，经营活动现金流无法满足投资支出，存在一定的对外融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 327.59 亿元，同比增长 35.18%。从资产构成看，流动资产占比 31.77%，非流动资产占比 68.23%，非流动资产占比同比增长了 8.23 个百分点。

截至 2015 年底，公司流动资产为 104.07 亿元，同比增长 7.38%，主要由货币资金（占比 42.79%）、应收账款（占比 14.38%）、预付款项（占比 23.37%）、其他应收款（占比 10.96%）和存货（占比 4.27%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 44.53 亿元，同比增长 66.32%，其中，受限资金 2.83 亿元，系银行承兑汇票保证金及履约保函保证金。

截至 2015 年底，公司应收账款账面价值为 14.97 亿元，同比下降 3.04%。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 15.04 亿元，占总的应收账款账面余额的比例为 97.85%，其中，1 年以内的占比 72.02%，1~2 年的占比 15.08%，2~3 年的占比 7.38%，3 年以上的占比 5.52%，公司应收账款账龄结构适中。公司应收账款共计提坏账准备 0.41 亿元。

截至 2015 年底，公司预付款项为 24.32 亿元，同比下降 27.65%。按照账龄列示，公司预付账款中 1 年以内的占 32.73%，1~2 年的占 49.46%，2~3 年的占 6.32%，3 年以上的占 11.49%。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 11.41 亿元，同比下降 20.71%，其中单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额为 4.80 亿元。采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额 6.92 亿元，其中账龄在 1 年

以内的占 77.86%，1~2 年的占 5.12%，2 至 3 年的占 2.42%，3 年以上的占 14.60%。公司其他应收款共计提 0.45 亿元坏账准备。

截至 2015 年底，公司存货为 4.44 亿元，同比增长 9.81%。公司存货主要为库存商品及原材料（占比 5.68%）。公司存货共计提跌价准备 19.38 万元。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 223.52 亿元，同比增长 53.71%，主要源自固定资产的增长。从构成上来看，公司非流动资产主要由固定资产（占 47.82%）和在建工程（占 39.32%）构成。

截至 2015 年底，公司固定资产为 106.88 亿元，同比增长 133.62%，主要来源于新增的房屋建筑物、输气管线及机器设备。从构成上来看，房屋建筑物占比为 25.23%，机械设备占比为 15.63%，输气管线占比为 37.22%。公司固定资产累计折旧 18.14 亿元，共计提减值准备 163.17 万元。

截至 2015 年底，公司在建工程为 87.90 亿元，同比增长 15.28%，主要是公司对天然气管网建设投入的增加所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 346.15 亿元，较 2015 年底增长 5.66%，其中，流动资产占比 34.75%，非流动资产占比 65.25%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续较快增长，受固定资产规模大幅增长的影响，公司非流动资产占比有所上升。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 55.27 亿元，同比增长 51.39%，主要来自少数股东权益（系非全资子公司纳入合并范围所致）及资本公积的增长。其中公司于 2015 年接收无偿划转企业职工拨款 4.40 亿元和财政厅拨入扶贫项目资金 0.14 亿元，增加了国有资本金；公司接收无偿划入企业增加资本公积 1.61 亿元；公司子公司增加资本公积按持股比例计算增加 2.88 亿元。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益为 19.92 亿元，其中实收资本占 9.64%、资本公积占 50.97%、未分配利润占 34.87%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 56.88 亿元，较 2015 年底增长 2.91%，主要来自于少数股东权益的增长。

跟踪期内，在资本公积及少数股东权益的带动下，公司所有者权益快速增长，但公司所有者权益中未分配利润占比较高，稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 272.32 亿元，同比增长 32.30%。其中，流动负债占比 44.85%，非流动负债占比 55.15%。

截至 2015 年底，公司流动负债为 122.14 亿元，同比增长 1.79%，主要由短期借款（占 33.66%）、应付账款（占 9.26%）、预收款项（9.83%）、其他应付款（19.87%）和一年内到期的非流动负债（20.19%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款为 41.11 亿元，同比增长 16.18%，主要是保证借款和信用借款；公司应付票据 4.51 亿元，其中银行承兑汇票为 3.51 亿元，商业承兑汇票为 1.00 亿元；公司应付账款为 11.31 亿元，同比下降 19.97%，其中账龄在 1 年以内的占 66.22%，1~2 年的占 14.32%；公司预收款项为 12.01 亿元，同比下降 45.36%，主要系煤炭贸易规模下降所；公司其他应付款 24.27 亿元，同比增长 61.22%，主要系应付工程及设备款增长所致；公司一年内到期的非流动负债 24.66 亿元，同比增长 17.79%，主要系公司将 5 亿元即将到期的 2013 年度第二期中期票据转入一年内到期的应付债券内核算，该期中票已于 2016 年 6 月到期偿付本金。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 150.18 亿元，同比增长 74.95%，主要来自于长期借款、应付债券和长期应付款的增长。从构成上来看，长期借款占比为 65.56%、应付债券占比为 17.25%、长期应付款占比为 13.69%。

截至 2015 年底，公司长期借款为 98.46 亿元，同比增长 59.33%，主要为保证借款和信用借款；公司应付债券为 25.90 亿元，同比增长

48.00%，系公司于 2015 年发行 3.40 亿元中期票据及合计 10 亿元山西省政府债券所致；公司长期应付款 20.56 亿元，同比大幅增长，主要系公司新增融资租赁款所致。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务 215.20 亿元，同比增长 42.59%，其中，短期债务占比 32.66%，长期债务占比 67.34%。

从债务指标看，2015 年，公司资产负债率为 83.13%，同比下降 1.80 个百分点；全部债务资本化比率为 79.56%，同比下降 0.96 个百分点；长期债务资本化比率为 72.39%，同比上升 2.59 个百分点。公司债务负担仍较重。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 289.27 亿元，较 2015 年底增长 6.22%，主要由于短期借款增长所致。同期，公司全部债务 233.12 亿元，其中，短期债务占比 34.89%，长期债务占比 65.11%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较 2015 年底变化不大，分别为 83.57%、80.39%、72.74%。

总体看，跟踪期内，公司长期债务规模大幅增长，公司整体债务负担重。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2015 年底，公司流动比率为 85.21%，同比上升 4.44 个百分点；速动比率为 81.57%，同比上升 4.17 个百分点；经营现金流动负债比为 2.77%，同比有所改善。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别为 88.76%、85.87%，与 2015 年底相比均有所上升。总体看，跟踪期内公司短期偿债指标均有所改善，但仍处于较弱水平，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2015 年，公司 EBITDA 为 14.44 亿元；EBITDA 利息倍数为 1.80，EBITDA 对利息保障能力一般；全部债务/EBITDA 倍数为 14.91 倍，EBITDA 对全部债务保障能力弱。考虑到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，收入规模不断增长，盈利水平较高，未来收入、利润贡献有望保持较快增长。总体看，公司整体偿债能力一般。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 236.34 亿元，其中未使用授信额度 51.93 亿元。公司子公司山西省国新能源股份有限公司为上海证券交易所上市公司。公司具备间接和直接融资渠道。

5. 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 2016 年 6 月 6 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷信息中有 1 笔不良和关注类信贷，总体看，公司过往债务履约情况良好。

6. 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，未来具有一定的融资需求，但考虑到山西省政府对天燃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，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。

十、存续期债券偿还能力

公司发行的“13 晋国新 MTN1”和“15 晋国新 MTN001”两期中期票据规模分别为 2.5 亿元和 3.4 亿元，到期日分别为 2018 年 5 月 29 日和 2018 年 7 月 28 日。2013～2015 年，公司 EBITDA 分别为 8.08 亿元、11.63 亿元和 14.44 亿元，分别为两期中票偿还总额的 1.37 倍、1.97 倍和 2.45 倍，EBITDA 对两期中票的保障程度较高。2013～2015 年，公司经营活动现金流入量分别为 290.13 亿元、241.48 亿元和 199.43 亿元，分别为两期中票偿还总额的 49.17 倍、40.93

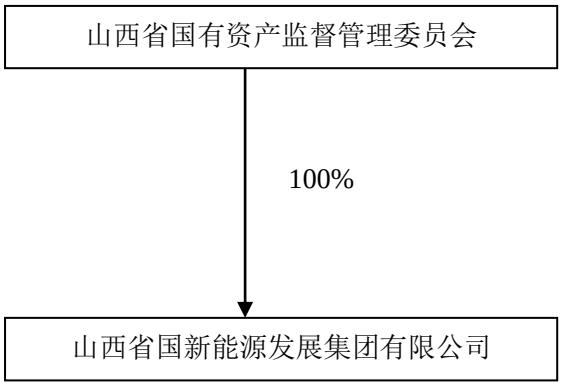
倍和 33.80 倍，公司经营活动现金流入量对两期中票的保障能力很强；2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额分别为-0.01 亿元、-1.43 亿元和 3.38 亿元，对“13 晋国新 MTN1”及“15 晋国新 MTN001”的保障能力较弱。

总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期中期票据保障程度很高。

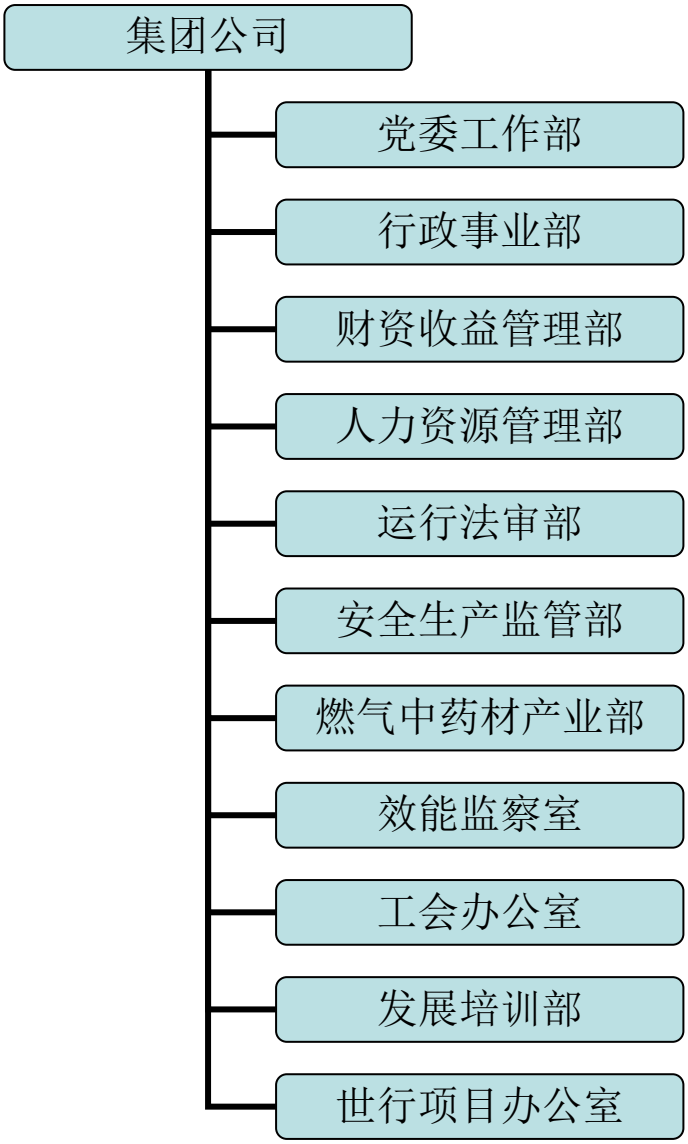
十一、结论

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“15 晋国新 MTN001”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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.11	28.04	46.06	50.90
资产总额(亿元)	197.51	242.34	327.59	346.15
所有者权益(亿元)	27.32	36.51	55.27	56.88
短期债务(亿元)	54.89	66.53	70.28	81.34
长期债务(亿元)	66.73	84.40	144.92	151.78
全部债务(亿元)	121.62	150.93	215.20	233.12
营业收入(亿元)	315.54	344.57	291.70	42.47
利润总额(亿元)	4.08	5.17	5.76	2.18
EBITDA(亿元)	8.08	11.63	14.44	--
经营性净现金流(亿元)	-0.01	-1.43	3.38	-3.49
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.12	24.51	17.57	--
存货周转次数(次)	87.19	86.50	63.61	--
总资产周转次数(次)	1.76	1.57	1.02	--
现金收入比(%)	88.73	68.38	65.04	82.03
营业利润率(%)	6.68	6.91	7.32	15.64
总资本收益率(%)	3.09	3.99	3.22	--
净资产收益率(%)	10.36	9.95	6.68	--
长期债务资本化比率(%)	70.95	69.80	72.39	72.74
全部债务资本化比率(%)	81.66	80.52	79.56	80.39
资产负债率(%)	86.17	84.93	83.13	83.57
流动比率(%)	87.18	80.77	85.21	88.76
速动比率(%)	83.89	77.40	81.57	85.87
经营现金流动负债比(%)	-0.01	-1.19	2.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.89	1.43	1.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.04	12.97	14.91	--

注：1。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；
2．2016 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/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　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。