跟踪评级公告

联合[2017]1714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

二零一七年七月二十六日

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	到期兑付日	本次评级结果	上次评级结果
13 晋国新 MTN1	2.50 亿元	2018/05/29	AA	AA
15 晋国新 MTN001	3.40 亿元	2018/07/28	AA	AA

评级时间：2017 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
现金类资产(亿元)	28.04	46.06	52.14	54.41
资产总额(亿元)	242.34	327.59	387.17	410.20
所有者权益(亿元)	36.51	55.27	53.99	57.36
短期债务(亿元)	66.53	72.21	115.75	111.64
长期债务(亿元)	84.40	144.92	162.89	173.75
全部债务(亿元)	150.93	217.13	278.63	285.39
营业收入(亿元)	344.57	291.70	153.07	39.74
利润总额(亿元)	5.17	5.76	1.44	0.47
EBITDA(亿元)	11.63	14.44	14.12	--
经营性净现金流(亿元)	-1.43	3.38	0.60	5.11
营业利润率(%)	6.91	7.32	13.84	15.28
净资产收益率(%)	9.95	6.68	0.05	--
资产负债率(%)	84.93	83.13	86.06	86.02
全部债务资本化比率(%)	80.52	79.71	83.77	83.26
流动比率(%)	80.77	85.21	72.50	73.50
全部债务/EBITDA(倍)	12.97	15.04	19.73	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	1.80	1.29	--
经营现金流动负债比(%)	-1.19	2.77	0.36	--

注：公司其他应付款中的借款计入短期债务；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；2017 年一季度财务数据未经审计。

分析师

李博文　张　超

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

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，并保持较高的盈利水平。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司煤炭运销板块及贸易受行业需求减弱影响，收入规模和盈利水平持续下滑，期间费用较高，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，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。

综合评估，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，维持“13 晋国新 MTN1”和“15 晋国新 MTN001”的信用等级为 AA。

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，改善了公司的收入结构，带动公司营业利润率提升。
2. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续中期票据保障程度高。
3. 公司债务结构合理，以长期债务为主。

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大幅下滑。
2. 跟踪期内，受短期借款增长影响，公司债务规模大幅增长，债务负担重。
3. 公司期间费用高，成本控制有待提高，且期间费用及营业外收入对利润水平影响较大，整体盈利能力弱。

声　明

一、本报告引用的资料主要由山西省国新能源发展集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山西省国新能源发展集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于山西省国新能源发展集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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。1991 年 10 月，经省经委批准更名为山西省乡镇煤炭运销公司。2004 年 7 月，组建山西省乡镇煤炭运销集团，更名为山西省乡镇煤炭运销集团有限公司。2008 年 6 月，经省国资委批准，更名为现名。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。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为 6.46 亿元。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）。上市公司更名为山西省国新能源股份有限公司（以下简称“国新能源股份”）。天然气股份更名为山西天然气有限公司（以下简称“山西天然气”），山西省国新能源股份持有山西天然气 100%股权。截至 2017 年 3 月底，国新能源股本 10.85 亿元，公司持有国新能源股份 31.64%的股份。

公司主要经营批发业，业务板块包括煤炭、贸易、天然气、医药和其他等。截至 2016 年底，公司下设党委工作部、人力资源管理部、财资收益管理部等 11 个部门，拥有 52 个二级子公司。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 387.17 亿元，所有者权益合计 53.99 亿元（其中少数股东权益 36.76 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 153.07 亿元，利润总额 1.44 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 410.20 元，所有者权益合计 57.36 亿元（其中少数股东权益 38.59 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 39.74 亿元，利润总额 0.47 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：刘军。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

“13 晋国新 MTN1”于 2013 年 5 月 29 日发行，发行额度 2.50 亿元，2018 年 5 月 29 日到期。债券募集资金用于补充营运资金。跟踪期内，于 2017 年 5 月 29 日付息。

“15 晋国新 MTN001”于 2015 年 7 月 28 日发行，发行额度 3.40 亿元，2018 年 7 月 28 日到期。债券募集资金用于偿还银行贷款。跟踪期内于 2016 年 7 月 28 日付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
13 晋国新 MTN1	2.50	2.50	2013/05/29	2018/05/29
15 晋国新 MTN001	3.40	3.40	2015/07/28	2018/07/28

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国

居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所

增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、 行业经济环境

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的东部地区。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。

六、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

公司原是山西省煤炭运销计划单列单位，为应对市场和政策的双重变化，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，稳固了市场份额；另一方面转让了 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，确保了企业的精干高效、轻装上阵。

公司下属的山西天然气代表山西省政府对天然气项目进行统一的建设运营；同时山西省政府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。2016 年，公司共销售燃气 38.10 亿立方米。

七、管理分析

由于原董事长梁谢虎先生于 2017 年 4 月退休，2017 年 3 月 24 日，经山西省人民政府国有资产监督管理委员会研究决定，任命刘军先生为公司董事长，凌人枫先生为公司副董事长。

刘军，男，生于 1967 年 9 月，中共党员，高级政工师。1986 年 7 月至 1988 年 5 月，在山西省大同矿务局从事会计工作；1988 年 6 月至 1990 年 10 月，任 51361 部队营房保障队干事；1990 年 11 月至 1998 年 1 月，任山西省煤炭运销总公司落里湾集运站站长兼总支书记；1998 年 2 月至 2003 年 6 月，任山西省煤炭运销总公司朔州分公司总经理；2003 年 7 月至 2007 年 2 月，任山西省乡镇煤炭运销集团有限公司董事及副总经理；2007 年 3 月至 2008 年 7 月，任山西省乡镇煤炭运销集团有限公司董事及总经理；2008 年 7 月至 2017 年 2 月，任公司董事及总经理，2017 年 3 月至今任公司董事长。

凌人枫，男，出生于 1969 年 11 月，中共党员，经济师、高级人力资源管理师。1992 年至 1994 年，任太原矿业机器厂助理工程师；1994 年至 1995 年，任山西省煤炭高新技术总公司项目负责人；1995 年至 2000 年工作于山西省煤炭运销总公司；2000 年 11 月至 2007 年 8 月，任山西省煤炭运销总公司阳泉分公

司副经理兼公路公司经理，阳泉通源公路煤炭运销有限责任公司董事长、监事会主席；2007 年 8 月至 2008 年 12 月，任山西省乡镇煤炭运销集团有限公司党群工作处处长、人力资源处处长；2008 年 12 月至 2009 年 4 月，任山西省国新能源发展集团有限公司总经理助理、人力资源处处长；2009 年 4 月至 2009 年 10 月，任山西省国新能源发展集团有限公司董事、党委副书记；2009 年 10 月至 2017 年 2 月，任公司董事、党委副书记；2017 年 3 月至今任公司总经理。

跟踪期内，除以上变化，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务包括煤炭运销、天然气和贸易。2016 年公司实现营业收入 153.07 亿元，同比下降 47.52%，主要系煤炭运销和贸易板块收入下降所致。从整体收入构成上看，公司天然气板块收入占比明显上升；受山西省发改委考核标准的变化，公司减少了贸易板块的规模；受煤炭运销体制改革，取消了原有行政性收费影响，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，2016 年达到 23.82%，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 14.19%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 39.74 亿元，为 2016 年全年的 25.96%，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 15.03%。

表 2　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			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭运销	135.60	39.35	7.26	84.56	28.99	4.84	34.39	22.46	4.41	7.40	18.62	5.68
天然气	58.79	17.06	21.00	73.33	25.14	23.88	80.74	52.74	23.82	30.45	76.62	17.83
贸易	148.70	43.16	0.16	133.33	45.71	0.02	29.01	18.95	1.01	1.18	2.97	0.64
其他	1.48	0.43	1.83	0.48	0.16	8.30	8.93	5.85	7.56	0.71	1.79	16.85
合计	**344.57**	**100.00**	**7.04**	**291.70**	**100.00**	**7.43**	**153.07**	**100.00**	**14.19**	**39.74**	**100.00**	**15.03**

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。

2014 年 11 月 26 日，山西省人民政府颁布了《山西省煤炭焦炭公路销售体制改革方案》，从 2014 年 12 月 1 日起，山西省全部取消相关企业代行的煤炭、焦炭公路运销管理行政授权。上述企业、分支机构和各站点停止履行煤炭焦炭运销管理、查验票据及代征焦炭生产排污费等行政职能。此前，山西煤炭销售采用销售票方式，对煤炭实行统一运销。煤炭运销体制改革后，公司不再代行煤炭、焦炭公路运销的管理以及相关的收费，对公司的煤炭运销板块的收入影响很大。

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。

2015 年，公司还有部分煤炭运销改革前签署的合同尚未结束，随着这部分合同结束，公司 2016 年运销板块的收入大幅度下降。2016 年公司煤炭运销业务收入 34.39 亿元，同比大幅下降 59.33%。2016 年，该板块毛利率为 4.41%，较同期保持稳定。2017 年 1~3 月，公司实现板块收入 7.40 亿元，同比增加 22.72%，毛利率 5.68%，同比保持稳定（2016 年一季度为 5.64%）。

表 3 公司煤炭采销情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
采购总量	2608.00	983.33	165.92
采购均价	310.24	334.25	416.61
采购成本	80.47	32.87	6.91
销售总量	2608.00	987.60	166.57
销售均价	321.76	346.37	439.95
销售收入	84.56	34.39	7.40

资料来源：公司提供

2016 年，公司煤炭销量为 987.60 万吨，同比下降 62.13%；煤炭采购均价和销售均价分别上涨至 334.25 元/吨和 346.37 元/吨。2017 年 1~3 月，公司煤炭销售量为 166.57 万吨，为 2016 年全年的 16.87%；采购均价和销售均价进一步上涨至 416.61 元/吨和 439.95 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。2016 年底，上述公司分别实现销售收入 1.83 亿元、0.30 亿元、2.10 亿元、1.09 亿元和 1.26 亿元，分别实现利润-833.76 万元、-602.80 万元、68.09 万元、-213.45 万元和-311.39 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，保持同中国华能集团公司、中国华电集团公司、中国国电集团公司、华润（集团）有限公司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，国新能源煤炭贸易产业积极应对煤炭市场变化，进一步理顺产业板块管理体制和运行机制，煤焦销售公司以市场为导向建立完善的全面购销管理体系，降低运销成本，推动产业向实体化、多元化发展。

总体看，跟踪期内，公司煤炭运销业务受煤炭运销体制改革，取消了原有行政性收费影响，收入规模和毛利率水平均有所下降，预计未来公司该板块的收入会持续下滑。

天然气业务

公司天然气板块主要由山西天然气有限公司承担。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，应由山西天然气有限公司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有限公司享有山西省内天然气项目专营权。山西天然气有限公司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。2016 年，公司销售天然气 38.10 亿立方米，同比增长 21.11%；实现销售收入 80.74 亿元，同比增长 10.11%。2017 年 1~3 月，公司天然气销售业务实现收入 30.45 亿元，为 2016 年全年收入的 37.71%。2016 年底，由于中石油单独上调了山西省门站气价，使得公司天然气板块 2017 年一季度的毛利率有所下降。

截至 2017 年 3 月底，公司初步形成了由 12 个国家级天然气气源分输口、19 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 56%，供气村镇 2200 个、工业用户 520 家、商业公服用户 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 4 公司天然气采购及销售情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
销售总量（亿立方米）	22.51	31.46	38.10	14.50
采购均价（元/立方米）	1.81	1.74	1.61	1.57
销售均价（元/立方米）	2.22	2.27	2.03	2.06
天然气板块销售收入（亿元）	58.79	73.33	80.74	30.45
协议接驳用户数（户）	3868934	4184996	5784758	5784758
其中：住宅用户（户）	3859956	4175575	5753000	5753000
工商业用户（户）	8978	9421	11388	11388
燃气管道长度（公里）	3940	6100	12100	12100
供气能力（立方米/日）	6650	6000	6300	6300
CNG/LNG 加注站（个）	94	131	163	163

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司燃气业务规模继续保持扩张趋势，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继续保持增长。

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。

2016 年公司贸易板块收入为 29.01 亿元，同比下降 78.24%，主要系山西省国资委改变考核标准，鼓励企业减少低毛利率的贸易业务。同期，公司贸易板块毛利率由 2015 年的 0.02%回升至 1.01%。2017 年 1~3 月，公司贸易板块实现营业收入 1.18 亿元，为 2016 年营业收入的 4.07%，毛利率下降至 0.64%。

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

2. 经营效率

从经营效率来看，2014 年~2016 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数大幅下降，2016 年分别为 8.54 次、26.33 次和 0.43 次。整体看来，公司资产经营效率一般。

3. 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。

截至 2017 年 3 月底，公司在建项目主要包括昔阳和保德热电联产项目、祁县液化调峰储备集散中心项目、山西国新晋药中药饮片生产基地建设项目、碳四深加工项目以及天然气管道和天然气液化等项目，公司计划总投资 59.39 亿元，截至 2017 年 3 月底已投入 22.01 亿元，公司计划于 2017 年和 2018 年分别投资 25.27 亿元和 5.86 亿元。未来，公司拟建项目包括五台-阜平输气管道、保德-神池输气管道、平神池-朔州输气管道、回龙-温泉输气管道和石楼区块-临临线 8#阀室等五个项目，计划总投资 10.03 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。

表 5　公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	截至2017年3月底已投资	未来资金计划		2017 年投资计划	2018 年投资计划
			自有资金	自筹资金		
昔阳热电联产项目	81742.00	11510.98	20000.00	50231.02	56127.82	9429.52
祁县液化调峰储备集散中心项目	78677.87	27107.32	--	51570.55	35834.98	15735.57
保德热电联产项目	78493.21	8459.36	20000.00	50033.85	60147.28	9886.57
碳四深加工项目	56952.00	51364.53	--	--	--	--
神池-原平-五台输气管道工程	52100.00	40723.00	--	--	--	--
液化天然气项目	51027.00	18734.93	2550.00	5950.00	8500.00	--
山西国新晋药中药饮片生产基地建设项目	50000.00	14258.00	--	35742.00	23000.00	2000.00
大同液化调峰储备集散中心项目	49513.00	16937.41	--	32575.59	22672.99	9902.60
煤层气 LNG	48944.08	17553.90	7517.93	17541.83	22699.75	2360.00
临汾液化调峰储备集散中心	46419.00	13447.32	--	32971.68	23687.88	9283.80
合计	**593868.16**	**220096.75**	**50067.93**	**276616.52**	**252670.70**	**58598.06**

资料来源：公司提供

九、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 2017 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，已安置 4346 人，接收人员基本安置到燃气板块相关岗位及药材板块经营主体国新晋药等公司。

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（以下简称“燃气产业集团”）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。2016 年公司因接收分流职工获得财政补贴 2.20 亿元，2017 年预计获得此方面的补贴 2.99 亿元。

截至 2016 年，燃气产业集团资产总额为 55.95 亿元，负债为 56.61 亿元，净资产为-6570 万元；2016 年全年实现收入 18.97 亿元，利润总额为-5474 万元，净利润为-7038.31 万元。燃气产业集团注册资本较低，负债比例高，有息债务负担重，财务费用高，由于处于工程投产初期，而项目未能满负荷运行，折旧、人员等固定成本较大，造成公司的合并利润的减少。

由于公司不断加大对输气管线的技术改造、定期检修及维护保养，使得公司的输气管线的实际使用寿命延长；公司也因此对固定资产中的输气管线重新核定了实际使用年限，输气管线折旧年限由 20 年到 30 年调整为 30 年。上述会计估计的变更采用未来适用法，影响 2016 年累计折旧项目减少 0.97 亿元，固定资产净额项目增加 0.97 亿元；影响费用减少 0.92 亿元，营业外收入减少 12.23 万元，递延收益增加 487.11 万元。

十、财务分析

公司提供了 2016 年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2017 年一季度财务报表未经审计。

2016 年公司合并范围新增二级子公司 25 家，减少二级子公司 1 家。合并范围的变化对财务报表的可比性影响不大。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 387.17 亿元，所有者权益合计 53.99 亿元（其中少数股东权益 36.76 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 153.07 亿元，利润总额 1.44 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 410.20 亿元，所有者权益合计 57.36 亿元（其中少数股东权益 38.59 亿元）。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 39.74 亿元，利润总额 0.47 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 387.17 亿元，同比增长 18.19%。从资产构成看，流动资产占比 31.42%，非流动资产占比 68.58%，资产结构保持稳定。

截至 2016 年底，公司流动资产为 121.67 亿元，同比增长 16.91%，主要由货币资金（占比 41.66%）、应收账款（占比 14.70%）、预付款项（占比 16.74%）、其他应收款（占比 18.47%）和存货（占比 4.55%）构成。

截至 2016 年底，公司货币资金为 50.68 亿元，同比增长 13.81%，其中，受限资金 2.59 亿元，系银行承兑汇票保证金及履约保函保证金。

截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 17.88 亿元，同比上涨 19.48%，主要为下游购气单位欠付公司的气款金额增加所致。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 18.10 亿元，占总的应收账款账面余额的比例为 98.15%，其中，1 年以内的占比 64.60%，1~2 年的占比 14.98%，2~3 年的占比 10.64%，3 年以上的占比 9.78%，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 0.55 亿元。

截至 2016 年底，公司预付款项为 20.36 亿元，同比下降 16.29%，主要系科目调整，将以前年度计入预付账款款项调整到其他应收款。主要由于以前集团公司所属的煤炭贸易企业因业务需求，为了保证货源的供应，预付给对方货款，现因市场原因，业务暂时停滞，其款项

性质已发生变化，故将其转入其他应收款。按照账龄列示，公司预付账款中 1 年以内的占 54.96%，1~2 年的占 12.38%，2~3 年的占 13.13%，3 年以上的占 19.53%。

截至 2016 年底，公司其他应收款为 22.47 亿元，同比增长 96.96%，主要为会计科目变化，将以前年度计入预付账款款项调整到其他应收款。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 4.55 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 18.68 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 31.95%，1~2 年的占 14.75%，2 至 3 年的占 45.18%，3 年以上的占 8.12%。公司其他应收款共计提 0.92 亿元坏账准备。

截至 2016 年底，公司存货为 5.54 亿元，同比增长 24.62%。公司存货主要为库存商品及原材料（占比合计 84.18%）。公司存货共计提跌价准备 19.38 万元。

截至 2016 年底，公司非流动资产为 265.51 亿元，同比增长 18.78%，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 55.75%）和在建工程（占 28.28%）构成。

截至 2016 年底，公司固定资产为 148.01 亿元，同比增长 38.48%，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 22.11%，机械设备占比为 15.26%，输气管线占比为 58.57%。公司固定资产累计折旧 23.35 亿元，共计提减值准备 163.17 万元。

截至 2016 年底，公司在建工程为 75.09 亿元，同比下降 14.57%，主要是在建工程转固所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 410.20 亿元，较 2016 年底增长 5.95%，其中，流动资产占比 31.77%，非流动资产占比 68.23%。

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。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 53.99 亿元，同比下降 2.32%，主要来自未分配利润的下滑。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益为 17.23 亿元，其中实收资本占 37.48%、资本公积占 33.58%、未分配利润占 27.08%。2015 年 8 月，山西省财政厅以资本金的形式向公司拨入 4.40 亿元，计入资本公积科目，随后按照公司法和省国资委国资监管的相关要求，公司在履行完公司增加资本金的相关审批手续后，并在工商局完成了增加注册资本的变更事项，于 2016 年将计入资本公积的政府拨入的款项转入实收资本。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 57.36 亿元，较 2016 年底增长 6.25%，主要来自于少数股东权益的增长。

跟踪期内，公司调整了所有者权益的构成，减少了资本公积，增加了实收资本，所有者权益小幅增长，公司实收资本和资本公积占比高，稳定性较好，但少数股东权益占比高，对下属子公司控制力较弱。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 333.18 亿元，同比增长 22.35%。其中，流动负债占比 50.37%，非流动负债占比 49.63%。

截至 2016 年底，公司流动负债为 167.82 亿元，同比增长 37.40%，主要由短期借款（占 31.52%）、应付账款（占 6.80%）、预收款项（8.01%）、其他应付款（15.74%）和一年内到期的非流动负债（32.06%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款为 52.90 亿元，同比增长 28.67%，主要是保证借款和信用借款；公司应付票据 5.66 亿元，其中银行承兑汇票为 4.41 亿元，商业承兑汇票为 1.25 亿元；公司应付账款为 11.41 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 56.88%，1~2 年的占 14.99%；公司预收款项为 13.44 亿元，同比增长 11.90%，主要系预收气款、煤款等增加所致；公司其他应付

款 26.42 亿元，同比增长 8.87%，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 53.81 亿元，同比增长 118.21%，主要系一年内到期的长期借款增加和长期应付款中一年内到期的融资租赁款增加所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 165.36 亿元，同比增长 10.11%，主要来自于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 55.56%、应付债券占比为 26.95%、长期应付款占比为 16.00%。

截至 2016 年底，公司长期借款为 91.87 亿元，同比下降 6.69%，主要为保证借款和信用借款；公司应付债券为 44.56 亿元，同比增长 72.04%，系公司于 2016 年发行 3.70 亿元中期票据、9.95 亿元公司债及 10.00 亿元山西省政府债券所致；公司长期应付款 26.46 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 2016 年底，公司全部债务 278.63 亿元，同比增长 28.33%，其中，短期债务占比 41.54%，长期债务占比 58.46%。公司债务规模大幅度增长，长期债务占比略高，债务结构较为合理。

从债务指标看，2016 年底，公司资产负债率为 86.06%，同比上升 2.93 个百分点；全部债务资本化比率为 83.77%，同比上升 4.06 个百分点；长期债务资本化比率为 75.11%，同比上升 2.72 个百分点。公司债务负担重。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 352.83 亿元，较 2016 年底增长 5.90%，主要由于其他应付款和应付债券增长所致。同期，公司全部债务 285.39 亿元，其中，短期债务占比 39.12%，长期债务占比 60.88%；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 2016 年底变化不大，分别为 86.02%、83.26%、75.18%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模大幅增长，公司整体债务负担重。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 153.07 亿元，同比下降 47.52%，主要由于公司大幅度缩减贸易板块所致；营业成本方面，2016 年，公司营业成本 131.42 亿元，同比下降 51.33%，高于营业收入下降速度，2016 年，公司营业利润率 13.84%，较 2015 年明显上升，同比上升了 6.52 个百分点。

从期间费用看，2016 年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比重为 14.84%，较 2015 年较大增长，主要是由于公司接受的分流职工而导致管理费用大幅上升和债务增加导致财务费用上升所致。

2016 年，公司实现投资收益 0.52 亿元，主要为处置可供出售金融资产取得的投资收益 0.46 亿元；公司实现营业外收入 4.33 亿元，其中政府补助为 3.65 亿元，主要为接收职工收到的补助；营业外支出 0.15 亿元，主要为对外捐赠和赔偿金。

2016 年，公司利润总额 1.44 亿元，同比下降 75.02%。从盈利指标看，公司总资本收益率为 2.13%，同比下降了 1.07 个百分点；公司净资产收益率为 0.05%，同比下降了 6.63 个百分点。主要系公司煤炭运销业务和贸易业务大幅下降，而期间费用上升所致。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 39.74 亿元，为 2016 年全年的 25.96%；营业利润率为 15.28%，较 2016 年略有提升；利润总额为 0.47 亿元。

总体看，跟踪期内，公司的收入结构有所改善。但受公司整体收入规模下滑，期间费用控制能力减弱的影响，公司主业亏损，盈利水平出现下滑。公司营业外收入对利润影响较大。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2016 年，公司经营活动现金流入 135.45 亿元，同比下降 32.08%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 126.28 亿元，同比下降 33.43%，主要系公司减少贸易板块业务导致。2016 年，公司经营活动现金流出 134.85 亿元，同比下降 31.22%，其中，购买商品、接

受劳务支付的现金 110.08 亿元，同比下降 35.88%，主要系公司减少贸易板块业务导致。2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.60 亿元。从收入实现质量看，2016 年，公司现金收入比为 82.50%，较 2015 年增加了了 17.46 个百分点，主要系随着公司贸易板块业务减少而导致票据业务减少所致。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入 3.24 亿元，同比大幅减少 40.31%，其中，收到其他与投资活动有关的现金 1.70 亿元。2016 年，公司投资活动现金流出 42.41 亿元，同比增长了 50.94%，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 35.26 亿元，同比增长 40.73%。2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-39.17 亿元。2016 年，公司筹资活动前现金流量净额为-38.57 亿元，公司具有一定的对外融资需求。

筹资活动方面，现金流主要是取得借款收到现金和偿还债务支付的现金。2016 年，公司取得借款收到的现金 133.03 亿元，偿还债务支付的现金 88.68 亿元，筹资活动现金流量净额为 44.95 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 5.11 亿元，其中，经营活动现金流入 55.56 亿元，经营活动现金流出 50.45 亿元；投资活动现金流入净额-11.43 亿元；筹资活动现金流量净额 7.91 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流规模有所下降，收现质量提高，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。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2016 年底，公司流动比率为 72.50%，同比下降 12.71 个百分点；速动比率为 69.20%，同比下降 12.37 个百分点；经营现金流动负债比为 0.36%，同比有所下滑。截至 2017 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 73.50%和 70.41%，与 2016 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下滑，短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标来看，2016 年，公司 EBITDA 为 14.12 亿元；EBITDA 利息倍数为 1.29 倍，EBITDA 对利息保障能力弱；全部债务/EBITDA 倍数为 19.73 倍，EBITDA 对全部债务保障能力弱。总体看，公司整体偿债能力弱。

截至 2017 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 317.00 亿元，其中未使用授信额度 94.00 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,公司具备直接融资渠道。

6. 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 2017 年 7 月 20 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，总体看，公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司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力度强，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有望持续增长，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强。

十一、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。上述两起中票（以下简称“应付债券”）余额合计数额为 5.9 亿元。

2014～2016 年，公司 EBITDA 分别为 11.63 亿元、14.44 亿元和 14.12 亿元，分别为应付债券余额的 1.97 倍、2.45 倍和 2.39 倍，EBITDA 对应付债券的保障程度较高。2014～2016 年，公司经营活动现金流入量分别为 241.48 亿元、199.43 亿元和 135.45 亿元，分别为应付债券余额的 40.93 倍、33.80 倍和 22.96 倍，公司经营活动现金流入量对应付债券的保障能力很强；2014~2016 年，公司经营活动现金流量净额分别为-1.43 亿元、3.38 亿元和 0.60 亿元，对应付债券的保障能力弱。

总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续中期票据保障程度高。

表6 公司存续债券保障情况（单位：倍）

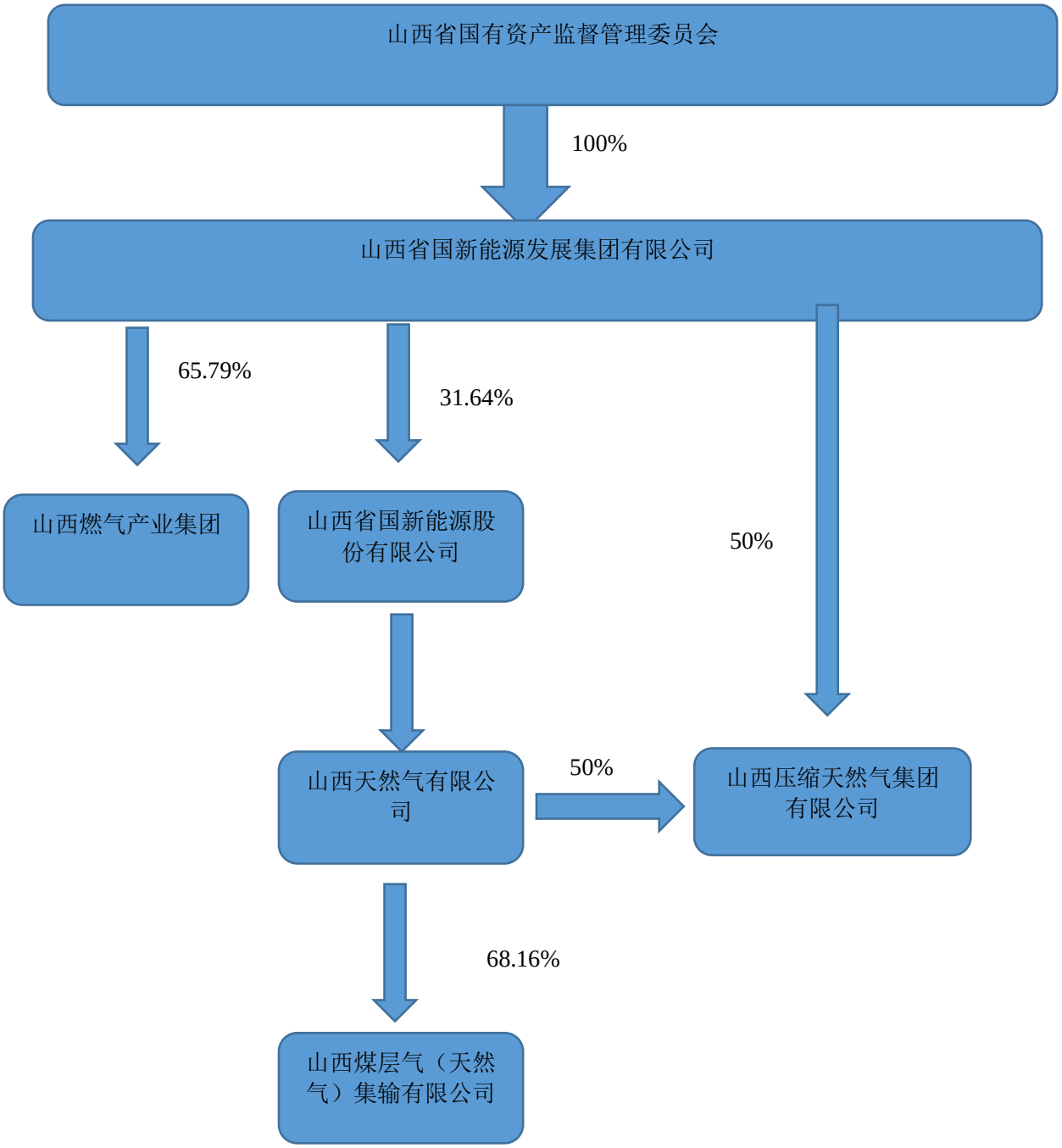
项 目	2015 年	2016 年
一年内到期债券余额	--	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	33.80	22.96
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.57	0.10
EBITDA/应付债券余额	2.45	2.39

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

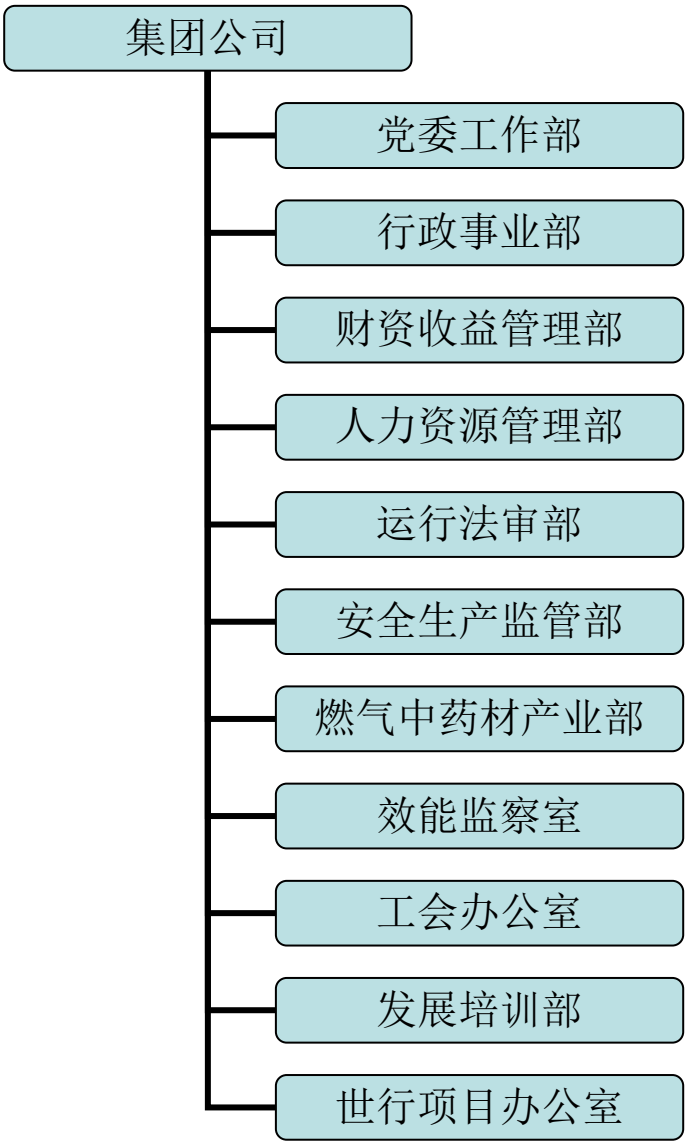
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长信用等级为 AA，评级展望为稳定，维持“13 晋国新 MTN1”和“15 晋国新 MTN001” 的信用等级为 AA。

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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	28.04	46.06	52.14	54.41
资产总额(亿元)	242.34	327.59	387.17	410.20
所有者权益(亿元)	36.51	55.27	53.99	57.36
短期债务(亿元)	66.53	72.21	115.75	111.64
长期债务(亿元)	84.40	144.92	162.89	173.75
全部债务(亿元)	150.93	217.13	278.63	285.39
营业收入(亿元)	344.57	291.70	153.07	39.74
利润总额(亿元)	5.17	5.76	1.44	0.47
EBITDA(亿元)	11.63	14.44	14.12	--
经营性净现金流(亿元)	-1.43	3.38	0.60	5.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	24.51	17.57	8.54	--
存货周转次数(次)	86.50	63.61	26.33	--
总资产周转次数(次)	1.57	1.02	0.43	--
现金收入比(%)	68.38	65.04	82.50	113.33
营业利润率(%)	6.91	7.32	13.84	15.28
总资本收益率(%)	3.99	3.22	2.13	--
净资产收益率(%)	9.95	6.68	0.05	--
长期债务资本化比率(%)	69.80	72.39	75.11	75.18
全部债务资本化比率(%)	80.52	79.71	83.77	83.26
资产负债率(%)	84.93	83.13	86.06	86.02
流动比率(%)	80.77	85.21	72.50	73.50
速动比率(%)	77.40	81.57	69.20	70.41
经营现金流动负债比(%)	-1.19	2.77	0.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.43	1.80	1.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.97	15.04	19.73	--

注：1. 公司其他应付款中的借款计入短期债务
2. 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；
3. 2017 年一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	
主营业务收入年复合增长率	
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
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（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

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。