

信用等级公告

联合[2014] 2119 号

联合资信评估有限公司通过对山西省国新能源发展集团有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

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

山西省国新能源发展集团有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

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

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

山西省国新能源发展集团有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 3.4 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

发行目的: 偿还贷款、补充流动资金

评级时间: 2014 年 12 月 9 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	114.94	161.72	197.51	255.79
所有者权益(亿元)	18.86	26.33	27.32	34.88
长期债务(亿元)	16.54	37.77	66.73	97.54
全部债务(亿元)	45.93	77.33	121.62	148.58
营业收入(亿元)	219.04	252.86	315.54	266.23
利润总额(亿元)	3.49	3.64	4.08	3.31
EBITDA(亿元)	6.34	6.37	8.08	--
经营性净现金流(亿元)	2.51	-1.27	-0.01	8.04
营业利润率(%)	14.61	9.21	6.68	6.30
净资产收益率(%)	13.77	9.90	10.36	--
资产负债率(%)	83.59	83.72	86.17	86.36
全部债务资本化比率(%)	70.89	74.60	81.66	80.99
流动比率(%)	85.81	91.90	87.18	99.91
全部债务/EBITDA(倍)	7.25	12.15	15.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.90	2.27	1.89	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.86	1.87	2.38	--

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;
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 年前三季度财务数据未经审计。

分析师

闫昱州 周一鹤

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

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对山西省国新能源发展集团有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为山西省内主要煤炭运销企业之一和铁路运输计划单列单位, 在省内煤炭运销业务方面运力资源充足、竞争优势较强; 公司代表山西省政府对省内天然气管道进行统一建设运营, 享有山西省内天然气项目专营权, 在省内天然气开发利用中处于优势主导地位; 公司贸易板块新增客户带动营业收入大幅提升。2013 年 12 月, 公司子公司山西天然气有限公司借壳上市, 公司融资渠道得到拓宽。同时联合资信也关注到, 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, 天然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, 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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据无担保, 公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障程度好。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿债能力的综合分析, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险较低。

优势

1. 公司在山西省内铁路运销网络覆盖面广, 运力资源充足, 是省内主要的煤炭运销企业和铁路运输计划单列单位之一, 具备较强的竞争优势。
2. 公司是山西省内代表省政府对省内天然气

管道进行统一的建设运营主体，享有山西省内天然气项目专营权。其网管覆盖面广，用户规模大，在省内天然气开发利用中处于优势主导地位。

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. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度好。

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. 公司债务规模持续快速增长，负债水平高，债务负担重。
3. 公司未来在天然气板块投入规模大，外部筹资压力较大。

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、山西省国新能源发展集团有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

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。截至 2014 年 9 月底，公司注册资本为 1.80 亿元。

公司由山西省人民政府授权经营，山西省国资委实施监管。截至 2013 年底，公司设有党委工作处、行政工作处、企业管理处、财资管理处等 13 个职能部门。合并范围内子公司 46 家。

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（其中少数股东权益 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 9 月底，公司（合并）资产总额 255.79 亿元，所有者权益 34.88 亿元（其中少数股东权益 24.85 亿元）；2014 年 1~9 月公司实现营业收入 266.23 亿元，利润总额 3.31 亿元。

公司注册地址：太原市小店区长风大街 108 号；法定代表人：梁谢虎。

二、本期中期票据概况

公司计划注册总额度为 3.4 亿元的中期票据，计划 2015 年一次性发行，期限 3 年（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据募集资金将全部用于偿还贷款、补充营运资金。

本期中期票据无担保。

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业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

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。

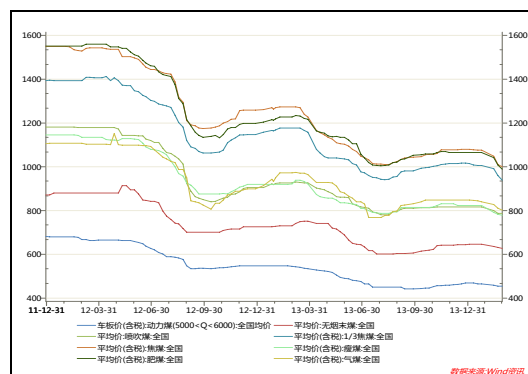
现代煤炭物流不同于传统煤炭物流，早已不是简单的“倒单式”物流。它的盈利点一是配煤，即为客户提供个性化的产品，同时赚取产品增值差价；二是运输，即能解客户的燃煤之急。发展煤炭物流产业，大型煤炭企

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。

煤炭价格

图1 近期国内主要煤炭品种含税均价



资料来源：WIND资讯

近几年，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6月13日，全国焦煤平均价823元/吨，同比下降23.16%，较2011年同期下降45.96%。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。总体看，在供大于求

及宏观经济增速减缓的大环境下，煤炭价格自 2012 年起进入下行通道，行业景气程度连续出现下滑，业内企业经营压力持续上升。

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。从近两年煤炭发运量数据看，公司位列省内煤炭发运主体中的第 4 位。

目前山西、河南、山东、黑龙江、贵州、陕西等省份正纷纷推进资源整合。以山西省为例，2010 年 4 月，《山西省煤炭产业调整和振兴规划》出台，其核心内容之一就是全力推进山西煤炭产业整合：到 2011 年，山西全省煤炭矿井总数由 2598 座减少到 1000 座，到 2015 年减到 800 座，保留矿井要全部实现以综采为主的机械化开采。兼并重组整合后的煤炭企业规模原则上不低于年产 300 万吨，单井生产规模原则上不低于 90 万吨。山西省煤炭资源整合中，整合主体包括五大矿业集团和山西煤炭运销集团有限公司以及山西煤炭进出口集团有限公司（晋发[2011]10 号文）。

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，公司并不是该次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。

中国作为能源需求大国，天然气行业在国民经济发展中意义重大。2013 年，中国天然气产量达到 1210 亿立方米，同比增长 9.8%，其中常规天然气 1178 亿立方米，非常规气中页岩气 2 亿立方米，煤层气 30 亿立方米；天然气进口量 534 亿立方米，增长 25.6%，其中管道气增长 24.3%，液化天然气增长 27.0%；天然气表观消费量 1692 亿立方米，增长 12.9%。

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政府限制，不是由供应商自己决定。政府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，所以政府也会考虑百姓承受能力等综合因素确定燃气采购价。

中国石油天然气开采行业为垄断行业。行业内三个大型企业集团：中国石油天然气集团公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团公司（以下简称“中石化”）和中国海洋石油集团公司（以下简称“中海油”）占据了国内绝大部分市场。其中中石化和中海油侧重于石油领域，中石油占据了国内天然气大部分市场，年产量占全国总量的 80%以上。天然气开采行业的行业垄断特性使得中国燃气分销商与上游气源供应商议价过程中处于相对弱势地位，对于燃气采购价格的影响能力有限。长期来看，随着国家节能减排政策实施和天然气发电、城市燃气在天然气消费结构中的快速增长，预计到 2020 年，天然气在一次能源消费中所占比例将由目前的 3%~4%增加到 10%以上。根据中石化经济技术研究院预计，到 2015 年，中国天然气产量有望达到 1850 亿立方米，需求量达到 2600 亿立方米，供需缺口为 750 亿立方米。

行业及山西省区域政策

由于天然气行业属于易燃、易爆特种行业，山西省按照全省统一规划、统一建设、统一管理的“三统一”原则，对其实行严格管理。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（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。山西天然气是公司控股子公司，这为公司在山西省天然气建设经营领域树立行业专

营地位奠定了基础。在天然气推广方面，山西省也加大了政策倾斜的力度。2007 年，山西省人民政府下发了《关于实施蓝天碧水工程的决定》，提出要利用天然气、煤层气、焦炉煤气和液化气，发展城市用气，替代原煤散烧。以天然气、煤层气替代污染严重的焦化气源厂，被置换城市附近的焦炉予以关闭。根据《山西省发展和改革委员会关于进一步推进天然气利用工作的通知》（晋发改地区发[2008]341 号）文件精神，山西省将努力扩大天然气利用领域，规定在新上的项目中，具备使用天然气条件的项目必须使用天然气，并提出“谁用气支持谁，谁多用气优惠谁”的工作思路；全力推进天然气置换焦炉煤气的工作，不再审批以供气为目的的焦化项目，并限期淘汰城市供气焦炉，要求天然气置换应以每年不低于 30%的速度进行，加快置换步伐；根据污染物排放总量控制指标，按照供气管网建设布局和社会经济发展水平，依法划定无燃煤区，有步骤地实施燃煤改烧天然气的替代工作；积极有序推进加气站建设和天然气汽车改装工作，采取措施，加快天然气汽车的推广步伐，计划到 2015 年，改装汽车 10000 辆，建设加气站 100 座。为公司未来的业务的进一步拓展带来了契机。

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。截至 2014 年 9 月底，公司的股权没有质押情况。

2. 企业规模与竞争力

公司在省内铁路运销上具备覆盖广泛的运销网络，截至 2014 年 9 月底，公司在各地区拥有铁路发运站 73 个，具备 5000 万吨的发运规模。

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。截至 2013 年底，从铁路方面来看，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。

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，应由公司下属的山西天然气有限公司（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，根据中国企业联合会、中国企业家协会公布的数据，公司为中国企业 500 强 396 位，在中国服务企业 500 强中位列 122 位。

2013 年公司共销售煤炭 3272 万吨，销售燃气 21.94 亿立方米，实现营业收入 315.54 亿元，利润总额 4.08 亿元。

3. 人员素质

公司共有高层管理人员 11 名、其中：总

经理 1 名、党委副书记 2 名，副总经理 6 名、总会计师 1 名，总工程师 1 名。

公司董事长梁谢虎，男，生于 1957 年 11 月，中共党员，高级经济师。1974 年至 1985 年 12 月，为霍州宋庄煤矿井下采煤工，后任车队队长、副矿长等职务；1986 年 1 月至 1991 年 3 月，任辛置镇选煤厂厂长、总经理等职务；1991 年 4 月至 1993 年 10 月，任辛置镇党委副书记、霍州市市长助理兼乡镇企业委员会主任；1993 年 11 月至 1994 年 8 月，任山西省煤炭运销总公司临汾分公司副经理；1994 年 8 月至 1995 年 8 月，任冶金部山西办事处执行主任；1995 年 8 月至 2000 年 11 月，任山西省煤炭运销总公司天津公司总经理，后任山西省煤炭运销总公司省外总公司副总经理、南方公司经理；2000 年 11 月至 2006 年 9 月，任山西省煤炭运销总公司阳泉煤炭运销公司总经理；2006 年 9 月至 2008 年 8 月，任山西省乡镇煤炭运销集团有限公司董事长兼党委书记；2008 年 8 月至今，任山西省国新能源发展集团有限公司董事长兼党委书记。

公司总经理刘军，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 月至今，任山西省国新能源发展集团有限公司董事及总经理。

截至 2014 年 9 月底，公司共有员工 3130 人。按学历划分，公司拥有研究生 201 人、本科生 1589 人，大专及以下 1340 人；按年

龄划分，35 岁以下 2580 人，35 岁以上 550 人。

总体看，公司高管具有丰富的管理经验和专业素质；企业员工素质较高，符合公司所处行业特点。

4. 技术水平

公司全资子公司山西高碳能源低碳化利用研究设计院（以下简称“研究院”），成立于 2011 年 12 月，是公司技术研发机构。

研究院建立了拥有进口天然气专用色谱分析仪、多种气体检测仪、燃气检测仪、超声波流量计检测仪、旋风分离器、实验用调压撬、超声波探伤仪等多种先进的检测仪器的中心实验室，开展了氢混天然气（HCNG）、焦炉煤气合成天然气（SNG）、山西省页岩气先导项目等多项研究，并取得一定成果。截至 2013 年底，研究院申请专利 9 项（发明专利 3 项），在国内核心期刊发表专业论文 14 篇，起草了“HCNG 燃气品质标准”的国家标准已经审核合格并已公示，同时，信息库的专业信息资料有 500 余篇，相应开发了信息快捷检索软件。

为了提高研究院的研发能力，公司从太原钢铁（集团）有限公司、太原化工股份有限公司引进了多位具有高级技术职称和丰富实践经验的技术人才，从中国石油大学、中国矿业大学、太原理工大学等高等院校招聘相关专业研究生，形成了形成了老、中、青相结合的合理人力资源配置；并每年由集团公司划拨 1000 万元作为研究院的研发经费。

总体看，公司具备独立的研究机构，为公司经营发展提供有效的技术支持。公司研究机构具备很强的研发能力，能够对公司未来发展形成保障。

六、管理分析

1. 治理结构

公司是依据《公司法》等有关现行法律法规的规定注册的国有独资企业，是经山西省人民政府（以下简称“地方政府”）授权经营的国有资产运营公司。地方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。

公司已建立较为完善的法人治理结构，公司不设股东会，由山西省国资委履行出资人职责，设董事会和监事会，采取董事会领导下的经理班子负责制，由董事会对出资人负责。公司董事会是公司的决策机构，在出资人授权范围内行使股东会的部分职权。公司监事会是公司的监督机构，共有监事五名，其中，山西省国资委派驻公司监事 3 人，兼职监事 2 人，公司经营管理层对公司内部控制制度的制定和有效执行负责，通过指挥、协调、管理、监督各职能部门、分子公司行使经营管理权力，保证公司的正常经营运转。各职能部门、分子公司实施具体生产经营业务，管理公司日常事务。

2. 内部控制

公司按照《公司法》、《国有大中型企业建立现代化企业制度和加强管理基本规范（试行）》以及国家和山西省有关的法律、法规和政策规定，不断健全、完善公司法人治理结构和内控制度。

公司下设党委工作处、行政工作处、煤焦销售管理处、法规审核处、财资管理处等 13 个职能部门，各职能部门分工明确。公司不断完善制度建设，制定了财务管理、投资管理、人力资源等一系列规章制度。

在财务管理方面，公司制定了《财务管理办法》，包括财务预算管理、货币资金及结算资金管理、融资管理等具体内容；制定了《预算管理办法》，编制财务计划指标规范各种费用开支标准，严格成本管理和考核，规

范预算管理和开支审批权限，保证各项资金的安全运作。公司还制定了《资金管理制度》，严格资金管理，明确子公司对外融资必须经公司总部批准等资金管理事项，对外融资实行统一额度管理。

在投融资管理方面，公司制定了《投资管理办法》，确定了集团投资委员会为投资主管部门，明确了投资立项审批程序、计划管理、组织实施等相关制度。

在对外担保方面，公司制定了《担保业务管理办法》，从担保范围、被担保对象、担保原则、担保方式、担保办理程序、担保的期限、合同管理、后续管理等方面进行了详细规定，明确财务岗位为担保业务归口管理部门，负责审批被担保人资格、资信状况、项目的真实性及可行性、反担保措施等内容，最终经董事会决议同意后，方可签订担保合同。

在子公司管理方面，公司建立了控股子公司管理制度，从控股子公司管理的基本原则，控股子公司的设立和程序管理，控股子公司治理和经营管理，控股子公司的财务、资金及担保管理，以及审计和重大事项报告等方面做出了详细的规定。制度规定为提高资源利用率，公司可以通过规定程序调配控股子公司流动资金。制度还规定了各子公司不得发生非经营性占用关联方资金和资产的情况，各子公司未经公司董事会批准，不得对外提供担保，也不得进行相互担保。

总体来看，公司法人治理结构较完善，现有财务管理制度较为规范和完善，建立了项目投融资管理体系和人事管理制度。公司已建立起适合自身特点的管理模式。

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。2011~2013 年，公司营业收入持

续增长，分别为 219.04 亿元、252.86 亿元和 315.54 亿元，年均复合增长率为 20.02%。从业务构成分析，2011~2012 年，煤炭运销板块对公司收入贡献大，两年占比均超过 75%，2013 年，随着中国经济增速放缓，煤炭需求减弱，煤炭价格下降，公司煤炭运销板块收入出现较大下滑，占比降至 42.20%；2013 年，随着公司贸易板块新客户的发展，公司贸易业务中钢材和铁矿石销售收入大幅增长，贸易板块收入大幅增长，占比升至 42.68%；

2011~2013 年，随着接驳人数和 CNG/LNG 加气站数量的上升，公司天然气板块收入稳步增长。2011~2013 年公司整体毛利率持续下降，三年分别为 14.86%、9.41%和 6.79%，公司毛利率下降主要由于煤炭运销板块毛利率下降以及新增贸易收入毛利率低造成。2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 266.23 亿元，为 2013 年全年的 84.37%，毛利率较 2013 年小幅下降至 6.40%。

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 1~9 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	93.73	8.46
天然气	30.02	16.86	37.84	18.82	45.96	22.76	38.54	22.83
贸易	3.41	4.99	15.78	6.40	134.67	0.33	132.69	0.20
其他	0.87	22.99	1.23	15.45	1.74	5.17	1.27	3.94
合计	219.04	14.86	252.86	9.41	315.54	6.79	266.23	6.40

资料来源：公司提供

煤炭运销

多年来形成了集团公司、集团各发煤站及用户共同合作的销售体系，以集团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集团公司与用户根据国家发改委的分配量签订次年重点合同，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集团公司，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，系统发煤单位的煤炭发运收入计入在其他业务收入中。

2011~2013 年公司煤炭运销板块收入波动下降，三年分别为 184.74 亿元、198.01 亿元和 133.17 亿元；2014 年 1~9 月，公司煤炭运销收入 93.73 亿元，为 2013 年全年的 70.38%。2012 年公司煤炭运销板块毛利率同比出现大幅下滑，随后保持稳定，2013 年为 7.84%。2014 年 1~9 月，公司煤炭运销板块毛利率小幅增长至 8.46%。

2011~2013 年，公司煤炭销量波动中小幅上升，采购均价和销售均价波动下降，且差额逐年缩小。

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 1~9 月
采购总量	3218	3440	3272	2643
采购均价	489	530	374	324
采购成本	157	182	122	86
销售总量	3218	3440	3272	2643
销售均价	568	571	403	350
销售收入	184	196	131	92

资料来源：公司提供

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，直达煤用户主要分布于山东、江苏、京津唐等地区，下水煤主要发往秦皇岛港和京唐港，冶金煤用户主要分布于辽宁、河北、河南等地。

近年来，随着公司的发展壮大，下属发煤企业数目逐年增多，截至 2014 年 9 月底，

公司下属发煤企业 150 家，其中除公司全资和控股子公司 37 家外，其余为系统发煤合作单位。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），运输费用由系统发煤合作单位自理。全资和控股子公司煤炭运销成本主要为购煤成本，在主营业务成本中核算，运输、装卸等产生的费用计入到公司销售费用中。到 2014 年 9 月底，公司的年发运能力已超过 5000 万吨，全部通过铁路运输完成发运，在各个路局的发运比例分别为：太原铁路局 90%，北京铁路局 7%，郑州铁路局 3%。

2013 年，公司煤炭销量为 3272 万吨，同比下降 4.88%。公司是山西省计划单列单位，主要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。公司目前在山西省内是与山西省煤炭运销集团、山西煤炭进出口集团并列的计划单列单位，随着发运能力的提高，公司在全省煤炭销售行业当中的地位逐渐提升。截至 2013 年底，从铁路方面来看，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，公司继续维持其稳定的煤炭供销网络。

根据山西省的相关规定和铁路运力的实际情况及用户的需求，公司加大了资源整合后煤源的落实，积极与山西省内多家合法煤矿签订了有效煤源合同，进一步加强与省内大集团的合作，签订煤炭销售框架，确保充足的煤源；此外，公司还到陕西、内蒙寻找煤源，与陕煤集团下属的各煤矿、府谷煤业集团、神木县的大型煤业公司及内蒙的伊泰和准格尔旗云飞矿业有限责任公司、准格尔旗羊市塔奎乌煤矿等签订了大量的煤炭购销合同，履约率在 95%以上，煤炭采购时需支

付 70%-90%的预付款，煤炭交易价格随行就市，按月定价。

公司已与全国五大电力集团建立了长期稳固的供需关系，五大电力集团供应总量占公司煤炭运销收入 65%左右。公司除与华能、华电、国电、大唐、中电投五大电力及华润集团下属发电厂保持长期煤炭供需联系，还与其他市场煤用户保持联系，下游客户在采购煤炭时须向公司支付 20%~40%预付款。与用户之间采取合同方式确定煤炭供应数量，具体价格根据煤炭供应时的市场价格进行交易，随行就市，按月定价。

公司与用户结算主要采取预付款的形式，用户付款到集团公司账户，公司再将相应货款转给发煤企业。其中，直属、控股发煤企业采取合并报表的形式进行结算；系统企业方面集团公司原则上各系统发煤企业参加公司集中销售汇算。

除煤炭运销业务外，目前公司参股山西右玉元堡煤业有限责任公司和山西宁武榆树坡煤业有限公司，参股比例均为 26%，所生产的煤炭全部由公司发运。右玉元堡煤矿已于 2013 年 7 月正式投产，年产量为 300 万吨。截至 2014 年 9 月底，榆树坡煤矿仍在建设阶段，已有工程煤产出，预计 2015 年 4 月投产，预计年产量 300 万吨。

天然气业务

公司天然气板块主要由山西天然气承担。截至 2013 年底，山西天然气资产总额为 107.94 亿元，所有者权益为 17.90 亿元，2013 年实现营业收入为 43.93 亿元，利润总额为 4.14 亿元；截至 2014 年 9 月底资产总额为 133.89 亿元，所有者权益为 24.43 亿元，2014 年 1~9 月实现营业收入为 38.41 亿元，利润总额为 4.06 亿元。

2011~2013 年公司天然气销售收入持续增长，三年分别为 30.02 亿元、37.84 亿元和 45.96 亿元，同期毛利率持续上升，2013 年为 22.76%。2014 年 1~9 月，公司实现营业收入

38.54 亿元，毛利率与 2013 年持平。

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，在区域内中占有绝对主导地位。

山西天然气气源为山西境内已有的中石油陕京一线、陕京二线、西气东输管道，天然气供应商均为中国石油天然气股份有限公司。山西天然气与中国石油天然气股份有限公司于 2003 年签订了照付不议天然气买卖与输送合同，期限为 2005 年至 2025 年，每年

按照上年供气量签订下年度天然气供应量确认书。2013 年确定供气量为 20.37 亿立方米。公司天然气采购价由国家发改委制定，山西天然气每周与上游结算数字核对后付款。此外，山西境内的中石油煤层气、中联煤层气、晋煤集团煤层气等气源为山西天然气提供气源保障。

近年，公司保持了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。2011~2013 年，公司天然气销量持续上升，随着销售均价的小幅上升，公司天然气销售收入持续增长，毛利率也逐年增长。2011~2013 年，公司协议接驳用户数持续增长，截至 2013 年底为 361.24 万户，其中住宅用户占 99.77%，工商业用户占 0.23%。截至 2013 年底，公司燃气管道总长 3647 公里，供气能力为 6260 立方米/日，共有 CNG/LNG 加气站 89 个。

表 3 公司天然气采购及销售情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~9 月
销售总量（亿立方米）	15.42	18.97	21.94	17.23
采购均价（元/立方米）	1.59	1.59	1.58	1.76
销售均价（元/立方米）	1.89	1.91	2.02	2.21
销售收入（亿元）	29.14	36.23	44.32	38.09
协议接驳用户数（户）	1621631	2420136	3612374	3811294
其中：住宅用户（户）	1616329	2412836	3603964	3802374
工商业用户（户）	5302	7300	8410	8920
燃气管道长度（公里）	2190	3004	3647	3920
供气能力（立方米/日）	2739	4200	6260	6260
CNG/LNG 加注站（个）	17	54	89	94

资料来源：公司提供

公司天然气采用统一开发和管理市场（签订合同、配置资源），统一组织资源，统一管网调控，统一执行天然气价格，统一结算气款的销售模式，销售天然气的价格由山西省发改委制定，目前均执行按次月计划量预付的结算方式，“先款后气”向公司支付用气预付款。目前公司管道燃气的与各地门站的用气交接价格参照 2012 年 5 月山西省物价局

《关于调整山西天然气有限公司天然气销售价格的通知》（晋价商字[2012]104 号）和 2014 年 8 月山西省物价局《关于调整山西天然气有限公司等管输企业非居民用存量天然气价格的通知》（晋价商字[2014]253 号）确定。

截至 2014 年 9 月底，公司建成长输管网 4000 公里，城市管网 3100 公里，年灌输能力超过 220 亿立方米，公司管网覆盖全省 11 市

97 县（市、区）；2013 年全年，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 12 月，公司子公司山西天然气有限公司借壳上市，公司融资渠道得到拓宽。

2013 年，公司、宏展房产、田森物流以其持有的山西天然气 100%股权（评估价值为人民币 35.19 亿元），按照 8.89 元/股价格认购联华合纤非公开发行的 39584.27 万股股份。2013 年 12 月 20 日，联华合纤发行股份购买标的资产山西天然气 100%股权，山西天然气成为联华合纤全资子公司。2013 年 12 月 23 日，联华合纤发行股份购买资产新增股份完成股权登记。公司因此持有联华合纤 20187.98 股股票，占此次发行后总股本的 35.86%（占目前总股本的 34.04%），成为控股股东。

2014 年 1 月，联华合纤非公开增发 3000 万股，募集资金净额 4.66 亿元，公司对其持股比例相应下降至 34.04%。

2014 年 7 月 11 日联华合纤完成公司名称、注册地址等事项的工商变更。联华合纤更名为山西省国新能源股份有限公司（以下简称“国新股份”），股票简称变更为“国新能源”。

2014 年 12 月 8 日，国新股份召开第七届董事会第十七次会议，审议通过了《关于公司符合非公开发行股票条件的议案》、《关于公司 2015 年非公开发行股票方案的议案》等相关议案。根据《关于非公开发行股票涉及关联交易的公告》，国新股份拟非公开发行不超过 4500 万股（含）A 股股票，发行价格为 22.51 元/股，发行特定对象全部以现金进行认购，其中，中华联合财产保险股份有限公司、平安资产管理有限责任公司、上海诚鼎扬子投资合伙企业（有限合伙）、上海诚鼎德同股权投资基金有限公司、上海德同诚鼎股权投资基金中心（有限合伙）拟分别认购 2000 万股、1500 万股、300 万股、440 万股和 260 万股。2014 年 12 月 8 日国新股份分别与以上公

司签订了附生效条件的《股权认购协议》。发行完成后，公司持股比例将下降至 31.64%。本次发行尚需取得山西省国有资产监督管理委员会的批准、国新股份股东大会审议通过以及中国证监会的核准。预计发行后公司权益规模将有所增长，募集资金将主要用于公司天然气管网建设。

总体看，公司天然气业务具有山西省天然气的垄断经营权，采购来源稳定，销售渠道不断扩展，发展状况良好。借壳上市资产重组事项完成后，公司整体融资渠道得以拓宽。

贸易

公司的贸易产业主要由山西远东实业有限公司（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。

山西远东实业有限公司为集团公司的全资子公司，以经营焦炭、煤炭、铝矾土、铸件以及金属镁等进出口业务为主，是山西省重点进出口企业。截至 2013 年底，山西远东实业有限公司资产总额为 11.09 亿元，所有者权益为 0.96 亿元，2013 年实现营业收入 101.18 亿元，利润总额 0.02 亿元；截至 2014 年 9 月底资产总额为 23.50 亿元，所有者权益为 0.99 亿元，2014 年 1~9 月实现营业收入 90.46 亿元，利润总额 0.03 亿元。

2013 年，随着远东公司新客户的开发，全年钢材销售 153.21 万吨，销售收入 51.71 亿元，铁矿石销售 584.17 万吨，销售收入 41.70 亿元，带动贸易板块收入由 2012 年的 15.78 亿元增长至 134.67 亿元。同期贸易板块毛利率同比下降 6.07 个百分点至 0.33%，主要由于公司在低迷的钢铁市场占领更高份额，采用低价销售的策略。

结算方式上，公司煤炭设备贸易采用对上游预付款，下游实现销售后结算的方式。公司冶金建材贸易采用预收下游货款并支付上游供应商的方式，对自有资金无占用。

2013 年，远东公司通过与北京五矿钢铁

有限责任公司、新兴重工（天津）国际贸易、永城煤电集团、河南大有能源股份有限公司、河北国控矿业供销有限公司、兰州铁路局宁夏公司等企业确立战略合作关系，发展了徐州万和煤炭购销有限公司、江苏省煤炭运销有限公司（隶属江苏省煤炭工业管理局）、山西焦煤集团国际贸易有限公司、山西潞安煤炭经销有限责任公司、山煤集团华远公司、西山煤电多经煤炭运销分公司等诸多国有大型企业客户，重新构建了公司的贸易体系，使远东公司 2013 年营业收入达到 101.18 亿元。同期，远东公司通过与山阴芍药花煤矿、酒钢集团翼城钢铁有限公司等企业的合作，煤矿设备产品销售收入达到 2.25 亿元，煤炭销售 106 万吨，销售收入 1.76 亿元。同时远东公司依托公司优势，大力推进燃气产业，随着项目推进步伐的加快，燃气产业逐渐成为远东公司转型跨越发展进程中的主力项目。

2014 年 1~9 月，公司贸易板块收入为 132.69 亿元，占 2013 年此板块收入的 98.53%；毛利率较 2013 年下降 0.13 个百分点至 0.20%。

总体看，从 2013 年开始，随着煤炭板块收入的下降，贸易板块已成为对公司收入贡献最大的板块。同时，为占领更高市场份额，公司采取低价销售的策略，降低了公司贸易板块的毛利率。

2. 经营效率

公司营业收入增长较快，2011~2013 年公司销售债权周转次数分别为 18.21 次、14.03 次和 19.12 次；2011~2013 年公司存货周转次数分别为 34.10 次、45.49 次和 87.19 次；2011~2013 年公司总资产周转次数分别为 2.27 次、1.83 次和 1.76 次，总体看，公司经营效率高。

3. 未来发展

2012~2015 年期间，公司根据山西省管

网建设和省内天然气市场重点的分布特点，首先依托国家主干线，在前期建设的基础上，建设部分管道复线以满足需求；另外利用煤层气资源尽快建设晋东南管网，并尽快使煤层气与省内管网相互衔接。同时，建立以中石油陕京线系统、西气东输管道为主供气源、煤层气、中石化榆济线为补充气源、煤制天然气、焦炉气提纯甲烷为备用气源的多点供应格局，满足公司天然气业务发展需要。预计到“十二五”末，公司将新建天然气管线（含煤层气管线）1400 公里、压缩天然气（CNG）母站 20 个。主要包括大同县至天镇县、孟县-阳泉（复线）、神池-原平、岚城-普明-王狮、武乡-榆社、神池-怀仁、新绛-河津（复线）、端氏-长治、长治-黎城、黎城-和顺、沁水-侯马、兴县-瓦塘镇管线。届时，公司将形成覆盖整个山西省的“五横三纵”的天然气管网架构。

2015 年，公司重大项目计划投资额为 36.57 亿元，投资项目包括：①对长输管线的投资为 13.12 亿元，2015 年公司计划投资长输管线 11 条，可增加管线长度超过 383 公里；②对 2 个热电联产项目投资 4.00 亿元；③新建、续建加气站 124 座，计划总投资 11.45 亿元；④对山西省天然气管网项目投入 4.50 亿元，计划建设管网长度为 500 公里；⑤对 20 万吨/年的碳四深加工项目计划投资 2.00 亿元；⑥对天然气调控中心投资 1.00 亿元；⑦对山东液化调峰项目投资 0.50 亿元。

未来 2~3 年，公司计划每年投资 30~40 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，将推动公司债务规模的持续增长。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

2011 年财务报表已经山西中天紫星会计师事务所有限公司审计，2012 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，2013 年财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙），并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2014 年三季度财务报表未经审计。

2012 年公司合并范围新增二级子公司 5 家，三、四级子公司分别 3 家；2013 年公司合并范围新增二级子公司 5 家，三、四级子公司分别 7 家、和 6 家，同期减少二级子公司 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 9 月底，公司（合并）资产总额 255.79 亿元，所有者权益 34.88 亿元（其中少数股东权益 24.85 亿元）；2014 年 1~9 月公司实现营业收入 266.23 亿元，利润总额 3.31 亿元。

2. 资产质量

2011~2013 年，公司资产规模呈快速增长态势，年均复合增长 31.09%，主要源自非流动资产中固定资产和在建工程的增长。截至 2013 年底，公司资产总额为 197.51 亿元。近年，公司资产构成由以流动资产为主转为以非流动资产为主，截至 2013 年底，公司流动资产占 45.07%，非流动资产占 54.93%。

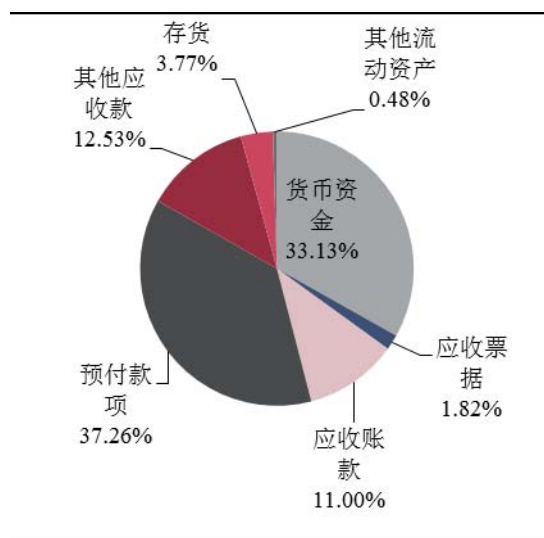
2011~2013 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长率为 14.50%，截至 2013 年底为 89.02 亿元，主要由货币资金、预付款项、应收账款和其他应收款构成。

2011~2013 年，公司货币资金年均复合增长 24.63%，截至 2013 年底为 29.49 亿元，同比增长 6.80%，其中受限资金为 7.56 亿元。

2011~2013 年，公司应收账款波动较大，三年分别为 12.53 亿元、20.47 亿元和 9.79 亿元。截至 2013 年底，公司应收账款同比下降 52.17%，主要由于公司结算力度加大；其中

按账龄组合计提坏账准备的应收账款占比 99.88%，计提坏账准备 0.13 亿元，计提较充分。从账龄看，1 年以内的占 80.05%，1~2 年的占 5.33%，2~3 年的占 8.39%，3 年以上的占 6.23%，账龄较短。

图 2 截至 2013 年底公司流动资产构成



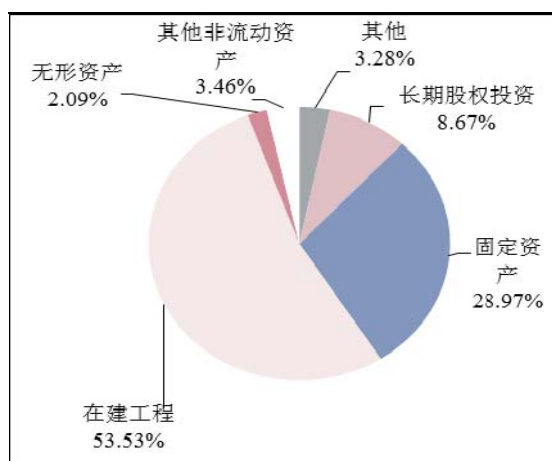
资料来源：公司 2013 年审计报告

2011~2013 年，公司预付款项年均复合增长 27.75%，截至 2013 年底为 33.16 亿元。公司预付款项快速增长，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。

2011~2013 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 22.35%，截至 2013 年底为 11.15 亿元，同比下降 6.45%。其中，单项计提的占 32.92%，按账龄分析法计提的占 67.08%。按账龄分析法计提的其他应收款中，1 年以内的占 76.85%，1 至 2 年的占 6.24%，2 至 3 年的占 9.72%，3 年以上的占 7.19%。近年公司管网建设投资规模持续增长，公司代垫支出增加，经营规模扩大，预付的运费、装卸费等支出增加，公司整体其他应收款相应有所增长。

2011~2013 年，公司存货年均复合下降 29.11%。截至 2013 年底，公司存货为 3.36 亿元，同比下降 0.80%，主要由库存商品构成，公司对原材料共计提跌价准备 19.39 万元。

图3 截至2013年底公司非流动资产构成



资料来源：公司2013年审计报告

2011~2013年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长51.87%，主要源自固定资产和在建工程的增长。截至2013年底，公司非流动资产为108.49亿元，同比增长50.04%，主要由长期股权投资、固定资产和在建工程构成。

2011~2013年，公司长期股权投资年均复合增长25.74%，截至2013年底，公司长期股权投资为9.40亿元，主要是对联营企业的投资。投资企业包括太原燃气集团有限公司、山西右玉元堡煤业有限责任公司、山西安武榆树坡煤业有限公司、山西三晋新能源发展有限公司等。

2011~2013年公司固定资产规模保持较快增长，年均复合增速为34.93%。截至2013年底，公司固定资产原值为38.42亿元，其中输气管线占66.89%；同比增长9.68%，增长主要来自输气管线和房屋、建筑物。截至2013年底，公司共计提折旧6.99亿元，无减值准备，固定资产账面价值为31.43亿元。

2011~2013年，公司对燃气管网建设的投资规模大，在建工程相应呈快速增长态势，年均增长71.00%。截至2013年底，公司在建工程为58.08亿元，同比增长65.77%，主要是山西省燃气管网的建设投入。

截至2014年9月底，公司资产总额为

255.79亿元，较2013年底增长29.51%，流动资产和非流动资产均有所增长。截至2014年9月底，公司流动资产为122.20亿元，较2013年底增长37.28%，其中应收账款大幅增长15.56亿元至25.35亿元，主要由于公司贸易板块销售收入增加所带来的应收账款增加所致；非流动资产为133.59亿元，较2013年底增长23.13%，主要来自在建工程的增长。从结构上看，流动资产占比较2013年底小幅增长2.71个百分点至47.77%。

总体看，公司资产保持较快增长，流动资产中主要以货币资金和预付款项构成，非流动资产主要以固定资产和在建工程构成。公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益年均复合增长20.34%，主要源自少数股东权益的增长。截至2013年底，公司所有者权益为27.32亿元（其中少数股东权益19.70亿元），同比增长3.76%。2011~2013年，公司少数股东权益同比保持较快增长，年均增长38.78%，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，公司控股子公司山西天然气借壳上市，联华合纤以非公开发行股份的方式购买山西天然气100%股权。上市后，公司对山西天然气的持股比例为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9月底，公司所有者权益为34.88亿元（其中少数股东权益为24.85亿

元), 较 2013 年底增长 27.71%, 主要来自少数股东权益的增长。资本公积由 2013 年底的 -0.62 亿元增长至 1.54 亿元, 主要由于山西天然气 2014 年 1 月非公开发行 3000 万股, 募集资金 4.66 亿元, 按照持股比例 34.04%, 公司资本公积增加 1.48 亿元, 以及公司参股企业山西三维集团股价上涨所带来的 0.77 亿元公允价值变动所致。总体看, 公司所有者权益稳定性较弱。

2011~2013 年, 公司负债年均复合增长 33.10%, 主要来自短期借款、应付票据和长期借款的增长。公司整体负债构成主要由流动负债构成。截至 2013 年底, 公司负债合计 170.19 亿元, 其中流动负债占比 59.99%。

2011~2013 年, 公司流动负债年均复合增长 13.60%, 主要源自短期借款、应付票据和其他应付款的增长。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%)、预收款项(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%)构成。

2011~2013 年, 公司预收款项保持稳定, 截至 2013 年底为 23.60 亿元, 主要为煤炭贸易的预收款。截至 2013 年底, 公司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。

2011~2013 年, 公司非流动负债保持高速增长, 年均复合增长 100.41%, 主要是长期借款和应付债券的增长。截至 2013 年底, 公司非流动负债为 68.09 亿元, 主要由长期借款(占 73.43%)、应付债券(占 18.36%)和长期应付款(占 6.21%)构成。

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 4 截至 2014 年 9 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
山西省政府债券	2.5	3	2014 年 6 月 30 日
山西省政府债券	2.5	5	2014 年 6 月 30 日

资料来源: 公司提供

公司长期应付款为应付融资租赁款和信托融资款。2011~2013 年, 公司长期应付款波动增长; 截至 2013 年底, 长期应付款为 4.23 亿元, 同比下降 57.21%, 全部为融资租赁款。

表 5 公司长期借款偿还期限分布(单位: 亿元)

2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
14.38	27.88	20.40	10.47	2.50

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, 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。

2011~2013 年, 受公司管网建设投入增加影响, 公司债务规模保持快速增长, 年均复合增长 62.72%, 短期债务年均增长 36.67%, 长期债务年均增长 100.83%。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%。2011~2013 年, 公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率均持续增长, 加权平均值分别为 84.92%、62.50%和 77.39%; 截至 2013 年底, 三项指标分别为 86.17%、70.95%和 81.66%。

截至 2014 年 9 月底, 公司负债合计 220.90 亿元, 较 2013 年底增长 29.79%, 增长主要来自

自应付票据、应付账款、长期借款和应付债券的增长。截至 2014 年 9 月底，公司应付债券较 2013 年底的 12.50 亿元增长至 17.50 亿元，新增额度为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。公司于 2014 年 5 月 14 日发行私募债 6.96 亿元，期限为 3 年，计入长期借款。

截至 2014 年 9 月底，公司全部债务为 148.58 亿元，较 2013 年底增长 22.17%，其中短期债务较 2013 年底下降 7.02% 至 51.04 亿元，长期债务较 2013 年底增长 46.18% 至 97.54 亿元，长期债务占比较 2013 年底增长 10.78 个百分点至 65.65%。截至 2014 年 9 月底，公司资产负债率和长期债务资本化比率小幅增长至 86.36% 和 73.66%，全部债务资本化比率小幅下降至 80.99%

总体看，公司近年债务规模快速增长，目前债务负担重，债务结构基本合理。

4. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业收入年均复合增长 20.02%，主要源自公司天然气和贸易板块的增长；2013 年为 315.54 亿元，同比增长 24.79%。同期，公司营业成本年均增长 25.58%，增速高于营业收入的增长。公司营业利润率持续下降，三年加权平均值为 9.03%，2013 年为 6.68%。同期，随着销售费用的下降，公司期间费用持续下降，年均下降 22.76%，占营业收入比重也持续下降，2013 年为 5.41%，公司期间费用控制能力较强。

2011~2013 年，公司投资收益在利润构成中占比较低，2013 年公司投资收益为 0.24 亿元，占营业利润比重为 5.58%。2011~2013 年，公司利润总额分别为 3.49 亿元、3.64 亿元和 4.08 亿元，呈现增长态势。

2011~2013 年，公司总资产收益率持续下降，净资产收益率波动下降，三年加权平均值分别为 3.65% 和 10.90%。2013 年，总资产收益率和净资产收益率分别为 3.09% 和

10.36%。

2014 年 1~9 月，公司营业收入为 266.23 亿元，占 2013 年全年的 84.37%；同期公司营业利润率小幅下降至 6.30%。从期间费用看，公司 2014 年 1~9 月期间费用在营业收入的占比继续下降至 5.13%。2014 年 1~9 月，公司实现利润总额 3.31 亿元，占 2013 年全年的 81.01%。

总体看，公司营业收入保持较快增长，但营业利润率持续下降，公司整体盈利能力弱。

5. 现金流

2011~2013 年，公司经营活动现金流入量年均增速为 12.19%，公司经营活动现金流入主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。2011~2013 年，公司现金收入比分别为 97.41%、94.62% 和 88.73%，收现质量下降主要由于票据结算的增加造成。2011~2013 年，公司支付其他与经营活动有关的现金分别为 32.54 亿元、39.51 亿元和 36.91 亿元，主要为代付款、承兑汇票保证金和销售费用，公司其他与经营活动有关的现金流量对公司经营活动现金流量净额有一定影响。

2013 年，公司经营活动现金流量净额较 2012 年有明显改善，2011~2013 年分别为 2.51 亿元、-1.27 亿元和 -0.01 亿元。

2011~2013 年投资活动现金流入量分别为 1.66 亿元、0.43 亿元和 1.05 亿元。同期公司投资活动现金流出分别为 11.86 亿元、21.58 亿元和 33.71 亿元；公司购建固定资产、无形资产支付的现金分别为 9.01 亿元、19.61 亿元和 32.17 亿元。公司投资支付的现金持续上升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。同期公司投资活动现金流量净额表现为净流出，流出规模分别为 10.20 亿元、21.15 亿元和 32.66 亿元。

2011~2013 年，公司筹资活动现金流入分

别为 27.15 亿元、63.30 亿元和 85.43 亿元，主要由取得借款收到的现金构成。2011~2013 年，公司筹资活动现金流量净额表现为净流入，分别为 18.30 亿元、31.04 亿元和 29.57 亿元。

2014 年 1~9 月，公司经营活动现金流入量为 206.89 亿元，为 2013 年全年的 71.31%。现金收入比大幅比降至 64.91%，公司经营活动现金流量净额为 8.04 亿元。2014 年 1~9 月，公司投资活动现金流量净额为-27.67 亿元；筹资活动现金流入量为 80.99 亿元，筹资活动现金流量净额为 22.81 亿元，分别为 2013 年全年的 94.80%和 77.14%，公司对固定资产的投入和筹资规模持续保持在高位。

整体看，公司经营活动现金流量净额不足以覆盖公司资本支出，外部筹资需求大。

6. 偿债能力

2011~2013 年，公司经营现金流动负债比分别为 3.18%、-1.31%和-0.01%，加权平均值为 0.24%，公司经营活动现金流量净额对流动负债的保障程度弱。2011~2013 年，公司流动比率和速动比率波动增长，加权平均值分别为 88.33%和 83.95%，2013 年分别为 87.18%和 83.89%。2014 年 9 月底，两项指标分别为 99.91%和 96.43%。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一般。总体看，公司短期偿债能力尚可。

2011~2013 年，公司 EBITDA 呈上升态势，年均增长 12.95%，但随着公司债务规模的扩大，其对公司利息及债务的保障程度持续下降。2011~2013 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 均值分别为 2.41 倍和 12.62 倍，2013 年分别为 1.89 倍和 15.04 倍。公司 EBITDA 对其债务本息的保障程度较弱。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

的回升而改善；公司在省内天然气行业处于主导地位，板块扩张迅速，公司未来收入利润规模有望保持较快增长。总体看，公司整体偿债能力尚可。

截至 2014 年 9 月底，公司共获得各金融机构银行授信 162.00 亿元，其中未使用授信额度 59.40 亿元。公司拥有直接和间接融资渠道。

截至 2014 年 9 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（机构信用代码：G10140105000660302），截至 2015 年 3 月 25 日，公司无未结清的不良信贷信息记录。已结清业务中存在一笔关注类贷款，形成原因为：公司于 2010 年 4 月取得渤海银行 1 亿元信用贷款，按照规定，此笔贷款使用时需采用受托支付方式。根据公司提供的合同等有关资料，此笔贷款经受托支付方式使用了 9949 万元，余 51 万元未使用，仍需采用受托支付方式才可使用。2011 年 7 月 20 日，由于渤海银行工作人员和发行人财务人员均不了解此情况，在计息日前误以为该账户上金额可以支付当前利息，造成还息当日账户余额不足以支付利息，形成了暂时性欠息，并产生罚息 77.06 元，欠息及罚息均于次日支付。公司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，同时在山西天然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、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 3.4 亿元，占 2014 年 9 月底全部债务的 2.29%，对公司现有债务的影响程度较小。

截至 2014 年 9 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 86.36% 和 80.99%，以公司 2014 年 9 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率模拟值将分别为 86.54% 和 81.33%，公司债务负担小幅加重。但考虑到本期中期票据部分将用于偿还银行贷款，公司实际债务负担可能低于预估值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

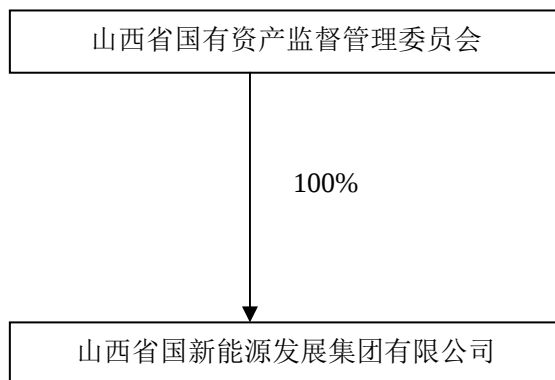
2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 230.53 亿元、262.41 亿元和 290.13 亿元，分别为本期拟发行中期票据的 67.80 倍、77.18 倍和 85.33 倍。2011~2013 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 2.51 亿元、-1.27 亿元和 -0.01 亿元，分别为本期中期票据额度的 0.74 倍、-0.37 倍和 0.00 倍。公司经营活动现金流入量对本期中期票据本金覆盖程度高；2011~2013 年，公司 EBITDA 分别为本期发债额度的 1.86 倍、1.87 倍和 2.38 倍。总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

十、结论

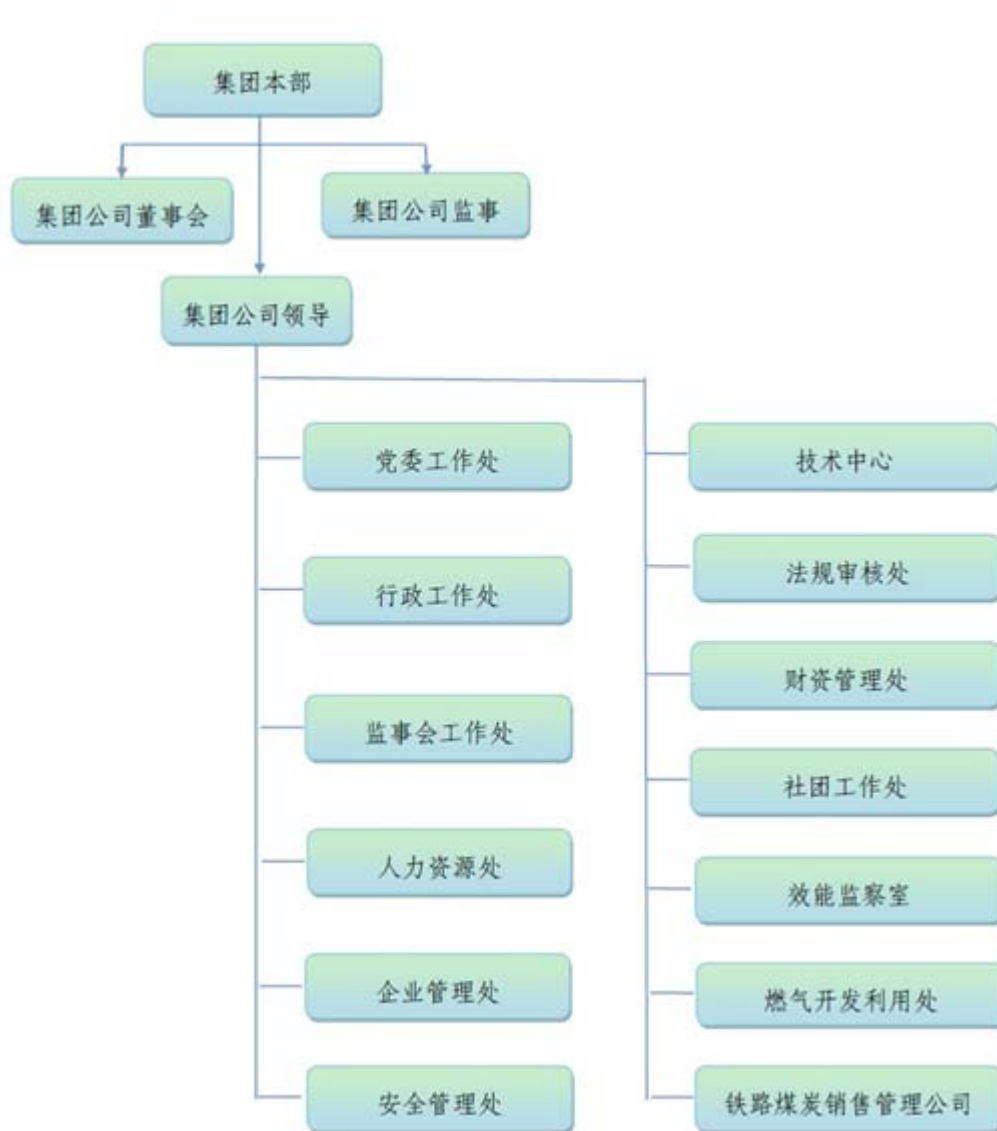
公司作为山西省内主要煤炭运销企业和铁路运输计划单列单位之一，在省内煤炭运销业务上掌握充足的运力资源、具备较强的竞争优势。公司是山西省内代表省政府对省内天然气管道进行统一的建设运营主体，享有山西省内天然气项目专营权，在省内天然气开发利用中处于优势主导地位。近年，公司煤炭运销板块收入、利润规模受行业景气度下滑影响有所下降，但在天然气和贸易板块业务扩张带动下，公司收入、利润规模持续增长。虽然公司整体债务负担重，未来筹资压力大，但公司天然气业务经营规模快速增长，区域内主导地位突出，省内天然气市场前景好，行业增长迅速，有助于公司经营及财务状况的稳定。综合来看，公司主体长期信用风险较低。

本期中票的发行对公司现有债务影响较小，经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度高。综合分析，本期中期票据到期不能偿付的风险较低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.05	27.12	23.55	25.76
资产总额(亿元)	114.94	161.72	197.51	255.79
所有者权益(亿元)	18.86	26.33	27.32	34.88
短期债务(亿元)	29.39	39.56	54.89	51.04
长期债务(亿元)	16.54	37.77	66.73	97.54
全部债务(亿元)	45.93	77.33	121.62	148.58
营业收入(亿元)	219.04	252.86	315.54	266.23
利润总额(亿元)	3.49	3.64	4.08	3.31
EBITDA(亿元)	6.34	6.37	8.08	--
经营性净现金流(亿元)	2.51	-1.27	-0.01	8.04
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	64.91
营业利润率(%)	14.61	9.21	6.68	6.30
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	73.66
全部债务资本化比率(%)	70.89	74.60	81.66	80.99
资产负债率(%)	83.59	83.72	86.17	86.36
流动比率(%)	85.81	91.90	87.18	99.91
速动比率(%)	77.36	88.42	83.89	96.43
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	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	67.80	77.18	85.33	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.74	-0.37	0.00	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.86	1.87	2.38	--

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 年前三季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式(新准则)

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 中长期债券信用等级设置及其含义

注：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，中长期债券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

主体长期信用等级的设置及定义同中长期债券。

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 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

山西省国新能源发展集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。山西省国新能源发展集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，山西省国新能源发展集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山西省国新能源发展集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现山西省国新能源发展集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如山西省国新能源发展集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山西省国新能源发展集团有限公司、主管部门、交易机构等。

