跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1802 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“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

二零一五年八月十二日

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

跟踪评级时间：2015 年 8 月 12 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
现金类资产(亿元)	28.73	31.11	28.04	23.69
资产总额(亿元)	161.72	197.51	242.34	251.84
所有者权益(亿元)	26.33	27.32	36.51	37.70
长期债务(亿元)	37.77	66.73	84.40	95.27
全部债务(亿元)	77.33	121.62	150.93	152.79
营业收入(亿元)	252.86	315.54	344.57	75.65
利润总额(亿元)	3.64	4.08	5.17	2.05
EBITDA(亿元)	6.37	8.08	11.63	--
经营性净现金流(亿元)	-1.27	-0.01	-1.43	2.43
营业利润率(%)	9.21	6.68	6.91	8.73
净资产收益率(%)	9.90	10.36	9.95	--
资产负债率(%)	83.72	86.17	84.93	85.03
全部债务资本化比率(%)	74.60	81.66	80.52	80.21
流动比率(%)	91.90	87.18	80.77	84.54
全部债务/EBITDA(倍)	12.15	15.04	12.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.27	1.89	1.43	--
经营现金流动负债比(%)	-1.31	-0.01	-1.19	--

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；2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

张小平　董 征
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，带动公司营业收入增长及营业利润率提升，同时随着所有者权益的增长，公司债务负担有所减轻；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，盈利水平持续下滑，债务负担仍然较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，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“15 晋国新 MTN001”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。
3. 公司经营活动现金流入量对“15 晋国新 MTN001”保障程度很高。

关注

1. 中国经济增速放缓，煤炭需求减弱，行业景气度下行，公司煤炭运销板块盈利水平下滑。
2. 公司贸易板块营业收入占比大，跟踪期内，该板块盈利能力持续恶化。

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“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 2015 年 3 月底，公司注册资本为 1.92 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 2014 年底，公司合并资产总额 242.34 亿元，所有者权益合计 36.51 亿元（其中少数股东权益 26.53 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 344.57 亿元，利润总额 5.17 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 251.84 亿元，所有者权益合计 37.70 亿元（其中少数股东权益 27.63 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 75.65 亿元，利润总额 2.05 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

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增

加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“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。

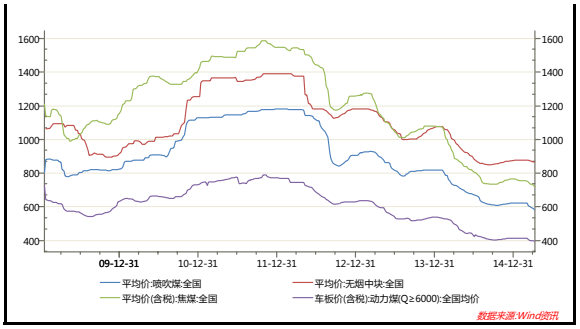
现代煤炭物流不同于传统煤炭物流，早已不是简单的“倒单式”物流。它的盈利点一是配煤，即为客户提供个性化的产品，同时赚取产品增值差价；二是运输，即能解客户的燃煤之急。发展煤炭物流产业，大型煤炭企业集团都有各自不同的优势。大型煤炭企业集团还有发展煤炭第三方物流的空间，同时也拥有其一头对小煤矿，另一头对小客户“两头对小”的市场。

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，煤炭市场持续下滑趋势，据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）

分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。2015年一季度煤炭进一步小幅下探，分别较年初下降5.14%、4.19%、1.03%和3.38%。

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。

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。

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，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。2014 年公司共销售煤炭 3594 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。2014 年，公司共销售燃气 22.51 亿立方米。

六、管理分析

跟踪期内，公司在高层管理人员、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。

截至本报告出具日，上述股权划转事宜尚未完成。

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。2014 年公司实现营业收入 344.57 亿元，同比增长 9.20%，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，公司贸易业务和天然气板块收入占营业收入比重有所上升；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。2014 年公司整体毛利率为 7.04%，同比上升 0.25 个百分点。公司毛利率上升主要由于毛利率较高的天然气板块占比上升所致。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 75.65 亿元，为 2014 年全年的 22.25%，收入构成中天然气板块占比进一步提升，煤炭运销和贸易板块占比下降。同期，公司整体毛利率为 8.85%，较 2014 年上升 1.81 个百分点。

表 1　公司营业收入及利润构成（单位：亿元、%）

经营项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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	营业收入	占比	毛利率
煤炭运销	198.01	78.31	7.81	133.17	42.20	7.84	135.60	39.35	7.26	29.19	38.59	5.33
天然气	37.84	14.96	18.82	45.96	14.57	22.76	58.79	17.06	21	23.81	31.47	20.62
贸易	15.78	6.24	6.40	134.67	42.68	0.33	148.70	43.16	0.16	22.45	29.68	0.06
其他	1.23	0.49	15.45	1.74	0.55	5.17	1.48	0.43	1.83	0.20	0.26	0.34
合计	**252.86**	**100.00**	**9.41**	**315.54**	**100.00**	**6.79**	**344.57**	**100.00**	**7.04**	**75.65**	**100.00**	**8.85**

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。

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，该板块毛利率同比有所下降。2014 年公司实现煤炭运销业务收入 135.60 亿元，与 2013 年基本持平。2015 年 1~3 月，公司实现板块收入 29.19 亿元，为 2014 年全年的 21.53%，毛利率较 2014 年下降 1.93 个百分点至 5.33%。

表 2 公司煤炭采销情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
采购总量	3440	3272	3594	789

采购均价	530	374	347	310
采购成本	182	122	124.67	24.52
销售总量	3440	3272	3594	792
销售均价	571	403	374	329
销售收入	196	131	134.43	26.07

资料来源：公司提供

2014 年，公司煤炭销量为 3594 万吨，同比上升 9.84%；煤炭采购均价和销售均价分别下降 7.22%和 7.20%。2015 年 1~3 月，公司煤炭销售量为 789 万吨，占 2014 年全年的 21.95%；采购均价和销售均价较 2014 年分别下降 10.66%和 12.03%。

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。

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。

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，毛利率有所下降。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。2014 年，公司销售天然气 22.51 亿立方米，同比增长 2.60%；实现销售收入 55.03 亿元，同比增长 24.17%，主要由于销售均价提高所致。2015 年 1~3 月，公司天然气销售业务实现收入 22.98 亿元，占 2014 年全年收入的 41.76%。

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 2015 年 3 月底，公司建成长输管网 4017 公里，城市管网 4200 公里；公司管网已经覆盖全省 11 市 99 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。

表 3 公司天然气采购及销售情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
销售总量（亿立方米）	18.97	21.94	22.51	8.94
采购均价（元/立方米）	1.59	1.58	1.81	1.93
销售均价（元/立方米）	1.91	2.02	2.22	2.53
销售收入（亿元）	**36.23**	**44.32**	**55.03**	**22.98**
协议接驳用户数（户）	2420136	3612374	3868934	3983117

其中：住宅用户（户）	2412836	3603964	3859956	3974033
工商业用户（户）	7300	8410	8978	9084
燃气管道长度（公里）	3004	3647	3940	4017
供气能力（立方米/日）	4200	6260	6650	6790
CNG/LNG 加注站（个）	54	89	94	119

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，燃气销量的增长和销售均价的上升带动板块收入规模的增长。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、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。

2014 年公司贸易板块收入为 148.70 亿元，较 2013 年增长 10.42%。同期，公司贸易板块毛利率由 2013 年的 0.33%下降至 0.16%。2015 年 1~3 月，公司贸易板块实现营业收入 22.45 亿元，占 2014 年营业收入的 15.10%，毛利率进一步下降至 0.06%。

跟踪期内，公司贸易板块收入有所增长，但毛利率下降，公司贸易板块对公司收入和现金流入量形成了有效支撑。

2. 在建项目

2015 年，公司计划总投资 36.57 亿元，均为气化山西工程项目投资，其中，计划对长输管线项目、液化调峰设施项目、热电联产项目、CNG/LNG 加注站、城市管网项目、液化石油气深加工项目、天然气管网生产调度控制中心项目分别投资 13.12 亿元、0.5 亿元、4 亿元、11.45 亿元、4.5 亿元、2.00 亿元、1 亿元。截至 2015 年 4 月底，已完成投资 6.83 亿元。

总体看，公司存在一定的对外融资需求。

九、财务分析

公司提供的 2014 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。公司提供的 2015 年一季度财务报表未经审计。

2014 年公司合并范围新增二级子公司 2 家，三、四、五级子公司分别 6 家、6 家和 2 家。2014 年公司合并范围减少四级子公司 1 家。合并范围的变化对财务报表的可比性影响不大。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 242.34 亿元，所有者权益合计 36.51 亿元（其中少数股东权益 26.53 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 344.57 亿元，利润总额 5.17 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 251.84 亿元，所有者权益合计 37.70 亿元（其中少数股东权益 27.63 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 75.65 亿元，利润总额 2.05 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 344.57 亿元，同比增长 9.20%；营业成本方面，2014 年，公司营业成本 320.32 亿元，较 2013 年增长 8.91%，低于营业收入增长速度，2014 年，公司营业利润率 6.91%，较 2013 年上升 0.23 个百分点。

从期间费用看，2014 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 5.42%，与 2013 年基本保持一致。

2014 年，公司实现投资收益 0.30 亿元，其中 0.29 亿元为对联合企业与合营企业投资收益；营业外支出 0.27 亿元，其中，对外捐赠 0.20

亿元。

2014 年，公司利润总额 5.17 亿元，同比增长 26.54%。从盈利指标看，公司总资本收益率为 3.99%，较 2013 年上升 0.90 个百分点；公司净资产收益率为 9.95%，较 2013 年下降 0.41 个百分点。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 75.65 亿元，为 2014 年全年的 21.96%；营业利润率为 8.73%，较 2014 年明显提升；利润总额为 2.05 亿元，为 2014 年全年的 39.77%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所增长，盈利能力略有提升，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，2014 年，公司经营活动现金流入 241.48 亿元，同比下降 16.77%，其中，销售商品、提供劳务收到的现金 235.61 亿元，同比下降 15.85%。2014 年，公司经营活动现金流出 242.91 亿元，同比下降 16.28%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金 208.81 亿元，同比下降 15.67%。2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-1.43 亿元。从收入实现质量看，2014 年，公司现金收入比为 68.38%，收入实现质量较 2013 年下降。

投资活动方面，2014 年，公司投资活动现金流入 0.89 亿元，较 2013 年下降 14.81%，其中，取得投资收益收到的现金 0.21 亿元，收到其他与投资活动有关的现金 0.63 亿元。2014 年，公司投资活动现金流出 27.51 亿元，较 2013 年下降 18.38%，其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金 25.92 亿元，同比下降 19.44%。2014 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-26.62 亿元。

公司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。2014 年，公司取得借款收到的现金 66.63 亿元，偿还债务支付的现金 44.02 亿元，筹资活动现金流量净额为 27.70 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额 2.43 亿元，其中，经营活动现金流入 59.70 亿元，经营活动现金流出 57.27 亿元；投资活动现金流入净额-6.43 亿元；筹资活动现金流量净额-0.29 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动收现质量下降，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 2014 年底，公司资产总额为 242.34 亿元，同比增长 22.70%。从资产构成看，流动资产占比 39.99%，非流动资产占比 60.01%。

截至 2014 年底，公司流动资产为 96.92 亿元，同比增长 8.87%，主要由货币资金（占比 27.63%）、应收账款（占比 15.93%）、预付款项（占比 34.69%）、其他应收款（占比 7.37%）和存货（占比 4.18%）构成。

截至 2014 年底，公司货币资金为 26.77 亿元，同比下降 9.21%，其中，受限资金 3.90 亿元，系银行承兑汇票保证金，受限资金占比 14.57%。

截至 2014 年底，公司应收账款为 15.44 亿元，同比增长 57.65%。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款账面余额 15.63 亿元，占比 99.98%，其中，1 年以内的占比 78.61%，1~2 年的占比 10.71%，2~3 年的占比 2.30%，3 年以上的占比 8.38%，公司应收账款账龄结构适中。公司应收账款已计提坏账准备 0.19 亿元，计提比例为 1.22%。

截至 2014 年底，公司预付款项为 33.62 亿元，同比增长 1.37%。

截至 2014 年底，公司其他应收款为 14.39 亿元，同比增长 29.03%，主要是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 2014 年底，公司存货为 4.05 亿元，同比增长 20.46%。公司存货主要为库存商品

（占比 84.44%）、原材料（占比 5.68%）。公司存货已计提跌价准备 19.38 万元。

截至 2014 年底，公司非流动资产为 145.42 亿元，同比增长 34.04%，主要由固定资产和在建工程构成。

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 5.11 亿元，同比增长 319.51%，其中，根据 2015 年 7 月 1 日实施的新会计准则，公司长期股权投资重分类为可供出售金融资产 3.31 亿元。

截至 2014 年底，公司长期股权投资 6.14 亿元，较 2013 年底下降 34.74%，主要是 3.31 亿元长期股权投资重分类至可供出售金融资产所致。

截至 2014 年底，公司固定资产为 45.75 亿元，同比增长 45.54%，主要来自油气管线转固。其中，房屋建筑物占比 69.88%，房屋建筑物占比 11.91%，机器设备占比 10.58%。截至 2014 年底，公司固定资产已计提折旧 9.58 亿元，固定资产成新率 82.69%。

截至 2014 年底，公司在建工程为 76.25 亿元，同比增长 31.29%，主要是公司对天然气管网建设投入的增加所致。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 251.84 亿元，较 2014 年底增长 3.92%，其中，流动资产占比 39.42%，非流动资产占比 60.58%，资产构成较 2014 年年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续较快增长，固定资产和在建工程增长较快。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益为 36.51 亿元，同比增长 33.67%，主要来自少数股东权益的增长（系非全资子公司纳入合并范围所致）。2014 年，山西省人民政府对公司增加投资 0.12 亿元，计入实收资本。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 27.33%，少数股东权益占 72.67%；归属于母公司所有者权益中，股本占 19.24%、资本公积占 13.67%、未分配利润占 68.86%，其他综合收益占比-1.77%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益为 37.70 亿元，较 2014 年底增长 3.25%，主要由于未分配利润增长所致。

跟踪期内，受财务报表合并范围扩大影响，公司少数股东权益大幅增长，带动公司所有者权益快速增长，但公司所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额为 205.83 亿元，同比增长 20.94%。其中，流动负债占比 58.29%，非流动负债占比 41.71%。

截至 2014 年底，公司流动负债为 119.99 亿元，同比增长 17.52%，主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至 2014 年底，公司短期借款为 35.39 亿元，同比增长 8.32%，主要是保证借款和信用借款。截至 2014 年底，公司应付票据 10.21 亿元，均为应付银行承兑汇票。截至 2014 年底，公司应付账款为 14.13 亿元，同比增长 38.73%。截至 2014 年底，公司预收款项为 21.98 亿元，同比下降 6.87%，主要为煤炭贸易的预收款。截至 2014 年底，公司其他应付款 15.05 亿元，主要是应付往来款。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 20.93 亿元，其中一年内到期的长期借款 19.33 亿元。

截至 2014 年底，公司非流动负债为 85.84 亿元，同比增长 26.06%，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2014 年底，公司长期借款为 61.79 亿元，同比增长 23.59%，主要为保证借款和信用借款。截至 2014 年底，公司应付债券为 17.50 亿元，包括“13 晋国新 MTN1”2.5 亿元、“13 晋国新 MTN2”5 亿元，山西省政府债券 10 亿元。截至 2014 年底，公司长期应付款 5.10 亿元，均为应付融资租赁款。

有息债务方面，截至 2014 年底，公司全部债务 150.93 亿元，同比增长 24.10%，其中，短期债务占比 44.08%，长期债务占比 55.92%。

从债务指标看，2014 年，公司资产负债率为 84.93%，较 2013 年下降 1.24 个百分点；全部债务资本化比率为 80.52%，较 2013 年下降 1.14 个百分点；长期债务资本化比率为 69.80%，

较 2013 年下降 1.15 个百分点。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额 214.15 亿元，较 2014 年底增长 4.04%，主要由于应付账款增长所致。同期，公司全部债务 152.79 亿元，其中，短期债务占比 37.65%，长期债务占比 62.35%；资产负债率上升至 85.03%，全部债务资本化比率下降至 80.21%，长期债务资本化比率上升至 71.65%。此外，公司于 2015 年 7 月 27 日发行额度为 3.4 亿元的三年期中期票据“15 晋国新 MTN001”。

总体看，跟踪期内，公司债务负担仍然处于较高水平，债务结构基本合理。

4. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2014 年底，公司流动比率为 80.77%，较 2013 底下降 6.41 个百分点；速动比率为 77.40%，较 2013 年底下降 6.49 个百分点；经营现金流动负债比为-1.19%，较 2013 年下降 1.18 个百分点。截至 2015 年 3 月底，公司流动比率、速动比率分别为 84.54%、80.51%，和 2014 年底相比均有所上升。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，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2014 年，公司 EBITDA 为 11.63 亿元；EBITDA 利息倍数为 1.43 倍，EBITDA 对利息保障能力弱；全部债务/EBITDA 为 12.97 倍，EBITDA 对全部债务保障能力弱。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，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。

截至 2015 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 152 亿元，其中未使用授信额度 22 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 2015 年 7 月 13 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。

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，未来投资规模大，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，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。

十、存续期债券偿还能力

公司于 2015 年 7 月发行额度为 3.4 亿元的三年期中期票据“15 晋国新 MTN001”。2012～2014 年，公司 EBITDA 分别为 6.37 亿元、8.08 亿元和 11.63 亿元，分别为“15 晋国新 MTN001”的 1.87 倍、2.38 倍和 3.42 倍，EBITDA 对“15 晋国新 MTN001”的保障能力尚可。2012～2014 年，公司经营活动现金流入量分别为 262.41 亿元、290.13 亿元和 241.48 亿元，分别为“15 晋国新 MTN001”的 77.18 倍、85.33 倍和 71.02 倍，经营活动现金流入量对“15 晋国新 MTN001”保障能力很强；经营活动现金流量净额分别为-1.27 亿元、-0.01 亿元和-1.43 亿元，对“15 晋国新 MTN001”不具保障能力。

公司存续期债券包括“13 晋国新 MTN1”、“13 晋国新 MTN2”和“15 晋国新 MTN001”，发行额度共计 10.9 亿元，最高偿还额为 5.9 亿

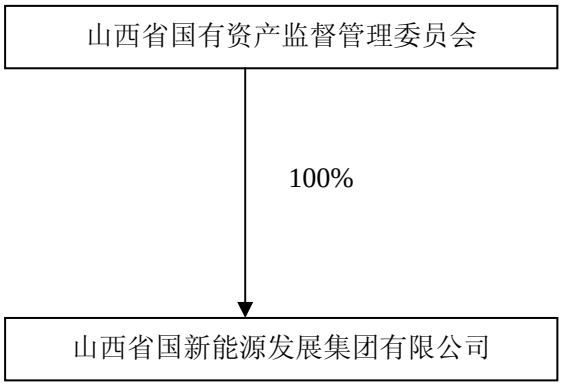
元（2018 年）。2012～2014 年，公司 EBITDA 分别为最高偿还额的 1.08 倍、1.37 倍和 1.97 倍，EBITDA 对存续期债券的保障能力一般。2012～2014 年，公司经营活动现金流入量分别为最高偿还额的 44.48 倍、49.17 倍和 40.93 倍，经营活动现金流入量对存续期债券保障能力很强；经营活动现金流量净额分别为-1.27 亿元、-0.01 亿元和-1.43 亿元，对存续期债券不具保障能力。

总体看，公司经营活动现金流入量对存续期债券保障程度很高。

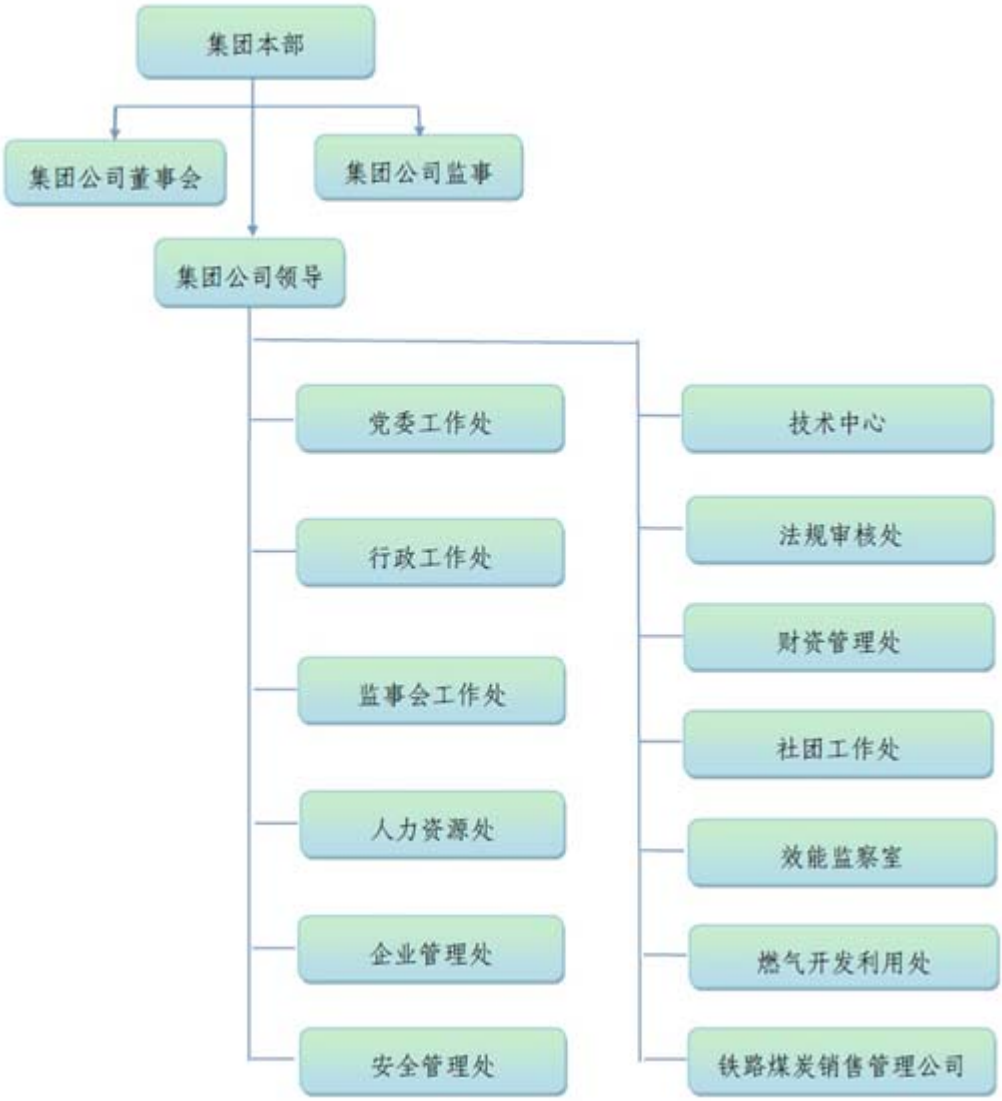
十一、结论

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“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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	28.73	31.11	28.04	23.69
资产总额(亿元)	161.72	197.51	242.34	251.84
所有者权益(亿元)	26.33	27.32	36.51	37.70
短期债务(亿元)	39.56	54.89	66.53	57.52
长期债务(亿元)	37.77	66.73	84.40	95.27
全部债务(亿元)	77.33	121.62	150.93	152.79
营业收入(亿元)	252.86	315.54	344.57	75.65
利润总额(亿元)	3.64	4.08	5.17	2.05
EBITDA(亿元)	6.37	8.08	11.63	--
经营性净现金流(亿元)	-1.27	-0.01	-1.43	2.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.03	19.12	24.51	--
存货周转次数(次)	45.49	87.19	86.50	--
总资产周转次数(次)	1.83	1.76	1.57	--
现金收入比(%)	94.62	88.73	68.38	67.63
营业利润率(%)	9.21	6.68	6.91	8.73
总资本收益率(%)	3.48	3.09	3.99	--
净资产收益率(%)	9.90	10.36	9.95	--
长期债务资本化比率(%)	58.93	70.95	69.80	71.65
全部债务资本化比率(%)	74.60	81.66	80.52	80.21
资产负债率(%)	83.72	86.17	84.93	85.03
流动比率(%)	91.90	87.18	80.77	84.54
速动比率(%)	88.42	83.89	77.40	80.51
经营现金流动负债比(%)	-1.31	-0.01	-1.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.27	1.89	1.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	12.15	15.04	12.97	--

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. 2015 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。