



信用等级通知书

信评委函字[2013] 0543号

山西沁新能源集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一三年四月十日

2013 年度山西沁新能源集团股份有限公司信用评级报告

受评主体 山西沁新能源集团股份有限公司
主体信用等级 AA⁻
评级展望 稳定

概况数据

| 沁新集团 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.9 |
|------------------|-------|-------|-------|--------|
| 总资产(亿元) | 43.65 | 69.30 | 78.59 | 100.78 |
| 所有者权益(亿元) | 19.01 | 26.56 | 27.81 | 31.61 |
| 总负债(亿元) | 24.63 | 42.74 | 50.78 | 69.17 |
| 总债务(亿元) | 17.77 | 25.40 | 39.56 | 48.21 |
| 主营业务收入(亿元) | 15.05 | 24.76 | 25.02 | 18.47 |
| EBIT(亿元) | 4.33 | 10.26 | 7.06 | 4.83 |
| EBITDA(亿元) | 8.09 | 11.87 | 8.99 | 6.65 |
| 经营活动净现金流(亿元) | 7.26 | 8.70 | 11.16 | 0.64 |
| 主营业务毛利率(%) | 50.54 | 59.44 | 53.96 | 51.89 |
| EBITDA/主营业务收入(%) | 53.72 | 47.93 | 35.92 | 35.99 |
| 总资产收益率(%) | 10.41 | 18.18 | 9.55 | 7.19* |
| 资产负债率(%) | 56.44 | 61.68 | 64.61 | 68.64 |
| 总资本化比率(%) | 48.31 | 48.89 | 58.72 | 60.40 |
| 总债务/EBITDA(X) | 2.20 | 2.14 | 4.40 | 5.44* |
| EBITDA 利息倍数(X) | 5.59 | 7.27 | 3.70 | 3.37 |

注：公司所有财务报表均按照旧会计准则编制；公司 2012 年三季度报未经审计；未获取公司资本化利息支出数据；所有者权益含少数股东权益；2012 年前三季度主营业务收入实为营业总收入。

分析师

项目负责人：李敏 mli@ccxi.com.cn
项目组成员：马天翔 txma@ccxi.com.cn
李日冉 rrli@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2013 年 4 月 10 日

基本观点

中诚信国际评定山西沁新能源集团股份有限公司（以下简称“沁新集团”或“公司”）主体信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定。

中诚信国际肯定了公司优良的煤炭种类、较低的开采成本、很强的盈利能力以及公司逐步完善的煤炭产业链。同时中诚信国际也关注到宏观经济增速放缓导致煤炭价格下跌，公司生产规模较小，对外担保金额较大等因素给公司整体信用状况带来的影响。

优势

- **公司煤炭资源储备丰富，煤种优良。**截至 2012 年 9 月底，公司控制的煤炭可采储量达到 4.11 亿吨，主要为偏瘦的优质主焦煤，炼成焦炭后强度较高，在全国范围内属于稀缺品种。公司精煤部分用于炼焦，部分对外销售，优质的焦煤资源为公司可持续发展提供了保障。
- **生产成本较低，盈利能力很强。**公司煤矿赋存条件较好，开采成本较低。2010 年~2012 年前三季度公司原煤生产成本为分别为 189.40 元/吨、252.13 元/吨和 246.99 元/吨，精煤毛利率分别达到 57.69%、51.32%和 56.88%，盈利能力很强。
- **煤焦化产业链逐步完善。**公司拥有产能为 100 万吨/年的焦化厂，焦煤自给率较高；同时公司拥有产能为 6 万吨/年的刚玉厂，可有效利用煤矸石及焦化余热生产的电力，逐步完善的产业链有利于提升公司资源利用效率和综合抗风险能力。

关注

- **近期宏观经济呈企稳回升态势，但煤炭价格上升基础仍薄弱。**2013 年 1~2 月全国固定资产投资额累计为 25,675.92 亿元，较上年同期增长 21.18%，增速同比有所提高，在基建投资的拉动下，宏观经济呈现缓慢复苏态势。但宏观经济很难维持 2011 年以前的高速增长，同时煤炭行业前期高投资带来了产能的快速释放，对煤炭价格上涨带来一定压力。
- **生产规模较小。**截至 2012 年 9 月底，公司在产矿井核定产能为 360 万吨/年，2011 年实现原煤产量 275.63 万吨，生产规模较小。
- **对外担保金额较大。**截至 2012 年 9 月底，公司对外担保余额 3.9 亿元，占公司净资产比例为 12.34%，存在一定代偿风险。

声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

公司概况

山西沁新能源集团股份有限公司成立于 1995 年 4 月 22 日，由原沁新煤矿改制而成。截至 2012 年 9 月底，公司注册资本为 2.24 亿元，北京市和信源投资有限公司为公司控股股东，持有公司 59.08% 的股份；公司董事长孙宏原持有北京市和信源投资有限公司 32.03% 的股权，为公司的实际控制人。

公司主业是煤炭和焦炭生产，同时兼营发电、刚玉等业务。截至 2012 年 9 月底，公司煤炭资源可采储量为 4.11 亿吨，拥有在产煤矿 3 座，核定产能 360 万吨/年，在建煤矿三座，核定产能为 300 万吨/年；公司拥有洗煤厂 1 座，洗选能力为 400 万吨/年，在建洗煤厂 1 座，洗选能力为 300 万吨/年；拥有焦化厂 1 座，焦炭产能为 100 万吨/年。

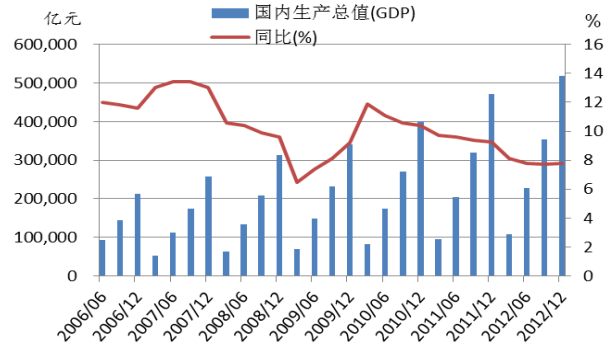
截至 2011 年底，公司资产总额为 78.59 亿元，所有者权益为 27.81 亿元；2011 年公司实现主营业务收入 25.02 亿元，净利润 2.74 亿元，经营活动净现金流 11.16 亿元。

截至 2012 年 9 月底，公司资产总额为 100.78 亿元，所有者权益为 31.61 亿元；2012 年 1~9 月公司实现营业总收入 18.47 亿元，净利润 1.16 亿元，经营活动净现金流 0.64 亿元。

宏观经济和政策环境

2012 年，世界经济仍未走出衰退的阴霾，欧债危机日趋恶化，美国经济复苏陷于停滞，中国经济增速趋缓加剧。在经历了自 2011 年以来连续七个季度回落之后，2012 年 4 季度，中国经济增速出现了企稳回升，升至 7.9%，扭转了之前持续下滑的局面。同时，2012 年中国全年国内生产总值首次突破 50 万亿元，达 519,322 亿元，但是 7.8% 的经济增速也创下了 11 年来的最低水平。尽管增速跌破“8”，但中国经济仍在较快的运行区间，短期内经济增速下滑并未超出预期，长远来看，如何顺利实现经济成功转型仍是关键。

图 1：2006~2012 年中国季度 GDP 及增长率



资料来源：国家统计局

2012 年，货币政策由偏紧转为相对宽松，随着 CPI 走弱和通胀大幅回落，经济下行的压力凸显，政策由控通胀逐渐转向稳增长。各地相继推出了一揽子刺激经济的计划，地方政府担当起本轮稳增长的重任。央行先后三次下调存款准备金率，两次降息。受此影响，货币市场利率也呈现出总体稳中有降的趋势。

近来，随着经济下行压力加大和风险加剧，管理层从对通胀的担忧转向了对经济减缓的关注。2012 年 12 月，中央经济工作会议提出了 2013 年经济工作的六项任务，其中首要任务是“加强和改善宏观调控，促进经济持续健康发展。”“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，充分发挥逆周期调节和推动结构调整的作用。实施积极的财政政策，要结合税制改革完善结构性减税政策。”

中诚信国际认为，2013 年的中国经济仍将在结构调整和政策稳中求进中筑底徘徊，但转入 7%~8% 的中速通道将是大概率事件，迈向中长期中速增长，2013 年或成为节点。未来管理层更看重增长质量，看淡规模扩张和增速，城镇化将成为新一轮拉动内需的引擎。

2013 年，中国经济将会面临更加复杂和严峻的形势。管理层将会面临若干政策目标的冲突，因此政策既有灵活性也有不确定性。

中诚信国际认为，2013 年的货币政策维持稳健基调，这意味着，总体信贷环境将相对宽松，预微调将进一步加码。预计，2013 年经济形势略有回升但不会太明显。如果宏观经济形势继续走弱，央行或再次下调存款准备金比率一到两次，而目前降息的必要性有所降低。预计积极财政政策将继续推

行，各地在稳增长的基调下，将会通过财税政策刺激经济增长，加大固定资产投资和基建力度。2013年，财政政策对保障房的支持，内需的拉动，包括结构性减税以及“营改增”等税制改革将有实质性的推动。

行业及区域经济环境

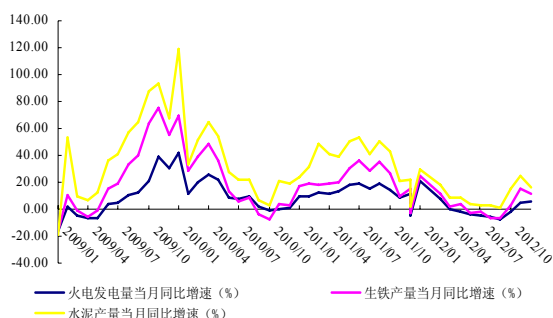
煤炭行业

中国富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭是中国能源消费的主体，煤炭在我国能源消费中占比维持在70%左右。长期看随着中国工业化和城镇化的推进，能源消费将保持稳定增长，但是经济增长方式的转变和节能减排政策的实施将使能源消费增速放缓。因此长期看煤炭行业仍具有持续增长潜力，但增速将放缓。短期看煤炭行业将受到经济周期波动、煤炭资源整合、运输通道建设、行业政策等因素的影响。

2011年四季度开始，宏观经济增速趋缓使煤炭需求承压，煤炭市场景气度持续下滑；2012年四季度以来，在地方建设项目投资的拉动下，宏观经济出现企稳回升迹象，但趋势仍不明朗，煤价回升基础薄弱

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金和建材行业，耗煤总量占煤炭总消费量的80%左右。

图2：2009年以来主要耗煤行业当月产品产量增速



资料来源：煤炭资源网，中诚信国际整理

电力行业方面，2011年四季度受宏观经济增速趋缓的影响，电力下游行业受到一定冲击，工业用电增速有所放缓，2011年四季度火电发电量为9,478亿千瓦时，同比增速为12.93%；2012年前三季度，全社会用电量增速持续放缓，并且由于南方雨水丰

沛，水电出力充足，使得火电企业开工不足，期间火电发电量为28,154亿千瓦时，同比增速为-1.32%。2012年四季度以来，前期“稳增长”的政策措施效果逐步显现，经济趋稳回升，全社会用电量增速企稳，2012年10~12月，火电发电量分别为2,926亿千瓦时、3,194亿千瓦时和3,554亿千瓦时，同比增幅分别为-2%、5%和6%，增速呈现回升态势。电厂库存方面，2012年10月以来，电厂开始进入去库存阶段，全国重点电厂电煤库存量自高位逐步减少，截至12月底，全国重点电厂的电煤库存为8,113万吨，可用天数为19天，已经回落到2011年三季度末的水平。

钢铁行业方面，随着固定资产投资的增长，生铁产量自2009年6月开始保持了10%以上的快速增长。2011年四季度开始，受房地产调控政策、信贷紧缩政策以及汽车市场低迷的影响，钢铁下游需求放缓，钢铁价格大幅下跌，部分钢厂开始减产或检修，行业开始进入去库存化阶段。2011年生铁产量为6.3亿吨，同比增长8.4%；2012年前三季度，生铁产量为5.03亿吨，同比增速进一步下降至3.56%。2012年9月开始，在下游建设项目增长的拉动下，生铁产量增速呈现回升态势，2012年9~12月，生铁产量分别为5,289.7万吨、5,398.2万吨、5,140.9万吨和5,089.3万吨，同比增速分别为1.6%、5.1%、10.7%和5%。价格方面，2012年9月以来，钢材价格开始企稳回升，但目前尚处于偏低水平。

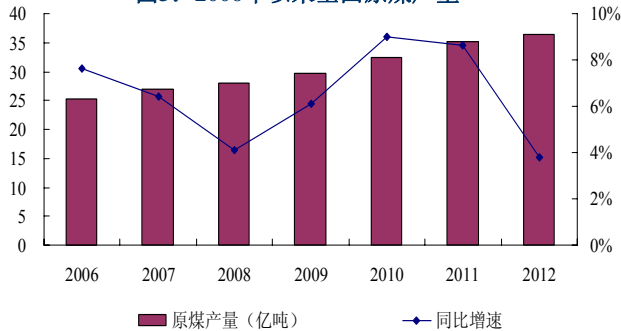
水泥行业方面，2011年下半年开始，铁路、公路等基建投资出现大幅下降，房地产市场遭遇严格调控，房地产开发投资增速加速下滑，水泥需求快速回落，水泥价格随之下调。2011年全年我国水泥产量为20.85亿吨，同比增长11.70%，增速较上年减少3.83个百分点。2012年，我国宏观经济增速放缓，水泥行业景气度持续低迷，水泥价格进一步下跌。而2012年9月份以来，水泥行业进入传统销售旺季，加上铁路基建投资显著回暖，水泥价格止跌回调。但入冬以来，大部分区域因气候原因，施工进度逐步放缓，水泥价格也随之出现一定回落。2013年，预计在积极的财政政策以及城镇化建设的推动下，铁路、公路、轻轨、水利等基建投资

有望明显增长，进而带动水泥行业需求向好。

总体来看，2011年四季度开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，导致社会库存增加，煤炭价格下跌，煤炭行业景气度明显下滑；2012年四季度以来，在基建投资的拉动下，宏观经济呈现企稳回升态势，但仍处不明朗状态，煤价回升基础薄弱。

供给方面，2001年以来，煤炭行业固定资产投资保持快速增长，2005~2011年复合增长率为27.12%。行业固定资产投资的快速增长带来了产能的逐年提高，煤炭产量也保持了较快的增长速度，2005~2011年复合增长率为6.97%。但2011年四季度以来，煤炭市场景气度下滑，煤炭企业对产出规模进行相应调整，2012年全国原煤产量为36.50亿吨，同比增幅仅为3.8%。

图3：2006年以来全国原煤产量



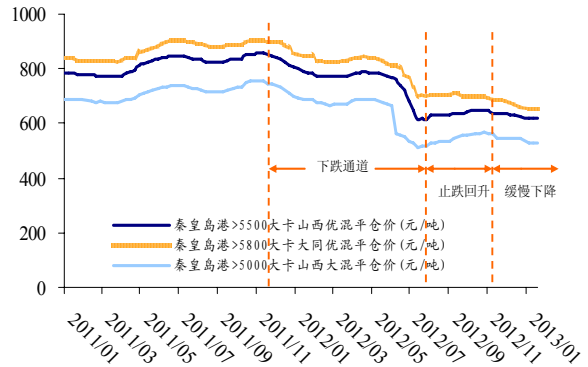
资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

另外，煤炭进口也是煤炭供给的重要补充，2009年以来，中国煤炭进口量一直保持较高的水平，根据中国海关总署的数据，2012年中国煤及褐煤进口量为2.88亿吨，同比增长29.8%。煤炭进口量的不断提升对国内煤炭市场造成了一定冲击，加速了沿海煤炭价格的下跌。

从煤炭价格走势和库存情况来看，2009年下半年开始，随着宏观经济的企稳回升，煤炭价格整体呈现波动上行的趋势。2011年11月份开始，受宏观经济发展和固定资产投资增速下滑影响，煤炭价格有所下降，煤炭库存增加。2012年3月份，受电厂补库存及大秦线检修等因素影响，主要港口煤炭库存下降，煤炭价格止跌回升；但到5月份，下游需求不振对煤炭价格的影响凸显，煤炭库存持续上升，煤炭价格快速下跌；2012年7月下旬开始，全

国进入夏季用电高峰期，火电发电量回升，煤炭库存量有所下降，煤炭价格止跌企稳。

图4：2011年以来秦皇岛港煤炭价格走势



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

动力煤方面，2011年四季度开始，受用电量增速下滑的影响，动力煤价格开始下降。2012年二季度以后，火电发电量有所回升，同时，部分地方煤炭企业采取了限产保价政策，动力煤价格停止快速下跌态势，呈现一定企稳态势。2011年11月初以来，受下游需求反弹形势不明朗影响，动力煤价格缓慢下降。截至2013年3月18日，秦皇岛>5,500大卡山西优混煤平仓价为620元/吨，平稳下跌的趋势已经持续18周。

炼焦煤方面，中国炼焦煤属于稀缺资源，因此炼焦煤价格能够维持相对高的水平。但是由于钢铁行业为焦煤主要下游，钢铁行业需求变化使得焦煤价格波动性较大。2011年四季度开始，房地产和汽车行业持续疲软，钢铁下游需求放缓，钢铁价格大跌，使得焦煤价格下降，该趋势持续到2012年9月底。2012年10月以来，在钢铁行业景气度攀升的态势下，焦煤价格进入回升通道，截至2013年3月8日，主焦煤、肥煤和1/3焦煤的全国平均价格分别为1,273元/吨、1,234元/吨和1,177元/吨。

无烟煤方面，无烟煤也属于稀缺资源，同时国内优质无烟煤资源集中于少数大型企业手中，煤炭企业议价能力较强，因此无烟煤价格抵抗市场波动的能力较强。2013年3月8日无烟中块全国平均价为1,180元/吨，已基本回升至5月底煤炭价格大幅下跌前的水平。

煤炭价格相关政策方面，鉴于2012年末煤炭市场价格已为历史低位，与重点合同煤价格差距很小，处于有利的电煤市场化改革窗口期，2012年

12月20日，国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见》（国办发〔2012〕57号），文件指出，自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制；发展改革委员会不再下达年度跨省区煤炭铁路运力配置意向框架；煤炭企业和电力企业自主衔接签订合同，自主协商确定价格。中诚信国际认为，电煤价格双轨制的取消标志着电煤市场化的完成，煤炭市场价格波动的自由度将大幅增强。

焦化行业

炼焦化学工业是煤炭化学工业的重要组成部分，生产基本原料是炼焦煤，生产过程是在隔绝空气的条件下将炼焦煤加热，经过干燥、热解、熔融、粘结、固化、收缩等阶段后最终产生焦炭及焦炉煤气、煤焦油等多种化学产品。焦炭属于同质化产品，产品附加值较低，进入门槛不高，行业利润率的高低主要受上下游供求关系以及竞争结构的影响。焦化行业的上游是煤炭开采业，下游以钢铁行业为主，部分用于电石、化工及其他领域，因此行业整体受煤炭市场及钢铁市场影响较大。

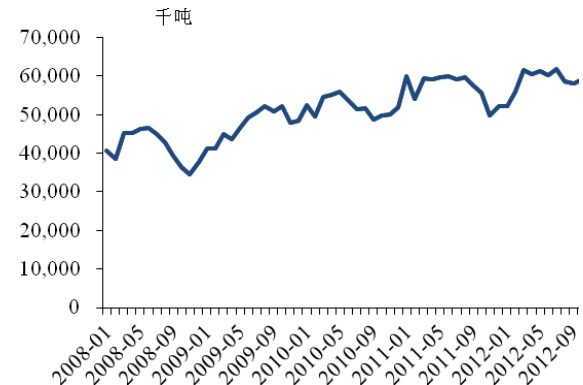
需求

钢铁行业焦炭消费量约占焦炭总消费量的85%，是焦化行业最大的下游产业。焦炭在钢铁冶炼中主要起还原剂、发热剂和料柱骨架的作用，吨钢焦炭消耗量大约在0.4~0.5吨。

钢铁行业是典型的周期性行业，其发展与宏观经济发展的正相关性非常显著。中国的钢材消费主要来自建筑行业，其次是机械、汽车、造船等行业。2010年我国粗钢表观消费量约6.00亿吨，同比增长6.08%，增速明显回落。2011年，中国城镇固定资产投资额为30.19万亿元，同比增长23.8%，增速出现下滑，2011年我国粗钢表观消费量为6.49亿吨，同比增长8.17%；我国粗钢产量为6.83亿吨，同比增长14.04%。2012年1~9月我国城镇固定资产投资25.69万亿元，增速较2011年下滑2.7个百分点，钢铁行业景气指数一直处于不景气区间，表观消费量为5.10亿吨，我国粗钢产量为5.42亿吨，增速同比减缓9个百分点。钢铁行业持续走弱导致

焦炭需求减少，对焦化行业造成直接的负面影响。

图5：2008~2012.9 我国粗钢月度产量



资料来源：中诚信资讯

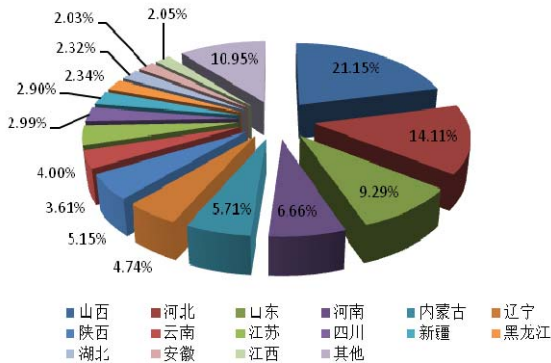
从焦炭出口情况来看，2004年我国焦炭外贸政策发生了重要转变：从鼓励出口政策转向严格控制出口，包括坚持取消出口退税、坚持配额管理等。2008年8月，焦炭出口关税进一步上调至40%，出口量同比下降了约26%。2009年，焦炭出口量进一步受国际金融危机的影响，当年仅为54万吨，同比锐减95%。2010年我国焦炭累计出口量为335万吨，较2009年同期增长513.5%。2011年，我国焦炭实现出口330万吨，同比下降1.49%。2012年我国焦炭出口配额为900万吨，1~11月累计出口量为96万吨，同比下降70%，预计2012年全年焦炭出口量在100万吨左右，只有出口配额的1/9，高额关税降低了国内焦炭的市场竞争力，导致出口数量进一步减少。但是2013年1月1日起，国内焦炭高达40%的出口关税将取消，预计2013年国内焦炭市场或将迎来近几年少有的出口高峰，出口需求预计将有大幅增加。2009年以来，受炼焦煤及焦炭出口不畅影响，焦炭需求仅对应国内钢铁，因此此次焦炭出口重启，有望改变焦炭价格上涨对钢价强势的依赖，即使国内钢铁量增价平，进口炼焦煤增加，造成国际炼焦煤供给偏紧，国际焦炭价格上涨，推动国内焦炭出口增加，焦化企业盈利情况足以得到改善。

总体来看，目前中国仍处于工业化、城镇化发展阶段，对钢铁的需求仍会继续增长，从而拉动焦炭需求。但随着经济发展方式的转变，国内市场对钢铁及焦炭需求的增速将有所放缓。

供给

我国是传统的焦炭生产大国，近年来焦炭产量一直占世界焦炭产量的50%左右。从全国焦化产业地区分布来看，华北地区焦炭产量占比最大，其中山西省为产焦第一大省，2011年山西省焦炭产量占全国总产量的21.15%。

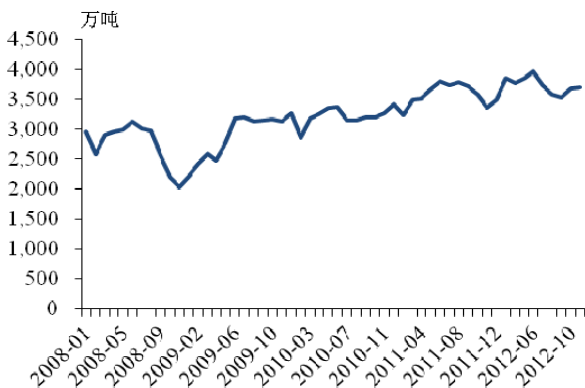
图 6：2011 年全国焦炭产量各省市分布图



资料来源：大连期货交易所

受钢铁行业需求变化影响，我国焦炭产量在2005年增速达到23.25%后开始下滑。2011年全年焦炭产量为4.28亿吨，同比增长11.78%。2012年以来，国内焦炭市场继续呈弱势运行，焦炭产量增幅持续回落，1~10月我国累计焦炭产量为3.69亿吨，同比增长2.98%。

图 7：2008~2012.10 我国焦炭月度产量



资料来源：中诚信资讯

值得注意的是，近些年来，随着钢厂高炉大型化趋势加剧，钢厂自建焦炉比重越来越大。高炉炼铁对焦炭质量要求越来越高，钢铁企业需要根据高炉炉容大小和原料条件，自主制定本企业焦炭的质量标准。另外，自建大型焦炭厂也可以实现采购和生产的规模经济。受钢铁企业自建焦炉的推动，钢

铁联合企业焦炭产量占比快速提升。2010年钢铁联合企业生产焦炭1.47亿吨，约占全国焦炭年产量的38%。中诚信国际认为，钢铁联合企业产量占比的提高，分割了焦炭市场，使其他类型的焦炭企业对下游客户的议价能力有所削弱。

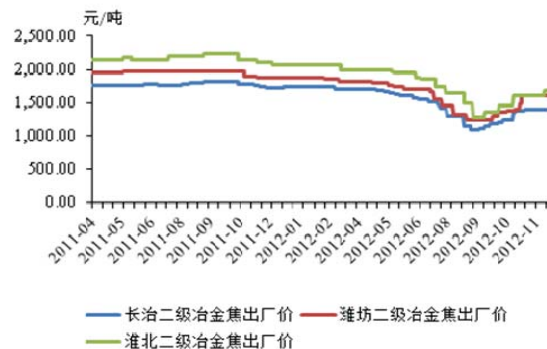
价格

焦炭价格一方面受供需关系影响，波动较大；另一方面，作为焦炭的直接生产原料，炼焦煤的价格直接决定了焦炭生产成本，从而很大程度上决定了焦炭的最后价格。

2012年上半年，焦炭市场价格在需求萎缩和炼焦煤价格回落的双重影响下出现大幅下降，6月份焦炭价格相比1月份跌幅在110元/吨-250元/吨左右，最高跌幅达到15%。三季度以来，受钢厂相继复工逐渐提升采购的影响，国内焦炭价格出现整体上涨。

中诚信国际认为，随着出口配额的取消，国内焦炭出口数量有望增加，可有效缓解国内严重过剩的产能压力；但在已形成的高产能、低需求的市场结构下，随着交通运输条件的不断改善，近几年国内煤—焦—钢市场冬储需求正在不断弱化，预计后期焦炭市场可能会缺乏持续上涨动力。对于独立焦化企业而言，由于需求方钢厂大多为国营企业，销售产品时议价能力较弱；上游焦煤企业也大多为国有企业，采购原材料时也受到焦煤企业的挤压，因此独立焦化企业面临一定营业压力。

图 8：2011.4~2012.11 我国主要焦炭产区价格



资料来源：中诚信资讯

2011年10月10日公布的《中华人民共和国资源税暂行条例》将焦煤资源税率由0.3~5元/吨上调至8~20元/吨，在焦炭产能过剩、企业议价能力较

低的环境下，焦炭企业的营业成本可能会进一步上涨，盈利空间继续被压缩。中诚信国际认为，本次调整增加了焦化企业的成本压力，但从长期来看，影响焦化行业的核心影响因素还是供需形势，供需形势决定着焦化企业的成本转嫁能力和整体抗风险能力。

值得注意的是，2011年4月15日，经中国证监会批准，焦炭期货合约在大连商品交易所上市。焦炭期货有利于完善焦炭价格的形成机制，现货焦化、钢铁企业可以更加及时、准确地把握市场的变化，为焦炭企业提供更加科学合理的决策依据。企业可以避免被动承担市场价格波动风险，通过焦炭期货有效对冲市场波动风险。焦炭期货也有利于拓宽企业的销售渠道，提高焦炭市场的活跃度和流动性。

综合来看，焦化行业上游炼焦煤资源日益稀缺，使得炼焦煤价格维持在较高水平，从而提高了独立焦化企业的成本，但从另一方面来看，拥有炼焦煤资源的焦化企业将保持一定的竞争优势。从需求方面来看，下游钢铁行业需求有望保持增长，为焦炭价格提供一定支持，但钢铁行业逐渐向焦化行业延伸，加大了焦化行业的供给压力。整体来看，焦化行业产能过剩的压力较大，但煤炭-焦化联合企业将在成本上具有一定竞争优势，钢铁-焦化联合企业将在需求方面具有一定优势。未来政策上对焦化行业的整合及落后产能的淘汰有望逐步缓解行业产能过剩的问题。

竞争及抗风险能力

公司位于山西省长治市沁源县。长治市位于山西省东南部，2011年长治市规模以上工业实现原煤产量4,942.53万吨，占山西原煤产量的5.67%。由于长治市煤炭生产集中度相对较低、在此次资源整合中改扩建投入规模较大，区域内煤炭企业的竞争有所加剧。交通方面看，长治市是晋东南的交通枢纽，境内太原至焦作、邯郸至长治两条铁路与京广线相连，此外，公路也非常便利。

截至2012年9月末，沁新集团煤炭资源可采储量为4.11亿吨，核定产能为360万吨/年，2011年实现原煤产量275.63万吨。在山西省资源整合进

程中，公司通过与国有大型企业合资成立整合主体，增加了煤炭资源储量及生产规模。其中公司控股51%的山西长沁煤焦有限公司¹（以下简称“长沁煤焦”）现有在建的整合煤矿3座，建成后可增加产能300万吨/年，届时沁新集团煤炭产能将达到660万吨/年，成为长治地区最大的主焦煤生产、加工企业。同时，公司参股49%的山西汾西矿业集团正新煤焦有限责任公司²（以下简称“正新煤焦”）拥有2座在建煤矿，产能合计360万吨/年，建成后将为公司提供稳定的投资收益。

沁新集团煤炭资源主要为沁水煤田霍东勘探区内偏瘦的优质主焦煤。公司煤炭产品具有低灰、特低硫、低磷、高发热量、结焦性好等特点，同时炼成焦炭后强度较高，在全国范围内属于稀缺品种。2011年，公司精煤平均售价达到1,258.75元/吨，优良的煤质保障了公司较高的销售价格和盈利能力。另外，公司拥有产能为100万吨/年的焦化厂，自产焦煤也保证了焦化厂较高的原料自给率。虽然目前焦化产业盈利能力较差，但延伸煤焦产业链可以提高资源利用率、降低煤炭外运成本，有助于公司整体盈利能力的提高。

从竞争角度来看，作为煤炭资源整合主体，公司规模和竞争地位有所加强。但同时，山西省资源进一步向大型国有煤炭企业集中，且大型煤炭企业在铁路运输及下游客户稳定性等方面均具有很强的优势。公司通过与大型国企成立合资企业，一定程度上增强了竞争实力。

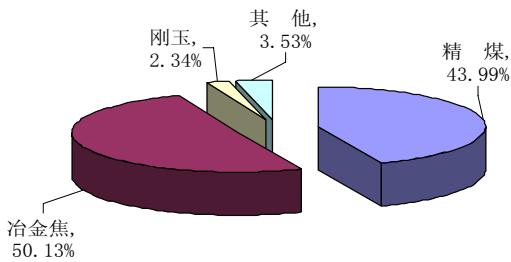
业务运营

公司业务以煤炭开采及焦炭化工为主，近年来所产精煤部分供给自有焦化厂、部分外销。2011年公司精煤销售收入占主营业务收入的比例为43.99%，焦炭销售收入占比为50.13%，刚玉销售收入占比为2.34%，其他业务收入占比为3.53%。

¹ 长沁煤焦由沁新集团控股51%，首钢长治钢铁集团有限公司参股49%。

² 正新煤焦由山西汾西矿业集团有限责任公司控股51%，沁新集团参股49%。

图 9：2011 年公司各板块收入情况



资料来源：公司提供

煤炭业务

截至 2012 年 9 月末，公司拥有李元、沁北两个工业园区，拥有煤炭可采储量 4.11 亿吨，主要煤种为偏瘦的主焦煤。其中李元工业园区为公司总部所在地，公司直属的沁新、新源、新达 3 座在产煤矿可采储量为 2.84 亿吨，核定产能为 360 万吨/年；在沁北工业园区，公司控股 51% 的长沁煤焦拥有 3 座在建整合矿井，可采储量为 1.27 亿吨，目前仍在进行技改，完成后核定产能将达到 300 万吨/年，其中新超和新兴煤矿预计 2013 年投产，新升煤矿预计 2014 年投产。

表 1：公司控股煤矿资源储量及生产情况

| 煤矿 | 持股比例 | 产能(万吨/年) | 可采储量(万吨) |
|----|------|----------|----------|
| 沁新 | 100% | 150 | 14,000 |
| 新源 | 100% | 120 | 12,321 |
| 新达 | 100% | 90 | 2,109 |
| 小计 | - | 360 | 28,430 |
| 新升 | 51% | 120 | 6,000 |
| 新超 | 51% | 90 | 3,700 |
| 新兴 | 51% | 90 | 3,000 |
| 小计 | - | 300 | 12,700 |
| 合计 | - | 660 | 41,130 |

资料来源：公司提供

同时，公司参股 49% 的正新煤焦拥有 2 座在建煤矿，产能合计为 360 万吨/年，有望为公司提供可观的投资收益。

表 2：公司参股煤矿资源储量及产能情况

| 煤矿 | 持股比例 | 产能(万吨/年) | 可采储量(万吨) |
|----|------|----------|----------|
| 贾郭 | 49% | 180 | 18,645 |
| 和善 | 49% | 180 | 9,382 |
| 合计 | - | 360 | 28,027 |

资料来源：公司提供

煤炭生产

2009~2011 年，公司分别实现原煤产量 217.39

万吨、279.27 万吨和 275.63 万吨。2009 年煤炭产量较 2008 年下降 5.79%，主要是由于根据山西省煤炭整合的政策要求，沁新、新源两矿扩能改造，导致当年生产时间仅有 7 个月。2010 年随着扩建矿井投产，公司实现原煤产量达到 279.27 万吨，较 2009 年增加 28.46%。2011 年部分矿井开采过程中出现断层，虽然技改矿井开始有产量，但当年总产量同比变化不大。2012 年 1~9 月公司原煤产量为 213.35 万吨。

表 3：公司煤炭生产情况（万吨）

| 下属煤矿 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.1~9 |
|-----------|--------|--------|--------|----------|
| 沁新煤矿 | 85.14 | 137.18 | 101.42 | 83.41 |
| 新源煤矿 | 93.62 | 106.06 | 108.17 | 96.17 |
| 新达煤矿 | 28.71 | 36.03 | 28.40 | 25.37 |
| 技改矿井 | 9.92 | 0 | 37.64 | 8.40 |
| 合计 | 217.39 | 279.27 | 275.63 | 213.35 |
| 生产成本（元/吨） | 176.06 | 189.40 | 252.13 | 246.99 |

资料来源：公司提供

从开采条件来看，公司各矿赋存条件较好，开采成本较低，但近年来受人力成本上升的影响，公司原煤生产成本呈现逐年上升态势，2009~2012 年 9 月公司原煤生产成本分别为 176.06 元/吨、189.40 元/吨、252.13 元/吨和 246.99 元/吨。

生产效率方面，截至 2011 年底，公司综采机械化程度达到了 97% 以上，综掘机械化程度接近 95%；公司的工作面回采率达到 95% 以上，采区回采率在 85% 以上；生产工效为 5.8 吨/工，在行业内处于较高水平。

公司除沁新及新源煤矿为高瓦斯矿井外，其余均为低瓦斯矿井，通过有效治理，沁新和新源煤矿均成为全国瓦斯治理示范矿井。较好的赋存条件及高机械化程度很好地保障了公司的生产安全，近三年公司未发生人员死亡事故。

总体来看，公司煤矿赋存条件较好，生产成本较低，安全性较高；但公司生产规模相对较小，未来随着沁北 300 万吨/年产能的投放，其煤炭产量有望大幅增加。

煤炭洗选

公司现有位于李元园区内的在产洗煤厂一座，洗选能力为 400 万吨/年，在满足生产矿井全部煤炭

洗选需求的同时，可洗选部分外部原煤。公司沁北园区现有在建的洗选能力为 300 万吨/年的选煤厂一座，用以配套在建的 3 座煤矿。

表 4：公司煤炭洗选情况

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.1~9 |
|---------|-------|-------|-------|----------|
| 入洗量(万吨) | 220 | 301 | 275 | 183 |
| 洗出量(万吨) | 133 | 158 | 155 | 126 |
| 洗出率(%) | 60.45 | 52.49 | 56.36 | 68.85 |

资料来源：公司提供

近年来，原煤入洗量基本与当年产量平衡，2009~2011 年，公司分别洗出精煤 133 万吨、158 万吨和 155 万吨；洗出率分别为 60.45%、52.49% 和 56.36%，随着公司开采深度的增加及综采设备的应用，采出原煤的含矸率逐渐上升，2010 年及 2011 年精煤洗出率在 50%~60%之间。2012 年 1~9 月，公司入洗原煤 183 万吨，洗出精煤 126 万吨，洗出率上升至 68.85%。

公司较为充足的煤炭洗选能力既可以提高产品附加值，降低运输成本，又有利于煤矸石发电等循环产业链的发展。

煤炭销售与运输

公司精煤部分外销，部分供应自有焦化厂生产焦炭。2009~2011 年，公司分别实现煤炭销量 55.83 万吨、74.60 万吨和 87.45 万吨，占公司精煤产量的比例分别为 41.98%、47.22%和 56.42%；同期公司煤炭平均售价分别为 959.57 元/吨、1,194.06 元/吨和 1,258.75 元/吨，公司煤质优良，精煤售价较高。2012 年 1~9 月，公司精煤平均售价有所下降至 1,084.81 元/吨，公司精煤销量为 74.59 万吨，外销比例为 59.20%。

表 5：公司煤炭销量及平均售价情况

| 产品 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.1~9 |
|-----------|-------|---------|----------|----------|
| 2 号精煤(万吨) | 41.9 | 49.3 | 52.25 | 56.46 |
| 高硫精煤(万吨) | 13.9 | 25.2 | 35.20 | 18.13 |
| 合计(万吨) | 55.8 | 74.6 | 87.45 | 74.59 |
| 平均价格(元/吨) | 959.5 | 1,194.0 | 1,258.75 | 1,084.81 |

资料来源：公司提供

公司煤炭销售全部由营销管理部统一进行，资金回收速度较快。从销售区域看，2011 年公司精煤产品近 80%销往山西省内，9%左右外销至河北省、11%左右销往河南省。公司煤炭销售客户主要为山

西省煤炭运销总公司以及沁源县明源煤焦有限公司等省内的焦化公司。

运输方面，公司李元园区距南同浦铁路平遥站 105 公里、介休站 100 公里，东南距太焦铁路沁县站 76 公里，铁路运输相对不便。由于公司主要客户均位于山西省内，因此主要采用公路运输的方式。沁新集团子公司山西沁新新信物流服务有限公司现有加盟车辆 300 余辆，年承运能力 400 余万吨，可基本满足公司自身的运输需求。

非煤业务

近年来，公司逐渐形成了“煤—煤矸石发电—刚玉冶炼磨料加工及粉煤灰建材”，“煤—焦化—余热发电—电石化工”的循环经济产业格局。

焦化

公司拥有一座位于李元工业园区的焦化厂，冶金焦的实际产能为 100 万吨/年，由于冶金焦市场不景气，公司调整了工艺，改为生产铸造焦，截至 2012 年 9 月底，公司铸造焦的产能为 60 万吨/年。公司焦化厂采用清洁型热回收捣固式炼焦炉，所产生的高温烟气配套 3×12MW 汽轮发电机发电。2010 年 9 月，根据国家工信部下发产业【2010】第 119 号公告，公司进入《焦化行业准入条件》企业名单（第五批）。

2009~2011 年，公司焦炭产量分别为 49.46 万吨、76.22 万吨和 59.67 万吨。2009 年，受金融危机影响，公司焦化厂停炉限产，导致焦炭产量较 2008 年下降 19.86%；2010 年，随着焦炭行业的回暖及公司煤炭产量的提升，公司焦炭产量大幅增长 54.10%。2011 年以来，由于焦化业务盈利能力有所减弱，公司焦炭产量也有所降低。2012 年前三季度，公司焦炭产量为 43.55 万吨。

表 6：公司焦炭生产及销售情况

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.1~9 |
|---------|-------|-------|-------|----------|
| 产量(万吨) | 49.46 | 76.22 | 59.67 | 43.55 |
| 销量(万吨) | 52.20 | 68.82 | 58.28 | 43.35 |
| 售价(元/吨) | 1,595 | 2,009 | 2,152 | 2,002 |

资料来源：公司提供

2009~2012 年前三季度，公司分别销售焦炭 52.20 万吨、68.82 万吨、58.28 万吨和 43.35 万吨，

其中 2010 年焦炭销量低于产量 7.40 万吨，2011 年公司产销率有所好转，但仍存在一定库存压力。由于公司焦炭产品气孔率低而气孔密度高，高温反应性低而反应后强度高，挥发份适中，发热量高，低灰、低硫、特低磷、落下强度高，适用于 10 吨冲天炉精密件铸造，因此，公司焦炭保持了较高的售价，2011 年平均售价达到 2,152 元/吨，2012 年 1~9 月随着钢铁等下游行业景气度下滑，公司焦炭平均售价下降至 2,002 元/吨。

总体来看，公司具有较为完整的煤焦产业链，但目前焦炭行业盈利能力整体偏弱，此外，热回收焦炉属于国家不鼓励炉型，未来日益严苛的行业准入可能一定程度上限制公司焦化业务发展。

发电

截至 2012 年 9 月底，公司电力装机容量为 6.9 万千瓦，其中煤矸石发电厂 2.7 万千瓦、焦化余热发电厂 3.6 万千瓦、煤层气发电站 0.6 万千瓦。2011 年，公司实现发电量 2.13 亿千瓦时，全部为自用电，主要供刚玉生产及县城供热。

表 7：公司电力生产情况（万千瓦时）

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.1~9 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 煤矸石发电 | 8,662 | 8,980 | 12,362 | 9,970 |
| 焦化余热发电 | 8,487 | 14,959 | 7,941 | 7,023 |
| 煤层气发电 | 520 | 1,093 | 965 | 487 |
| 合计 | 17,668 | 25,032 | 21,268 | 17,480 |

资料来源：公司提供

从成本方面来看，焦化余热发电成本较低，2009~2011 年成本分别为 0.18 元/千瓦时、0.16 元/千瓦时和 0.34 元/千瓦时；近三年煤矸石发电成本分别为 0.28 元/千瓦时、0.58 元/千瓦时和 0.6 元/千瓦时。2010 年以来煤矸石发电成本上升较快主要是由于当年开始发电总成本中包含了供热成本，导致发电平均成本上升。

总体来看，公司发电规模较小，但焦化余热发电成本低于上网 0.4 元/千瓦时以上的电价，有助于公司刚玉等下游产业节省成本。

刚玉

刚玉是以铝矾土为主要原料经矿业炉炼出的人造材料，可做磨料和耐火材料。纯度较高的为白

刚玉，含有少量杂质的为棕刚玉，介于之间的为亚白刚玉。

公司刚玉事业部下设刚玉厂和山西太岳磨料有限公司（以下简称“磨料厂”）两个企业。刚玉厂生产刚玉块，磨料厂将刚玉块加工为不同粒度产品。公司每年可生产棕刚玉 60,000 吨，硅铁 8,000 吨；磨料厂可加工段砂 30,000 吨，粒度砂 10,000 吨。

表 8：公司刚玉生产情况（吨）

| 产品 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.1~9 |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 棕刚玉 | 12,163 | 25,039 | 17,735 | 17,522 |
| 亚白刚玉 | 615 | 810 | 723 | 0 |
| 高铝刚玉 | 111 | 323 | 10 | 0 |
| 硅铁 | 3,074 | 6,658 | 7,011 | 333 |
| 合计 | 15,963 | 32,829 | 25,479 | 17,855 |

资料来源：公司提供

公司刚玉产量波动较大，2009 年，受公司发电量下降及金融危机影响，刚玉厂产能利用较少，产量由 2008 年的 4.77 万吨大幅下跌至 1.60 万吨；2010 年以来虽然公司发电量回升，但由于公司为县城供暖等因素，仍然受电力制约不能满负荷生产，虽然产量有所回升，但仍未达到 2008 年水平，并且当年刚玉板块出现亏损；2011 年公司有意缩减该业务产量，当年刚玉产量显著下降。

从成本方面来看，刚玉生产原材料主要为铝土矿，约 1.8 吨铝土矿可生产 1 吨棕刚玉，2009~2011 年公司刚玉成本分别为 2,805.35 元/吨、3,498.66 元/吨和 3,119.02 元/吨。2012 年前三季度，受原材料价格上升及产量减少导致单位工资及折旧等成本上升影响，公司生产刚玉成本进一步上升至 3,973.21 元/吨。

从销售方面看，公司以磨料销售为主，产品约 50%内销、50%出口。目前刚玉行业存在产能过剩情况，同时生产集中程度较低，全国刚玉产能约为 350 万吨/年，而需求仅为 150 万吨/年左右。公司率先研发了使用倾倒式冶炼炉生产亚白刚玉的技术，提高了产品附加值，加强了公司的竞争力。

综上所述，公司煤质优良、生产成本较低、安全性较高，非煤业务相对较弱，但产业链的延伸有助于公司提高资源利用效率并增强抵御风险的能力。

管理

产权结构

公司的控股股东为北京市和信源投资有限公司，其持有公司 59.08% 的股份；公司董事长孙宏原持有北京市和信源投资有限公司 32.03% 的股权，为公司的实际控制人。

截至 2012 年 9 月底公司拥有控股子公司 17 家，参股子公司 1 家，主要包括：山西新达煤业有限公司、山西长沁煤焦有限公司、山西新升煤业有限公司和山西新超煤业有限公司等。公司二级子公司中有 4 家并未纳入公司合并范围，其中，沁源县盛鑫铝业有限公司、山西太岳铝土矿开发有限公司、沁源县银源铝矾土经营有限公司拟被转让，目前处于停产状态，相关转让条件正在协商过程中，根据财政部关于印发《合并会计报表暂行规定》的通知（财会字[1995]11 号）的相关规定上述子公司未纳入合并范围；此外，公司控股子公司沁源县杨范沟煤业有限公司目前正处于清算过程中，根据财政部关于印发《合并会计报表暂行规定》的通知（财会字[1995]11 号）的相关规定该子公司未纳入合并范围。

法人治理结构

公司制定了《山西沁新能源集团股份有限公司公司章程》，建立了较为完善的内部控制制度体系。公司建立了董事会（权利决策机构）、监事会（监督机构）、经理层（执行机构）的治理结构，董事会对内部控制机制的建立、完善和有效运行负责。

公司董事会下设战略发展委员会、人力资源委员会、投融资委员会、重大项目论证协调委员会、审计薪酬委员会、企业改革委员会等专业委员会。

管理水平

融资管理方面，公司本部为其融资中心，对新增融资需求统一选择融资产品、统一指定金融机构、统一安排银行授信和融资规模。投资管理方面，公司分别制定了较为规范的短期投资、长期投资、资产并购的决策程序及审批权限。对外担保管理方面，公司对外担保实行统一管理，必须按程序经董事会或股东大会批准。

安全管理方面，公司设立了安全监察部，建立了较为完善的安全管理体系。近三年公司安全管理成效显著，未发生人员死亡事故。

发展战略

沁新集团未来将进一步稳固煤炭主业的地位，通过完成整合矿井的技改扩建逐步扩大产能。同时公司将进一步完善产业链，并开展多元化业务，提升公司的抗风险能力。

具体来看，作为资源整合的主体，公司整合煤矿及相关配套设施建设项目较多。公司现有在建煤矿 3 座，配套选煤厂一座，未来拟投资余热发电厂锅炉节能改造和生活污水回用处理等项目，共需投资 9.90 亿元，截至 2012 年 9 月末已完成投资 9.36 亿元，尚需投资 0.59 亿元。

总体来看，公司未来资本支出规模相对较小。

表 9：截至 2012 年 9 月底公司主要在建及拟建项目

| | 产能（万吨/年） | 总投资（亿元） | 已完成投资（亿元） | 开工时间 | 建成时间 |
|-------------|----------|-------------|-------------|------------|------------|
| 新升煤矿 | 120 | 5.15 | 4.88 | 2009 年 7 月 | 2014 年 2 月 |
| 新超煤矿 | 90 | 1.76 | 1.76 | 2010 年 6 月 | 2013 年 3 月 |
| 新兴煤矿 | 90 | 0.80 | 0.85 | 2010 年 8 月 | 2013 年 5 月 |
| 沁北选煤厂 | 300 | 1.60 | 1.60 | 2008 年 7 月 | 2013 年 3 月 |
| 余热发电厂锅炉节能改造 | | 0.30 | 0.15 | -- | 2013 年 7 月 |
| 生活污水回用处理 | | 0.30 | 0.13 | -- | 已竣工 |
| 合计 | | 9.90 | 9.36 | -- | -- |

资料来源：公司提供

财务分析

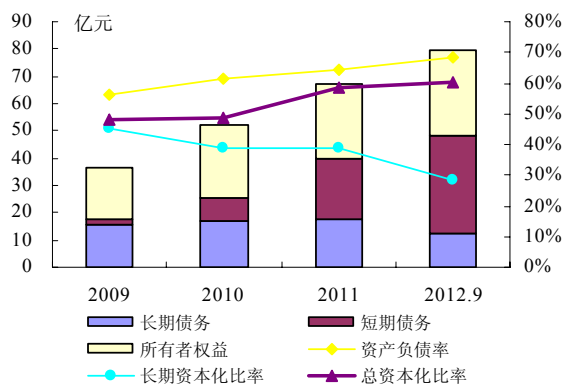
以下财务分析基于公司提供的经山西中祥会计师事务所审计并出具标准无保留意见的

2009~2011 年审计报告及未经审计的 2012 年三季度财务报表，所有财务报表均按照旧会计准则编制。

资本结构

近几年随着煤炭资源整合和煤矿建设的推进，公司资产规模不断扩大，2009~2011年，公司资产总额分别为43.65亿元、69.30亿元和78.59亿元，年均复合增长率达到34.18%。2010年公司资产较2009年大幅增加25.65亿元，增幅为58.77%，主要是由于其他应收款及预付账款的增加导致。截至2010年底，公司其他应收款和预付账款余额分别为14.78亿元和14.68亿元，占总资产比例分别为35.09%和34.85%。作为资源整合主体，公司支付的资源整合款项在整合完成之前作为其他应收款处理，因此公司其他应收款由2009年的5.20亿元上升至2010年的14.78亿元，主要为应收大峪新兴煤矿4.53亿元、西沟煤矿4.02亿元。2011年，由于公司将2011年签发信用证及银行承兑汇票的保证金计入其他应收款，截至2011年底，公司其他应收款进一步上升至16.41亿元。2012年9月末，公司其他应收款分别进一步上升至15.99亿元。公司下属新业煤矿和新益煤矿在被汾西矿业整合前均为基建矿井，因此预付账款余额较多，截至2011年底，公司预付账款余额为17.16亿元，较2010年底增加2.48亿元，主要是公司购买液压支架、采煤机等采购预付款增加所致。2012年前三季度，公司相关工程进度款的支付继续有所增长，截至2012年9月底，公司预付账款余额为19.32亿元。

图 10：2009~2012.9 公司资本结构



资料来源：公司财务报表

所有者权益方面，公司2009~2011年所有者权益分别为19.01亿元、26.56亿元和27.81亿元。2010年末，公司所有者权益较2009年末增加了7.55亿元，主要来自于3.23亿元未分配利润的增加以及合资成立子公司所带来的资本公积及少数股东权益

的增加。截至2012年9月底，公司所有者权益增加至31.61亿元。

债务方面，近年来公司大力推进煤炭资源整合，造成其债务规模增长幅度较大。2009~2011年，公司的总债务分别为17.77亿元、25.40亿元和39.56亿元；同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为0.13、0.49和1.25。2011年末公司短期借款同比增加了7.74亿元，应付票据同比增长了5.92亿元，推动短期债务为由2010年末的8.33亿元增长至2011年末的21.99亿元，公司债务结构有所调整。2012年，公司在减少长期借款的同时，短期借款有所增加，并且随着市场结算方式的改变，多数货款、工程款均为银行承兑汇票支付，公司为了节约借款费用，增加票据支付。截至2012年9月末，公司短期借款较2011年末增加4.09亿元，应付票据余额增加9.73亿元，长期借款减少5.18亿元，导致公司总债务进一步增长至48.21亿元，长短期债务比大幅提高至2.89。

负债水平方面，2009~2011年公司资产负债率分别为56.44%、61.68%和64.61%，总资本化比率分别为48.31%、48.89%和58.72%，公司负债水平呈上升态势；2012年9月末，公司资产负债率和总资本化比率进一步上升至68.64%和60.40%。

总体来看，公司近年总体负债水平有所上升，受货款结算方式及公司调整融资结构影响，短期借款和应付票据增幅较大，短期偿债压力有所增加，对公司资产流动性提出更高要求。

盈利能力

2009~2011年，公司分别实现主营业务收入15.05亿元、24.76亿元和25.02亿元，主要来自于精煤及焦炭销售。2010年，随着扩能改造的完成，公司主营业务收入大幅增长至24.76亿元，2011年虽然焦炭收入随产量降低而有所减少，煤价的上涨致使精煤收入有所提高，因此2011年公司主营业务收入同比略有增长。2012年1~9月，公司实现主营业务收入17.83亿元。

表 10：公司各板块业务收入情况（亿元）

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.1~9 |
|----|------|------|-------|----------|
| 精煤 | 5.36 | 8.91 | 11.01 | 8.09 |

| | | | | |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 焦炭 | 8.53 | 13.83 | 12.54 | 8.68 |
| 刚玉 | 0.22 | 0.68 | 0.58 | -- |
| 其他 | 0.94 | 1.35 | 0.88 | 1.06 |
| 合计 | 15.05 | 24.76 | 25.02 | 17.83 |

注：2012 年公司将刚玉收入计入其他中核算。
资料来源：公司财务报表

从毛利率方面看，公司一直保持了较高的盈利水平，2009~2011 年主营业务毛利率分别为 50.54%、59.44% 和 53.96%；2012 年前三季度，公司主营业务毛利率略有下降至 52.33%。

表 11：公司各板块业务毛利率情况（%）

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.1~9 |
|-----------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 精煤 | 64.44 | 57.69 | 51.32 | 56.88 |
| 焦炭 | 45.22 | 60.85 | 58.90 | 51.22 |
| 刚玉 | -20.95 | -9.70 | -2.55 | -- |
| 其他 | 36.58 | 91.38 | 54.17 | 26.77 |
| 合计 | 50.54 | 59.44 | 53.96 | 52.33 |

注：2012 年公司将刚玉收入计入其他中核算。
资料来源：公司财务报表

具体来看，公司精煤毛利率很高，2010 年煤价反弹，但由于公司扩能改造及综采设备的应用等原因，公司精煤毛利率降至 57.69%。2011 年精煤价格总体保持上升态势，但材料和人工成本涨价拉动吨煤生产成本同比增长了 33.10%，导致精煤毛利率进一步下降至 51.32%。2012 年 1~9 月，公司吨煤平均成本较 2011 年减少 23.66%，为 467.77 元/吨。虽然精煤价格也有所下降，但由于成本下降幅度较大，精煤毛利率回升至 56.88%。焦炭业务方面，2009~2011 年公司焦炭业务毛利率分别为 45.22%、60.85% 和 58.90%，大幅高于行业平均水平，主要由于焦化厂非单独核算，所用公司自产的焦煤按照生产成本核算。刚玉业务方面，2009 年以来，由于刚玉市场一直处于产能过剩状态，因此价格相对低迷，公司刚玉业务一直处于亏损状态。

公司期间费用规模较大，占主营业务收入比例较高。2009~2011 年三费合计分别为 4.56 亿元、5.93 亿元和 7.96 亿元；占主营业务收入比例分别为 30.27%、23.97% 和 31.80%。具体来看，近年公司管理费用和财务费用在期间费用中占比在 80% 以上，其中管理费用占比最大，2009~2011 年公司管理费用分别为 2.41 亿元、3.20 亿元和 5.10 亿元，主要包括了工资奖金、矿产资源补偿费等费用。财务费用方面，2011 年随着债务的增加和利率水平的

提高，公司财务费用由 2010 年的 1.63 亿元增加至 2.43 亿元。2012 年 1~9 月，公司三费收入占比进一步提高到 32.99%。总体来看，公司期间费用占收入比重在行业内处于较高水平，公司费用控制能力和运营效率有待提高。

表 12：公司期间费用情况（亿元）

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.1~9 |
|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业费用 | 0.62 | 1.10 | 0.43 | 0.18 |
| 管理费用 | 2.41 | 3.20 | 5.10 | 3.94 |
| 财务费用 | 1.53 | 1.63 | 2.43 | 1.97 |
| 三费合计 | 4.56 | 5.93 | 7.96 | 6.09 |
| 主营业务收入 | 15.05 | 24.76 | 25.02 | 18.47 |
| 三费收入占比 | 30.27% | 23.97% | 31.80% | 32.99% |

资料来源：公司财务报表

从利润总额方面看，2009~2011 年公司分别实现利润总额 2.88 亿元、8.74 亿元和 4.63 亿元，主要为经营性业务利润。2011 年受主营业务收入同比增幅有限，同时毛利率下降、三费占比提升等因素的影响，公司利润总额同比下降了 46.34%。2012 年 1~9 月，公司实现利润总额 2.86 亿元，预计 2012 年煤炭及焦炭市场需求放缓或将对公司盈利能力产生不利影响。

总体看来，公司收入规模偏小，但盈利能力较强；但另一方面，公司期间费用较高，费用控制能力和运营效率有待进一步提高；此外，预计 2012 年公司整体盈利能力或将受到煤炭市场景气度下滑的负面影响。

现金流和偿债能力

从现金获取能力方面看，公司 2009~2011 年收现比分别为 1.25 倍、1.33 倍和 1.42 倍，现金获取能力不断加强。但由于公司工程材料款等预付款项的增加导致公司付现比由 2009 年的 0.70 倍增加至 2010 年的 1.29 倍。截至 2011 年末，由于公司增加了票据结算，付现比相应下降至 0.91。2012 年前三季度，公司收现比和付现比分别为 1.01 倍和 1.02 倍，现金获取能力有所弱化。

表 13：公司现金获取能力

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.1~9 |
|-------------------|-------|-------|-------|----------|
| 收现比 (X) | 1.25 | 1.33 | 1.42 | 1.01 |
| 付现比 (X) | 0.70 | 1.29 | 0.91 | 1.02 |
| EBITDA/主营业务收入 (%) | 53.72 | 47.93 | 35.92 | 35.99 |

| | | | | |
|------------------|------|------|------|------|
| 经营活动净现金流/净利润 (X) | 3.13 | 1.47 | 4.08 | 0.40 |
| 现金流动负债比 (X) | 0.89 | 0.36 | 0.34 | 0.01 |

资料来源：公司财务报表。

从现金流方面看，公司经营活动净现金流较为稳定，2009~2011年分别为7.26亿元、8.70亿元和11.16亿元。2009年虽然公司收入及盈利较低，但由于存货有所减少等原因，公司经营活动净现金流反而较2008年略有上升。2010年随着公司收入和利润的增加，公司经营活动净现金流增加至8.7亿元。2011年公司经营性应收项目同比有所减少，同期票据支付力度加大，当年经营活动净现金流进一步上升至11.16亿元。2012年1~9月，受下游客户资金紧张的影响，公司经营活动净现金流大幅下降至0.64亿元。

投资活动现金流方面，近三年公司投资活动现金支出波动幅度较大。随着山西煤炭资源整合进程的不断推进，以及公司近年来为提高市场占有率而扩大生产规模，不断加大新建项目和重点工程建设投资，公司投资支出资金保持较大规模。2010年公司加大了煤炭资源整合的力度，投资活动现金流出较上年大幅增加8.54亿元，增幅为78.30%。2011年，随着山西省煤炭资源整合工作渐入尾声，投资活动现金流出较上年下降13.24亿元，降幅达68.13%。2012年，公司继续对参股公司正新煤焦投资3.89亿元，并且支付由于资源整合新增的煤炭资源价款2.68亿元，2012年前三季度公司投资活动现金流出增长至12.74亿元。2009~2012年前三季度公司投资活动净现金流分别为-10.78亿元、-16.66亿元、-5.48亿元和-5.93亿元。

从筹资活动现金流方面看，由于公司经营活动净现金流难以满足投资需求，其现金流缺口主要通过借款补足。2009~2011年公司分别实现筹资活动净现金流1.04亿元、5.61亿元和-2.51亿元，2011年筹资活动现金流出显著增加主要由于公司采用信用证和承兑汇票取得资金支持，从而支付大量保证金造成的暂时性流出。2012年1~9月，公司筹资活动现金流入为37.49亿元，主要是由于公司2012年融资需求有所增长，同时为节约借款费用，公司适当增加银承签发量，因而导致筹资活动现金流入有所增长，公司筹资活动净现金流为6.12亿元。

表 14：公司现金流构成（亿元）

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.1~9 |
|---------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| 经营活动产生现金流入 | 21.17 | 33.58 | 35.63 | 18.70 |
| 经营活动产生现金流出 | 13.91 | 24.88 | 24.47 | 18.07 |
| 经营活动净现金流 | 7.26 | 8.70 | 11.16 | 0.64 |
| 投资活动产生现金流入 | 0.13 | 2.78 | 0.72 | 6.81 |
| 投资活动产生现金流出 | 10.90 | 19.44 | 6.19 | 12.74 |
| 投资活动净现金流 | -10.78 | -16.66 | -5.48 | -5.93 |
| 筹资活动产生现金流入 | 3.95 | 25.38 | 20.86 | 37.49 |
| 其中：吸收投资所收到的现金 | - | 1.56 | - | - |
| 借款所收到的现金 | 3.95 | 23.82 | 20.80 | 37.49 |
| 筹资活动产生现金流出 | 2.91 | 19.77 | 23.36 | 31.37 |
| 其中：偿还债务所支付的现金 | 1.06 | 16.10 | 12.64 | 28.84 |
| 筹资活动净现金流 | 1.04 | 5.61 | -2.51 | 6.12 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -2.47 | -2.34 | 3.17 | 0.82 |

资料来源：公司财务报表

从偿债能力方面看，2011年公司债务压力增加，利润水平有所下降，虽然当年经营活动净现金流有所改善，各项偿债指标尚处于合理水平，但整体有弱化趋势。2011年总债务/EBITDA由2010年的2.14倍上升至4.40倍，经营活动净现金流/总债务由2010年末的0.34倍下降至0.28倍；同期，EBITDA利息倍数和经营活动净现金流利息倍数分别为3.70倍和4.59倍，同比均有所下降；2011年公司经营活动净现金流和利润对债务和利息的覆盖能力同比呈现弱化趋势。2012年1~9月公司经营活动净现金流大幅下降，其对债务本息的覆盖能力亦出现明显弱化。

表 15：公司偿债能力指标

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.9 |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| 总债务（亿元） | 17.77 | 25.40 | 39.56 | 48.21 |
| 资产负债率(%) | 56.44 | 61.68 | 64.61 | 68.64 |
| 总资本化比率(%) | 48.31 | 48.89 | 58.72 | 60.40 |
| 总债务/EBITDA(X) | 2.20 | 2.14 | 4.40 | 7.25* |
| 经营净现金流/总债务(X) | 0.41 | 0.34 | 0.28 | 0.01* |
| EBITDA 利息倍数(X) | 5.59 | 7.27 | 3.70 | 3.37 |
| 经营净现金流利息倍数 (X) | 5.02 | 5.33 | 4.59 | 0.32 |

注：加“*”数据已经年化处理；未获取公司资本化利息支出数据。

资料来源：公司财务报表

或有负债方面，截至2012年9月末，公司对外担保余额为3.9亿元，占公司当期净资产的12.65%。具体来看，公司对首钢长治钢铁集团有限公司（以下简称“首钢长钢”）提供担保2亿元，对山西黄土坡煤业集团有限公司（以下简称“黄土

坡煤业”)提供担保 1.6 亿元,对山西明源能源集团有限公司(以下简称“明源能源”)提供担保 0.3 亿元。

表 16: 截至 2012 年 9 月末公司对外担保情况

| 被担保单位 | 金额(亿元) |
|-------|--------|
| 首钢长钢 | 2.0 |
| 黄土坡煤业 | 1.6 |
| 明源能源 | 0.3 |
| 合计 | 3.9 |

资料来源:公司提供

从主要担保对象经营状况及偿债能力看,首钢长钢由中国首钢集团有限公司控股 90%,截至 2011 年底,资产总额为 83.99 亿元,负债总额为 63.67 亿元,资产负债率为 75.80%;2011 年净利润为 0.74 亿元。截至 2012 年 9 月底,首钢长钢总资产 87.76 亿元,总负债 67.38 亿元,资产负债率为 76.77%;2012 年 1~9 月实现净利润 2.70 亿元。

黄土坡煤业位于沁源县聪子峪乡小岭底村东,生产能力为 210 万吨/年。截至 2011 年底,黄土坡煤业总资产 9.55 亿元,总负债 5.20 亿元,资产负债率为 54.48%;2011 年主营业务收入 4.31 亿元,实现净利润 0.97 亿元。截至 2012 年 9 月底,山西黄土坡煤业集团有限公司总资产 12.01 亿元,总负债 5.99 亿元,资产负债率为 49.90%。2012 年 1~9 月实现主营业务收入 3.45 亿元,实现净利润 1.09 亿元。总体来看,被担保对象虽然盈利及偿债能力不强,但均保持正常经营,中诚信将对公司代偿风险保持关注。

此外,截至 2012 年 9 月底,公司共有账面价值 11.83 亿元的机械设备进行了抵押,该笔抵押到期日为 2013 年 7 月 25 日;同期公司受限资产占公司总资产的 11.74%,其资产对其他债权的保障程度有所降低。

银行授信方面,截至 2012 年 9 月末公司共有授信额度 45.25 亿元,其中未使用额度 14.37 亿元,具有一定备用流动性。

过往债务履约情况

公司及其子公司的债务性筹资渠道主要包括(银行借款、短期融资券)等。公开市场方面,公司于 2013 年 1 月 22 日发行 2013 年度第一期短期

融资券,发行金额 5 亿元,期限为 365 天,截至目前尚未到本息兑付日。

经查询中国人民银行征信系统,公司近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。

评级展望

公司拥有优良的煤质种类、较低的开采成本、很强的盈利能力以及逐步完善的煤炭产业链。同时中诚信国际也关注到宏观经济增速放缓导致煤炭价格下跌,公司生产规模较小,对外担保金额较大等因素给公司整体信用状况带来的影响。

综合考虑,中诚信国际认为公司未来 12~18 个月的信用水平将保持稳定。

结论

综上,中诚信国际评定山西沁新能源集团股份有限公司主体信用等级为 **AA-**,评级展望为稳定。

中诚信国际关于山西沁新能源集团股份有限公司 的跟踪评级安排

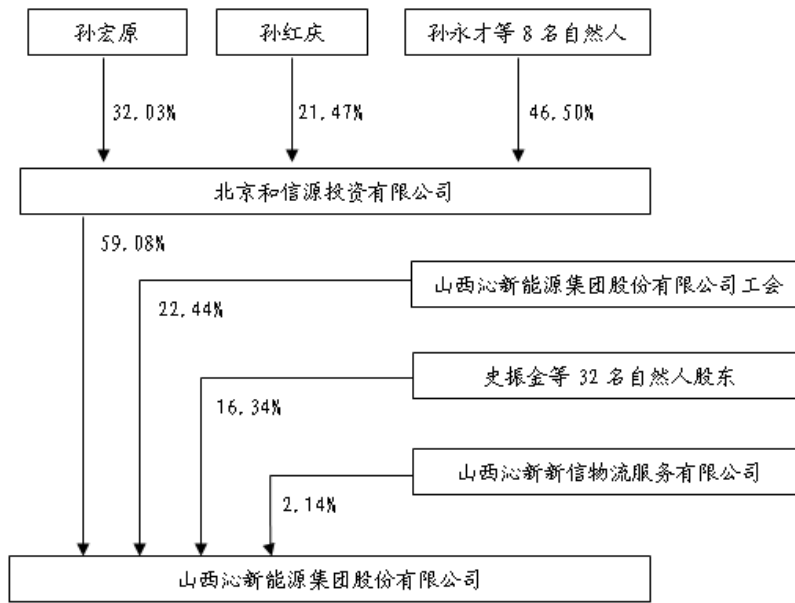
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将对山西沁新能源集团股份有限公司每年定期或不定期进行跟踪评级。

我公司将在发行主体的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2013年4月10日

附一：山西沁新能源集团股份有限公司股权结构图（截至 2012 年 9 月末）



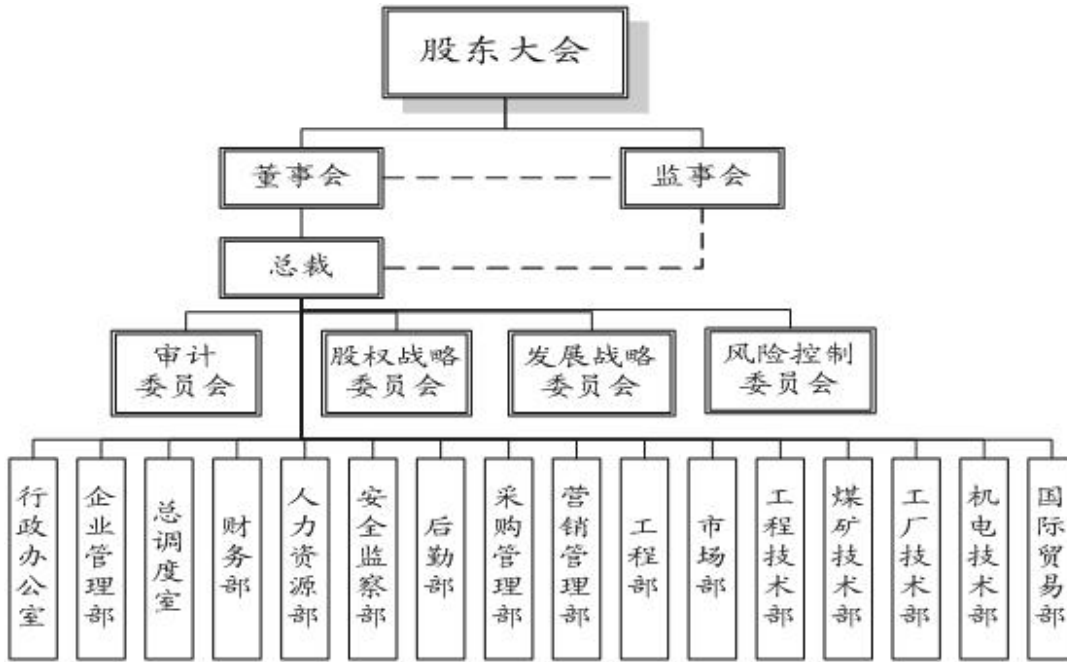
| 序号 | 下属公司名称 | 注册资本 (万元) | 实际投资额 (万元) | 投资比例 (万元) | 是否合并 |
|----|------------------|-----------|------------|-----------|------|
| 1 | 山西新达煤业有限公司 | 12,000.00 | 12,000.00 | 100.00% | 是 |
| 2 | 山西沁新新信物流服务有限公司 | 160.00 | 64.00 | 40.00% | 是 |
| 3 | 山西沁新机械制造有限公司 | 500.00 | 500.00 | 100.00% | 是 |
| 4 | 沁源县沁新环保建材有限公司 | 90.00 | 70.00 | 77.78% | 是 |
| 5 | 山西太岳磨料有限公司 | 1,000.00 | 600.00 | 60.00% | 是 |
| 6 | 沁源县沁新农林投资发展有限公司 | 50.00 | 50.00 | 100.00% | 是 |
| 7 | 沁源县昌源化工有限公司 | 500.00 | 300.00 | 60.00% | 是 |
| 8 | 山西沁能投资发展有限公司 | 2,000.00 | 2,000.00 | 100.00% | 是 |
| 9 | 山西长沁煤焦有限公司 | 20,000.00 | 10,200.00 | 51.00% | 是 |
| 10 | 山西新升煤业有限公司 | 10,000.00 | 10,000.00 | 100.00% | 是 |
| 11 | 山西新超煤业有限公司 | 10,000.00 | 10,000.00 | 100.00% | 是 |
| 12 | 沁源县李元沁新污水处理有限公司 | 50 | 50 | 100.00% | 是 |
| 13 | 山西沁新煤业有限公司 | 1,000 | 1,000 | 100.00% | 是 |
| 14 | 山西汾西矿业集团正新煤焦有限公司 | 5,000 | 2,450 | 49% | 否 |
| 15 | 沁源县盛鑫铝业有限公司 | 399.5 | 399.5 | 100.00% | 否 |
| 16 | 山西太岳铝土矿开发有限公司 | 100 | 80 | 80.00% | 否 |
| 17 | 沁源县银源铝矾土经营有限公司 | 120 | 164.67 | 80.00% | 否 |
| 18 | 沁源县杨范沟煤业有限公司 | 100 | 85 | 85.00% | 否 |

注：1、公司拟将子公司沁源县盛鑫铝业有限公司、山西太岳铝土矿开发有限公司、沁源县银源铝矾土经营有限公司转让，目前上述子公司处于停产状态，相关转让条件正在协商过程中，根据财政部关于印发《合并会计报表暂行规定》的通知（财会字[1995]11号）的相关规定上述子公司未纳入合并范围。

2、公司控股子公司沁源县杨范沟煤业有限公司目前正处于清算过程中，根据财政部关于印发《合并会计报表暂行规定》的通知（财会字[1995]11号）的相关规定该子公司未纳入合并范围。

3、公司对于下属子公司山西沁新新信物流服务有限公司持股比例为 40%，为该公司第一大股东，且拥有对这家公司的实际控制权，因此纳入合并报表范围。

附二：山西沁新能源集团股份有限公司组织结构图（截至 2012 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附三：山西沁新能源集团股份有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

| 财务数据(单位：万元) | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.9 |
|-------------------|-------------|-------------|------------|--------------|
| 货币资金 | 32,546.79 | 7,444.15 | 39,172.54 | 47,419.37 |
| 短期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应收账款净额 | 1,931.22 | 5,941.24 | 14,900.04 | 7,724.33 |
| 存货净额 | 35,881.53 | 48,108.73 | 47,463.06 | 74,090.25 |
| 其他应收款 | 52,022.04 | 147,811.12 | 164,057.35 | 159,852.91 |
| 长期投资 | 48,632.22 | 35,510.92 | 35,829.96 | 65,139.96 |
| 固定资产(合计) | 123,949.30 | 183,017.42 | 201,576.43 | 216,346.23 |
| 总资产 | 436,496.70 | 693,039.14 | 785,869.10 | 1,007,839.64 |
| 其他应付款 | 17,997.83 | 87,993.53 | 33,518.55 | 110,384.09 |
| 短期债务 | 20,500.00 | 83,300.00 | 219,868.20 | 358,120.00 |
| 长期债务 | 157,249.06 | 170,736.06 | 175,689.00 | 123,939.00 |
| 总债务 | 177,749.06 | 254,036.06 | 395,557.20 | 482,059.00 |
| 净债务 | 145,202.27 | 246,591.91 | 356,384.66 | 434,639.63 |
| 总负债 | 246,347.38 | 427,439.18 | 507,789.15 | 691,736.89 |
| 财务性利息支出 | 14,467.94 | 16,317.88 | 24,289.96 | 19,747.07 |
| 资本化利息支出 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 190,149.32 | 265,599.96 | 278,079.94 | 316,102.75 |
| 主营业务收入 | 150,515.94 | 247,603.45 | 250,205.82 | 184,688.04 |
| 主营业务利润 | 73,472.46 | 140,963.95 | 130,541.14 | 92,540.47 |
| 投资收益 | 260.41 | 0.00 | 180.00 | 36.14 |
| EBIT | 43,339.19 | 102,648.07 | 70,610.76 | 48,329.48 |
| EBITDA | 80,854.52 | 118,665.72 | 89,870.02 | 66,462.70 |
| 经营活动产生现金净流量 | 72,624.94 | 87,003.27 | 111,564.63 | 6,380.67 |
| 投资活动产生现金净流量 | -107,757.56 | -166,552.45 | -54,756.42 | -59,288.57 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 10,435.77 | 56,115.00 | -25,079.82 | 61,154.74 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -24,696.84 | -23,434.17 | 31,728.39 | 8,246.83 |
| 资本支出 | 85,537.97 | 101,756.18 | 55,739.94 | 88,538.53 |
| 财务指标 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012.9 |
| 主营业务毛利率 (%) | 50.54 | 59.44 | 53.96 | 51.89 |
| 三费收入比(%) | 30.27 | 23.97 | 31.80 | 32.99 |
| EBITDA/主营业务收入 (%) | 53.72 | 47.93 | 35.92 | 35.99 |
| 总资产收益率(%) | 10.41 | 18.18 | 9.55 | 7.19* |
| 流动比率(X) | 2.84 | 1.72 | 1.42 | 1.01 |
| 速动比率(X) | 2.41 | 1.52 | 1.28 | 0.88 |
| 存货周转率(X) | 1.84 | 2.39 | 2.41 | 1.95* |
| 应收帐款周转率(X) | 92.48 | 62.90 | 24.01 | 21.77* |
| 资产负债率(%) | 56.44 | 61.68 | 64.61 | 68.64 |
| 总资本化比率(%) | 48.31 | 48.89 | 58.72 | 60.40* |
| 短期债务/总债务(%) | 11.53 | 32.79 | 55.58 | 74.29 |
| 经营活动净现金/总债务(X) | 0.41 | 0.34 | 0.28 | 0.02* |
| 经营活动净现金/短期债务(X) | 3.54 | 1.04 | 0.51 | 0.02* |
| 经营活动净现金/利息支出(X) | 5.02 | 5.33 | 4.59 | 0.32 |
| 总债务/EBITDA(X) | 2.20 | 2.14 | 4.40 | 5.44* |
| EBITDA/短期债务(X) | 3.94 | 1.42 | 0.41 | 0.25* |
| EBITDA 利息倍数(X) | 5.59 | 7.27 | 3.70 | 3.37 |

注：公司所有财务报表均按照旧会计准则编制；公司 2012 年三季度未经审计，加*数据已经年化处理；未获取公司资本化利息支出数据；2012 年前三季度主营业务收入实为营业总收入。

附四：基本财务指标的计算公式

公式说明：

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润（新）=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比（旧）=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

总资产收益率=EBIT / 总资产平均余额

流动比率=流动资产 / 流动负债

速动比率=（流动资产-存货） / 流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率=负债总额 / 资产总额

总资本化比率=总债务 / （总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA / （计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式，未标注的为新、旧会计准则都适用。

附五：主体信用等级的符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象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 | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象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 | 受评对象不能偿还债务。 |

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。