

开滦能源化工股份有限公司

2012 年公司债券 2018 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

开滦能源化工股份有限公司 2012 年公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【214】号 01

债券简称：第一期：12
开滦 01；第二期：12 开
滦 02

增信方式：保证担保

担保主体：开滦（集团）
有限责任公司

债券剩余规模：
28.3 亿元（其中：第一
期 13.3 亿元，第二期 15.0
亿元）

债券到期日期：
第一期：2019 年 10 月
30 日；第二期：2020 年
09 月 26 日

债券偿还方式：债券到
期一次还本，附第一期
于第 5 年末和第二期于
第 4 年末上调票面
利率选择权和债券持有
人回售选择权

分析师

姓名：
刘颖 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
liuying@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司煤炭开采
和选洗行业企业主体长
期信用评级方法，该评
级方法已披露于公司官
方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期：AAA；第二期：AAA	第一期：AAA；第二期：AAA
发行主体长期信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 05 月 11 日	2017 年 06 月 21 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对开滦能源化工股份有限公司（以下简称“开滦股份”或“公司”）及其 2012 年 10 月 30 日发行的第一期公司债券（以下简称“12 开滦 01”）与 2014 年 9 月 26 日发行的第二期公司债券（以下简称“12 开滦 02”）的 2018 年度跟踪评级结果为：12 开滦 01 和 12 开滦 02 信用等级维持为 AAA，发行主体长期信用等级维持为 AAA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到 2017 年公司营业收入大幅增长，盈利水平较好，经营业务资金回笼能力进一步提高，经营活动现金流表现较好；得益于非公开发行股票募集资金净额 18.92 亿元，公司负债水平有所下降；开滦（集团）有限责任公司（以下简称“开滦集团”）为本期债券提供的保证担保仍有一定保障。同时鹏元也关注到，公司煤化工业务盈利不理想，随着环保限产政策日趋严格，未来煤化工业务或受影响；公司有息债务规模仍较大，且存在一定的集中偿付压力，同时面临一定的安全生产风险和环保监管风险等风险因素。

正面：

- 公司营业收入大幅增长，盈利水平较好。受煤炭、焦化产品售价上涨以及己二酸项目投产实现销售收入影响，2017 年公司实现营业收入 185.62 亿元，同比大幅增长 58.26%，共实现净利润 5.74 亿元，盈利水平较好。
- 公司经营业务资金回笼能力进一步提高，经营活动现金流表现较好。2017 年公司净营业周期为 30.42 天，较 2016 年下降 6.99 天，公司经营业务资金回笼能力进一步提高；经营活动产生的现金净流入 17.85 亿元，同比大幅度增加，经营活动现金

流表现较好。

- **得益于非公开发行股票成功，公司负债水平有所下降。**2017年1月，公司非公开发行股票募集资金净额 18.92 亿元，受此影响，公司资产负债率由 2016 年末的 56.95% 降至 2017 年末的 50.71%，同比下降 6.24 个百分点。
- **开滦集团为本期债券提供的保证担保仍有一定保障。**开滦集团是河北省内特大型国有企业，鹏元评定其主体长期信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有一定保障。

关注：

- **公司煤化工业务盈利不理想，随着环保限产政策日趋严格，未来煤化工业务或受影响。**2017 年公司冶金焦和其他煤化工产品毛利率分别仅为 7.54% 和 0.37%，同比分别下降 4.04 和 2.87 个百分点，盈利能力不理想且有所下滑；随着京津冀及周边地区内对煤化工企业环保限产政策日趋严格，未来公司煤化工业务或受影响。
- **公司有息债务规模仍较大，且存在一定的集中偿付压力。**截至 2017 年末，公司有息债务合计 76.56 亿元，规模仍较大，且偿还期限集中在 2018-2019 年，存在一定的集中偿付压力。
- **公司面临一定的安全生产风险和环保监管风险。**公司作为能源化工企业，长期面临瓦斯、矿井水等自然灾害及高温高压等不安全因素，如果发生重大安全事故，将影响公司的生产经营，造成公司一定时期内的经济效益下滑；此外，公司的煤炭产业和煤化工产业都是环保要求较高的行业，对公司的资本性支出和生产成本提出一定要求，2017 年公司环保投入共计 4.98 亿元。

发行人主要财务指标：

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	2,307,110.75	2,250,074.98	2,033,860.20	2,033,963.76
归属于母公司所有者权益合计（万元）	957,198.49	930,180.40	702,601.72	655,716.33
有息债务（万元）	710,450.65	765,609.78	829,949.17	1,002,845.02
资产负债率	50.66%	50.71%	56.95%	60.05%
流动比率	1.24	1.28	0.97	1.09
速动比率	1.08	1.12	0.71	0.92
营业收入（万元）	485,368.33	1,856,157.78	1,172,877.01	1,041,959.67
营业利润（万元）	37,666.01	83,924.26	61,641.66	-48,114.96
净利润（万元）	29,686.73	57,447.77	56,431.03	-53,221.76

综合毛利率	14.33%	11.01%	15.02%	5.99%
总资产回报率	-	5.46%	4.75%	-
EBITDA（万元）	-	182,464.42	149,110.50	72,215.12
EBITDA 利息保障倍数	-	4.46	2.88	1.22
经营活动现金流净额（万元）	91,950.56	178,505.41	89,109.28	118,047.67

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

担保方主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	7,947,085.53	8,084,012.76	7,615,714.07
归属于母公司所有者权益（万元）	1,210,237.80	1,489,122.08	1,227,705.39
资产负债率	70.75%	70.50%	72.62%
营业收入（万元）	8,611,443.92	5,768,187.86	6,603,739.89
净利润（万元）	3,468.64	3,463.01	-268,725.01
经营活动现金流净额（万元）	348,657.05	189,161.91	40,407.57

资料来源：开滦集团 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年10月30日及2014年9月26日分别发行“12开滦01”和“12开滦02”共计30亿元，募集资金计划用于偿还子公司原有债务和补充营运资金，已使用完毕。

二、发行主体概况

2017年1月，公司向中国信达资产管理股份有限公司（以下简称“信达资产”）非公开发行股票3.53亿股，发行价格5.38元/股，扣除本次非公开发行直接相关的费用后募集资金净额为18.92亿元，其中：新增注册资本为人民币3.53亿元，形成资本公积15.39亿元。截至2017年末，公司注册资本和实收资本均为15.88亿元，其中开滦集团持股44.12%，仍是公司控股股东，信达资产持股22.24%，是公司第二大股东。公司的实际控制人仍为河北省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“河北省国资委”）。2017年，公司纳入合并报表范围的子公司未发生变化。

截至2017年12月31日，公司资产总额为225.01亿元，归属于母公司的所有者权益合计93.02亿元，资产负债率为50.71%；2017年度，公司实现营业收入185.62亿元，净利润5.74亿元，经营活动产生的现金净流入17.85亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为230.71亿元，归属于母公司的所有者权益合计95.72亿元，资产负债率为50.66%；2018年1-3月，公司实现营业收入48.54亿元，净利润2.97亿元，经营活动产生的现金净流入9.20亿元。

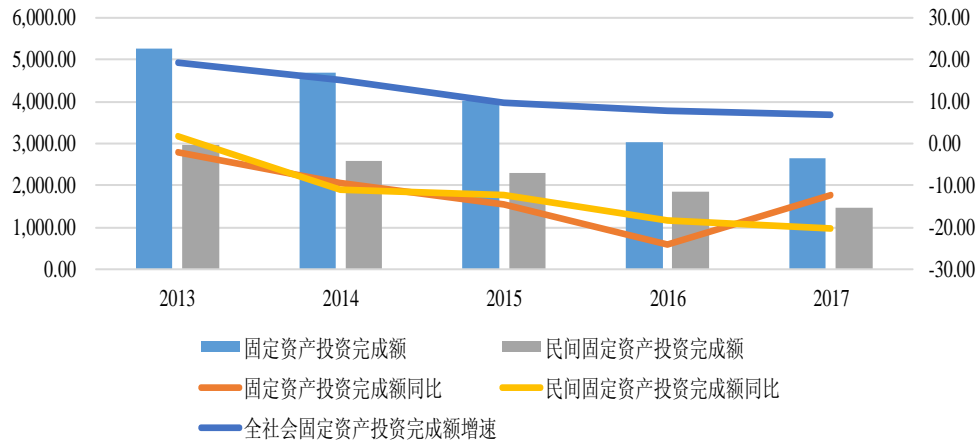
三、运营环境

2017年煤炭行业产能依然过剩，行业固定资产投资持续放缓，产量有所反弹，库存情况得到明显改善

自2016年2月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能时间脱困发展的意见》起，本轮煤炭行业供给侧改革正式开始，“十三五”期间煤炭行业去产能目标为8亿吨。2017年计划退出产能1.5亿吨，实际退出2.5亿吨，连续两年超额完成目标，两年已合计退出5.4亿吨。根据中国煤炭工业协会披露的《2017煤炭行业发展年度报告》，2017年全国煤炭产能利用率为68.2%，同比提高8.7个百分点，但是行业产能依然过剩。2018年政府工作报告中提出，2018年煤炭行业去产能目标为1.5亿吨，重点为僵尸企业，由“总量性去产能”转变为“结构性去产能、系统性优产能”。

自 2012 年以来煤炭采选业固定资产投资持续下降，2017 年投资总额为 2,648 亿元，同比下降 12.3%，降幅比上年收窄 11.9 个百分点；其中民间固定资产投资 1,471 亿元，同比下降 20.4%。

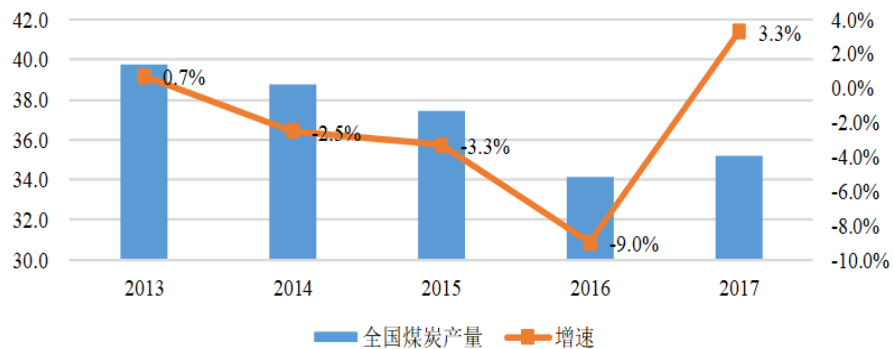
图 1 2013-2017 年我国煤炭行业固定资产投资及同比增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局，鹏元整理

产量方面，2017 年初，由于安全督查和环保约束要求，煤矿开工（复工）率较低，煤炭市场供给不足；二季度以来，国家有关部门采取多种手段增加煤炭产量释放，2017 年全国原煤产量自 2014 年以来首次出现恢复性增长，全年原煤产量 35.2 亿吨，较 2016 年增加 1.1 亿吨，同比增长 3.3%。

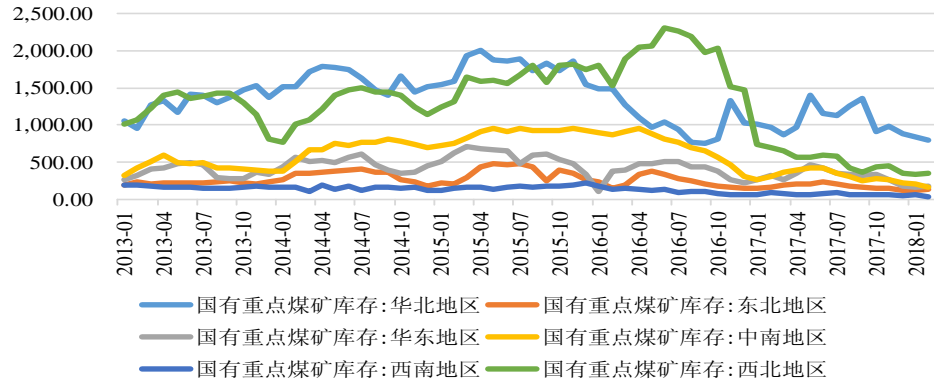
图 2 2013-2017 年全国煤炭产量（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局，鹏元整理

库存方面，2017 年末重点煤炭企业存煤 6,100 万吨，同比减少 2,284 万吨，同比下降 27.24%；重点发电企业煤炭库存 6,499 万吨，同比减少 47 万吨，库存可用天数 15 天；六大地区重点煤矿库存合计 1,789 万吨，同比下降 44.75%。2018 年以来，六大地区重点煤矿库存持续下降，2018 年 2 月末合计为 1,668.42 万吨，全国煤炭库存情况持续得到改善。

图3 2013-2018年2月六大地区重点煤矿库存情况（单位：万吨）



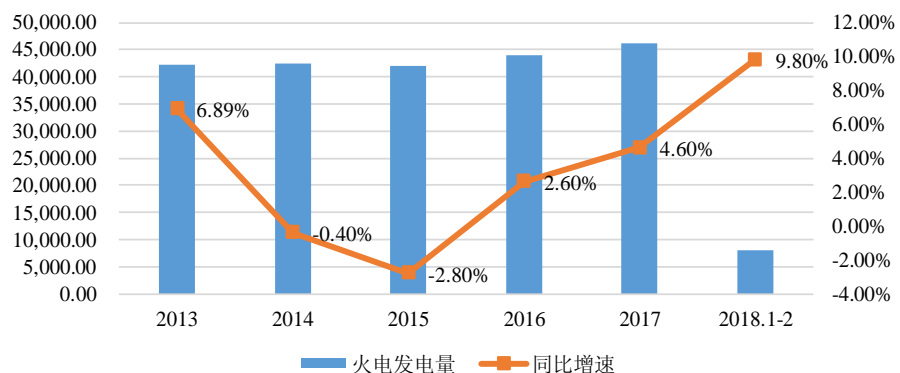
资料来源：Wind，鹏元整理

下游行业增速明显反弹，煤炭消费阶段性回升，但随着环保趋严，未来需求面临抑制

从需求来看，我国煤炭消费的行业结构呈现多元化的特点，但主要集中在电力、钢铁、建材、化工等行业。2017年以来下游行业增速明显反弹，全年火力发电4.61万亿千瓦时，同比增长4.6%，为2014年以来最大增幅；生铁、粗钢及钢材产量分别为7.11亿吨、8.32亿吨和10.48亿吨，同比分别增长1.8%、5.7%和0.8%，生铁和粗钢产量增速较2016年分别提高1.1个和4.5个百分点，钢材产量增速较2016年下降1.5个百分点；水泥产量23.16亿吨，同比下降0.2%。下游行业景气度持续回暖，带动煤炭消费呈阶段性回升。2017年全国累计原煤总消费量约38.5亿吨，同比增长2.9%，结束了自2014年以来的连续三年煤炭消费量负增长局面。

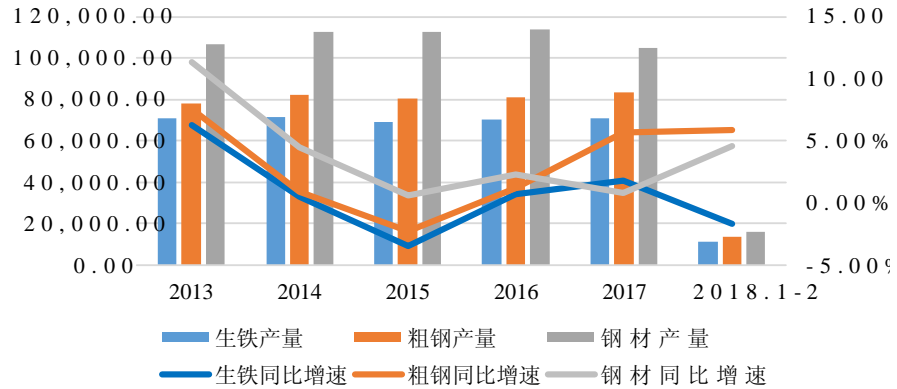
但2017年以来，我国环保政策持续发酵，或对部分地区下游需求形成一定影响，此外，煤炭下游行业淘汰落后产能及产能整合仍将继续，整体来看，未来煤炭消费需求将持续受到抑制。

图4 近年我国火电发电量及累计同比（单位：亿千瓦时）



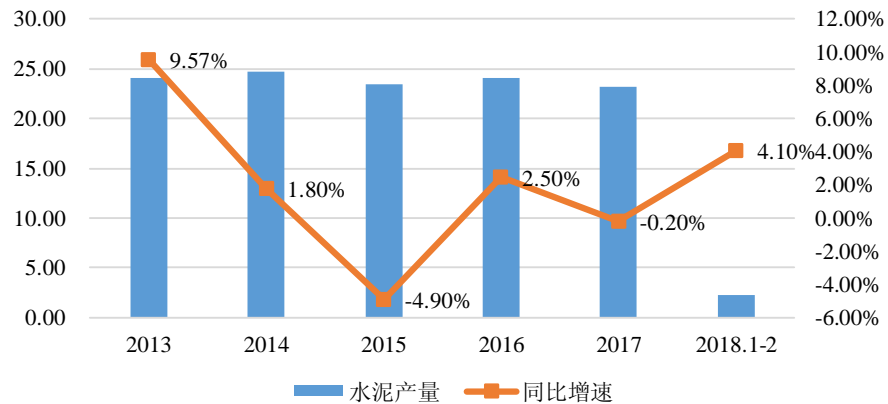
资料来源：Wind，鹏元整理

图 5 近年我国生铁、粗钢及钢材生产情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

图 6 近年我国水泥产量及累计同比（单位：亿吨）

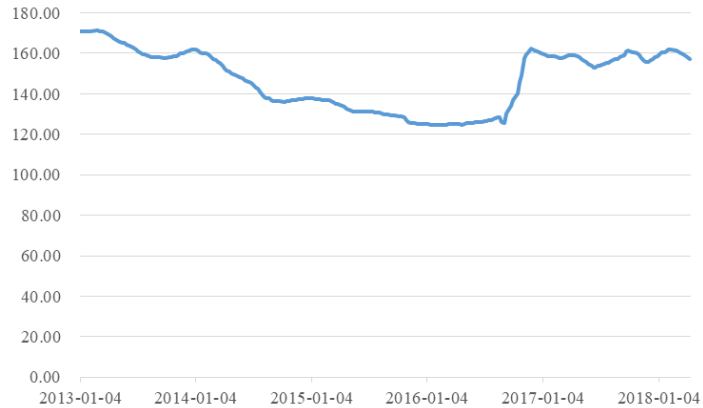


资料来源：Wind，鹏元整理

煤炭价格维持高位，在煤价利好下，煤炭行业盈利能力增强

2017 年全年煤炭产量释放不足，国内煤炭供需呈现紧平衡状态，虽有淡旺季起落，煤价整体呈高位运行态势。在煤价利好下，煤炭企业也普遍实现盈利增长或扭亏为盈，煤炭行业盈利能力增强。根据 Wind 数据，2017 年煤炭开采和洗选业实现主营业务收入 25,444.90 亿元，同比增长 25.90%；利润总额为 2,959.30 亿元，同比增长 290.50%；行业主营业务毛利率则上升至 27.7%，超过了 2011 年的水平。

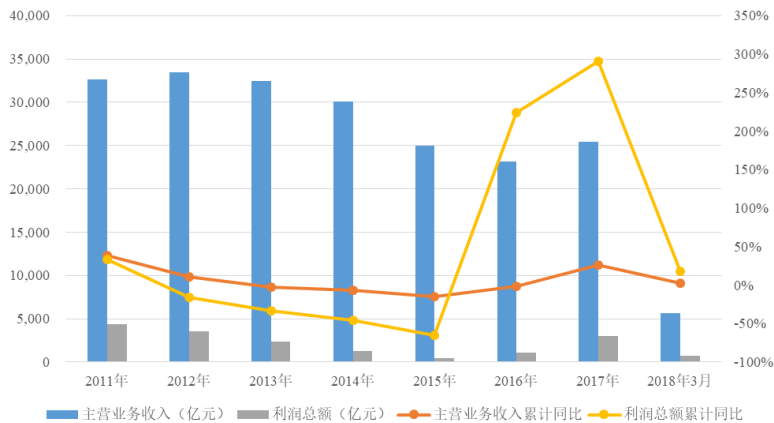
图 7 近年全国煤炭价格指数情况



注：2006 年 1 月 1 日全国煤炭价格指数为 100

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图 8 近年煤炭行业主营业务收入、利润总额及其同比增速情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

国家继续出台多项产业政策促进煤炭行业持续健康发展，明确去产能仍是首要任务，要求严格执行落后产能的退出，调整优化产业结构以及产业格局，积极协调煤炭供需矛盾，维护煤炭价格稳定

为促进煤炭行业的持续、健康、有序、稳定的发展，2017 年以来相关部委继续出台了多条煤炭行业政策。从梳理政策情况来看，去产能仍是首要任务，而重点着眼于“破、调、改、安”四个方面，同时引导解决煤炭供需矛盾，维护煤炭价格稳定，并强调安全生产。具体来看，“破”是指继续破除无效供给；“调”是要调整优化行业结构，逐步实现从总量性去产能为主向结构性去产能、系统性优产能为主的转变；“改”是要推进企业兼并重组，加大“僵尸企业”破产清算和重整的力度，引导扭亏无望的企业主动退出；“安”是要发挥各方的积极性，做好职工安置工作。

表 1 2017 年 1 月-2018 年 3 月我国主要煤炭产业政策

发布时间	政策名称	主要内容
2017 年 2 月 17 日	工信部等十六部委《关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》	通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。
2017 年 3 月 21 日	人力资源社会保障部等五部门《关于做好 2017 年化解钢铁煤炭行业过剩产能中职工安置工作的通知》	确保分流职工就业有出路、生活有保障，确保不发生因职工安置引发的规模性失业和重大群体性事件。
2017 年 3 月 23 日	环保部《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	强调“2+26”城市实现煤炭消费总量负增长，2017 年 28 城市重点实施煤改清洁能源。
2017 年 4 月 5 日	国家发展改革委《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》	要求建立煤炭产能置换长效机制；鼓励跨省（市、区）实施产能置换、鼓励实施兼并重组。鼓励已批准（审批）的煤矿建设项目通过产能置换承担化解过剩产能任务，稳妥有序推进煤炭去产能。严格落实新建煤矿减量置换要求。支持地方统一实施产能置换。
2017 年 4 月 7 日	国家发展改革委《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	要求进一步提高长协合同量，每月上报履约情况，并重点督查电煤合同的履约情况。
2017 年 4 月 17 日	国家发展改革委等二十三部委《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》	加快推进兼并重组、转型升级，实现产业布局进一步优化。进一步明确了产能退出标准。各地区要着眼促进煤炭工业持续健康发展，将去产能与兼并重组、转型升级统筹考虑，同步推进，促进结构调整和布局优化，提升煤炭产业的整体素质和核心竞争力。
2017 年 4 月 24 日	国家发展改革委、国家安全监管总局、国家煤矿安监局、国家能源局《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》	允许证照齐全、已形成生产能力超过核定生产能力且正常生产的露天煤矿和低瓦斯矿井申请产能核增，但需对应实施产能减量置换，置换、淘汰退出的产能不能小于核增产能的 110%，对于一级安全生产标准化矿井和特级安全高效矿井（露天）申请核增的，置换、淘汰退出产能不小于核增产能的 100%即可。
2017 年 5 月 26 日	四部门《关于大力推进煤矿安全生产标准化建设工作的通知》	大力推进企业安全生产标准化建设；《安全生产法》中规定生产经营单位必须推进安全生产标准化建设。完善创建煤矿安全生产标准化工作激励机制。统筹协调推进煤矿安全生产标准化建设工作。
2017 年 6 月 7 日	国家安全监管总局、国家煤矿安监局《煤矿安全生产“十三五”规划》	强调加快淘汰落后产能和 9 万吨/年及以下小煤矿，及采用国家明令禁止使用的采煤工艺且无法实施技术改造的煤矿。
2017 年 7 月 19 日	国家安全监管总局、国家煤矿安监局《煤矿安全生产大检查实施方案》	此次安全大检查时间为 7 月至 10 月，检查范围为全国所有煤矿以及上一级公司，煤矿范围包括安全“体检”的正常生产煤矿，正常建设（新建、改扩建、技术改造、兼并重组）煤矿，责令停产停建整改煤矿，长期停产停建煤矿，列入淘汰落后、化解过剩产能退出规划（计划）尚未停产的煤矿。
2017 年 7 月 26 日	十六部委《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》	从严淘汰落后产能。清理整顿违规项目。严控新增产能规模。2020 年底前已纳入规划基地外送项目的投产规模原则上减半。加快机组改造提升。规范自备电厂管理。保障电力安全供应。
2017 年 8 月 21 日	环保部《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	压煤减排、提标改造、错峰生产。
2017 年 11 月 10 日	国家发展改革委《关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》	支持企业自主签订合同，鼓励供需双方直购直销，支持多签中长期合同，其中要求重要及各省区规模以上煤炭、发电企业集团签订中长期合同数量应达到自有资源量或采

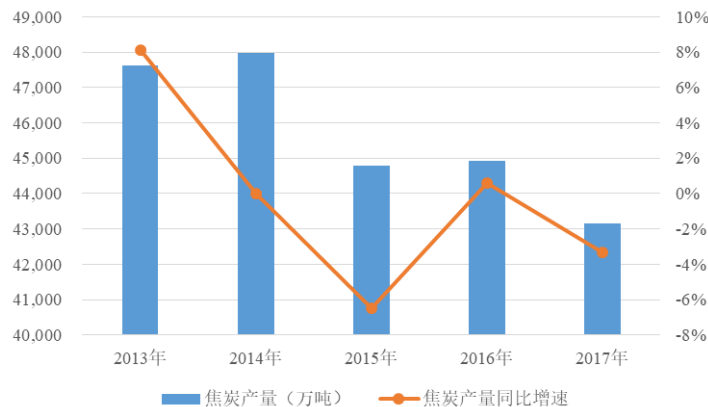
发布时间	政策名称	主要内容
		购量的 75% 以上。
2017 年 11 月 28 日	国家发展改革委和能源局《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》及考核办法的通知	针对煤炭企业设立煤炭最低库存和最高库存标准，保障现阶段国家发展的煤炭需求。
2017 年 12 月 15 日	《关于做好 2016、2017 年度碳排放报告与核查及排放监测计划制定工作的通知》	各省市组织石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸、电力、航空等重点排放行业进行碳排放的审核。
2017 年 12 月 19 日	十二部委《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	要求通过兼并重组，实现煤炭企业平均规模显著扩大，中低水平煤矿数量明显减少，上下游产业融合度显著提高，经济活力得到增强，产业格局得到优化。
2018 年 2 月 8 日	国家发展改革委、能源局、安监局、煤监局《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放促进落后产能有序退出的通知》	要求支持部分类型的煤矿产能加快退出（一是与自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区重叠煤矿，二是灾害严重煤矿，三是长期停工停产煤矿），另一方面支持优质产能加快释放。
2018 年 3 月 5 日	《政府工作报告》	计划在 2018 年削减煤炭产能 1.5 亿吨。
2018 年 3 月 7 日	国家能源局《2018 年能源工作指导意见》	2018 年中国煤炭产量 37 亿吨左右，中国能源消费总量控制在 45.5 亿吨标准煤左右，煤炭消费比重下降到 59% 左右。

资料来源：公开资料，鹏元整理

2017年焦炭价格震荡上行，行业产量略有下降，行业景气度继续上行

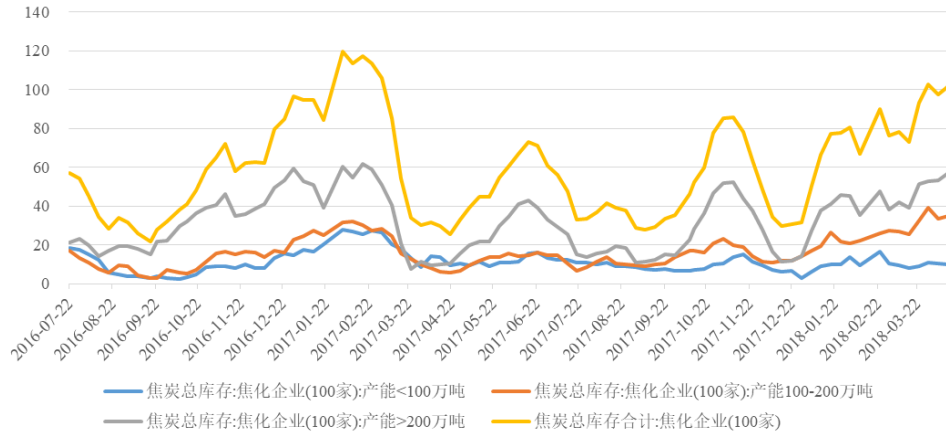
焦炭主要用于钢铁冶炼，其需求具有明显的周期性特征，与宏观经济环境及下游钢铁行业的发展密切相关。2017年钢铁行业各项去产能措施持续推进，去产能取得显著成效，钢铁产量实现增长，消费逐步回暖，钢铁价格震荡上行，钢企盈利水平大幅增长。钢铁行业景气度回升，需求有所增强，但受环保限产、煤炭供给侧改革等因素影响，2017年我国焦炭产量有所下降，我国焦炭产量由2016年的4.49亿吨减少至2017年的4.31亿吨，同比减少3.94%。此外，从焦化企业焦炭库存情况来看，总库存由2017年年初的约95万吨降至年末的32万吨，2018年以来库存量整体呈现上升趋势，2018年3月末增至103万吨左右。

图 9 近年我国焦炭产量及增速情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

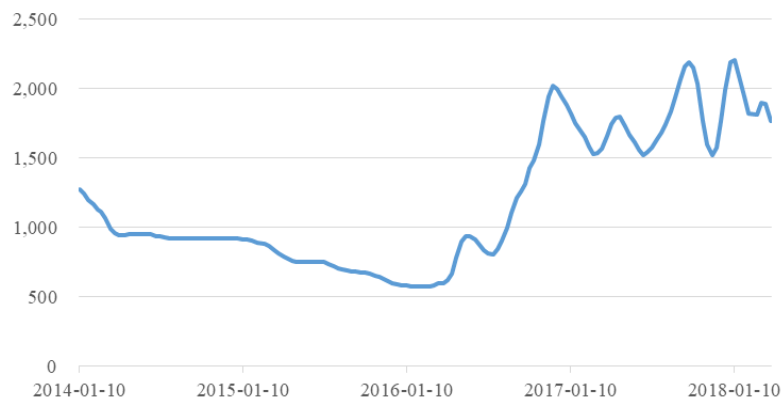
图 10 近年我国焦化企业焦炭库存情况（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

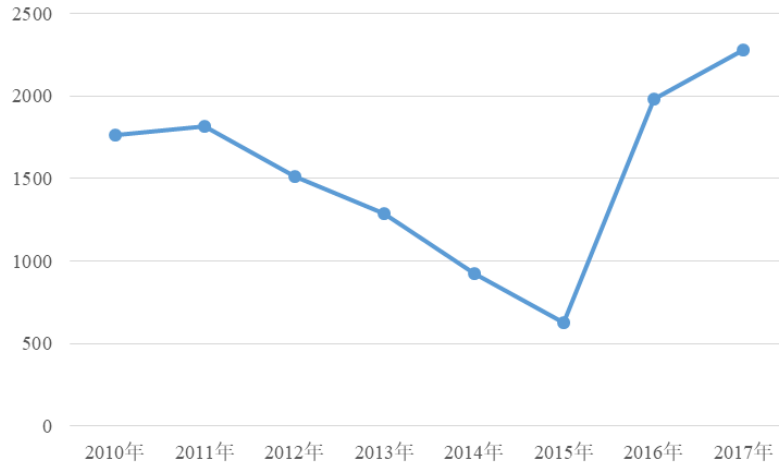
国内焦炭行业集中度较低，与上游焦煤和下游钢铁的集中度相比过于分散，议价能力较差，焦炭价格波动较大。总体来看，2017年全年冶金焦价格震荡上行，二级冶金焦价格从2017年1月10日的1,818.80元/吨提高到2017年12月31日的2,193.00元/吨。整体来看，2017年焦炭企业盈利能力进一步改善，行业景气度继续上行。

图 11 近年我国二级冶金焦市场价格情况（元/吨）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图12 近年我国焦炭综合指数¹



资料来源: Mysteel.com, 鹏元整理

京津冀及周边地区内钢铁和煤化工企业环保政策日趋严格,或对焦炭企业产销产生较大影响

2017年3月, 环保部印发《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》, 强调包括北京市, 天津市, 河北省8市, 山东省7市, 河南省7市, 山西省4市, 共计28个城市(以下简称“2+26”城市)实现煤炭消费总量负增长, 2017年28城市重点实施煤改清洁能源。此外, 要求实施工业企业采暖季错峰生产, 其中钢铁行业被列入生产调控的重点行业。该工作方案要求石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市, 采暖季钢铁产能限产5%, 以高炉生产能力计, 采用企业实际用电量核实。

2017年6月, 环保部发布《关于征求《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》等20项国家污染物排放标准修改单(征求意见稿)意见的函》, 修改钢铁、建材、有色、火电、锅炉、焦化等行业污染物排放标准, 并提出执行时间表, 一系列政策使企业环保标准日益提高。

2017年8月, 环保部出台《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》, 要求钢铁焦化铸造行业实施部分错峰生产, “2+26”城市实施钢铁企业分类管理, 按照污染排放绩效水平, 2017年9月底前制定错峰限停产方案。石家庄、唐山、邯郸、安阳等重点城市, 采暖季钢铁产能限产50%, 以高炉生产能力计, 采用企业实际用电量核实。2017年10月1日至2018年3月31日, 焦化企业出焦时间均延长至36小时以上, 位

¹该指数采集的价格以日为基础, 采集山西、河北、山东、江苏、安徽、河南、江西、陕西、内蒙、宁夏、黑龙江、四川、贵州、云南 14 个省份数十家样本焦化企业, 共计产能 1.07 亿吨/年, 约占全国独立焦化企业总产能的 30%, 并按照年产量确定权重, 采用加权平均计算出综合焦炭指数。

于城市建成区的焦化企业要延长至48小时以上。各地要制定铸造行业错峰生产方案，除满足达标排放要求的电炉、天然气炉外，其他采暖季实施停产，特殊情况确需生产的，应报地市级人民政府批准；电炉、天然气炉在黄色及以上重污染天气预警期间应停产。

上述产业的政策出台，国家对京津冀及周边地区内的钢铁、煤化工产业的产能及污染控制要求愈加严格，或对焦炭企业产销产生较大影响。

四、经营与竞争

2017年，公司主营业务没有发生改变，依旧主要从事煤炭开采、原煤洗选加工、炼焦及化工产品的生产销售，主要产品包括洗精煤、冶金焦以及甲醇、纯苯、己二酸等化工产品。2017年受钢材等下游市场复苏回暖的影响，煤、焦产品价格震荡上行，受此影响，2017年煤炭及煤焦产品收入增幅明显，加之己二酸投产新增销售收入，公司实现主营业务收入185.25亿元，同比大幅增长58.49%；主营业务毛利率为10.87%，较2016年下降4.01个百分点，主要系主要产品原材料及生产成本上升所致。公司主营业务收入构成及毛利率情况见下表所示。

表 2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
冶金焦	1,155,932.68	7.54%	731,747.80	11.58%
其他煤化工产品	610,318.88	0.37%	328,255.16	3.24%
洗精煤	328,186.00	30.07%	217,760.21	32.09%
贸易	23,114.34	2.50%	45,871.09	0.30%
其他洗煤	45,784.40	17.96%	38,130.51	22.69%
洗混块	10,666.85	24.22%	6,463.75	22.92%
汇总	2,174,003.15	9.18%	1,368,228.52	12.83%
内部抵销	321,518.38	-0.60%	199,392.93	0.81%
合计	1,852,484.76	10.87%	1,168,835.59	14.88%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

煤炭平均售价的上升带动煤炭业务收入进一步增长，但受生产成本增加及回收率下降等影响，毛利率水平有所下滑；公司在海外的墨玉河煤田股权转让工作尚在进行中

2017年，公司矿井个数没有发生变化，依旧为范各庄矿及吕家坨矿两个煤矿。截至2017年末，公司煤矿可开采储量为3.92亿吨，主要煤种为肥煤，生产能力为810万吨/年，较上年未发生变化。公司为每座煤矿均配备了一座洗煤厂，截至2017年末公司洗煤厂数量仍为2个，原煤年选煤能力依旧为875万吨/年，可完全满足公司原煤洗选需求。

表 3 截至 2017 年末公司所属煤矿情况

煤矿名称	主要煤种	持有权益	可采储量 (万吨)	生产能力 (万吨/年)	剩余可采年限 (年)
范各庄矿	肥煤	100%	17,207.8	480	26
吕家坨矿	肥煤	100%	22,017.8	330	45
合计	-	-	39,225.6	810	-

注：剩余可采年限按照自然资源部网站公布的最新数据填写

资料来源：公司提供

2017年，公司原煤产量为810.00万吨，同比增长5.07%，但受精煤回收率同比下降影响，公司洗选出的精煤产量有所减少，2017年公司精煤产量为276.58万吨，同比减少18.93%。2016年起公司无对外出售原煤，生产的精煤优先满足自身冶金焦的需求，2017年公司对外销售精煤173.81万吨，同比减少7.88%，占精煤总产量的比重为62.84%，占比上升7.54个百分点。2017年煤炭平均价格较2016年大幅上升，全年精煤平均售价为1,145.02元/吨，均价同比增长72.91%。得益于精煤销售价格的攀升，2017年公司实现精煤业务销售收入32.82亿元，同比增长50.71%，毛利率为30.07%，同比下降2.02个百分点，主要系精煤回收率降低以及生产成本增加所致。

表 4 公司煤炭经营情况（单位：万吨、元/吨）

产品		2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
原煤	年设计产能	-	810	810	810
	产量	202.52	810.00	770.90	847.29
	外销	-	-	-	34.79
	平均售价	-	-	-	322.47
精煤	产量	72.88	276.58	341.17	324.88
	外销	50.00	173.81	188.68	205.33
	平均售价	1,148.39	1,145.02	662.22	598.46

注：精煤平均售价为外销部分平均售价，2017年公司精煤外销收入为199,015.21万元。

资料来源：公司提供及公开资料

目前，公司开拓的煤炭资源仍仅有盖森煤田。盖森煤田由子公司加拿大中和投资有限责任公司（以下简称“中和投资”）的子公司加拿大开滦德华矿业有限公司负责开发，该煤田共划分为四个矿区，其中已验证储量为2.55亿吨，另外还有5.31亿吨的推断储量，一期工程拟建设200万吨/年精煤生产能力的矿井及配套设施。截至2017年末，该项目已完成年度资产许可证更新、矿权费缴纳等各项合规性工作，但仍无明确的计划投产时间。

2011年4月，公司子公司中和投资出资510.00万美元设立加拿大布尔默斯矿业有限公司（以下简称“布尔默斯”），占其注册资本的51%。2012年11月，布尔默斯煤田勘探项目（加拿大墨玉河煤田勘探项目）施工完毕，经过对勘探成果的分析论证，公司认为该煤田不具备进一步开发的条件。根据《关于合资勘探加拿大bullmoos煤田协议》，公司决

定将中和投资持有的布尔默斯股权转让给另一股东加拿大德华国际矿业集团公司（以下简称“德华国际”）。经布尔默斯股东协商，同意中和投资向德华国际转让其所持布尔默斯51%的股权，转让价款为510万美元。截至2017年末，该股权转让事宜尚在进行中。

表 5 截至 2017 年末公司海外资源拓展情况

煤矿名称	持股比例	储量（亿吨）	预计年产能（万吨）	项目进展
盖森煤田	51%	7.86	200	完成年度资产许可证更新、矿权费缴纳等各项合规性工作。

资料来源：公司提供

受产品销售均价上升和新增己二酸销售收入影响，公司煤化工产品收入规模大幅增长，但盈利能力不理想且有所下滑；随着环保限产政策日趋严格，未来公司煤化工业务或受影响

2017年，公司“以煤为基，以焦为辅，以化为主”的产业格局并未发生变化。公司的主要煤化工产品除原有的冶金焦、甲醇、纯苯外，随着己二酸的正式投产，新增己二酸产品。2017年，公司冶金焦产能没有发生变化，仍为720万吨/年，主要包括：迁安中化煤化工有限责任公司330万吨/年、唐山中润煤化工有限公司220万吨/年、承德中滦煤化工有限公司170万吨/年；甲醇、纯苯产能也均维持在20万吨/年；己二酸产能为15万吨/年。

受环保限产影响，2017年公司延长了结焦时间，冶金焦产量和销量分别为646.30万吨和656.61万吨，同比分别减少5.54%和3.69%；受炼焦焦炉煤气减少影响，2017年甲醇产量为17.02万吨，同比减少18.21%，销量为13.75万吨，同比减少32.99%；而纯苯主要原料粗苯不足时可通过外采获取，受焦炉气生产影响较小，故纯苯产量为17.77万吨，较上年变化不大，销量为6.78万吨，较上年大幅减少，主要系纯苯为己二酸原料，公司生产纯苯主要用于生产己二酸，小部分外销所致，公司生产的纯苯为焦化苯，与石油苯有很强的替代关系。受近年石油价格一直维持在低位影响，公司生产的焦化苯因生产成本较高，在市场上并未有明显优势。未来，公司计划仍将纯苯作为原料用作己二酸产品的生产。2017年己二酸的产量为15.10万吨，已基本实现满产，销量为15.03万吨，产销比达99.54%，销售情况较好。

2017年，全年冶金焦价格整体处于高位震荡；甲醇价格先降后升，波动较大，但全年均价仍高于2016年均价；而纯苯价格先大幅下降而后略有回升，年末价格较年初价格整体降幅明显，但整体均价仍高于上年平均水平。从公司产品销售均价来看，2017年公司冶金焦、甲醇和纯苯销售均价较上年均有明显上涨，冶金焦、甲醇、纯苯和己二酸销售均价分别为1,760.45元/吨、2,067.59元/吨、5,397.73元/吨和8,308.57元/吨，冶金焦、甲醇、纯苯销售均价同比分别大幅增长64.03%、27.18%和30.63%。

2017年，冶金焦、甲醇、纯苯和己二酸分别实现收入115.59亿元、2.84亿元（外销部分）、3.66亿元（外销部分）和12.48亿元，占主营业务收入的比重分别为62.40%、1.53%、1.98%和6.74%。总体来看，2017年公司分别实现冶金焦和其他煤化工产品销售收入115.59亿元和61.03亿元（未扣除内部抵销），同比分别大幅增长57.97%和85.93%，主要系冶金焦、甲醇、纯苯销售均价上升以及新增己二酸销售收入所致，但毛利率分别仅为7.54%和0.37%，同比分别下降4.04和2.87个百分点，盈利能力不理想且有所下滑，主要系受产品原材料均价上升且价格波动较大导致成本控制难度加大等因素影响。

表 6 公司主要煤化工产品产能、产量及销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品		2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
冶金焦	年设计产能	720	720	720	720
	产量	153.60	646.30	684.20	688.01
	销量	143.52	656.61	681.78	685.48
	销售均价	1,920.62	1,760.45	1,073.26	872.07
甲醇	年设计产能	20	20	20	20
	产量	2.92	17.02	20.81	24.36
	销量	2.25	13.75	20.52	24.14
	销售均价	2,336.44	2,067.59	1,625.70	1,657.33
纯苯	年设计产能	20	20	20	20
	产量	5.42	17.77	17.25	19.72
	销量	2.54	6.78	8.21	12.07
	销售均价	5,458.47	5,397.73	4,132.09	3,935.89
己二酸	年设计产能	15	15	-	-
	产量	3.46	15.10	-	-
	销量	3.60	15.03	-	-
	销售均价	9,984.37	8,308.57	-	-

注：己二酸自2017年正式投产，甲醇、纯苯销量为外销数。

资料来源：公司提供及公开资料，鹏元整理

2017年末，聚甲醛项目已全部转固9.22亿元，并于2018年1月转入生产。聚甲醛是工程塑料的原料之一，其主要原材料为甲醇。由于聚甲醛具有耐摩擦、耐磨耗及承受高负荷的优点，因而能够部分替代有色金属如铜、锌、铝等制作结构零件，同时，聚甲醛的应用领域不断扩张，除了在汽车、电子、机械等方面的应用，聚甲醛在医疗技术、运动器械方面也表现出较好的需求增长态势。公司聚甲醛设计产能为4万吨/年，规模较大，正式投产后可能存在一定的产能消化风险。此外，随着京津冀及周边地区内对煤化工企业环保限产政策日趋严格，未来公司煤化工业务或受影响。

公司业务客户集中度高，重点客户需求相对稳定，未来销售收入相对有保障

2017年，公司信用政策没有发生变化。对大型重点客户，公司在销售结算方面会给予一定结算周期，一般为1-2个月。对于其他客户，公司的销售结算模式一般采用“预付全

额，先款后货”的结算方式，货款支付方式为100%现汇。2017年，大型重点客户对公司产品的需求相对稳定，公司对前五大客户的销售收入在公司销售收入中占比为68.58%，较上年提高1.83个百分点。公司前五大客户以国有大型钢铁企业为主，需求相对稳定，未来公司销售收入相对有保障。

表 7 公司前五大销售客户情况

2017年		2016年	
客户名称	收入占比	客户名称	收入占比
北京首钢股份有限公司	31.92%	北京首钢股份有限公司	31.67%
河钢股份有限公司	19.55%	河钢股份有限公司	25.31%
唐山中厚板材有限公司	8.39%	唐山文丰机械设备有限公司	3.36%
鞍钢股份有限公司	5.00%	首钢总公司	3.32%
首钢集团有限公司	3.72%	鞍钢股份有限公司	3.09%
合计	68.58%	合计	66.75%

资料来源：公司提供

目前公司在建项目较少，未来继续投资资金压力较小

公司发展能源化工的方向较为明确，将继续延伸煤焦化的产业链，陆续发展新材料、新能源、精细化工等产品。但目前市场不确定性仍较大，公司开拓项目较为谨慎，目前在建项目较少，主要为加拿大盖森煤田勘探项目、墨玉河煤田勘探项目和曹妃甸百万吨级焦油深加工项目一期工程。截至2017年末，公司主要在建工程（不包括墨玉河项目）总投资为12.15亿元，已投资10.79亿元，尚需投资1.36亿元。公司在建工程规模不大，未来继续投资的资金压力较小。

表 8 截至 2017 年末公司主要在建工程情况（单位：万元）

在建工程名称	投资预算	累计已投资	工程进度
曹妃甸百万吨级焦油深加工项目一期工程	79,928.00	71,725.08	89.74%
加拿大盖森煤田勘探项目	41,568.00	36,140.88	89.60%
合计	121,496.00	107,865.96	-

注：加拿大盖森煤田项目的投资预算主要是指获取采矿权和进行勘探所产生的投资

资料来源：公司提供，鹏元整理

作为能源化工企业，公司长期面临一定的安全生产风险和节能环保监管风险

作为一家能源化工企业，公司安全生产的风险除煤炭企业共同面临的顶板、瓦斯、矿井水、火灾和煤尘五大自然灾害外，还存在煤化工企业存在的高温、高压、易燃易爆、有毒有害气体等不安全因素，如果发生重大安全事故，将影响公司的生产经营，造成公司一定时期内的经济效益下滑。受国家对煤化工行业环保要求的提高影响，2017年公司环保投入共计4.98亿元，同比大幅增长74.74%，占公司营业收入的2.68%；主要包括用于大气、废水治理设施的运行、监测、土壤及地下水保护、绿化等环保方面的投入2.74亿元，公司

共缴纳排污费0.26亿元，完成环保项目投资1.99亿元，2017年公司未发生重大环保违规事件。公司的煤炭产业和煤化工产业都是环保要求较高的行业，国家越来越严格的环保政策，将增加公司的资本性支出和生产成本。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017年，公司合并报表范围未发生变化。

资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但受行业特性影响，固定资产及在建工程规模较大，资产流动性一般

2017年公司资产规模有所增长，截至2017年末公司资产总额为225.01亿元，同比增长10.63%。货币资金、应收票据、应收账款及固定资产仍是公司最主要的资产，2017年末共计占总资产规模的80.19%，占比较2016年末上升8.59个百分点。2018年3月末，公司总资产规模进一步增至230.71亿元。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	278,367.87	12.07%	307,466.82	13.66%	154,162.54	7.58%
应收票据	208,802.19	9.05%	257,867.46	11.46%	159,220.11	7.83%
应收账款	293,913.72	12.74%	199,621.55	8.87%	157,835.67	7.76%
存货	126,221.16	5.47%	114,955.72	5.11%	181,914.13	8.94%
流动资产合计	939,470.43	40.72%	907,621.80	40.34%	678,358.25	33.35%
长期股权投资	105,599.63	4.58%	64,590.06	2.87%	58,904.77	2.90%
固定资产	1,024,516.29	44.41%	1,039,466.17	46.20%	984,992.25	48.43%
在建工程	121,032.83	5.25%	121,812.98	5.41%	198,068.52	9.74%
无形资产	82,059.15	3.56%	82,666.52	3.67%	78,278.28	3.85%
其他非流动资产	25,143.59	1.09%	25,132.28	1.12%	25,659.97	1.26%
非流动资产合计	1,367,640.32	59.28%	1,342,453.18	59.66%	1,355,501.95	66.65%
资产总计	2,307,110.75	100.00%	2,250,074.98	100.00%	2,033,860.20	100.00%

资料来源：公司2016-2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。公司货币资金主要由银行存款构成，截至2017年末，公司货币资金共计30.75亿元，同比增长99.44%，主要系销售收入增长回款的货币资金增加所致，除2.43亿元存放在境外的款项外，不存在受限资金。截至2017年末，公司应收票据规模同比大幅增长61.96%，规模达25.79亿元，主要系随销售收入增加，票据结算量增加所致。公司应收账款主要为应收北京首钢股份有限公司、河钢股份有限公司、唐山中厚板材有限公司、首钢集团有限公司和河钢集团有限公司等单位的应收货款，从应收账款账龄来看，截至2017年末，公司应收账款主要集中在1年以内，前五大客户共计占应收账款的比重为92.10%，整体来看，公司应收账款账期不长，且主要应收账款客户均为公司长期大型客户，坏账风险较小，但鉴于其主要应收客户全部为钢铁企业，未来若受宏观经济增速放缓等因素的不利影响，应收账款可能出现拖欠风险。2018年3月末，随着一季度营业收入增长，应收货款增加，公司应收账款增至29.39亿元。公司存货主要由原材料及库存商品构成，截至2017年末，公司存货规模为11.50亿元，当年共计提存货跌价准备0.12亿元。公司存货中煤炭及煤化工等产品占比较大，其价值受市场行情影响较大，未来可能存在一定的跌价风险。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产及其他非流动资产构成。公司长期股权投资主要是对开滦集团财务有限责任公司、山西介休义棠倡源煤业有限公司等单位的投资，2017年末公司长期股权投资较上年有所增长，主要系公司按权益法确认投资损益所致；2018年3月末较2017年末大幅增长，主要是由于2018年一季度公司对开滦集团财务有限责任公司增资4亿元所致。2017年公司共实现投资收益共计0.80亿元，主要来源于开滦集团财务有限责任公司和山西介休义棠倡源煤业有限公司所获得的现金股利及按权益法确认的投资收益。公司固定资产主要由房屋建筑物及机器设备构成，且均未抵押。截至2017年末，公司固定资产规模达103.95亿元，占总资产的比重达46.20%，仍是公司最主要的资产，较2016年末增加5.45亿元，同比增长5.53%，主要系聚甲醛项目投产转固所致。2017年末，公司在建工程较年初减少7.63亿元，同比下降38.50%，主要系聚甲醛项目投产转固所致。公司无形资产主要由土地使用权和采矿权构成，截至2017年末，公司无形资产账面价值为8.27亿元。

截至2017年末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计1.90亿元，全部为用于开具银行承兑汇票和银行借款质押的应收票据。

总体来看，公司资产规模进一步增长，资产仍以货币资金、应收票据、应收账款及固定资产为主，但由于公司所处行业特性，固定资产和在建工程规模较大，资产流动性一般。

资产运营效率

公司经营业务资金回笼能力进一步提高，资产运营效率有所改善

2017年度公司营业收入大幅增长，应收票据、应收账款、存货、应付票据以及应付账款周转天数均有所下降，2017年公司净营业周期为30.42天，较2016年下降6.99天，公司经营业务资金回笼能力进一步提高。尽管公司流动资产、固定资产以及总资产规模均有所增长，但受益于营业收入规模的大幅增长，公司流动资产周转天数、固定资产周转天数和总资产周转天数均有明显下降，公司资产运营效率有所改善。

表 10 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收票据周转天数	40.45	43.87
应收账款周转天数	34.66	47.02
存货周转天数	32.35	51.83
应付票据周转天数	15.48	17.98
应付账款周转天数	61.56	87.33
净营业周期	30.42	37.41
流动资产周转天数	153.80	209.83
固定资产周转天数	196.32	256.32
总资产周转天数	415.43	624.28

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入大幅增长，盈利水平较好

公司营业收入主要来源于洗精煤、冶金焦及其他煤化工产品的销售收入以及贸易业务收入。2017年公司实现营业收入185.62亿元，同比大幅增长58.26%，主要系煤炭、焦化产品售价上涨以及己二酸项目投产实现销售收入所致。2017年公司综合毛利率为11.01%，较上年下降4.01个百分点，主要系产品原材料及生产成本上升所致。公司投资净收益来源于权益法核算的对开滦集团财务有限责任公司和山西介休义棠倡源煤业有限公司长期股权投资收益，2017年共实现7,957.70万元。公司管理费用因将设备设施修理费用转入成本核算及相关税金转入税金及附加科目核算而下降，期间费用率进一步下降，由2016年的8.93%降至2017年的5.83%，同比下降3.10个百分点。得益于营业收入的大幅增长，2017年公司实现营业利润83,924.26万元，同比增长36.15%，营业利润率为4.52%，同比下降0.74个百分点。由于发生了1,716.61万元的固定资产处置损失且所得税费用规模较大，2017年公司共实现净利润5.74亿元，同比略有增加。2017年，公司净资产收益率为5.79%，同比下降

0.90个百分点；总资产回报率同比略有提高，公司总体盈利水平较好且较为稳定。

2018年以来，公司煤、焦及化产品产销延续良好局面，2018年1-3月公司实现营业收入48.54亿元，同比增长3.27%，利润总额3.75亿元，同比增长93.19%。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	485,368.33	1,856,157.78	1,172,877.01
资产减值损失	1,023.29	1,285.63	5,215.91
投资净收益	942.32	7,957.70	4,651.82
营业利润	37,666.01	83,924.26	61,641.66
利润总额	37,501.39	81,450.37	62,302.04
净利润	29,686.73	57,447.77	56,431.03
综合毛利率	14.33%	11.01%	15.02%
期间费用率	5.29%	5.83%	8.93%
营业利润率	7.76%	4.52%	5.26%
总资产回报率	-	5.46%	4.75%
净资产收益率	-	5.79%	6.69%
营业收入增长率	-	58.26%	12.56%
净利润增长率	-	1.80%	206.03%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

现金流

公司现金生成能力进一步增强，经营活动现金流表现较好，但未来资金压力仍较大

2017年公司营业收入规模大幅增长，但由于原材料价格和生产成本的上涨，以及所得税费用的增加，公司净利润水平变动不大，2017年公司FFO为15.77亿元，经营现金生成能力进一步增强。

受煤焦化行业景气度回升影响，公司主要产品产销情况转好，存货减少，但随着业务规模的增长，应收账款和应收票据等经营性应收项目增加，应付票据及应付账款等经营性应付项目亦有所增加，总体来看，营运资本增加明显，2017年公司经营活动产生的现金净流入17.85亿元，较上年同期大幅增加，经营活动现金流表现较好。

2017年公司投资活动现金仍表现为净流出状态，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，该部分现金流出主要用于投资公司的煤化工业务。截至2017年末，公司主要在建工程（不包括墨玉河项目）总投资为12.15亿元，已投资10.79亿元，尚需投资1.36亿元，未来公司尚需投资压力较小。

从公司筹资活动来看，公司筹资渠道较多，主要包括银行借款和发行债券等债务性筹

资以及股权筹资。公司作为地方大型集团，对地方经济的影响和贡献较大，与各家银行都有较好的合作关系，银企关系良好，融资能力强。截至2017年末，公司获得银行授信合计88.91亿元，剩余可使用额度53.36亿元。2017年，公司筹资活动现金流入主要系非公开发行股票以及取得借款、融资租赁款收到的现金，筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金、分配股利和偿付利息支付的现金。截至2017年末，公司负债总额为114.10亿元，其中有息债务76.56亿元，有息债务规模较大，且偿还期限主要集中在2018-2019年，未来仍存在较大的偿债压力。

总体来看，公司现金生成能力进一步增强，经营活动现金流表现较好，但未来资金压力仍较大。

表 12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
收现比	0.91	0.75	0.80
净利润	29,686.73	57,447.77	56,431.03
FFO（经营所得现金）	-	157,723.17	142,604.94
营运资本变化	-	20,782.25	-53,495.66
其中：存货减少（减：增加）	-	67,040.09	-77,747.85
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-170,237.17	-34,018.62
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	123,979.33	58,270.81
经营活动产生的现金流量净额	91,950.56	178,505.41	89,109.28
投资活动产生的现金流量净额	-54,684.51	-38,241.20	-10,036.99
筹资活动产生的现金流量净额	-65,771.17	20,081.13	-222,623.26
现金及现金等价物净增加额	-30,026.87	159,962.46	-141,063.58

资料来源：公司2016-2017年审计报告及未经审计的2018年1-3月财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

得益于非公开发行股票成功，公司负债水平有所下降，主要偿债能力指标有所提升，但有息债务规模仍较大，且存在一定的集中偿付压力

随着2017年非公开发行股票，公司所有者权益规模大幅增长，截至2017年末，公司所有者权益共计110.91亿元，同比大幅增长26.66%；而负债总额为114.10亿元，同比减少1.49%。随着负债的减少和所有者权益的增加，公司产权比率下降明显，2017年末为102.88%，较2016年末下降29.39个百分点，所有者权益对负债的保障程度进一步提升。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	1,168,793.70	1,141,011.54	1,158,211.08

所有者权益	1,138,317.05	1,109,063.45	875,649.12
产权比率	102.68%	102.88%	132.27%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、应交税费和一年内到期的非流动负债。2017年末，公司短期借款共计20.48亿元，其中保证借款13.31亿元，信用借款5.98亿元，委托借款0.86亿元，质押借款0.33亿元。公司应付票据主要为商业承兑汇票及银行承兑汇票，截至2017年末，公司应付票据规模为8.36亿元，同比大幅增长43.03%，主要系货款采用票据结算规模增加所致。公司应付账款全部为应付货款及工程款，2017年末余额为30.29亿元，占总负债的比重达26.54%。公司预收款项全部为预收的货款。公司一年内到期的非流动负债为1年内到期的长期借款和长期应付款，2017年末余额为6.15亿元，其中1年内到期的长期借款3.45亿元，1年内到期的长期应付款2.70亿元。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至2017年末，公司长期借款共计9.48亿元，其中保证借款9.29亿元，信用借款0.19亿元。公司应付债券全部为本期债券。公司长期应付款主要为应付中航国际租赁有限公司、中国外贸金融租赁有限公司等公司的融资租赁款，2017年末规模为3.82亿元。

表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）

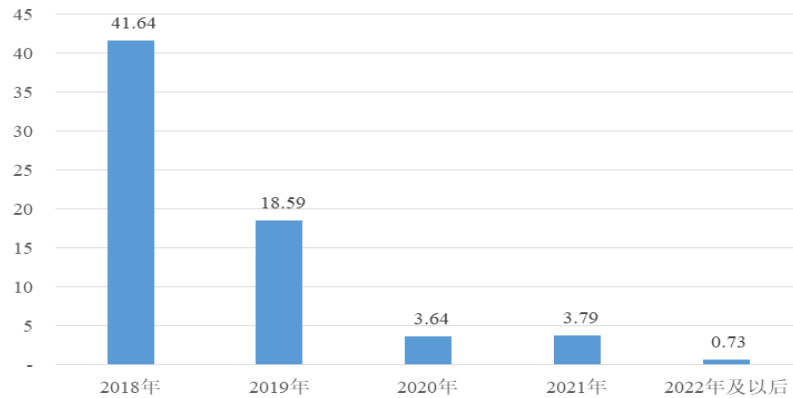
项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	166,192.92	14.22%	204,806.60	17.95%	175,472.15	15.15%
应付票据	90,641.35	7.76%	83,604.18	7.33%	58,450.94	5.05%
应付账款	372,627.52	31.88%	302,863.17	26.54%	262,033.40	22.62%
预收款项	26,233.45	2.24%	28,434.47	2.49%	22,526.90	1.94%
应交税费	27,780.98	2.38%	21,297.46	1.87%	10,426.15	0.90%
一年内到期的非流动负债	56,749.46	4.86%	61,544.51	5.39%	149,954.79	12.95%
流动负债合计	755,804.30	64.67%	710,437.07	62.26%	702,766.26	60.68%
长期借款	77,505.23	6.63%	94,837.67	8.31%	129,327.82	11.17%
应付债券	282,754.12	24.19%	282,657.37	24.77%	299,079.85	25.82%
长期应付款	36,607.57	3.13%	38,159.45	3.34%	17,663.62	1.53%
非流动负债合计	412,989.40	35.33%	430,574.46	37.74%	455,444.83	39.32%
负债合计	1,168,793.70	100.00%	1,141,011.54	100.00%	1,158,211.08	100.00%
其中：有息债务	710,450.65	60.78%	765,609.78	67.10%	829,949.17	71.66%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

截至2017年末，公司有息债务合计76.56亿元，同比减少7.75%，但规模仍较大，此外，从有息债务偿还期限分布来看，公司有息债务到期偿付期限集中在2018-2019年，存在一

定的集中偿付压力。

图 13 截至 2017 年末公司有息债务本金偿付安排（单位：亿元）²



资料来源：公司提供

偿债能力方面，受公司非公开发行股票筹资18.92亿元影响，公司资产负债率由2016年末的56.95%降至2017年末的50.71%，同比下降6.24个百分点。得益于流动资产规模增加，2017年末公司流动比率和速动比率较上年均有明显提升，且公司账面货币资金充裕，短期内偿债风险有所缓释。随着公司利润总额的增加，2017年公司EBITDA保持增长，EBITDA利息保障倍数有所提高。

表 15 公司偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	50.66%	50.71%	56.95%
流动比率	1.24	1.28	0.97
速动比率	1.08	1.12	0.71
EBITDA（万元）	-	182,464.42	149,110.50
EBITDA 利息保障倍数	-	4.46	2.88
有息债务/EBITDA	-	4.20	5.57
债务总额/EBITDA	-	6.25	7.77
经营性净现金流/流动负债	0.12	0.25	0.13
经营性净现金流/负债总额	0.08	0.16	0.08

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

开滦集团为本期债券提供的保证担保仍有一定保障

开滦集团为本期债券提供保证担保，2017年开滦集团控股股东、控股股东持股比例以

²图中所示有息债务数据不包括应付票据余额、未确认融资费用以及应付债券利息调整部分，故与前文计算有息债务规模存在差异。

及实际控制人均未发生变化，2018年4月，开滦集团完成工商变更，截至2018年4月末，开滦集团实收资本和注册资本均为136.93亿元，河北省国资委持有开滦集团100.00%股权。

开滦集团是河北省内特大型国有企业，其主要经营范围包括煤炭开采、原煤洗选加工、炼焦及其产品的生产销售、煤化工产品的制造及销售、各类型矿山工程、地面建筑安装工程及矿区配套工程施工等。2017年，开滦集团实现营业收入861.14亿元，同比大幅增长49.29%，综合毛利率为6.38%，同比下降2.44个百分点。

表 16 开滦集团营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭	1,165,988.91	35.45%	770,211.76	37.95%
焦化产品	1,621,451.81	5.60%	758,272.29	12.87%
物流贸易	5,382,160.82	1.06%	3,589,583.79	1.92%
其他产品	382,576.83	2.22%	590,548.94	9.99%
主营业务	8,552,178.38	6.66%	5,708,616.79	9.07%
其他业务	59,265.54	-33.34%	59,571.07	-14.93%
合计	8,611,443.92	6.38%	5,768,187.86	8.82%

资料来源：开滦集团 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，开滦集团资产总额为794.71亿元，归属于母公司的所有者权益合计121.02亿元，资产负债率为70.75%；2016年度，开滦集团实现营业收入576.82亿元，净利润0.35亿元，经营活动现金净流入18.92亿元；2017年度，开滦集团实现营业收入861.14亿元，净利润0.35亿元，经营活动现金净流入34.87亿元。

表 17 开滦集团主要财务指标

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	7,947,085.53	8,084,012.76	7,615,714.07
归属于母公司所有者权益合计（万元）	1,210,237.80	1,489,122.08	1,227,705.39
有息债务（万元）	-	4,311,080.60	4,402,586.26
资产负债率	70.75%	70.50%	72.62%
流动比率	0.88	0.90	0.72
速动比率	0.74	0.73	0.60
营业收入（万元）	8,611,443.92	5,768,187.86	6,603,739.89
营业利润（万元）	41,656.32	-2,532.56	-309,825.97
净利润（万元）	3,468.64	3,463.01	-268,725.01
综合毛利率	6.38%	8.82%	3.07%
EBITDA（万元）	-	301,858.99	313,816.03
EBITDA 利息保障倍数	-	1.70	1.69

经营活动现金流净额（万元）	348,657.05	189,161.91	40,407.57
---------------	------------	------------	-----------

注：标“-”数据代表暂未取得

资料来源：开滦集团 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

整体来看，开滦集团盈利稳步提升，2017年鹏元评定其主体长期信用等级为AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍有一定保障。

七、评级结论

2017年，公司实现营业收入185.62亿元，同比大幅增长58.26%，共实现净利润5.74亿元，盈利水平较好，净营业周期同比下降6.99天，经营业务资金回笼能力进一步提高，经营活动产生的现金净流入17.85亿元，经营活动现金流表现较好；同时，得益于非公开发行股票募集资金净额18.92亿元，公司负债水平有所下降；此外，开滦集团为本期债券提供的保证担保仍有一定保障。

同时我们也关注到，2017年公司冶金焦和其他煤化工产品毛利率分别仅为7.54%和0.37%，同比分别下降4.04和2.87个百分点，盈利能力不理想且有所下滑，随着环保限产政策日趋严格，未来煤化工业务或受影响；2017年末，公司有息债务合计76.56亿元，规模仍较大，且存在一定的集中偿付压力；同时，公司作为能源化工企业，长期面临一定的安全生产风险和环保监管风险。

基于以上情况，鹏元维持12开滦01和12开滦02信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	278,367.87	307,466.82	154,162.54	292,453.06
应收票据	208,802.19	257,867.46	159,220.11	126,619.98
应收账款	293,913.72	199,621.55	157,835.67	148,522.18
预付款项	21,822.96	14,421.30	9,093.15	6,955.90
其他应收款	554.82	540.93	824.32	1,294.09
存货	126,221.16	114,955.72	181,914.13	105,051.62
其他流动资产	9,787.71	12,748.02	15,308.33	8,000.00
流动资产合计	939,470.43	907,621.80	678,358.25	688,896.83
长期股权投资	105,599.63	64,590.06	58,904.77	56,665.37
投资性房地产	1,597.38	1,607.08	1,645.89	1,686.09
固定资产	1,024,516.29	1,039,466.17	984,992.25	685,182.34
在建工程	121,032.83	121,812.98	198,068.52	514,091.44
无形资产	82,059.15	82,666.52	78,278.28	78,073.10
商誉	1,035.95	1,035.95	1,035.95	1,035.95
递延所得税资产	6,655.48	6,142.14	6,916.31	7,732.64
其他非流动资产	25,143.59	25,132.28	25,659.97	600.00
非流动资产合计	1,367,640.32	1,342,453.18	1,355,501.95	1,345,066.93
资产总计	2,307,110.75	2,250,074.98	2,033,860.20	2,033,963.76
短期借款	166,192.92	204,806.60	175,472.15	166,668.92
应付票据	90,641.35	83,604.18	58,450.94	41,128.16
应付账款	372,627.52	302,863.17	262,033.40	221,525.93
预收款项	26,233.45	28,434.47	22,526.90	10,092.70
应付职工薪酬	2,183.03	1,873.84	2,597.23	1,715.58
应交税费	27,780.98	21,297.46	10,426.15	-33,401.16
应付利息	8,792.38	3,531.57	7,861.09	11,082.80
其他应付款	4,603.22	2,481.27	3,443.60	1,790.31
一年内到期的非流动负债	56,749.46	61,544.51	149,954.79	213,970.10
其他流动负债	-	-	10,000.00	-
流动负债合计	755,804.30	710,437.07	702,766.26	634,573.34
长期借款	77,505.23	94,837.67	129,327.82	206,097.09
应付债券	282,754.12	282,657.37	299,079.85	368,165.95
长期应付款	36,607.57	38,159.45	17,663.62	6,814.80
递延所得税负债	6,670.21	6,670.21	1,235.80	1,291.31
递延收益-非流动负债	9,452.26	8,249.77	8,137.74	4,519.26

非流动负债合计	412,989.40	430,574.46	455,444.83	586,888.42
负债合计	1,168,793.70	1,141,011.54	1,158,211.08	1,221,461.76
实收资本(或股本)	158,779.99	158,779.99	123,464.00	123,464.00
资本公积金	256,677.61	256,677.61	102,663.61	102,663.61
其它综合收益	-12,522.20	-10,214.41	-10,660.60	-14,041.14
专项储备	34,221.69	30,350.36	28,322.24	27,987.56
盈余公积金	100,442.60	100,442.60	93,543.36	89,737.70
未分配利润	419,598.81	394,144.25	365,269.11	325,904.61
归属于母公司所有者权益合计	957,198.49	930,180.40	702,601.72	655,716.33
少数股东权益	181,118.55	178,883.05	173,047.40	156,785.66
所有者权益合计	1,138,317.05	1,109,063.45	875,649.12	812,502.00
负债和所有者权益总计	2,307,110.75	2,250,074.98	2,033,860.20	2,033,963.76

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
营业总收入	485,368.33	1,856,157.78	1,172,877.01	1,041,959.67
营业收入	485,368.33	1,856,157.78	1,172,877.01	1,041,959.67
营业总成本	448,860.96	1,780,899.57	1,115,887.17	1,093,694.50
营业成本	415,802.22	1,651,781.21	996,673.40	979,516.69
营业税金及附加	6,349.25	19,581.58	9,293.87	8,637.56
销售费用	5,767.36	25,492.50	20,542.35	17,059.87
管理费用	10,902.03	47,265.10	51,218.48	58,428.65
财务费用	9,016.82	35,493.55	32,943.16	37,816.46
资产减值损失	1,023.29	1,285.63	5,215.91	-7,764.73
投资净收益	942.32	7,957.70	4,651.82	3,619.86
资产处置收益	14.46	-	-	-
其他收益	201.86	708.34	-	-
营业利润	37,666.01	83,924.26	61,641.66	-48,114.96
加：营业外收入	14.94	127.74	1,327.46	946.35
减：营业外支出	179.55	2,601.63	667.08	797.82
其中：非流动资产处置净损失	-	-	71.01	94.98
利润总额	37,501.39	81,450.37	62,302.04	-47,966.44
减：所得税	7,814.66	24,002.60	5,871.01	5,255.32
净利润	29,686.73	57,447.77	56,431.03	-53,221.76
减：少数股东损益	4,232.17	5,795.39	13,260.86	-11,530.77
归属于母公司所有者的净利润	25,454.56	51,652.38	43,170.17	-41,690.99

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	441,338.18	1,397,714.94	940,609.66	948,419.45
收到的税费返还	1,239.99	2,418.99	18.73	18.43
收到其他与经营活动有关的现金	1,707.60	2,262.85	6,139.45	2,340.70
经营活动现金流入小计	444,285.76	1,402,396.78	946,767.84	950,778.58
购买商品、接受劳务支付的现金	274,579.58	940,506.28	641,091.81	607,133.90
支付给职工以及为职工支付的现金	41,504.00	162,144.45	141,117.99	156,926.71
支付的各项税费	32,713.75	98,573.08	59,070.32	58,431.76
支付其他与经营活动有关的现金	3,537.87	22,667.56	16,378.44	10,238.54
经营活动现金流出小计	352,335.20	1,223,891.37	857,658.56	832,730.91
经营活动产生的现金流量净额	91,950.56	178,505.41	89,109.28	118,047.67
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	8,000.00	8,012.41	8,000.00
取得投资收益收到的现金	-	2,400.00	2,400.00	2,400.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	9.24	1.08	57.65
投资活动现金流入小计	-	10,409.24	10,413.49	10,457.65
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	14,684.51	40,650.43	12,450.48	63,690.17
投资支付的现金	-	8,000.00	8,000.00	8,000.00
支付其他与投资活动有关的现金	40,000.00	-	-	347.74
投资活动现金流出小计	54,684.51	48,650.43	20,450.48	72,037.91
投资活动产生的现金流量净额	-54,684.51	-38,241.20	-10,036.99	-61,580.26
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	189,240.00	-	-
取得借款收到的现金	33,487.69	271,962.45	220,882.00	260,547.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	58,000.00	49,614.93	10,000.00
筹资活动现金流入小计	33,487.69	519,202.45	270,496.93	270,547.00
偿还债务支付的现金	88,967.68	406,023.09	425,787.27	241,792.70
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	2,608.69	52,358.37	48,006.69	54,448.59
支付其他与筹资活动有关的现金	7,682.48	40,739.87	19,326.23	2,239.99
筹资活动现金流出小计	99,258.85	499,121.32	493,120.20	298,481.29
筹资活动产生的现金流量净额	-65,771.17	20,081.13	-222,623.26	-27,934.29
汇率变动对现金的影响	-1,521.76	-382.89	2,487.39	-2,379.57

现金及现金等价物净增加额	-30,026.87	159,962.46	-141,063.58	26,153.55
期初现金及现金等价物余额	307,466.82	147,504.36	288,567.95	262,414.40
期末现金及现金等价物余额	277,439.95	307,466.82	147,504.36	288,567.95

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	57,447.77	56,431.03	-53,221.76
加：资产减值准备	-44.66	4,770.96	-9,044.71
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	63,477.30	51,087.07	76,129.26
无形资产摊销	1,964.40	1,445.35	2,415.22
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-	-	-72.21
固定资产报废损失	1,666.73	1.73	-
财务费用	34,960.75	32,759.80	37,719.28
投资损失	-7,957.70	-4,651.82	-3,619.86
递延所得税资产减少	774.17	816.33	5,253.64
递延所得税负债增加	5,434.41	-55.51	-55.98
存货的减少	67,040.09	-77,747.85	5,201.73
经营性应收项目的减少	-170,237.17	-34,018.62	100,899.30
经营性应付项目的增加	123,979.33	58,270.81	-43,556.23
经营活动产生的现金流量净额	178,505.41	89,109.28	118,047.67

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
有息债务(万元)	710,450.65	765,609.78	829,949.17	1,002,845.02
资产负债率	50.66%	50.71%	56.95%	60.05%
流动比率	1.24	1.28	0.97	1.09
速动比率	1.08	1.12	0.71	0.92
综合毛利率	14.33%	11.01%	15.02%	5.99%
EBITDA(万元)	-	182,464.42	149,110.50	72,215.12
EBITDA利息保障倍数	-	4.46	2.88	1.22
应收票据周转天数(天)	-	40.45	43.87	52.03
应收账款周转天数(天)	-	34.66	47.02	57.24
存货周转天数(天)	-	32.35	51.83	39.66
应付票据周转天数(天)	-	15.48	17.98	16.54
应付账款周转天数(天)	-	61.56	87.33	87.72
净营业周期(天)	-	30.42	37.41	44.67
流动资产周转天数(天)	-	153.80	209.83	249.18
固定资产周转天数(天)	-	196.32	256.32	255.27
总资产周转天数(天)	-	415.43	624.28	728.31
期间费用率	5.29%	5.83%	8.93%	10.87%
FFO(万元)	-	157,723.17	142,604.94	55,502.88
营运资本变化(万元)	-	20,782.25	-53,495.66	62,544.80
产权比率	102.68%	102.88%	132.27%	150.33%

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 截至2017年12月31日纳入合并范围的子公司

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
唐山中润煤化工有限公司	155,924.75 万元	94.08%	焦炭、硫铵、焦炉煤气、焦油、粗苯、硫磺、甲醇、杂醇、液氧、苯、甲苯、二甲苯、重苯、氢气、液化氮的生产销售
唐山开滦炭素化工有限公司	12,904.47 万元	81.00%	生产、加工和销售煤焦油衍生产品（包括轻油、溶剂油【酚油】、工业萘、洗油、蒽油、炭黑油、煤沥青、重油、中性酚钠）
山西中通投资有限公司	11,000.00 万元	100.00%	煤炭能源化工开发利用；对外项目建设投资；钢材、建材、五金机电、电线电缆、电气设备、仪器仪表、化工产品（除危险化学品外）、普通机械及配件、土产杂品的批发、零售；代储、代销、房屋租赁
加拿大中和投资有限责任公司	8,000.00 万美元	100.00%	煤炭资源开发及投资业务
加拿大开滦德华矿业有限公司	12,683.67 万美元	51.00%	煤田地质勘探
加拿大布尔默斯矿业有限公司	1,000.00 万美元	51.00%	煤田地质勘探
唐山中浩化工有限公司	169,404.25 万元	100.00%	聚甲醛、己二酸等化工产品生产销售
唐山中泓炭素化工有限公司	30,000.00 万元	50.00%	生产、加工和销售煤焦油衍生产品及其它相关产品（筹建）；技术引进、生产所需设备原材料进口
承德中滦煤化工有限公司	77,800.00 万元	51.00%	焦炭、焦炉煤气、焦油、粗苯、硫磺的加工、销售
唐山中阳新能源有限公司	5,000.00 万元	80.00%	甲醇汽油、变性甲醇的生产销售
迁安中化煤化工有限责任公司	99,240.00 万元	49.82%	炼焦；焦炉煤气、焦油、粗苯、硫磺、硫酸铵、硫氰酸铵、初级煤化工产品制造；余热利用；炼焦技术咨询与服务
唐山开滦化工科技有限公司	1,000.00 万元	100.00%	化工技术开发、转让、咨询；化工产品、化学试剂批发、零售

资料来源：公司 2017 年审计报告

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收票据周转天数+应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数-应付票据周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款
FFO	净利润+少数股东权益+资产减值准备+固定资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用+处置固定资产损失+固定资产报废损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加
营运资本变化	存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。