

信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪0729号

铁法煤业（集团）有限责任公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2015年以来的经营状况及相关行业进行综合分析与评估的基础上，我公司对贵公司“12铁煤MTN1”和“13铁煤MTN1”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA+的主体信用等级，评级展望为稳定，维持中期票据AA+的债项信用等级。

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
信用评级委员会

二零一五年七月二十九日

铁法煤业（集团）有限责任公司 2015 年度跟踪评级报告

发行主体	铁法煤业（集团）有限责任公司		
本次主体信用等级	AA ⁺	评级展望	稳定
上次主体信用等级	AA ⁺	评级展望	稳定

存续中期票据列表

债券简称	发行额 (亿元)	期限 (年)	上次债项 信用等级	本次债项 信用等级
12 铁煤 MTN1	10	5	AA ⁺	AA ⁺
13 铁煤 MTN1	10	5	AA ⁺	AA ⁺

概况数据

铁法煤业	2012	2013	2014	2015.3
总资产（亿元）	336.00	340.15	337.53	340.43
所有者权益（亿元）	152.67	151.37	141.35	141.68
总负债（亿元）	183.32	188.78	196.18	198.75
总债务（亿元）	92.55	96.39	97.88	103.09
营业总收入（亿元）	197.73	169.62	122.12	20.66
EBIT（亿元）	8.17	10.18	4.75	--
EBITDA（亿元）	14.41	16.73	12.29	--
经营活动净现金流（亿元）	-0.36	0.69	8.40	-2.03
营业毛利率(%)	18.06	23.05	19.80	23.72
EBITDA/营业总收入(%)	7.29	9.86	10.06	--
总资产收益率(%)	2.93	3.01	1.40	--
资产负债率(%)	54.56	55.50	58.12	58.38
总资本化比率(%)	37.74	38.90	40.92	42.12
总债务/EBITDA(X)	6.42	5.76	7.97	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.71	4.19	2.60	--

注：所有财务报表均按新会计准则编制，所有者权益含少数股东权益；2015 年一季报未经审计；未取得 2015 年一季度利息支出数据；中诚信国际在分析时将 2012~2015 年一季报的融资租赁款从长期应付款调整至长期借款；公司对 2013 年资产负债表进行了部分调整，中诚信国际在分析时用 2013 年期初数代替 2012 年期末数。

分析师

项目负责人：刘翌展 ychliu@ccxi.com.cn
项目组成员：王鹏 pwang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

2015 年 7 月 29 日

基本观点

中诚信国际维持铁法煤业（集团）有限责任公司（以下简称“铁法煤业”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“12 铁煤 MTN1”和“13 铁煤 MTN1”的债项信用等级为 AA⁺。

中诚信国际肯定了公司丰富的煤炭资源储备、良好的区位优势 and 现金流等方面的优势。同时，中诚信国际关注到 2014 年以来煤炭价格持续下跌导致公司盈利能力下滑以及公司历史负担较重等因素对公司经营及整体信用状况的影响。

优势

- **煤炭资源储备丰富。**截至 2015 年 3 月底公司控制的煤炭可采储量达到 25.05 亿吨，丰富的煤炭资源为公司的后续发展奠定了良好的基础。
- **辽宁省煤炭需求旺盛，交通便利，为公司煤炭业务发展提供支撑。**辽宁省是我国传统工业基地，能源需求旺盛，每年约有 1 亿吨的煤炭供应缺口；同时辽宁省铁路、公路运输条件较为便利，旺盛的煤炭需求和便利的交通条件为公司煤炭业务发展提供了良好的支撑。
- **2014 年经营活动净现金流大幅增长，现金流偿债指标有所增强。**2014 年以来，公司实现经营活动净现金流 8.40 亿元，经营净现金流/总债务和经营净现金流/利息支出分别为 0.09 倍和 1.78 倍，同比均有所增强。

关注

- **煤价持续下跌使得公司盈利能力明显下滑。**2014 年以来，煤炭行业维持低迷态势，煤炭价格持续下跌，对公司利润产生较大影响。2014 年，公司净利润亏损 0.25 亿元，公司面临一定经营压力。
- **历史负担较重，较高的期间费用占比削弱了公司的盈利能力。**作为传统大型国有企业，公司历史负担较重，近年来管理费用虽有下降，但仍维持在较高水平，2014 年为 16.52 亿元，占营业总收入的 13.53%，在一定程度上削弱了公司的利润水平。
- **货币资金降幅较大，存货金额一直较高，应收账款亦有所增加，公司面临一定流动性压力。**2015 年 3 月末公司货币资金降至 3.63 亿元；同期应收账款较年初增加 37.49% 至 14.62 亿元；此外，公司存货金额一直较高，2015 年 3 月末为 44.97 亿元，公司面临一定流动性压力。
- **2014 年公司现金分红金额较大。**2014 年，公司分配现金股利 9.85 亿元，使得期末所有者权益下降至 141.35 亿元，中诚信国际将持续关注现金分红给公司信用状况带来的影响。

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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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。

跟踪评级原因

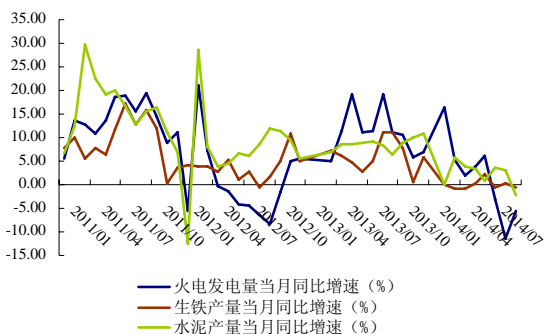
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在中期票据的存续期内每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

近期关注

煤炭主要下游行业受经济周期和环保政策影响，增速持续放缓；总体看煤炭市场供大于求的形势短期内难以改变，煤炭市场价格或维持低迷态势

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金和建材行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 80% 左右。从 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，煤炭价格下跌，煤炭行业景气度持续下滑。

图 1：2011 年以来主要耗煤行业当月产品产量增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

电力行业耗煤在煤炭总产量中的比重接近 50%，对煤炭行业的发展影响最大。进入 2014 年以来，受到经济发展趋缓以及气温偏低影响，全国发电量增速同比进一步放缓，2014 年，全国发电量为 5.55 万亿千瓦时，同比增长 3.6%，增速同比降低 3.9 个百分点；而 2014 年三季度来水较好，水电发电量出现高速增长，使得全年火电发电量仅为 4.17 万亿千瓦时，同比下降 0.7%，增幅同比大幅回落 7.7 个百分点。电厂库存方面，受火电发电量低迷以及冬季储煤影响，截至 2014 年底，全国重点电厂的电煤库存为 9,455 万吨，可用天数为 24 天。

钢铁行业耗煤量占煤炭总产量的 17% 左右。2014 年我国固定资产投资增速小幅下滑，特别是房地产行业进入下行调整期，2014 年房地产开发投资

同比增长 10.5%，增速同比下降 9.3 个百分点，受此影响，2014 年国内粗钢产量为 8.23 亿吨，同比增长仅 0.9%，增幅同比大幅下滑。中诚信国际认为，短期看钢铁市场仍将维持弱势运行，进而传导至煤炭行业，对焦煤价格形成一定下行压力；长期来看，房地产行业景气度下行压力增大，钢铁行业需求承压，此外，随着国家对环保政策要求的日益趋严，环保手段或将成为逐步淘汰过剩落后钢铁产能的有效手段，未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求增速也将有所放缓。

水泥行业耗煤量占煤炭总产量的比重一直稳步上升，目前约为 13% 左右。2014 年以来，在固定资产投资、房地产投资增速双双下滑的背景下，水泥市场需求整体偏弱，2014 年全国累计实现水泥产量 24.76 亿吨，同比增长 1.8%，水泥产量增速为 1.80%，为 24 年来最低。

煤炭环保政策方面，2013 年 9 月至今，政府陆续发布若干限制燃煤使用量的政策，并显示出较强的治理空气质量的决心。中诚信国际认为，煤炭主要下游行业均为产能过剩、高能耗、高污染的行业，在政府治理空气质量的政策影响下，其产能将进一步受到限制，煤炭消费量将承压；此外，缺乏就地转化能力的劣质煤生产企业将面临较大的政策风险。

表 1：煤炭行业主要环保政策

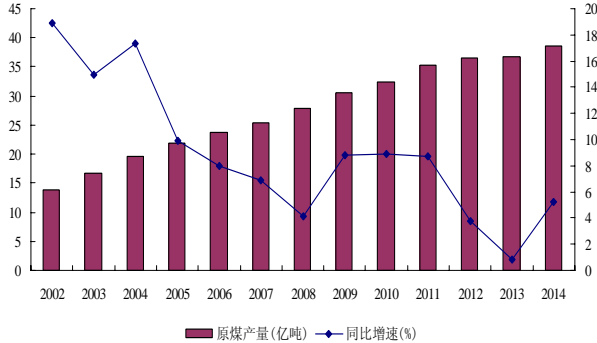
时间	政策名称	内容
2013.9	《大气污染防治行动计划》	到 2017 年，煤炭占能源消费总量比重降低到 65% 以下，其中京津冀、长三角、珠三角等区域力争实现煤炭消费总量负增长，通过逐步提高接受外输电比例、增加天然气供应、加大非化石能源利用强度等措施替代燃煤
2013.9	《京津冀及周边地区落实大气污染防治行动计划实施细则》	到 2017 年底，北京市、天津市、河北省和山东省计划削减煤炭消费总量 8,300 万吨
2014.3	李克强总理在第十二届全国人大二次会议上的政府工作报告	政府要“出重拳强化污染防治”和“推动能源生产和消费方式变革”
2014.9	《商品煤质量管理暂行办法》	对商品煤相关质量指标进行了明确规定，对于在中国境内远距离运输（运距超过 600 公里）的商品煤，其发热量、灰分、硫分还要满足更严格的指标要求，其中褐煤发热量需要大于等于 16.5MJ/kg（约为 3,942 大卡/千克）。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

供给方面，根据国家统计局统计数据，2014 年

全国原煤产量为 38.7 亿吨，同比增加 5.2%。2015 年一季度，全国原煤产量为 8.47 亿吨，同比减少 6.36%。

图 2：2002 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，进口煤炭也是供给的重要补充。2014 年全国煤炭进口量为 2.91 亿吨，同比下降 10.9%。在煤炭需求增速放缓以及国家限制进口煤的政策，2014 年遏制了煤炭进口量的增长势头。2015 年一季度，全国煤炭进口量为 0.49 亿吨，同比减少 41.60%。

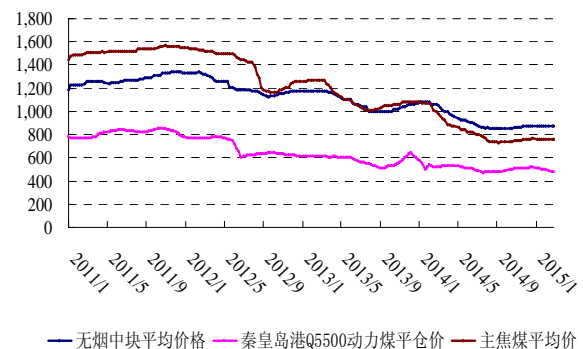
从煤炭价格走势来看，动力煤方面，2013 年以来，动力煤价格总体维持下滑态势，尽管受到火电发电增速回升和年底电煤合同中煤炭大型集团提价等因素的影响，四季度动力煤价格经历了一轮回升行情，但由于缺乏下游需求有利支撑，截至 2014 年底，秦皇岛 5,500 大卡平仓价为 520 元/吨。2015 年以来动力煤价格继续下探，截至 2015 年 5 月 18 日，秦皇岛 5,500 大卡平仓价为 400 元/吨，较年初下降 23.08%。

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。2014 年以来，下游企业经过前期的集中补库，采购进程有所放缓，加之钢材市场弱势运行，焦煤价格再次进入加速下行通道，截至 2014 年 12 月底，主焦煤、肥煤和 1/3 焦煤的全国平均价格分别为 765 元/吨、761 元/吨和 754 元/吨。截至 2015 年 5 月 15 日，主焦煤、肥煤和 1/3 焦煤的全国平均价格分别进一步下探至 686 元/吨、672 元/吨和 701 元/吨，下降幅度为 10% 左右。

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，但 2013 年以来，在化肥市场整体产能过剩、供大于求以及出口不畅影响下，国内化肥价格持续大幅下滑，带动无烟煤价格持续下行。特别是进入 2014 年以来，受无烟煤价格下滑速度加快，2014 年底无烟中块全国平均价为 875 元/吨，相比 2011 年 10 月下旬最高价格降低 515 元/吨，降幅为 37.05%。截至 2015 年 5 月 15 日，无烟中块全国平均价为 855 元/吨，较其它煤种降幅较小。

图 3：2011 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

总体来看，进入 2014 年以来，在固定资产投资，特别是房地产投资增速下滑的影响下，主要耗煤行业景气度进一步下降，煤炭行业的需求持续疲弱；此外，目前政府治理大气污染决心较大，政府或以治理雾霾加快倒逼能源结构变革，限制钢铁、水泥等下游行业产能和耗煤量，煤炭特别是劣质煤消费量势将进一步承压。在国内煤炭行业供大于求形势持续下，全国煤炭库存高企，煤价整体处于持续下行通道。

2014 年以来政府陆续发布限制煤炭供给量的相关政策，其中行业限产政策的落实有助于控制煤炭产能的增长，煤炭进口关税的恢复征收将一定程度上抑制煤炭的进口，缓解进口煤对国内市场的冲击

为了缓解煤炭产能过剩，2014 年 8 月，国家发改委发布《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》（发改电[2014]226 号，以下简称‘通知’），对于存量产能，通知要求各省级煤炭行业管理部门对所有合法生产煤矿的生产能力进行建档登记，煤矿年度原煤产量不得超过登记公布的生产

能力，并组织本辖区煤矿签订《煤矿按照登记公布生产能力组织生产的承诺书》，各地已登记煤矿生产能力情况和煤矿签订的承诺书要于 2014 年 8 月 31 日前报国家发展改革委、国家能源局、国家煤矿安监局；对于在建矿井，通知要求所有未经核准但已建成并组织生产的煤矿，一律停产；所有未取得采矿许可证和安全生产许可证的煤矿，不得投入生产。据中国煤炭工业协会统计，截至 2014 年 9 月末，全国煤炭产业已达成下半年减产 10% 的共识，各地的减产潮将逐步拉开。

进口煤的政策方面，2014 年 8 月和 10 月中国海关总署分别宣布取消褐煤和其他煤种的零关税，恢复最惠国关税，其中褐煤、无烟煤和炼焦煤的最惠国关税均为 3%，进口关税的提升有助于缩小国内和进口煤价的差异，从而一定程度上抑制煤炭进口。

总体看，2014 年以来政府从限制国内产量和提升进口煤关税两方面对供给侧进行抑制，有助于一定程度上缓解国内煤炭供给过剩的局面。

煤炭行业正式开启了“清费”与“立税”并举的税费制度改革，煤炭企业税费负担尚取决于各省清理涉煤收费的落实程度和具体的税率水平

2014 年 10 月 10 日，财政部、国家发改委联合发布《关于全面清理涉及煤炭原油天然气收费基金有关问题的通知》，规定自 2014 年 12 月 1 日起，在全国范围统一将煤炭、原油、天然气矿产资源补偿费率降为零，停止征收煤炭、原油、天然气价格调节基金，并对地方出台的涉及煤炭、原油、天然气的收费基金项目进行全面清理；10 月 11 日，财政部发布《关于实施煤炭资源税改革的通知》，规定自 2014 年 12 月 1 日起，全国范围内实施煤炭资源税从价计征改革，税率幅度为 2%~10%。以上政策的出台意味着煤炭行业正式开启了“清费”与“立税”并举的税费制度改革。

在此之前，我国资源税采取“从量计征”方式，根据 2011 年 9 月国务院常务会议对《中华人民共和国资源税暂行条例》的修改，焦煤资源税征收标准规定为每吨 8~20 元，其他煤炭为每吨 0.3~5 元。

而从量计征的方案缺乏税收弹性，并且在煤炭价格攀高的形势下对资源的过度开发失去调节作用；此外，煤炭行业普遍存在着费重税轻、税费结构不合理、重复征收等问题，煤炭资源税由“从量计征”改为“从价计征”，并且清理其他税费，有助于以上问题的解决。另一方面，从政策出台的时间窗口来看，目前煤炭市场价格处于历史低位，“从价计征”的实施将有利于使煤炭企业的税收负担控制在相对较低水平。

从本次“清费立税”对煤炭企业的税负的影响来看，煤炭资源税方面，从价计征的资源税将使得煤炭企业税收负担较以前有所增加；但另一方面，从其他涉煤收费来看，在部分煤炭生产大省，如山西、陕西和内蒙等省，煤炭企业承担的涉煤收费较为繁重，清理这些收费有望大幅降低煤炭企业的负担。中诚信国际认为，综合来讲，煤炭企业最终税费负担的变化取决于各地区制定的实际适用资源税费率水平以及清理涉煤收费的执行情况。在目前煤炭企业普遍面临经营困境、国家救市政策频出的情况下，通过清理涉煤收费使煤炭企业负担总体可控将成为此次“清费立税”改革的重点。中诚信国际将对各省清理涉煤收费的执行情况以及最终确定的资源税税率水平保持关注。

2014 年以来，煤炭行业维持低迷态势，公司煤炭销售价格持续下滑，产销量均有所减少

截至 2015 年 3 月底，铁法煤业控制的煤炭资源储量为 47.95 亿吨，可采储量为 25.05 亿吨。其中，辽宁省内的可采储量为 8.89 亿吨，内蒙古和山西获取的可采储量分别为 14.38 亿吨和 1.66 亿吨。

表 2：截至 2015 年 3 月底公司控制的资源储量情况

地区	矿井	可采储量 (万吨)	产能 (万吨/年)
辽宁	大明煤矿	1,343	180
	晓明煤矿	2,688	195
	大隆煤矿	8,018	295
	晓南煤矿	3,380	210
	小青煤矿	3,744	250
	大兴煤矿	35,576	390
	小康煤矿	5,455	260
	大平煤矿	13,831	405
	大强煤矿	14,914	150

内蒙古	唐公塔煤矿	9,960	600
	敬老院煤矿	1,014	150
	吉林郭勒二号露天矿 (在建)	132,822	1,800
	东林煤矿(在建)	1,220	30
山西	鑫岩煤矿	16,567	240
合计	--	250,532	5,155

注：大强煤矿和鑫岩煤矿已经建成，目前正在办理采矿权证

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2015 年 3 月底公司在产煤炭产能为 3,325 万吨/年，在建产能为 1,830 万吨/年，其中公司在辽宁省内拥有生产矿井 9 座，省外拥有生产矿井 3 座，在建矿井 2 座。煤炭产量方面，2014 年公司原煤产量为 2,211 万吨，同比下降 22.12%，其中本埠煤炭产量为 1,674 万吨，同比下降 8.62%；省外产量为 537 万吨，同比下降 46.67%。未来随着吉林格勒二号露天矿等省外项目建设的推进以及大强煤矿和鑫岩煤矿的投产，公司煤炭产量预计将会有所增长。

表 3：2012~2015.3 公司在产矿井生产情况

地区	煤矿	产量(万吨)			
		2012	2013	2014	2015.1~3
本埠	大明煤矿	117	115	74	15
	晓明煤矿	173	166	149	38
	大隆煤矿	261	236	215	56
	晓南煤矿	187	190	181	43
	小青煤矿	212	208	191	51
	大兴煤矿	304	313	283	70
	小康煤矿	180	209	187	50
	大平煤矿	366	395	394	78
	大强煤矿	--	--	--	--
	小计	1,800	1,832	1,674	401
省外	唐公塔煤矿	394	485	368	73
	敬老院煤矿	403	280	154	33
	鑫岩煤矿	--	242	15	--
	小计	797	1,007	537	106
合计	2,597	2,839	2,211	507	

注：大强煤矿和鑫岩煤矿已经建成，目前正在办理采矿权证

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司煤种主要为长焰煤，发热量平均为 4,300 千卡/千克，低硫、低磷，属优质环保动力煤。公司主要产品由筛选产品和洗选产品两大系列构成，具体包括洗中块、洗混小块、洗粒、洗末、粒煤、末煤等品种。2014 年公司生产商品煤 2,139 万吨，其中洗选产品 895 万吨，筛选产品 1,244 万吨；2015 年一季度公司生产商品煤 502 万吨，其中洗选产品

209 万吨，筛选产品 293 万吨。

公司辽宁省内在产矿井生产地质构造中等，煤层赋存较稳定，开采煤层受水、自燃发火、瓦斯等各类自然灾害威胁较小。随着开采深度的增加，公司部分矿井受水、瓦斯突出的威胁逐渐增大。公司一方面实施严格的安全生产管理，一方面大力推进采掘机械化建设。2014 年公司综合机械化程度和采掘机械化水平分别达 99.89% 和 100%，主要矿井采区回采率达到 85% 左右。近几年，公司安全生产局面持续稳定，2014 年安全投入 8.22 亿元，全年百万吨死亡率为 0.136，好于行业平均水平。

表 4：2012~2014 年公司煤炭生产指标情况

指标	2012	2013	2014
综合机械化程度(%)	99.95	99.92	99.89
采掘机械化程度(%)	99.70	100	100
回采率(%)	86.29	85.31	84.45
公司百万吨死亡率	0.077	0	0.136
全国平均百万吨死亡率	0.374	0.293	0.257
安全投入(亿元)	5.97	9.84	8.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生产成本方面，近年来公司加大了成本控制力度，2014 年和 2015 年一季度煤炭生产完全成本分别为 249.39 元/吨(含费用)和 248.18 元/吨(含费用)，分别同比下降 4.75% 和 8.74%。未来公司将通过强化可控费用预算考核、合理控制非生产性支出等措施控制成本。

销售方面，公司下游客户主要以电力、钢铁、建材和化工行业客户为主，2014 年电力、钢铁、建材和化工用煤占比分别为 40.78%、5.17%、1.02% 和 4.72%。2014 年以来，受煤炭产量下降的影响，全年公司实现商品煤销量为 2,141 万吨，同比下降 20.38%。其中，本埠销售 1,623 万吨，同比下降 7.52%；省外销售煤炭 518 万吨，同比下降 44.54%。

价格方面，受煤炭行业景气度下降影响，2014 年公司煤炭平均销售价格为 257.74 元/吨，同比下降 15.25%，高于成本下降幅度，公司盈利能力明显下滑。其中，省内煤炭销售价格为 291.97 元/吨，省外煤炭销售价格为 168.07 元/吨。2015 年一季度，受行业持续不景气影响，公司煤炭销售价格进一步下降到 240.58 元/吨，省内销售价格下降到 270.94 元/吨，省外煤炭价格下降到 145.62 元/吨。

表 5：2012~2015.3 公司煤炭销售情况

	2012	2013	2014	2015.1~3
煤炭销量(万吨)	2,276	2,689	2,141	404
省内销量	1,550	1,755	1,623	306
省外销量	726	934	518	98
煤炭销售价格(元/吨)	365.89	304.12	257.74	240.58
省内价格	421.35	330	291.97	270.94
省外价格	247.42	255.49	168.07	145.62

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，2014 年以来公司煤炭销售价格持续下滑，煤炭产销量均有所减少。虽然公司加强了成本控制力度，吨煤成本有所降低，但降幅不及售价降幅，公司盈利能力明显下滑。中诚信国际将持续关注煤炭价格波动对公司生产经营状况产生的影响。

2014 年以来，公司物流收入和建筑安装收入大幅下滑，电力业务首次实现盈利，但非煤业务盈利能力较低，对公司整体盈利贡献较小

公司物流业务主要由全资子公司铁法煤业（集团）商贸物流有限责任公司（以下简称“铁法商贸”）运营，铁法商贸于 2010 年 8 月 6 日经辽宁省煤炭工业管理局批准成立，主要以煤炭贸易为主，同时兼营铁矿石、焦炭、钢材、有色金属及其它非煤产品的贸易。煤炭贸易业务主要采购地为山西、内蒙等主要煤炭产区，销往省内外电厂和冶金企业。近年来，由于行业不景气，公司缩减了物流业务规模。2014 年和 2015 年一季度，公司分别实现煤炭物流业务收入 36.64 亿元和 4.91 亿元，分别同比下降 35.18% 和 47.37%。

电力业务方面，2012 年 7 月公司根据辽宁省国资委《关于同意协议转让辽宁调兵山煤矸石发电有限责任公司（以下简称“调兵山电厂”）40% 股权的批复》（辽国资产权【2012】117 号）文件规定，收购了调兵山电厂 40% 股权，收购完成后，公司持股比例增加到 60%，实现了控股经营并将其纳入了合并报表范围。调兵山电厂成立于 2006 年 9 月，拥有 2×300MW 燃煤循环流化床空冷发电机组，2014 年和 2015 年一季度，发电量分别为 28.59 亿千瓦时和 4.58 亿千瓦时，分别同比增长 14.04% 和 11.17%；

2014 年和 2015 年一季度分别实现收入 9.11 亿元和 1.43 亿元，分别同比增长 4.00% 和 37.50%，实现利润 3,059.35 万元和 1,122.06 万元，首次实现盈利。

建筑安装方面，公司建筑安装业务主要由铁法煤业集团建设工程有限公司（以下简称“建设公司”）运营，建设公司现具有房屋建筑工程施工总承包壹级、矿山工程施工总承包壹级资质，公路工程、机电设备安装工程总承包贰级资质等，是辽北地区唯一一家具有房屋建筑工程施工总承包和矿山工程施工总承包一级资质的大型建筑施工企业。2014 年公司实现建筑安装收入 5.94 亿元，同比下降 34.51%；2015 年一季度为 0.26 亿元。

总体来看，2014 年以来公司物流收入和建筑安装收入大幅下滑，电力业务盈利好转，但公司非煤业务对整体盈利贡献较小。

公司未来战略以煤炭资源获取为主，资本支出规模适中，短期内资金压力不大

未来 3~5 年，公司力争煤炭域内资源勘查和域外优势资源取得新成果，煤炭产能规模跃上新台阶，进入全国煤炭行业“第二集团军”行列，主辅分离辅业改制取得实质性进展，主业规模、产业结构、改革创新成为集团经济效益增长主要支撑，矿区生态治理和节能减排实现预期目标，公司市场竞争力和可持续发展能力进一步提高。资源储量上，在现有基础上争取获得更多优势资源，现有煤矿补充勘查进一步深入，形成对煤质变化情况预测预判的有力支撑，域外优势资源获取取得新成果；煤炭生产目标上，煤炭生产能力达到 5,275 万吨/年，煤炭产量达到 4,910 万吨；生产技术指标上，将域内现有 9 处煤矿全部建设成为安全绿色高效煤矿，综采机械化程度保持 100%，掘进装载机械化程度保持 99% 以上，综掘机械化程度达到 85% 以上，域外 5 处煤矿全部建设成为大型安全绿色高效煤矿；安全生产上，杜绝较大及以上安全生产事故和重大环境安全事故，原煤生产百万吨死亡率控制在 0.15 以下，力争实现零亡人，井下千人重伤率控制在 0.3 以下，地面生产杜绝重伤及以上事故，职业卫生状况明显改善，职业病危害得到有效控制，职业病年均发生率有 4.6% 下降到 4.0% 以内，低于全国行业

平均水平；环境保护上，全部污染物达标排放，建成一批清洁生产示范项目，80%以上煤矿达到清洁生产一级标准，土地复垦率达到60%；深化改革方面，混合所有制发展和产权制度改革取得实质性进展，公司煤电主业资产实现整体上市，辅业经营主体全部实现产权结构多元化，部分主体完成社会化

市场改革，企业办社会职能实现全部分离。

2015年，公司计划实现商品煤产量2,550万吨以上，其中本埠1,750万吨以上，域外800万吨以上；计划实现营业收入180亿元以上，利润5,000万元以上。

表 6: 截至 2015 年 3 月底公司重大项目投资情况

项目名称	建设规模	持股比例 (%)	预计总投资 (亿元)	已投资 (亿元)
唐公塔煤矿改扩建	1,000 万吨/年煤炭	51	5	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从目前公司规划来看，考虑到煤炭行业下行给公司带来的盈利及资金压力，公司未来以煤矿建设为投资方向，主要为唐公塔煤矿改扩建项目，剩余投资金额不大，预计不会给公司带来太大的资金压力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经国富浩华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012年财务报告、经瑞华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2013年和2014年财务报告以及未经审计的2015年一季报，公司所有财务报表均按照新会计准则编制。

2014 年以来，公司净资产规模小幅下降使得资产负债率和总资本化比率有所上升，但仍处于合理范围内

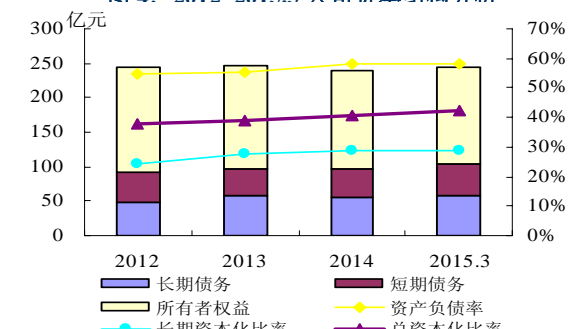
截至2014年底，公司总资产为337.53亿元，同比基本持平。其中，其他应收款同比下降45.26%至10.05亿元，主要是对巴新铁路有限责任公司3.61亿元的投资款转为可供出售金融资产以及与辽宁大洋实业有限责任公司（以下简称“大洋实业”）达成初步债转股协议拟将4亿元的应收款转为大洋实业的股权，公司暂计入长期应收款；受开发成本下降的影响，公司期末存货较年初下降6.43%至43.73亿元，但一直维持在较高水平，主要由库存商品、开发成本和工程施工构成；固定资产为111.30亿元，同比增加了23.33%，主要因大强煤矿矿井建设完工转入所致，同时在建工程减少至10.56亿元。此外，2014年底公司

货币资金余额为4.13亿元，同比下降55.59%，2015年3月底进一步下降至3.63亿元，公司货币资金余额较低，面临一定的流动性压力。

2014年，公司债务规模变化不大，主要通过结余资金投入在建工程，截至2014年底，公司总债务为97.88亿元，同比增加1.55%。应公司第二大股东中国信达资产管理公司要求，2014年公司分配现金股利9.85亿元，使得期末所有者权益同比下降6.62%至141.35亿元。截至2014年底，公司资产负债率和总资本化比率分别小幅上升至58.12%和40.92%，同比分别增加了2.62和2.01个百分点。其他应付款方面，2014年末公司其他应付款余额为40.44亿元，主要包括对国华能源投资有限公司的欠款18.57亿元以及部分投资者对公司的三级子公司内蒙古吉林郭勒二号露天煤矿有限公司的增资款5.10亿元。

截至2015年3月底，公司总资产为340.43亿元，所有者权益为141.68亿元，总债务为103.09亿元，资产负债率和总资本化比率分别为58.38%和42.12%。目前公司资产负债率和总资本化比率仍处于较为合理的水平；未来公司根据市场情况适时放缓投资进度，融资压力或将有所减轻。

图 4: 2012~2015.3 公司资本结构分析



总体来看，2014 年以来公司资产规模和债务规模较为稳定，受大幅度分红影响，所有者权益有所下降，期末资产负债率和总资本化比率同比小幅上升，但仍处于较合理的水平。

2014 年受行业不景气影响，公司营业收入同比出现下滑，盈利能力明显弱化

2014 年以来，煤炭行业持续低迷，公司煤炭销售价格持续下跌，同时煤炭产量也有所降低，使得 2014 年公司煤炭业务收入大幅降至 48.38 亿元，同比减少 36.10%；同时公司还压缩了煤炭物流业务，全年收入降至 36.64 亿元，同比减少了 35.18%；此外，建筑安装业务收入也出现了不同程度的下滑。受以上因素影响，公司 2014 年实现营业总收入 122.12 亿元，同比减少 28.00%。

营业毛利率方面，虽然公司加强了成本控制力度，使得煤炭生产成本有所降低，但煤炭价格的大幅下滑仍然使得 2014 年公司营业毛利率下降了 3.25 个百分点至 19.80%，其中煤炭业务毛利率为 27.23%，同比下降了 13.39 个百分点，公司盈利能力明显弱化。

表 7：2012~2015.3 公司分业务收入和毛利率（亿元、%）

业务	2013		2014		2015.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
原煤生产	75.71	40.62	48.38	27.23	9.73	20.51
物流	56.53	0.39	36.64	0.95	4.91	2.95
建筑安装	9.07	24.51	5.94	15.52	0.26	-4.62
焦化	1.79	9.63	--	--	--	--
机械制造	3.98	13.06	3.95	11.64	0.94	11.95
其他	22.54	23.11	27.21	19.59	4.82	39.44
合计	169.62	23.05	122.12	19.80	20.66	23.72

注：电力板块在“其他”中反映，焦化业务于 2014 年已停产。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从期间费用来看，2014 年以来，公司严格控制“三费”支出，剥离企业“三供一业”社会职能，逐步减轻企业负担，减少管理费用支出，取得了一定的效果。2014 年公司管理费用为 16.52 亿元，同比下降 31.90%，全年三费合计 22.07 亿元，同比下降 24.16%。但受营业总收入减少影响，三费收入占比由 2013 年的 17.16% 上升至 18.08%，2015 年一季度进一步上升至 23.41%。总体来看，虽然近年来公司期间费用有所下降，

但因历史负担较重，三费规模依然处于相对较高水平，公司费用控制能力有待加强。

表 8：2012~2015.3 公司期间费用分析（亿元）

	2012	2013	2014	2015.1~3
销售费用	1.72	1.56	1.44	0.24
管理费用	23.28	24.26	16.52	3.30
财务费用	2.04	3.29	4.12	1.29
三费合计	27.05	29.11	22.07	4.84
营业总收入	197.73	169.62	122.12	20.66
三费收入占比（%）	13.68	17.16	18.08	23.41

资料来源：公司定期报告

利润总额方面，2014 年公司实现利润总额 0.40 亿元，同比下降 93.96%，其中经营性业务亏损 0.40 亿元，营业外收益 0.87 亿元。2015 年一季度，公司实现利润总额-0.43 亿元，经营性业务亏损 0.45 亿元。受煤炭行业景气度下降影响，公司盈利能力显著下滑。

总体看，受行业不景气影响，公司营业收入同比有所下降，盈利能力处于较低水平，未来一段时间煤炭价格或将维持低位，公司将面临一定的经营压力。

2014 年公司经营性净现金流明显好转，现金流偿债指标有所增强

获现能力方面，近年来，受煤炭行业不景气及房地产开发的影响，公司存货占用资金的规模不断扩大，削弱了公司获现能力。2013 年公司经营活动净现金流为 0.69 亿元。2014 年以来，公司提高了收现比例，同时压缩了开支，使得当期经营活动净现金流增加至 8.40 亿元。投资活动方面，近年来公司放缓了在建工程的建设，投资活动净现金流和筹资活动净现金流均维持在较低水平。

表 9：2012~2015.3 公司现金流分析（亿元）

指标	2012	2013	2014	2015.1~3
经营活动产生现金流入	154.20	155.97	137.16	22.43
经营活动产生现金流出	154.55	155.28	128.76	24.46
经营活动净现金流	-0.36	0.69	8.40	-2.03
投资活动产生现金流入	1.58	1.05	0.68	0.00
投资活动产生现金流出	46.78	15.40	15.75	2.80
投资活动净现金流	-45.21	-14.35	-15.06	-2.80
筹资活动产生现金流入	65.78	53.61	47.31	14.91
其中：吸收投资收到的现金	1.76	1.42	0.21	-
借款所收到的现金	53.88	50.61	45.67	14.86

筹资活动产生现金流出	32.30	53.35	45.71	10.57
其中：偿还债务支付的现金	24.84	46.82	39.45	8.46
筹资活动净现金流	33.48	0.26	1.60	4.35
现金及现金等价物净增加	-12.08	-13.40	-5.08	-0.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

债务方面，2014年以来公司总债务规模同比基本持平，但盈利能力有所下滑，EBITDA 同比下降 26.54%，使得 EBITDA 对债务本息的覆盖能力弱化。2014 年总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别弱化至 7.97 倍和 2.60 倍。现金流偿债方面，2014 年公司经营活动净现金流明显改善，经营净现金流/总债务和经营净现金流/利息支出分别为 0.09 倍和 1.78 倍，均有所增加。

表 10：2012~2015.3 公司偿债能力指标

项目	2012	2013	2014	2015.3
长期债务(亿元)	48.63	58.40	56.44	57.26
短期债务(亿元)	43.91	37.99	41.45	45.83
总债务(亿元)	92.55	96.39	97.88	103.09
EBITDA(亿元)	14.41	16.73	12.29	--
经营活动净现金流(亿元)	-0.36	0.69	8.40	-2.03
资产负债率(%)	54.56	55.50	58.12	58.38
总资本化比率(%)	37.74	38.90	40.92	42.12
EBITDA 利息倍数(X)	4.71	4.19	2.60	--
经营净现金流/总债务(X)	0.00	0.01	0.09	-0.08*
经营净现金流/利息支出(X)	-0.12	0.17	1.78	--
总债务/EBITDA(X)	6.42	5.76	7.97	--

注：未取得 2015 年一季度利息支出；带“*”数据经年化处理。

资料来源：公司定期报告

对外担保方面，截至 2015 年 3 月底，公司对外担保总额合计为 1.50 亿元，占当期净资产的 0.71%，其中对南票煤电公司担保 1.00 亿元，对巴新铁路有限责任公司担保 0.5 亿元，由于担保金额较小，代偿风险较小。

银行授信方面，截至 2015 年 3 月底，公司共获得包括工行、建行、中行等国内商业银行提供的 252.70 亿元综合授信额度，尚有未使用额度余额 150.55 亿元，备用流动性较为充裕。

过往债务履约情况

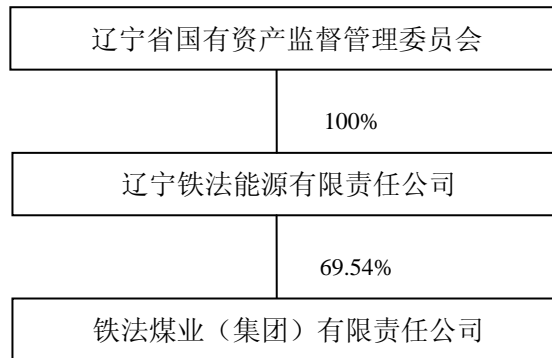
根据公司提供的资料显示，公司近三年借款能够到期还本按期付息，未有延迟支付本金和利息的情况。

债务融资工具方面，目前公司已发行的债务融资工具均能按期支付本息。

结论

中诚信国际维持铁法煤业（集团）有限责任公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“12 铁煤 MTN1”和“13 铁煤 MTN1”的债项信用等级为 **AA⁺**。

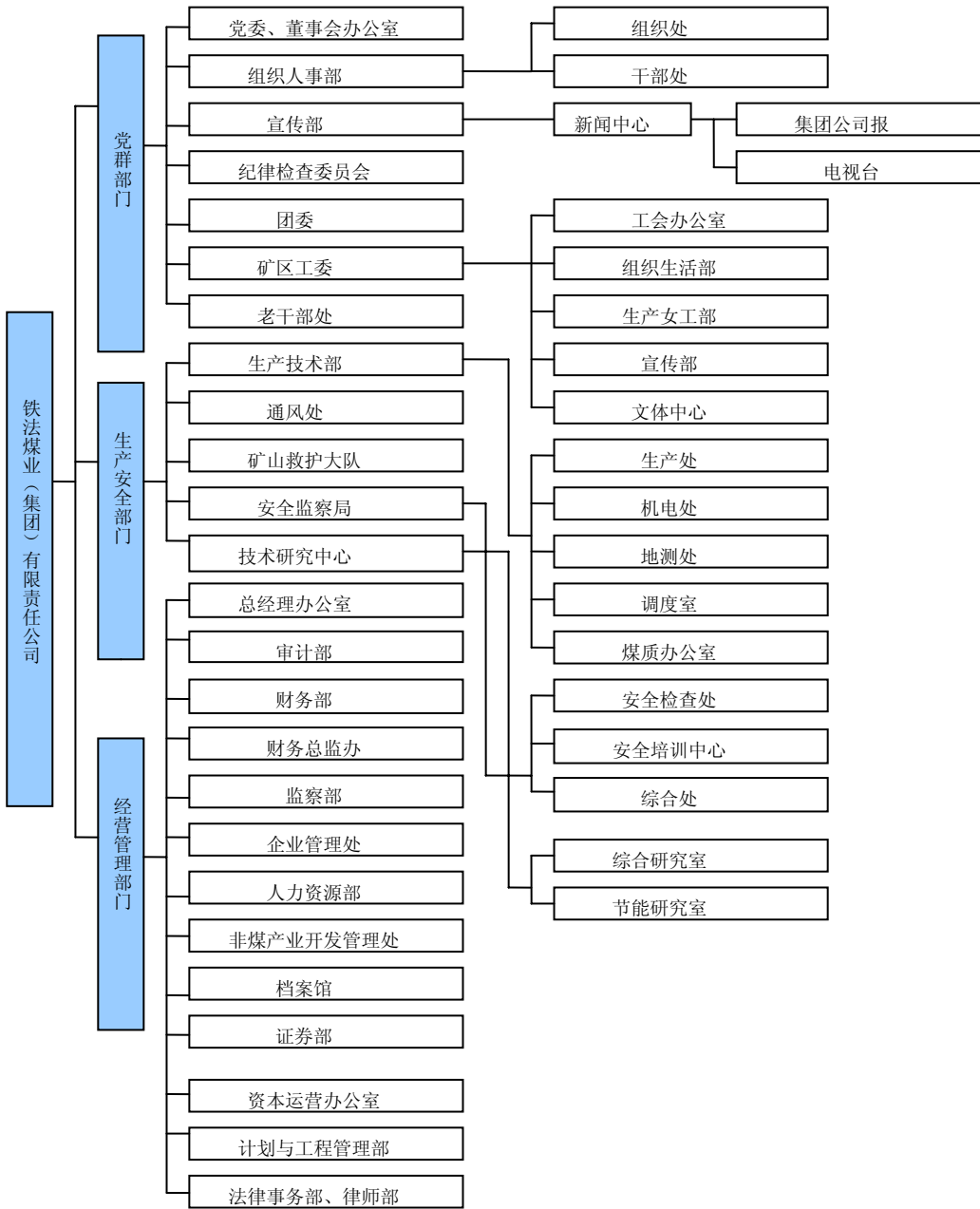
附一：铁法煤业（集团）有限责任公司股权结构图（截至 2015 年 3 月底）



序号	企业名称	注册资本 (万元)	持股比例 (%)	享有的表决权 (%)
1	铁法煤业集团工程监理有限责任公司	300.00	100.00	100.00
2	铁法煤业集团工程质量检测检验有限责任公司	185.00	100.00	100.00
3	铁法煤业集团安全生产检测检验有限责任公司	201.00	100.00	100.00
4	辽宁煤炭节能监测有限责任公司	100.00	100.00	100.00
5	铁法煤业集团勘测设计有限责任公司	101.00	100.00	100.00
6	铁法煤业集团机械制造有限责任公司	12,785.00	100.00	100.00
7	铁法煤业集团水源热工程有限责任公司	300.00	100.00	100.00
8	铁法煤业集团铁路工程有限责任公司	2,600.00	100.00	100.00
9	铁法煤业集团机车车辆修造有限责任公司	52.00	100.00	100.00
10	铁法煤业（集团）商贸物流有限责任公司	40,000.00	100.00	100.00
11	铁法煤业集团铁强墙体材料有限责任公司	15,048.00	100.00	100.00
12	铁法煤业集团（沈阳）铁强墙体材料有限责任公司	3,450.00	100.00	100.00
13	辽宁昌图铁强墙体材料有限责任公司	3,600.00	51.00	51.00
14	铁法煤业集团房地产开发有限责任公司	5,012.00	100.00	100.00
15	铁岭火车头国际旅行社有限责任公司	154.00	100.00	100.00
16	铁法煤业集团建设工程有限责任公司	36,975.00	100.00	100.00
17	铁法煤业高科技有限责任公司	93.00	100.00	100.00
18	铁法煤业集团大强煤矿有限责任公司	38,000.00	99.74	99.74
19	铁煤集团内蒙古东新煤炭有限公司	30,000.00	70.00	70.00
20	宁兴育林兴有限责任公司	500.00	60.00	60.00
21	吕梁东义集团煤气化有限公司	11,800.00	60.00	60.00
22	辽宁调兵山煤矸石发电有限责任公司	60,340.00	60.00	60.00
23	铁煤集团内蒙古东林煤炭有限责任公司	20,000.00	51.00	51.00
24	内蒙古鄂尔多斯市东辰煤炭有限责任公司	40,000.00	51.00	51.00
25	内蒙古吉林郭勒二号露天煤矿	45,000.00	40.00	57.00

资料来源：公司提供

附二：铁法煤业（集团）有限责任公司组织结构图（截至 2015 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附三：铁法煤业（集团）有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.3
货币资金	237,118.18	93,091.65	41,343.08	36,254.90
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	69,987.59	96,686.91	106,333.77	146,198.19
存货净额	360,358.21	467,310.62	437,262.14	449,697.72
其他应收款	198,950.74	183,516.32	100,462.98	104,287.99
长期投资	9,173.82	8,486.83	44,115.20	44,115.20
固定资产(合计)	1,092,471.61	1,204,524.32	1,237,092.90	1,220,569.79
总资产	3,359,954.74	3,401,530.33	3,375,254.71	3,404,319.57
其他应付款	377,417.48	367,058.31	404,413.92	412,364.05
短期债务	439,142.07	379,850.99	414,451.84	458,287.05
长期债务	486,322.63	584,034.84	564,396.36	572,563.99
总债务	925,464.70	963,885.83	978,848.20	1,030,851.04
净债务	688,346.52	870,794.18	937,505.12	994,596.14
总负债	1,833,221.65	1,887,792.32	1,961,775.92	1,987,504.30
财务性利息支出	24,896.20	35,772.60	43,550.86	--
资本化利息支出	5,724.23	4,152.53	3,677.25	--
所有者权益	1,526,733.09	1,513,738.00	1,413,478.79	1,416,815.27
营业总收入	1,977,340.70	1,696,176.14	1,221,182.36	206,602.54
三费前利润	328,560.00	357,198.84	216,706.14	43,847.09
投资收益	-3,219.71	3,639.95	-446.34	0.00
EBIT	81,727.20	101,758.75	47,536.35	--
EBITDA	144,088.65	167,323.62	122,856.59	--
经营活动产生现金净流量	-3,566.82	6,891.96	83,951.35	-20,284.11
投资活动产生现金净流量	-452,067.38	-143,507.57	-150,618.32	-28,006.24
筹资活动产生现金净流量	334,790.54	2,589.08	15,963.20	43,469.17
现金及现金等价物净增加额	-120,843.66	-134,026.52	-50,840.40	-4,821.19
资本支出	226,936.95	130,528.72	156,458.30	28,033.05
财务指标	2012	2013	2014	2015.3
营业毛利率(%)	18.06	23.05	19.80	23.72
三费收入比(%)	13.68	17.16	18.08	23.41
EBITDA/营业总收入(%)	7.29	9.86	10.06	--
总资产收益率(%)	2.93	3.01	1.40	--
流动比率(X)	0.84	0.82	0.62	0.65
速动比率(X)	0.56	0.45	0.30	0.32
存货周转率(X)	5.38	3.15	2.17	1.42*
应收账款周转率(X)	32.58	20.35	12.03	6.54*
资产负债率(%)	54.56	55.50	58.12	58.38
总资本化比率(%)	37.74	38.90	40.92	42.12
短期债务/总债务(%)	47.45	39.41	42.34	44.46
经营活动净现金流/总债务(X)	0.00	0.01	0.09	-0.08*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.01	0.02	0.20	-0.18*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.12	0.17	1.78	--
总债务/EBITDA(X)	6.42	5.76	7.97	--
EBITDA/短期债务(X)	0.33	0.44	0.30	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.71	4.19	2.60	--

注：所有财务报表均按新会计准则编制，所有者权益含少数股东权益；2015年一季报未经审计；未取得2015年一季度利息支出数据；中诚信国际在分析时将2012~2015年一季报的融资租赁款从长期应付款调整至长期借款；公司对2013年资产负债表进行了部分调整，中诚信国际在分析时用2013年年初数代替2012年期末数；加“*”指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

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

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。

附六：中期票据信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	票据安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	票据安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	票据安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	票据安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	票据安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	票据安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	票据安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还票据。
C	不能偿还票据。

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。