

神东天隆集团有限责任公司

2013 年度第一期中期票据

## 跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

13MTN1 信用等级： AA 级

评级时间： 2013 年 7 月 26 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪跟踪 [2013]100494】

跟踪对象: 神东天隆集团有限责任公司 2013 年度第一期中期票据

|             |                                 |                         |                                 |                     |
|-------------|---------------------------------|-------------------------|---------------------------------|---------------------|
| 13 天隆集 MTN1 | 主体/展望/债项<br>AA/稳定/AA<br>资信评级专用章 | 评级时间<br>2013 年 7 月 26 日 | 主体/展望/债项<br>AA/稳定/AA<br>资信评级专用章 | 评级时间<br>2012 年 11 月 |
|-------------|---------------------------------|-------------------------|---------------------------------|---------------------|

## 主要财务数据及指标

| 项 目                      | 2010 年  | 2011 年 | 2012 年  | 2013 年<br>第一季度 |
|--------------------------|---------|--------|---------|----------------|
| 金额单位: 人民币亿元              |         |        |         |                |
| <b>母公司数据:</b>            |         |        |         |                |
| 货币资金                     | 9.42    | 7.51   | 4.20    | 18.48          |
| 刚性债务                     | 3.30    | 7.10   | 3.96    | 16.94          |
| 所有者权益                    | 44.97   | 53.60  | 56.28   | 59.94          |
| 经营性现金净流入量                | 1.52    | 0.31   | 5.92    | -0.55          |
| <b>合并数据及指标:</b>          |         |        |         |                |
| 总资产                      | 72.14   | 85.57  | 86.48   | 99.92          |
| 总负债                      | 16.25   | 20.74  | 20.67   | 31.98          |
| 刚性债务                     | 3.48    | 7.48   | 4.34    | 17.32          |
| 所有者权益                    | 55.89   | 64.83  | 65.81   | 67.94          |
| 营业收入                     | 39.61   | 51.03  | 55.54   | 10.01          |
| 净利润                      | 10.50   | 11.61  | 12.31   | 1.67           |
| 经营性现金净流入量                | 5.97    | 7.97   | 13.15   | 1.64           |
| EBITDA                   | 14.87   | 18.34  | 19.48   | —              |
| 资产负债率[%]                 | 22.53   | 24.24  | 23.90   | 32.01          |
| 权益资本与刚性债务<br>比率[%]       | 1607.76 | 867.17 | 1517.68 | 392.34         |
| 流动比率[%]                  | 222.78  | 217.75 | 206.70  | 256.75         |
| 现金比率[%]                  | 91.98   | 77.68  | 55.95   | 118.90         |
| 利息保障倍数[倍]                | 91.27   | 29.31  | 26.44   | —              |
| 净资产收益率[%]                | 20.17   | 19.24  | 18.85   | —              |
| 经营性现金净流入量与<br>负债总额比率[%]  | 42.06   | 43.10  | 63.52   | —              |
| 非筹资性现金净流入量与<br>负债总额比率[%] | -11.74  | -12.54 | 32.20   | —              |
| EBITDA/利息支出[倍]           | 99.71   | 32.68  | 31.69   | —              |
| EBITDA/刚性债务[倍]           | 4.28    | 3.35   | 3.30    | —              |

注: 根据神东天隆经审计的 2010~2012 年及未经审计的 2013 年第一季度财务数据整理、计算。

## 分析师

吕品  
Tel: (021) 63501349-804  
E-mail: lp@shxsj.com

柳希  
Tel: (021) 63501349-824  
E-mail: lx@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
Tel: (021) 63501349 63504376  
Fax: (021) 63500872  
E-mail: mail@shxsj.com  
http://www.shxsj.com

## 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪公司”或“本评级机构”)对神东天隆集团有限责任公司(简称“神东天隆”、“该公司”或“公司”)及其发行的 2013 年度第一期中票的跟踪评级反映了 2012 年第四季度以来神东天隆在资源禀赋、产能扩张及偿债能力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业景气度下滑、非煤产业规模偏小及资本性支出压力等方面面临的压力增大。

### 主要优势/机遇:

- **较好的资源禀赋。** 凭借优良的煤种和较好的矿井开采条件,神东天隆煤炭主业的区域市场地位较高。
- **财务结构稳健。** 神东天隆经营主要依赖自有资金,整体财务结构稳健。
- **偿债能力较强。** 神东天隆煤炭业务盈利情况较好,期末货币资金较为充足。2012 年,公司主营业务回笼现金能力仍较强,能够为其刚性债务偿付提供保障。

### 主要劣势/风险:

- **行业景气度下滑风险。** 现阶段煤炭行业景气度下滑,煤炭价格下跌,神东天隆面临的经营风险加大。
- **非煤产业规模偏小。** 相对于煤炭主业,神东天隆的非煤产业整体收益贡献度较低,中短期内产业协同效应不明显。
- **资本性支出压力。** 神东天隆大规模的项目建设和技术改造使其存在一定的资本性支出压力和项目投资风险。2013 年以来,公司刚性债务规模急剧上升。
- **应收账款回收风险。** 东神煤炭应付神东天隆的代偿款项超过承诺支付期限但仍未支付,公司

存在一定的账款回收风险。

### ➤ 未来展望

通过对神东天隆及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，新世纪公司给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期中票还本付息安全性高，并给予本期中票 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

本评级机构对神东天隆集团有限责任公司的信用评级作如下声明：

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。在信用等级有效期内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

# 神东天隆集团有限责任公司

## 中期票据跟踪信用评级报告

### 一、跟踪评级原因

按照神东天隆集团有限责任公司(以下简称“神东天隆”、该公司或公司)2013年度第一期中期票据信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据神东天隆提供的经审计的2010~2012年财务报表、未经审计的2013年第一季度财务报表及相关经营数据,对神东天隆的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

### 二、宏观经济和政策环境

2012年,全球经济整体上保持了回落态势。美国、欧洲、日本等发达经济体的经济增长回落,由于这些经济体财政状况的恶化使得这些发达经济体实施了宽松的货币政策;俄罗斯、巴西、印度、南非等新兴经济体的经济增长全年也相应回落,但是,新兴经济体相对较好的财政状况为这些经济体实施相对宽松的财政政策和货币政策提供了基础。我国经济增长在外部环境继续弱化的条件下,出口增速下降,投资和消费出现了先回落、后上升的态势,消费对经济增长的拉动作用逐步显现,PMI指数呈现回暖趋势,经济增长出现了企稳回升的态势。

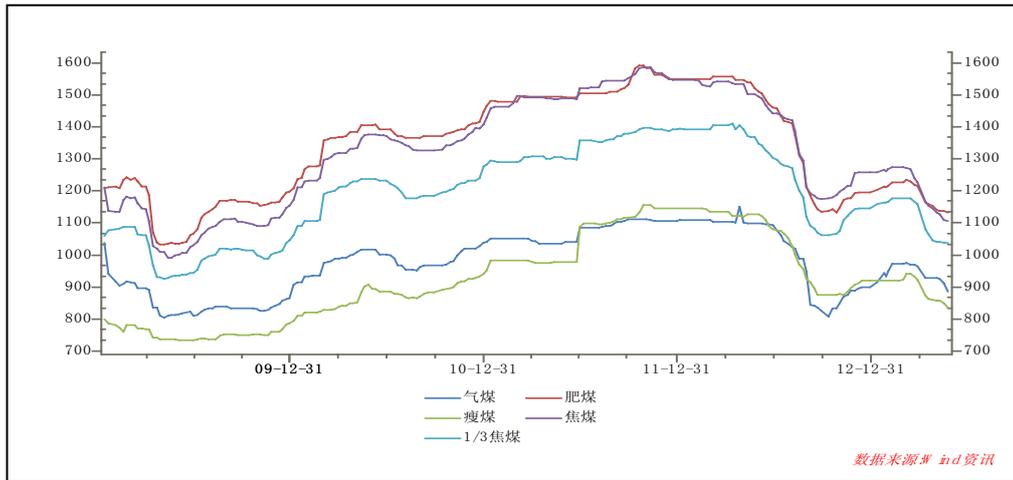
2013年,我国将继续实施积极财政政策和稳健中有所松动的货币政策,加之发达国家实施宽松货币政策,我国的预期物价指数会有提高。为了对冲出口增速下降对我国经济增长的负面影响,适度扩大投资拉动经济增长是经济增长的重要选择。在我国经济增长外部环境弱化、国内经济增长驱动力转变、产业转移和升级的过程中,我国国内经济增长和发展仍会伴随着结构性的风险,包括区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险等。

煤炭作为强周期行业,受到宏观经济波动影响较大。近期国内经济增长放缓使得煤炭需求增长放缓、煤炭价格下跌,增加了公司的经营压力。

### 三、公司所处行业及区域经济环境

煤炭行业属典型的周期性行业，其需求与宏观经济环境和下游行业的经营状况密切相关。短期内，宏观经济增速放缓和紧缩信贷政策对主要耗煤行业的影响逐步显现，对煤炭需求持续较快增长形成了一定压力，进而导致国内煤炭价格呈现下跌趋势。

图表 1. 近年来主要煤种价格情况 (单位：元/吨)



资料来源：Wind

在煤炭供给方面，随着山西煤炭资源整合后的陆续投产以及内蒙古等省区煤矿建设项目的竣工投产，煤炭供给继续增加。2012年，全国原煤产量约 36.6 亿吨，同比增长约 4%。此外，煤炭进口成为了国内煤炭供给的重要补充。2012年，国际煤炭价格的相对优势凸显，国内煤炭进口规模继续扩大，全年累计进口煤炭 253.64 万吨，同比增长了 21.29%。

长期来看，我国正处于能源消费增长时期，火电在我国电源结构中仍将占据主导地位并保持稳定增长，进而对煤炭需求形成支撑。随着我国工业化、城镇化进程的推进，钢铁行业仍有较大发展空间。同时，保障房、公路、基建以及水利等建设项目均是拉动水泥需求的直接动力，有助于其对煤炭需求的增长。

内蒙古自治区是我国煤炭资源储量第二大省，也是主要的煤炭输出省。2012年，内蒙古煤炭产量为 10.8 亿吨，同比增长 10%。随着内蒙古能源开发速度的加快，国家能源供应西移格局正在形成。同时，《国务院关于进一步促进内蒙古经济社会又好又快发展的若干意见》出台，将推动内蒙古自治区煤炭外运通道等项目建设。该公司主要生产基地位于内蒙古自治区鄂尔多斯市。煤炭工业作为鄂尔多斯市工业经济的支柱产业，其经济总量占到全市规模以上工业的三分之二，其发展速度和质

量直接影响到全市工业发展的速度和质量。

该公司作为内蒙古自治区政府确定的营业收入预期目标超百亿元大型骨干企业和鄂尔多斯市第二批五个“百亿企业”的重点培育对象之一。2012年7月，根据《关于鄂尔多斯市煤炭企业兼并重组主体企业备案的批复》，公司成为了41家鄂尔多斯市煤炭企业兼并重组主体企业之一，将在未来积极参与地方煤炭企业的兼并重组。

## 四、公司自身素质

### （一）公司产权状况、法人治理结构和管理水平

2012年以来，该公司股权结构未发生变化，其中员工持股比例为79.61%，神东煤炭持股比例为20.39%。公司产权状况详见附录一。

跟踪期内，该公司整体管理和经营较为稳定，组织架构未有重大调整，职能部门分工尚明确，主要高级管理人员未发生变动，能够满足公司日常经营管理需要。公司产权状况和组织结构状况详见附录二和附录三。

### （二）公司经营状况

跟踪期内，该公司以煤炭开采为主，工业产品销售、矿井机械维修及矿井工程安装和商贸物流等非煤业务为辅的业务结构未发生变化。2012年实现营业收入55.54亿元，较上年增长了8.85%，受煤炭价格下跌等因素影响增速放缓。从收入构成看，煤炭产业作为传统主业，一直是公司的主要收入来源，2012年煤炭销售收入占公司营业收入的71.29%。2013年1~3月，公司实现营业收入10.01亿元，毛利润为3.76亿元，均较上年同期下降，主要系煤炭销售价格下跌所致。

#### 1. 煤炭生产

煤炭生产经营是该公司的核心业务，主要煤种包括长焰煤和弱粘煤，是优质的动力煤，具有较强的市场竞争力。公司被列为2012年中国煤炭企业100强第67位。

截至2012年末，该公司拥有全资及控股煤矿6座，参股煤矿3座。其中，全资及控股煤矿井田面积达到113.37km<sup>2</sup>，可采储量为20.70亿吨，核定产能为1920万吨/年。目前，武家塔煤矿、霍洛湾煤矿、大海则煤矿和昊达煤矿已正式生产；淖尔濠煤矿矿井基本建设已基本完成，

并于 2012 年第四季度进入试生产阶段；五彩湾煤矿进入建设阶段，预计 2015 年达产。在建矿井淖尔壕和五彩湾煤矿规划投资合计为 14.45 亿元，截至 2013 年 3 月末累计投资了 8.16 亿元，后续还需投资 6.29 亿元。而在煤炭行业低迷的情况下，蒙格沁煤矿、尔林兔煤矿和久泰满来煤矿等处于筹备期，2012 年以来建设工作无实质性进展。

图表 2. 公司下属矿产资源情况

| 矿井名称        | 煤种         | 井田面积 (km <sup>2</sup> ) | 保有储量 (万吨)        | 可采储量 (万吨)        | 设计产能 <sup>1</sup> (万吨/年) | 开采技术      | 剩余服务期限 (年) |
|-------------|------------|-------------------------|------------------|------------------|--------------------------|-----------|------------|
| 其中：全资及控股煤矿  |            |                         |                  |                  |                          |           |            |
| 武家塔煤矿       | 不粘煤<br>长焰煤 | 9.18                    | 5739.40          | 4689.20          | 300.00                   | 综采<br>/露采 | 17.00      |
| 霍洛湾煤矿       | 不粘煤        | 13.20                   | 12967.80         | 8027.90          | 300.00                   | 综采<br>/井工 | 19.00      |
| 大海则煤矿       | 长焰煤        | 37.50                   | 2000.00          | 800.00           | 110.00                   | 综采<br>/井工 | 7.00       |
| 昊达煤矿        | 长焰煤        | 5.61                    | 5106.00          | 2969.93          | 90.00                    | 综采<br>/井工 | 20.00      |
| 五彩湾煤矿       | 不粘煤        | 22.71                   | 191700.00        | 180700.00        | 1000.00                  | 综采<br>/露采 | 42.00      |
| 淖尔壕煤矿       | 不粘煤        | 25.17                   | 13757.50         | 9777.30          | 120.00                   | 综采<br>/井工 | 58.20      |
| 小计          | --         | <b>113.37</b>           | <b>231270.70</b> | <b>206964.33</b> | <b>1920.00</b>           | --        | --         |
| 其中：参股煤矿     |            |                         |                  |                  |                          |           |            |
| 久泰满来煤业      | 不粘煤        | 37.09                   | 42860.00         | 27318.00         | 300.00                   | 综采<br>/井工 | 86.00      |
| 汇能集团尔林兔煤炭公司 | 不粘煤        | 71.68                   | 88792.00         | 64400.00         | 800.00                   | 综采<br>/井工 | 78.90      |
| 乌审旗蒙格沁公司    | 不粘煤        | 120.19                  | 190648.00        | 116779.00        | 1000.00                  | 综采<br>/井工 | 83.40      |
| 小计          | --         | <b>228.96</b>           | <b>322300.00</b> | <b>208497.00</b> | <b>2100.00</b>           | --        | --         |
| 合计          | --         | <b>342.33</b>           | <b>553570.70</b> | <b>415461.33</b> | <b>3420.00</b>           | --        | --         |

资料来源：神东天隆集团有限责任公司（截至 2012 年末）

随着下属武家塔矿井改扩建工程完成及新建矿井昊达煤矿产能逐渐释放，该公司 2012 年原煤产量 1256.04 万吨，煤炭销量 1362.35 万吨，较上年增长了 250 万吨左右，实现煤炭销售收入 39.60 亿元，较上年增长了 15.26%，但增长幅度小于上年同期主要系煤炭价格下跌（煤炭销售单价下降 19 元/吨）以及煤炭行业景气度下滑情况下公司从 2012 年下半年开始由以产定销的经营模式改为以销定产所致。同期，因劳动力、

<sup>1</sup> 参股煤矿已经按照该公司股权比例折算为权益产能。

生产资料等价格上升，公司毛利率为 46.85%，较上年下降了 7.39 个百分点。2013 年第一季度，公司原煤产量 237.13 万吨，煤炭销量 282.84 万吨，实现煤炭销售收入 7.15 亿元，受煤炭行业景气度下滑、煤炭价格持续下跌等因素影响较上年同期减少了 17.66%；同期的毛利率为 48.23%。未来，安全投入增加及资源税、基金征收力度的加大，使得公司面临一定的成本上升压力，但整体看，由于所生产的煤品质优良，矸石含量少，公司开采的煤炭一般不经洗选即可作为精煤直接销售，因此仍具有一定的成本优势。

**图表 3. 公司 2012 年度及 2013 年第一季度煤炭生产销售情况表**

| 时间         | 产量 (万吨) | 销量 (万吨) <sup>2</sup> | 生产成本 (元/吨)          | 平均售价 (元/吨) |
|------------|---------|----------------------|---------------------|------------|
| 2012 年     | 1256.04 | 1362.35              | 168.92              | 290.66     |
| 2013 年第一季度 | 237.13  | 282.84               | 129.86 <sup>3</sup> | 252.68     |

资料来源：神东天隆集团有限责任公司

为了提高煤炭核心产业的盈利能力，该公司从 2005 年开始对所属煤矿进行技改，并引进国内先进的生产设备，逐步将原有的炮采转变为机械化开采。公司已基本实现现代化采掘，2013 年 3 月末矿井掘进机械化程度为 96.22%、综合机械化程度为 97.06%，全员效率达到 55.56 吨/工。

在销售方面，该公司煤炭产品大部分以坑口价在内蒙古自治区当地销售（2012 年不含税销售均价为 314.35 元/吨），剩余部分则销售给股东神华神府东胜煤炭有限责任公司（以下简称“神东煤炭”）（2011 年不含税销售均价为 278.51 元/吨）。神东煤炭是公司的主要下游客户，2012 年，因公司整体产量增长，其向神东煤炭销售的煤炭较上年增长了 200 余万吨，销售收入占公司全年营业收入的比重上升至 24.72 %。公司与神东煤炭约定采用发货后 30~45 天后以现金付款的结算方式；对于部分临时客户，公司则采用较为灵活的结算方式，一般在收到预收款后才进行发货，以现金为主。而 2012 年以来公司为加快煤炭销售，放宽了对部分信誉较好的老客户的商业信用，由现金结算改为票据结算。

在煤炭运输方面，尽管内蒙古煤炭储量丰富，但煤炭的运输渠道却较为稀缺。该公司主要矿区分布在鄂尔多斯市及周边，靠近神华集团的运输专线。此外，公司为了满足自身煤炭运输需求，投资了乌兰木伦运输专线及配套工程，计划投资为 2.10 亿元，预计 2013 年末完工试通车，截至 2012 年末累计投资 0.81 亿元。

<sup>2</sup> 销量为自产煤炭销售、少量外购及中转煤销售的合计数。

<sup>3</sup> 由于部分成本费用未完全入账，2013 年第一季度煤炭生产成本偏少。

## 2. 非煤产业

该公司依托煤炭资源延伸其产业链，扩大工业产品的产能、建筑安装和商贸物流服务等非煤产业规模。公司矿井设备维修和矿山工程施工等建筑安装业务主要服务对象为股东下属的各个煤矿、鄂尔多斯市和周边地区各煤矿等，具有一定的区域竞争力，业务规模相对稳定，2012年及2013年第一季度分别实现收入7.40亿元和1.29亿元，毛利率分别为14.84%和11.18%。

该公司的工业产品主要为水泥、锚杆和截齿。公司目前拥有两条五级旋风预热器干法回转窑生产线，总装机容量为11975千瓦，年生产能力为40万吨，产品主要销往晋、陕、蒙三省区；矿用支护产品包括金属锚杆、玻璃钢锚杆、树脂锚固剂等。2012年和2013年第一季度公司工业产品生产板块收入分别为7.08亿元和1.09亿元，占当期营业收入的12.73%和10.92%，毛利率分别为10.06%和8.37%。

该公司商贸物流服务板块包括对外贸易、物流配送和物业服务等，主要是围绕煤炭生产开展商贸物流物业配套服务。2012年及2013年第一季度分别实现收入1.47亿元和0.48亿元，毛利率为34.73%和16.36%。

总体来看，该公司非煤业务现处于成长阶段，规模尚小，总体竞争力不足。因上述业务与煤炭行业相关性较高，2012年以来受煤炭行业景气度下滑影响经营状况不佳，盈利能力下滑。为此，公司计划将部分盈利能力较弱的非煤业务剥离或实施业务转型。未来，非煤业务经营实力的提升预计可为公司提供一定的收入补充。

### （三）公司财务质量

内蒙古华才会计师事务所有限公司对该公司的2010、2011、2012年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006版）、企业会计制度及其补充规定。

截至2012年末，该公司经审计的合并口径资产总计为86.48亿元，所有者权益为65.81亿元（其中归属于母公司所有者权益为57.91亿元）；当年实现营业收入55.54亿元，净利润12.31（其中归属于母公司所有者的净利润10.64）。截至2013年3月末，公司未经审计的合并口径资产总额为99.92亿元，股东权益为67.94亿元（其中归属于母公司股东权益合计为59.78亿元）；2013年1~3月实现营业收入10.01亿元，净利润1.67亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为1.48亿元）。

截至 2012 年末，该公司纳入合并范围的子公司共有 26 家，较上年末减少一家，系原控股子公司鄂尔多斯市天龙恒泰科技有限公司多年未开展业务情况下清算所致。

2012 年以来，该公司仍主要依赖自有资本实现经营规模的增长，财务结构仍稳健。尽管当年煤炭行业景气度下滑使得公司的收入规模增速放缓，但较好的资源禀赋和煤矿产能释放带来的规模效应使得公司仍保持较强的盈利能力和较好的现金流状况。公司现有刚性债务偿付压力不大，但多个筹建矿井同时开工或将推高其负债规模。

#### （四）公司抗风险能力

##### （1）煤炭资源禀赋好

该公司所在的内蒙古地区煤炭资源丰富。公司所属煤田煤层产状平缓，埋藏较浅，煤层较厚，煤层稳定，加之其顶板条件较好，瓦斯含量少，涌水量小，使井下作业简便，安全性好，开采较方便。公司主要煤种是长焰煤、弱粘煤，具有特低灰、特低硫、中发热量的特性。另外，公司煤田由于质优，矸石含量少，煤炭一般不经洗选即可作为精煤直接销售。良好的煤炭资源赋存条件为公司大规模、高安全、低成本开采煤炭提供了很好条件。

##### （2）非煤业务技术优势

该公司的大型煤机维修项目采用了国内外先进技术，填补了鄂尔多斯市煤机维修的空白；下属机械维修加工中心被国家煤炭工业协会评为“机电产品放心定点使用单位”，并被国家和内蒙古自治区分别审定为国家级和自治区级高新技术企业；神东天隆支护材料曾获得“中国企业诚信经营示范单位”、“全国质量信誉保障企业”、“全国消费者信得过产品”、“陕西省十佳创新型企业”、“全国锚杆十佳名优品牌”等荣誉。较好的品牌效应为公司非煤业务的长期发展提供了基础。

##### （3）股东支持力度较大

该公司依托神华集团的煤炭运输专线，可以有效避免内蒙古地区煤炭运力不足给公司经营带来的不确定性。且近年来向股东神东煤炭销售煤炭、提供矿井设备安装、维修服务等规模较大，股东较高的煤炭行业市场地位为公司主业提供了一定的发展空间。

## 五、公司盈利能力及偿债能力

### （一）公司盈利能力

2012 年度该公司实现营业收入 55.54 亿元，同比增长了 8.85%，主要来源于煤炭产能释放带来销售收入的增长。当年公司综合毛利率为 37.58%，较上年度下降了 4.22 个百分点，但仍维持在较高水平。此外，因处置固定资产、确认无法支付的债务，公司 2012 年获得营业外收入 0.20 亿元，对其当期收入产生了一定补充。公司货币资金充沛，当年存款产生的利息收入能够覆盖银行借款利息支出，但 2012 年因人员工资及煤炭运输规费的增长，全年销售费用和管理费用分别增长了 67.00% 和 16.35%，期间费用合计为 4.89 亿元，削弱了公司的盈利能力，2012 年其营业利润率下滑 3.91 个百分点至 28.08%。2013 年第一季度，公司实现营业收入 10.01 亿元，同比下滑了 17.66%，综合毛利率为 37.56%，营业利润率为 25.44%，基本与上年同期持平。

整体看，尽管 2012 年煤炭行业景气度下滑对该公司煤炭产销产生了一定的负面影响，但凭借较好的煤炭资源禀赋和产能释放下产生的规模效应，公司的整体盈利能力仍处于行业较高水平。

### （二）公司偿债能力

截至 2012 年末，该公司所有者权益为 65.81 亿元，其中股本、资本公积、盈余公积和专项储备合计占比为 46.69%，未分配利润为 27.19 亿元，占比为 53.31%，加之股东分红较为频繁（2012 年为 12.90 亿元），其资本稳定性一般。2012 年末，随着部分银行借款到期，该公司负债总额较上年小幅下降，为 20.67 亿元，资产负债率为 23.90%。公司自成立以来经营主要依赖自有资金，财务结构稳健。2013 年 3 月末的资产负债率为 32.01%，仍处于低水平。

从负债结构看，2012 年末该公司刚性债务占负债总额的比重由上年末的 36.04% 下降为 20.97%，其刚性债务偿付压力减少。此外，随淖尔壕、五彩湾矿井工程的推进，公司应付设备款和工程款快速增长，2012 年末应付账款增至 7.01 亿元；新增 2.33 亿元的应付股东股权分红款有一定的支付弹性。2013 年 3 月末，随着 10 亿元中期票据的发行，公司债务期限结构得到改善，长短期债务比升至 58.79%。但上述因素也使得公司的刚性债务规模大幅上升为 17.32 亿元。未来，公司的在建矿井仍有一定的资金需求，而筹建矿井一旦开工或将持续推高公司的债务规

模。截至 2013 年 3 月末，公司未对外提供担保。

该公司 2012 年煤炭产销规模增长，加之下游客户付款账期延长，当年末应收款项（应收票据+应收账款）小幅增长至 9.79 亿元，但良好的资源禀赋以及稳定的客户关系使得公司主营业务现金回笼情况仍较好，当年度的营业收入现金率为 97.89%。2012 年公司经营性现金流量净额为 13.15 亿元，与流动负债比率为 70.03%。同期，公司继续对淖尔壕、五彩湾煤矿进行投资建设，全年投资活动现金净流量为-6.48 亿元，但因淖尔壕煤矿项目进入尾声而五彩湾煤矿尚处于建设初期，投资规模较上年缩小。2013 年第一季度，公司煤炭产销规模减少的同时支付职工工资等采矿成本增加，导致经营活动净现金流入减少为 1.64 亿元，同期公司的投资活动现金净流入也减少为-0.91 亿元。整体看，公司经营活动回笼的现金能够覆盖同期的资本支出规模，且煤炭主业较好的现金回笼能力可对公司即期债务的偿付提供保障。

2012 年末，该公司资产总额小幅增长了 1.06% 至 86.48 亿元。年内，公司货币资金消耗量加大并主要用于经营周转和矿井建设，长期资产有所增长，但公司经营主要依赖自有资金，外部债务规模相对较小，流动比率和速动比率仍分别处于 206.70% 和 136.22% 的高水平。从资产质量看，公司流动资产中占比较大的预付账款中 3.80 亿元系公司暂借关联方顺兴（中国）有限公司的款项，用于五彩湾煤炭的配套项目，因项目尚未竣工而挂账时间较长；其他应收款中大部分款项系公司在对关联企业神冶兰炭公司的银行欠款代偿后，对相关债务进行重组后与东神煤炭有限责任公司（以下简称“东神煤炭”）达成新的债务重组协议而形成，东神煤炭承诺于 2012 年 6 月末前还清。但截至 2012 年末，公司尚未收到东神煤炭的相关偿付款项，目前开始进入追偿程序，这部分的资产质量值得关注；存货主要为开采的煤炭，在市场价格持续下跌的情况下变现能力下降。

2013 年第一季度，公司资产规模继续保持增长，截至 3 月末，资产总额为 99.92 亿元，且得益于中期票据的发行，公司货币资金大幅增长了 13.74 亿元至 23.14 亿元，现金比率高达 118.90%。

### （三）外部支持

该公司与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系，拥有较大的授信额度。截至 2013 年 3 月末，公司合并口径已获得商业银行授信总额为 35.57 亿元，其中尚未使用的授信余额为 28.25 亿元。

## 六、公司过往债务履约情况

根据该公司提供的《企业基本信息报告》，截至 2013 年 7 月 25 日，公司无违约情况发生。此外，截至 2013 年 3 月末，公司发行债券本金余额为 10 亿元，为公司于 2013 年 3 月发行的 2013 年度第一期中期票据，目前均尚未到期。

图表 4. 截至 2013 年 3 月末公司发行债券情况 (单位: 亿元)

| 项目                  | 起息日        | 兑付日        | 发行金额  | 待偿还余额 |
|---------------------|------------|------------|-------|-------|
| 神东天隆 2013 年度第一期中期票据 | 2013.03.27 | 2018.03.27 | 10.00 | 尚未到期  |

资料来源: 中国债券信息网

## 七、结论

该公司仍主要依赖自有资本实现经营规模的增长，财务结构仍稳健。尽管 2012 年煤炭行业景气度下滑使得公司的收入规模增速放缓，但较好的资源禀赋和煤矿产能释放带来的规模效应使得公司仍保持了较强的盈利能力和较好的现金流状况。公司现有刚性债务偿付压力不大，但多个筹建矿井同时开工或将推高其负债规模。

同时，我们仍将持续关注 (1) 煤炭行业景气度下滑对公司主业经营稳定性的影响；(2) 公司债务规模的扩张及应收账款的回收情况；(3) 筹建矿井的建设进展以及给公司带来的投融资压力；(4) 东神煤炭代为偿付款项的回收情况以及对公司资产质量的影响。

附录一：

## 信用等级符号及定义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等 级         | 含 义   |                                |
|-------------|-------|--------------------------------|
| 投<br>资<br>级 | AAA 级 | 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 级  | 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 级   | 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 级 | 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    |
| 投<br>机<br>级 | BB 级  | 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 级   | 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 级 | 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 级  | 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 级   | 不能偿还债务                         |

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

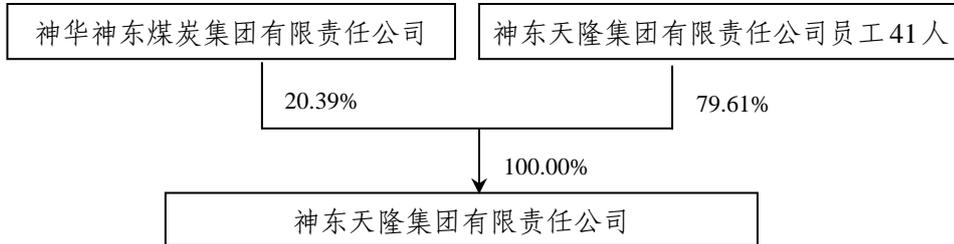
本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

| 等 级         | 含 义   |                                |
|-------------|-------|--------------------------------|
| 投<br>资<br>级 | AAA 级 | 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 级  | 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 级   | 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 级 | 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    |
| 投<br>机<br>级 | BB 级  | 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 级   | 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 级 | 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 级  | 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 级   | 不能偿还债务                         |

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

附录二：

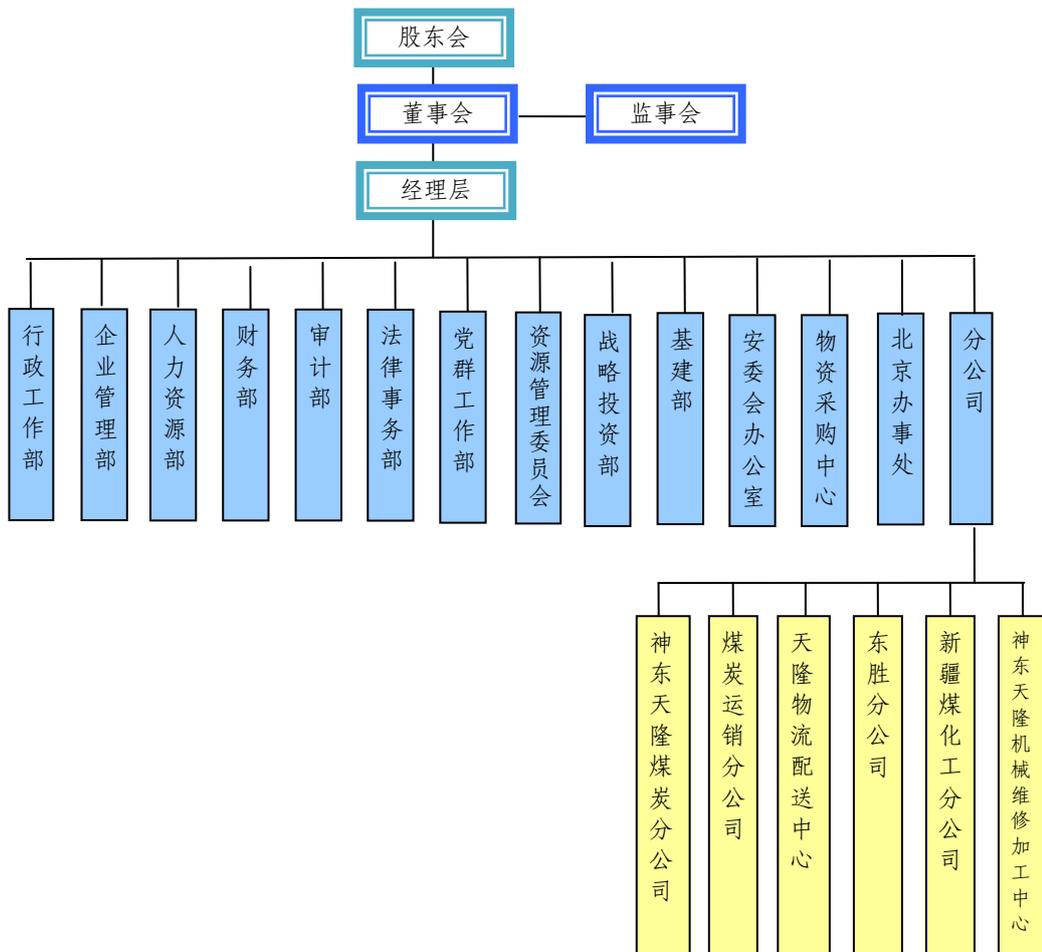
## 公司与实际控制人关系图



注：根据神东天隆提供的资料绘制（截至 2012 年末）

附录三：

## 公司组织结构图



注：根据神东天隆提供的资料绘制（截至 2012 年末）

附录四：

## 公司主业涉及的经营主体及其概况

| 名 称                     |           | 母公<br>司<br>持<br>股<br>比<br>例<br>(%) | 主<br>营<br>业<br>务 | 备<br>注 |
|-------------------------|-----------|------------------------------------|------------------|--------|
| 全<br>称                  | 简<br>称    |                                    |                  |        |
| 神东天隆集团煤炭有限责任公司本部        | 神东天隆煤炭    | --                                 | 煤炭销售             |        |
| 内蒙古神东天隆煤炭运销有限责任公司       | 神东天隆煤炭运销  | 100.00                             | 煤炭及煤化工产品的销售      |        |
| 神东天隆集团鄂尔多斯市久通工贸有限责任公司   | 久通工贸      | 100.00                             | 煤炭经营             |        |
| 神东天隆集团新疆五彩湾煤炭有限公司       | 神东天隆五彩湾   | 70.00                              | 矿山机械、日用百货的销售     |        |
| 伊金霍洛旗吴达煤炭有限责任公司         | 吴达煤炭      | 53.00                              | 煤炭开采及销售          |        |
| 伊金霍洛旗呼氏煤炭有限公司           | 呼氏煤炭      | 51.00                              | 煤炭开采及销售          |        |
| 神东天隆集团有限责任公司煤炭分公司       | 神东天隆煤炭分公司 | --                                 | 煤炭生产             | 分公司    |
| 神东天隆集团有限责任公司武家塔露天煤矿     | 武家塔煤矿     | --                                 | 煤炭生产             | 分公司    |
| 神华集团神华神东煤炭集团有限责任公司霍洛湾煤矿 | 霍洛湾煤矿     | --                                 | 煤炭生产             | 分公司    |
| 神东天隆集团有限责任公司大海则煤矿       | 大海则煤矿     | --                                 | 煤炭生产             | 分公司    |
| 神东天隆集团有限责任公司煤炭运销分公司     | 煤炭运销分公司   | --                                 | 煤炭经销             | 分公司    |

注：根据神东天隆 2012 年度审计报告附注整理

附录五:

## 主要财务数据及指标表

| 主要财务数据与指标[合并口径]      | 2010年    | 2011年    | 2012年    | 2013年<br>第一季度 |
|----------------------|----------|----------|----------|---------------|
| 资产总额 [亿元]            | 72.14    | 85.57    | 86.48    | 99.92         |
| 货币资金 [亿元]            | 14.20    | 14.02    | 9.41     | 23.14         |
| 刚性债务[亿元]             | 3.48     | 7.48     | 4.34     | 17.32         |
| 所有者权益 [亿元]           | 55.89    | 64.83    | 65.81    | 67.94         |
| 营业收入[亿元]             | 39.61    | 51.03    | 55.54    | 10.01         |
| 净利润 [亿元]             | 10.50    | 11.61    | 12.31    | 1.67          |
| EBITDA[亿元]           | 14.87    | 18.34    | 19.48    | —             |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | 5.97     | 7.97     | 13.15    | 1.64          |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -7.64    | -10.29   | -6.48    | -0.91         |
| 资产负债率[%]             | 22.53    | 24.24    | 23.90    | 32.01         |
| 长期资本固定化比率[%]         | 65.63    | 66.95    | 70.34    | 60.42         |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 1,607.76 | 867.17   | 1,517.68 | 392.34        |
| 流动比率[%]              | 222.78   | 217.75   | 206.70   | 256.75        |
| 速动比率 [%]             | 145.46   | 146.05   | 136.22   | 189.33        |
| 现金比率[%]              | 91.98    | 77.68    | 55.95    | 118.90        |
| 利息保障倍数[倍]            | 91.27    | 29.31    | 26.44    | —             |
| 有形净值债务率[%]           | 36.87    | 42.92    | 43.59    | 64.74         |
| 营运资金与非流动负债比率[%]      | 4,069.98 | 1,111.89 | 1,078.49 | 266.66        |
| 担保比率[%]              | 2.51     | —        | —        | —             |
| 应收账款周转速度[次]          | 5.92     | 7.79     | 6.72     | —             |
| 存货周转速度[次]            | 10.67    | 7.13     | 5.49     | —             |
| 固定资产周转速度[次]          | 4.71     | 6.27     | 5.92     | —             |
| 总资产周转速度[次]           | 0.60     | 0.65     | 0.65     | —             |
| 毛利率[%]               | 43.50    | 41.80    | 37.58    | 37.56         |
| 营业利润率[%]             | 34.16    | 31.99    | 28.08    | 25.44         |
| 总资产报酬率[%]            | 20.55    | 20.86    | 18.89    | —             |
| 净资产收益率[%]            | 20.17    | 19.24    | 18.85    | —             |
| 净资产收益率*[%]           | 19.74    | 15.67    | 18.45    | —             |
| 营业收入现金率[%]           | 106.89   | 94.42    | 97.89    | 118.84        |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | 42.78    | 46.17    | 70.03    | —             |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率[%]  | 42.06    | 43.10    | 63.52    | —             |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | -11.94   | -13.44   | 35.50    | —             |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -11.74   | -12.54   | 32.20    | —             |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 99.71    | 32.68    | 31.69    | —             |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 4.28     | 3.35     | 3.30     | —             |

注:表中数据依据神东天隆经审计的2010~2012年度及未经审计的2013年第一季度财务数据,整理计算。

附录六：

## 各项财务指标的计算公式

| 指标名称                | 计算公式   |
|---------------------|--|
| 资产负债率(%)            | 期末负债合计/期末资产总计×100%   |
| 长期资本固定化比率(%)        | 期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计 - 期末流动负债合计)×100%                         |
| 权益资本与刚性债务比率(%)      | 期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%  |
| 流动比率(%)             | 期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%   |
| 速动比率(%)             | (期末流动资产合计 - 期末存货余额 - 期末预付账款余额 - 期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%          |
| 现金比率(%)             | [期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%                |
| 利息保障倍数(倍)           | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)             |
| 有形净值债务率(%)          | 期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%      |
| 营运资金与非流动负债比率(%)     | (期末流动资产合计 - 期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%                             |
| 担保比率(%)             | 期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%  |
| 应收账款周转速度(次)         | 报告期营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2 ]                                |
| 存货周转速度(次)           | 报告期营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2 ]                                    |
| 固定资产周转速度(次)         | 报告期营业收入/[ (期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2 ]                                |
| 总资产周转速度(次)          | 报告期营业收入/[ (期初资产总计+期末资产总计)/2 ]                                    |
| 毛利率(%)              | 1 - 报告期营业成本/报告期营业收入×100%   |
| 营业利润率(%)            | 报告期营业利润/报告期营业收入×100%   |
| 总资产报酬率(%)           | (报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%                |
| 净资产收益率(%)           | 报告期净利润/[ (期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2 ]×100%                          |
| 净资产收益率*(%)          | 报告期归属于母公司所有者的净利润/[ (期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2 ]×100%      |
| 营业收入现金率(%)          | 报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%                                   |
| 经营性现金净流量与流动负债比率(%)  | 报告期经营活动产生的现金流量净额/[ (期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2 ]×100%                  |
| 经营性现金净流量与负债总额比率(%)  | 报告期经营活动产生的现金流量净额/[ (期初负债总额+期末负债总额)/2 ]×100%                      |
| 非筹资性现金净流量与流动负债比率(%) | (报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100% |
| 非筹资性现金净流量与负债总额比率(%) | (报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%     |
| EBITDA/利息支出[倍]      | 报告期 EBITDA / (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)                           |
| EBITDA/刚性债务[倍]      | EBITDA / ( (期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) / 2 )                             |

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销