



信用等级通知书

信评委函字 [2013]跟踪46号

抚顺矿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2013年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上,我对贵公司2012年度第一期10亿元中期票据、2013年度第一期8亿元中期票据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的主体信用等级和AA的债项信用等级,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

二零一三年七月二十三日

抚顺矿业集团有限责任公司 2013 年度跟踪评级报告

发行主体 抚顺矿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

存续中票列表

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 抚矿 MTN1	10	5	AA	AA
13 抚矿 MTN1	8	5	AA	AA

概况数据

抚顺矿业	2010	2011	2012	2013.3
总资产(亿元)	102.13	123.68	147.87	148.82
货币资金(亿元)	21.11	13.44	16.93	14.38
总负债(亿元)	43.70	61.83	85.91	83.67
总债务(亿元)	0.13	8.39	29.21	28.74
短期债务(亿元)	0.00	8.27	8.53	8.06
所有者权益(亿元)	58.43	61.85	61.96	65.15
营业总收入(亿元)	66.00	75.37	80.27	22.10
EBIT(亿元)	3.48	5.49	7.01	--
EBITDA(亿元)	9.20	11.96	13.33	--
经营活动净现金流(亿元)	5.90	10.08	11.67	4.01
营业毛利率(%)	20.01	27.48	32.33	32.13
EBITDA/营业总收入(%)	13.94	15.87	16.61	--
总资产收益率(%)	3.43	4.87	5.16	--
资产负债率(%)	42.79	49.99	58.10	56.22
EBITDA/短期债务(X)	--	1.45	1.56	--
EBITDA 利息倍数(X)	2,788.55	56.29	13.01	--

注：2010-2013 年一季度财务报告均按照新会计准则编制；2013 年一季度财务报表未经审计；所有者权益含少数股东权益。

分析师

项目负责人：李 敏 mli@ccxi.com.cn

项目组成员：徐文勇 wxyu@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2013 年 7 月 23 日

基本观点

中诚信国际维持抚顺矿业集团有限责任公司（以下简称“抚顺矿业”或“公司”）主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；维持“12 抚矿 MTN1”和“13 抚矿 MTN1”的债项信用等级为 AA。

中诚信国际肯定了公司具有的油母页岩资源优势、页岩油产品规模、技术优势以及煤质优良带来的较强盈利能力。同时，中诚信国际也关注到煤炭行业景气度下降、公司煤炭资源面临枯竭、新项目盈利不确定性、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

- **油母页岩资源丰富、页岩油产品毛利率较高。**目前公司控制油母页岩资源可采储量 11.42 亿吨，页岩油产能 35 万吨，在国内市场占有率为 70% 左右，规模优势明显。页岩油的原料来源于公司开采露天煤矿时剥离的油母页岩，生产成本较低。
- **油母页岩开采的技术优势。**公司拥有自主知识产权的抚顺式干馏炉，是国际公认的油母页岩干馏技术之一，被国内其他页岩油冶炼企业广泛使用。同时公司引进了目前国际上比较先进的 ATP 技术，使页岩油采油率提高到 85% 左右，油母页岩资源利用率提升至 100%。
- **煤质优良。**公司煤炭品种主要以优质的气煤和长焰煤为主，低硫、低磷、低灰，发热量较高，可达 6,500~7,000 大卡/千克。由于煤质优良，公司煤炭售价相对较高，而开采成本相对其他煤炭企业差别不大，因此近年公司煤炭板块保持了较高的毛利率水平，2010~2012 年分别为 43.31%、49.16% 和 43.94%，较高的煤炭毛利润空间增强了公司抵御行业波动风险的能力。

关 注

- **宏观经济增速放缓使得煤炭下游需求不振，煤价下跌。**2011年四季度以来，受宏观经济增速下滑影响，电力、钢铁、建材等下游行业均受到冲击，煤炭需求不振，社会库存高企，煤炭价格下跌，煤炭企业面临一定经营压力。
- **煤炭资源可采储量规模较小。**截至 2013 年 3 月底公司煤炭资源总储量为 13,076 万吨，其中西露天矿可采储量为 780 万吨，老虎台矿可采储量为 4,276 万吨，剩余服务年限分别为 4 年和 11 年，未来抚顺矿区可采资源将大幅下降。
- **公司历史负担较重。**抚顺矿区是中国开发最早的煤层矿区之一，开采至今已有百余年，历史负担较重，导致公司期间费用较高。
- **新建项目盈利的不确定性。**根据公司业务发展规划，“十二五”期间重点建设的页岩油化示范项目、再生造纸和煤矸石热电三大项目，目前正在实施过程中，预期投资金额较大，项目盈利状况还有待观察。

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办法，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

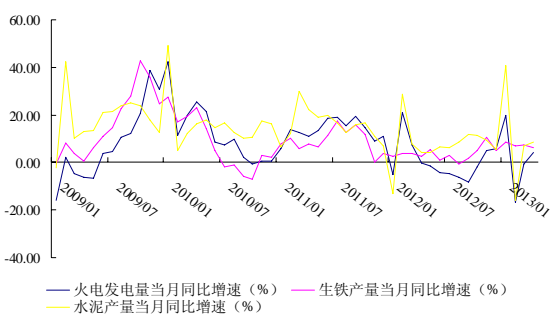
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

近期关注

2012 年以来，受煤炭下游需求放缓、进口煤冲击以及前期高速投资的煤矿产能释放的影响，煤炭价格大幅下降，预计 2013 年煤炭市场整体将呈现供大于求的态势，煤炭价格或将持续低迷

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。2010~2011 年，在国家“四万亿”投资拉动下，宏观经济保持了良好的增长势头，主要耗煤行业产品产量保持了较快增速，煤炭需求旺盛。但是 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，煤炭行业景气度下滑。

图 1：2009 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，工业用电增速显著下降；加之 2012 年二季度南方雨水丰沛，水电出力充足，使得火电企业开工不足，全国规模以上电厂 2012 年第一、二、三季度火电发电量增速分别为 7.0%、-1.7%、-5.3%，逐季回落。2012 年四季度以来，全社会用电量增速出现弱复苏迹象，2012 年 11

月起火电发电量当月同比实现正增长。2012 年全口径火电发电量为 39,108 亿千瓦时，同比增长 0.3%。但 2013 年以来，由于经济复苏依然不明朗，且水电出力逐步增加，火电发电量增速较 2012 年四季度有所回落。2013 年 1~5 月份，全国规模以上电厂火电发电量 16,659 亿千瓦时，同比增长 2.1%。电厂库存方面，截至 2013 年 3 月底，全国重点电厂的电煤库存为 7,217 万吨，可用天数为 20 天，依然处于较高水平。

钢铁行业方面，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，生铁产量增速呈现弱势回升，2013 年 1~4 月生铁产量当月同比增速均维持在 5% 以上水平。价格方面，2012 年 9 月以来，钢材价格有所回升，但目前尚处于偏低水平，且钢铁社会库存仍处于高位，短期内仍有进一步下降空间。中诚信国际认为，短期看钢铁下游需求疲软的态势难以改观，将持续传导至煤炭行业，对焦煤价格形成一定下行压力。

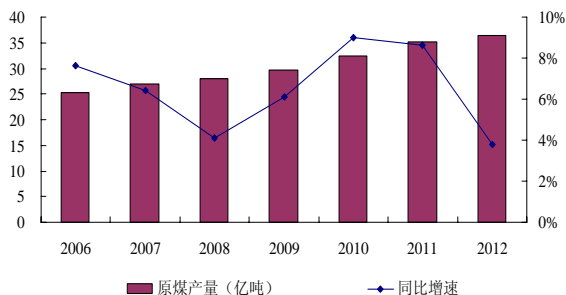
水泥行业方面，2011 年下半年开始，铁路、公路等基建投资出现大幅下降，房地产市场遭遇严格调控，房地产开发投资增速加速下滑，水泥需求快速回落，水泥价格随之下调。2011 年我国水泥产量为 20.85 亿吨，同比增长 11.70%，增速较上年减少 3.83 个百分点。2012 年，我国宏观经济增速放缓，当年我国水泥产量为 22.1 亿吨，同比增长 5.3%，增幅进一步下滑；此外，水泥行业景气度持续低迷，水泥价格进一步下跌。而 2012 年 9 月份以来，水泥行业进入传统销售旺季，加上铁路基建投资显著回暖，水泥价格止跌回调。但入冬以来，大部分区域因气候原因，施工进度逐步放缓，水泥价格也随之出现持续回落。目前来看，受宏观经济增速放缓的影响，水泥行业疲

弱态势短期内不会改变。但长期看，保障房、铁路、公路、基建以及水利等建设项目将为水泥需求提供一定支撑。

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。

供给方面，2002年以来，煤炭行业固定资产投资保持快速增长，煤炭行业固定资产投资额从2002年的111.91亿元快速上升到2011年的4,907.3亿元，年均复合增长率为52.21%。在此带动下，全国原煤产量从2002年的13.80亿吨上升到2011年的35.20亿吨，年均复合增长率为10.96%。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2：2006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%，2013年1~5月煤炭进口1.36亿吨，同比增长20.9%。煤炭进口量的大幅增加对国内煤炭市场造成了较大冲击，加速了沿海煤炭价格的下跌。

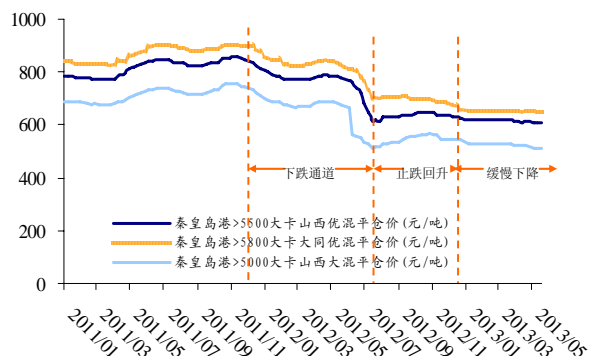
2013年5月，国家能源局下发《商品煤质量管理暂行办法》(征求意见稿)文件(以下简称《办法》)，拟限制低热值煤炭进口，并对进口商设定准入门槛。《办法》规定远距离运输和进口动力用商品煤

应当符合的条件，即全硫分不大于1%，灰分不大于25%，发热量不小于19MJ/kg。若该《办法》可最终通过实施，将对低质煤炭的进口和使用起到限制作用。

煤炭供给方面总体来看，前期资源整合和新资源开发投资建设的产能将在近两年快速释放；随着“十二五”末煤炭运输压力的大幅缓解，国内煤炭有效供给量将进一步增长。截至2012年末，社会煤炭库存量已经突破3亿吨关口，达到3.47亿吨，进口煤的快速增长加剧了社会煤炭库存的压力，预计未来煤炭行业将面临产能过剩压力。

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；2012年底至2013年上半年，受经济复苏不振以及水电出力增加的影响，煤炭价格进入缓慢下降的通道。

图3：2011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。2012年11月初以来，下游需求反弹形势不明朗，动力煤价格缓慢下降。截至2013年5月20日，秦皇岛>5,500大卡山西优混煤平仓价为610元/吨，平稳下跌的趋势已经持续27周，该价格水平相比2011年11月中旬最高点860元/吨已经下降了250元/吨，跌幅达到29.07%。

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~2013年2月末，在钢铁行业景气度攀升的态势下，焦煤价格有所回升；但因回升基础薄弱且钢铁社会库存已处于高位，2013年3月以来，焦煤价格持续下滑，截至2013年5月17日，主焦煤、肥煤和1/3焦煤的全国平均价格分别为1,109元/吨、1,139元/吨和1,039元/吨，分别比2011年11月中旬最高价格降低479元/吨、445元/吨和360元/吨，降幅分别达到30.16%、28.09%和25.73%。

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5月17日无烟中块全国平均价为1,106元/吨，相比2011年10月下旬最高价格降低284元/吨，降幅为20.43%，降幅低于动力煤和焦煤。

煤炭价格方面总体来看，2011年四季度以来，随着下游需求增速放缓，煤炭价格普遍出现下滑态势，尽管2012年四季度前后，价格总体有所回升，但由于需求企稳基础薄弱，2013年开始煤价再次进入缓慢下降通道。

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。

资源税改革方面，2013年5月，国务院批转发展改革委《关于2013年深化经济体制改革重点工作意见的通知》(国发[2013]20号文)，指出2013年在财税体制改革方面，将资源税从价计征范围扩大到煤炭等应税品目，同时清理煤炭开采和销售中的相关收费基金，开展深化矿产资源有偿使用制度改革试点。此前根据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，其他煤炭仍为每吨0.3~5元。煤炭资源税从价计征的方式相比从量计征的方式将显著增加煤炭企业的税负负担，在煤炭景气度下滑的形势下，煤炭价格较低，资源税相对处于较低水平，但目前煤炭行业面临供大于求的形势，成本难以向下游转嫁，将对煤炭企业利润水平产生负面影响。

我国页岩油资源丰富，未来有望成为常规石油资源的重要补充和替代

我国油页岩资源主要集中在松辽、鄂尔多斯、准噶尔三个盆地，约占全国油页岩资源储量的76.8%。其中吉林省油页岩总地质储量499亿吨，已列入储量表的7处矿床总保有储量174.5亿吨，占全国储量的55%；广东省油页岩地质储量约132亿吨，探明储量75.7亿吨；辽宁省油页岩地质储量109亿吨，探明储量37亿吨，主要分布于抚顺、锦州、阜新、葫芦岛等市。

中国开发利用油页岩起步较早，至今已有70多年历史。上世纪50年代为中国油页岩开发利用的繁盛时期，页岩油产量曾占中国整个石油产量

的一半。随后由于常规石油工业的快速发展，油页岩的开发规模逐渐萎缩。2000年以来，随着国内对石油需求的快速增长和国际油价的持续走高，油页岩产业开始了新一轮的发展。抚顺、桦甸、罗子沟等老油页岩矿先后恢复了页岩油生产，全国范围内的油页岩储量勘探工作也先后展开。2008年全国页岩油年产量约40万吨，其中抚顺矿业集团油页岩冶炼厂是目前中国在运行的最大的油页岩冶炼厂，产量达33万吨/年；此外，吉林桦甸每年生产页岩油2万吨，吉林汪清罗子沟年生产3万吨，黑龙江牡丹江页岩油完成3万吨中试准备。

近年来国家及地方政府不断出台政策，鼓励和扶持非常规油气资源的开发及利用，在2007年出台的《产业结构调整指导目录》中，规定作为石油和天然气等常规能源的重要补充，油页岩、油砂等非常规能源将在今后几年得到信贷、税收等政策的大力支持。在一系列政策的支持下，预计油页岩开发利用行业将迎来新一轮发展。

总体来看，中国油页岩资源储备丰富，开发利用起步较早，但由于后期石油工业的兴起，油页岩开发基本停滞。近年来随着国内对石油需求的快速增长以及国际油价的持续走高，加之现代开采冶炼技术降低了油页岩炼油成本，中国油页岩行业处于新一轮的发展阶段。目前中国原油对外依存度约55%，严重威胁了中国的能源安全。国家出台了一系列宏观政策支持非常规油气资源的开发利用，未来油页岩的开采提炼将成为常规石油资源的重要补充和替代，油页岩开发利用将迎来较快发展阶段。

公司煤炭生产稳定，但生产成本上升、煤炭价格持续下滑，资源面临枯竭

公司煤炭品种主要以优质的气煤和长焰煤为主，低硫、低磷、低灰，发热量较高，可达6,500~7,000大卡/千克。

在煤炭资源方面，截至2013年3月底，公司的可控资源主要为西露天矿、老虎台矿和东露天

矿，三矿可采煤炭资源总量达到13,076万吨，其中西露天矿的可采储量为780万吨，老虎台矿的可采储量为4,276万吨，东露天矿的可采储量为8,020万吨。

目前三个矿井的核定生产能力合计为610万吨/年，其中西露天矿和老虎台矿的核定生产能力均为260万吨/年，东露天矿为90万吨/年。根据矿井目前可采储量及生产能力，西露天矿可开采到2017年，剩余服务年限为4年；老虎台矿可开采到2024年，剩余服务年限为11年，若按东露天矿一期生产水平开采，则可以开采到2046年，剩余服务年限为63年，二期生产水平服务年限约29年。东露天矿在老虎台矿开采结束后，生产能力将达到设计的150万吨/年的水平。

表1：截至2013年3月底煤炭储量（万吨、年）

	可采储量	核定产能	剩余开采年限
西露天矿	780	260	4
老虎台矿	4,276	260	11
东露天矿	8,020	90	-
合计	13,076	610	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

煤炭产量方面，由于部分资源即将面临枯竭，2010年以来公司综合平衡煤炭价格、产量和剩余可开采年限的前提下对煤炭产量进行调整。2012年公司生产原煤431.50万吨，与2011年基本持平。2013年，公司根据市场状况，调整了生产的季节性分布，加大一季度生产量，2013年一季度共生产原煤141.5万吨。

煤炭洗选能力方面，抚顺矿业现有两家矿山型选煤厂，分别是西露天矿选煤厂和老虎台矿选煤厂，处理原煤的能力均为300万吨/年，合计600万吨/年。目前两矿选煤厂的主再洗设备、煤泥水处理设备、低杂煤的加工能力等均处于国内领先水平。2012年受原煤价格下滑影响，公司增加了洗煤量，原煤入选率为86.91%，同比上升18.54个百分点，精煤产量为113.8万吨。2013年一季度，公司精煤产量为34.4万吨。

表2：2010~2013年一季度公司煤炭洗选情况

项目	2010	2011	2012	2013.1~3
原煤产量（万吨）	424.6	428.4	431.5	141.5

项目	2010	2011	2012	2013.1~3
原煤入洗量(万吨)	309.29	292.9	375	113.6
原煤入洗率(%)	72.84	68.37	86.91	80.28
精煤产量(万吨)	120.7	131.0	113.8	34.4

资料来源: 公司提供

煤炭销售方面, 2012 年, 由于东露天矿生产的原煤纳入商品煤销售计算口径, 公司销售商品煤 411.73 万吨, 同比增加 36%。2013 年一季度销售 135.91 万吨。销售价格方面, 受宏观经济不景气影响, 下游需求较弱, 2012 年和 2013 年一季度公司各种煤炭产品的销售价格持续下滑。

表 3: 2010~2013 年一季度煤炭销售情况(万吨、元/吨)

产品		2010	2011	2012	2013.1~3
二级精煤	销量	101.19	85.52	77.91	25.29
	均价	782.29	887.47	778.63	716.16
八级精煤	销量	18.58	19.95	25.51	9.13
	均价	723.17	844.97	731.87	685.39
洗中块	销量	36.59	31.74	27.09	9.72
	均价	747.42	808.46	773.60	722.34
洗混煤	销量	29.18	46.39	66.49	28.82
	均价	618.14	641.78	605.34	569.65
优质末煤	销量	10.95	10.25	24.39	4.80
	均价	646.76	707.07	680.06	646.72
末煤	销量	62.35	63.64	72.96	26.44
	均价	561.51	622.07	576.46	542.85
原煤	销量	33.02	45.25	117.38	31.71
	均价	542.46	625.33	546.64	491.56

资料来源: 公司提供

销售区域方面, 2012 年公司煤炭主要销往辽宁省内, 客户以钢铁、电力、建材行业企业为主。公司的精煤客户主要以鞍山钢铁公司、首钢集团、抚顺钢铁等大型企业为主; 电煤客户以抚顺石化电厂、辽化电厂、辽宁东方电厂、抚顺长顺电力为主; 建材行业用煤客户以辽阳千山水泥、大连水泥厂、辽宁山水工源水泥厂为主。

总整体看, 2012 年公司煤炭生产和销售情况稳定。但近年来, 煤炭价格持续低位运行, 同时公司煤炭资源储量规模较小, 西露天矿煤炭资源即将面临枯竭。针对这种情况, 公司制定了转产转型、发展循环经济的战略, 使得以煤为主的单一经济结构得以改善, 未来若公司不加强煤炭资源的收购和整合, 煤炭板块在公司业务中的整体规模将逐渐削弱。

页岩油生产保持稳定、页岩油化工示范项目即将投产, 页岩油业务未来将成为公司收入的主要来源

目前公司油母页岩开采以西露天矿为主, 待西露天矿枯竭后, 东露天矿将成为公司最主要的油母页岩来源。截至 2013 年 3 月底, 两矿油母页岩可采储量合计为 114,248 万吨, 其中东露天矿的可采储量为 113,697 万吨, 占比为 99.52%, 为最主要的油母页岩资源来源。2012 年, 公司油母页岩开采量为 1,308 万吨, 同比增长 8.64%, 与煤炭产量关联度较高。2013 年一季度开采量为 337 万吨。

表 4: 2010~2013 年一季度油母页岩资源储量和产量

矿井	可采储量(万吨)	产能(万吨/年)	产量(万吨)			
			2010	2011	2012	2013.1~3
西露天矿	551	700	541	592	662	172
东露天矿	113,697	700	634	622	646	165
合计	114,248	1,400	1,175	1,214	1,308	337

资料来源: 公司提供

生产能力方面, 公司现有 11 部抚顺式干馏装置, 可年加工处理 1,200 万吨油母页岩, 设计年产页岩油 35 万吨。此外, 代表着世界油母页岩开发利用先进水平的 ATP 小颗粒炼油工程正在试运行, 目前生产能力为 10 万吨/年, 试运行成功后, 公司页岩油总生产能力将达到近 50 万吨/年。最后, 通过技术升级, 提高资源利用率和油品采油率, 公司页岩油产能将达到 70 万吨/年。

生产效率方面, 2012 年由于公司生产技术的不断改进, 采油率达到 53.66%, 资源利用率达到 83.62%, 待 ATP 小颗粒炼油工程正式投产后, 预计资源利用率将达到 100%。

表 5: 2010~2012 年页岩油生产技术指标

	2010	2011	2012
含油率(%)	6.02	6.02	6.23
采油率(%)	50.53	52.21	53.66
吨油油母页岩单耗(吨)	34.95	34.33	33.88
资源利用率(%)	86.72	84.31	83.62

资料来源: 公司提供

近年公司页岩油的产、销量逐年稳步上升, 2012 年产量为 38.61 万吨, 同比增长了 9.22%, 销量也稳步增加, 2012 年销售 38.98 万吨, 同比

增长 10.05%。由于页岩油产品目前处于供不应求的状态，公司的议价能力较强，销售款项可以及时收回。2013 年一季度，由于公司增加了煤炭产量，页岩油产量也随之增加，产量达到 9.7 万吨，销售 9.4 万吨。页岩油的销售价格不断上升，2012 年销售均价为 4,727.70 元/吨，2013 年小幅上涨至 4,751.30 元/吨。预计未来随着页岩油产能建设的推进，页岩油产、销量将保持稳步增长的态势。

表 6：2010~2013 年一季度公司页岩油的产销量

	2010	2011	2012	2013.1~3
页岩油产量(万吨)	33.60	35.35	38.61	9.7
页岩油销量(万吨)	33.21	35.42	38.98	9.4
产销率(%)	98.84	100.20	100.96	96.91
页岩油销售均价(元/吨)	4,030.41	4,638.92	4,727.7	4,751.3

资料来源：公司提供

页岩油深加工方面，目前抚顺矿业年加工页岩油 50 万吨的化工厂现已基本完工，主要产品为年产 4.99 万吨乙苯、年产 6.52 万吨丙烯、年产 3.66 万吨液化气和年产 2.31 万吨 MTBE 等，目前已经进行了部分模块的试车工作，预计 2013 年下半年投产。

总体看来，公司是国内页岩油生产的龙头企业，技术优势显著，拥有垄断性的市场地位。目前油母页岩炼油和综合利用已经成为公司战略转型的重要方向，未来随着技术的更新和投入的加大，该板块整体实力有望进一步提升。但中诚信国际也注意到，目前公司可控油母页岩资源规模较小，主要单一性地依赖露天矿；同时由于油母页岩资源与煤伴生，公司油母页岩资源开采量受制于煤炭开采规模；并且目前出于成本和技术的考虑，公司的资源扩张将优先考虑露天与煤伴生的油母页岩资源，公司面临一定的资源制约。此外，公司投资建设的页岩油深加工项目盈利性

也存在不确定性。

页岩油化工示范和再生造纸项目初具生产能力，后续投资放缓，若煤矸石热电项目获批，公司未来投资规模较大

在投资计划方面，2012 年公司全力推进项目建设，“十二五”期间已规划的项目包括：页岩油化工厂示范项目、再生造纸项目、煤矸石热电项目、油母页岩热电项目以及热源厂工程等。此外，公司将加强油母页岩、煤炭的资源扩张，为今后发展提供资源保证。

项目进展方面，页岩油深加工项目目前已经基本完成工程建设，并对部分模块进行试车，2013 年 7 月将进行整体试车，预计今年下半年将正式投产。截至 2013 年 3 月底，该项目已经累计投资 16.33 亿元，尚需投入 8.37 亿元。截至 2013 年 3 月底，再生造纸项目已经累计投资 20.85 亿元，已经完成生活用纸和箱纸板两条生产线，公司将根据市场和资金获取情况，判断是否建设后续项目。煤矸石热电项目，目前正在办理相关手续，待得到批复后将开始建设。

未来资本支出方面，公司拟、在建的项目建设共需资本金开支合计约 128.8 亿元，目前已经完成投资 37.25 亿元，页岩油化工示范项目和再生造纸项目均具备了生产能力。由于公司根据市场和自身资金情况，放缓页岩油化工示范项目和再生造纸项目的后续投资步骤，预计公司近期内不存在较大的资金需求。但如果煤矸石热电项目获批，公司将投入大量资金建设，将产生一定的资金压力。

表 7：截至 2013 年 3 月底公司在建项目情况（亿元）

序号	项目名称	主要内容	总投资	已投资额	投资计划			建设时间
					2013.3~12	2014	2015	
在建项目	页岩油化工厂示范项目	对页岩油进行深加工，生产液化气、丙烯等产品，项目设计年加工能力 90 万吨，分两期建设。	24.7	16.33	8.37	0.00	0	2010.6~2013
	再生造纸项目	造纸和纸制品加工，规划到“十二五”末造纸产能达到 200 万吨/年，加工产能达 30 万吨/年。	64.6	20.85	4.99	0	0	2010~2015

拟建项目	抚电机组关停替代热源工程	为解决抚顺发电公司 2011 年关停后其供暖区域内供暖问题而建设。	4.3	--	3.30	1.00	2013.3~2014
	煤矸石热电厂	分二期建设，到 2015 年达到 4×350MW。	35.15	0.07	11.2	23.88	2012~2014
合计			128.8	37.25	27.86	24.88	0

资料来源：公司提供，中诚信国际

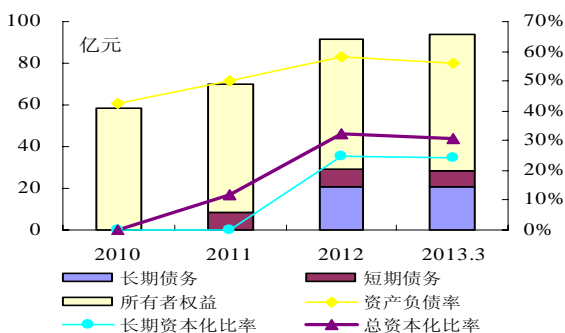
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经利安达会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2010~2011 年度财务报表、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）辽宁分所审计并出具标准无保留意见的 2012 年度财务报告及未经审计的 2013 年 1~3 月财务报表。

随着在建项目的投入，公司总资产规模逐年增长，同时长期负债大量增加，资产负债率和总资本化比率也随之大幅上升

随着公司页岩油化工项目和再生造纸项目的推进，公司在建工程大幅增加，带动总资产稳步增长。2012 年，公司在建工程净增加为 28.41 亿元，其中页岩油化工示范项目增加在建工程 13.61 亿元，再生纸项目增加 11.16 亿元，这两个项目的工程进度分别为 55% 和 44%。截至 2012 年底，公司总资产为 147.87 亿元，同比增长 19.55%；截至 2013 年 3 月底，公司总资产达到 148.82 亿元。同时，2012 年和 2013 年 3 月公司资产负债率分别为 58.10% 和 56.22%，相比 2011 年底的 49.99% 出现了小幅上升。

图 4：2010~2013 年 3 月公司资本结构图



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，2012 年净利润转入 4.77 亿元；补提 2011 年国有资本收益 0.32 亿元；计

提应交国有资本收益 0.66 亿元；上交国有资本投资收益 5 亿元；受以上因素影响，公司的所有者权益由 2011 年的 61.85 亿元小幅增加至 2012 年的 61.96 亿元。截至 2013 年 3 月底，所有者权益为 65.15 亿元。

债务方面，公司的长期借款由 2011 年的 0.13 亿元大幅增加至 2012 年的 10.82 亿元，发行中期票据增加应付债券 9.87 亿元，致使总债务增加至 29.21 亿元，同比增长 248.15%，2012 年公司总资本化比率也上升至 32.04%，增加了 20.09 个百分点。截至 2013 年 3 月底，公司的总债务为 28.74 亿元，总资本化比率为 30.61%。

从债务结构来看，由于长期债务的大规模增加，公司债务结构有所改善，这与公司在建项目回收资金周期相匹配。截至 2012 年和 2013 年 3 月底公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.41 和 0.39。

总体来看，2012 年以来公司投入大量资金建设页岩油化工示范和再生纸项目，带动总资产规模大幅增长。同时公司通过长期借款获取所需资金，公司的债务结构有所改善，但资产负债率和总资本化比率随之大幅上升。

由于油价上升，页岩油业务盈利能力增强，公司收入规模稳步增长，煤炭价格下滑对公司盈利能力影响较小

目前，公司煤炭和页岩油的产量较为稳定，同时煤炭价格下滑而页岩油价格不断上升，因此公司的营业总收入增长幅度较小，2012 年公司实现营业收入 80.27 亿元，同比增长 6.50%。

收入构成方面，公司营业总收入主要来源于煤炭和页岩油业务，2012 年两者合计占比达到 57.38%，同比分别增长了 12.32% 和 12.17%。此外，公司继续做大建筑、运输等非主营业务，2012

年非主营业务收入占营业总收入的比例为 32.43%。

表 8：2010~2013 年一季度公司各板块业务收入情况(亿元)

业务板块	2010	2011	2012	2013.1~3
商品煤	20.42	24.6	27.63	8.27
页岩油	13.38	16.43	18.43	4.46
机械产品	1.89	1.9	2.13	0.49
火工产品	1.24	1.49	1.51	0.3
其他产品	2.92	3.28	4.54	1.7
主营业务	39.86	47.71	54.24	15.22
建筑	7.6	15.08	8.72	2.74
运输	2.58	2.68	2.85	0.88
医疗、酒店等	15.95	9.9	14.46	3.26
其他业务	26.14	27.66	26.03	6.88
合计	66	75.37	80.27	22.1

资料来源：公司提供

毛利率方面，受煤炭价格下降影响，公司的商品煤毛利率出现下滑，但由于公司煤质较好，毛利率仍高于 40%。由于页岩油的原材料为公司开采露天煤矿时必须剥离的油母页岩，因此生产成本较小同时受近年来国际油价持续高企的影响，页岩油毛利率维持较高水平，2012 年为 59.52%。受益于页岩油销量和价格的不断上升，公司营业毛利率不断上升，2012 年达到 32.33%，同比上升了 4.85 个百分点。

表 9：2010~2013 年一季度公司各板块毛利率情况(%)

业务板块	2011	2011	2012	2013.1~3
商品煤	43.31	49.16	43.94	55.14
页岩油	50.57	51.65	59.52	58.52
机械产品	6.9	-22.09	-83.1	-16.33
火工产品	17.83	20.77	27.15	16.67
其他产品	-37.04	-62.23	-11.67	-32.35
主营业务	37.34	38.62	39.12	43.3
建筑	2.74	3.19	4.7	2.19
运输	-5.52	-4.32	25.96	38.64
医疗、酒店等	10.94	19.4	24.69	3.37
其他业务	-6.42	8.27	18.13	7.41
合计	20.01	27.48	32.33	32.13

资料来源：公司提供

从期间费用方面来看，2012 年公司三费合计 20.38 亿元，三费收入占比较 2011 年增加 5.51 个百分点至 25.39%。

公司期间费用以管理费用为主，2012 年达到 19.42 亿元，主要原因是公司历史负担重，分、子公司众多，在职员工较多，工资及福利支出较大，此外公司自 2012 年起将维修费计入管理费用也导致了管理费用的大幅增加。财务费用方面，由于 2012 年公司有息债务同比增加了 248.15%，财务费用由 2011 年的负值增加至 0.36 亿元。总体来看，由于公司矿井已开采多年，人员负担较重，因此公司管理费用在短期内仍将保持在较高的水平，致使三费占比将维持较高水平。

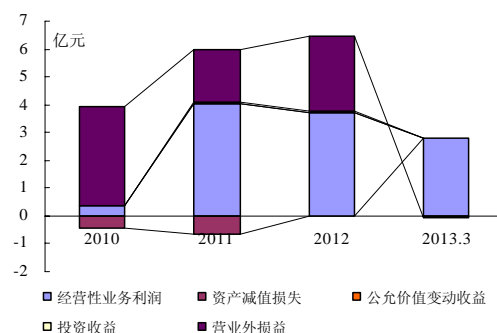
表 10：2010~2013 年 3 月公司期间费用情况(亿元)

	2010	2011	2012	2013.1~3
销售费用	0.38	0.42	0.60	0.11
管理费用	11.73	14.67	19.42	3.64
财务费用	-0.38	-0.10	0.36	0.14
三费合计	11.73	14.99	20.38	3.89
营业总收入	66.00	75.37	80.27	22.10
三费收入占比(%)	17.78	19.88	25.39	17.61

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理。

从利润总额来看，2012 年公司利润总额为 6.48 亿元，同比上升 22.65%。其中经营性业务利润为 3.74 亿元，受煤炭价格下降影响，同比下降了 6.88%，占总利润的比率为 57.72%。2012 年公司取得营业外损益为 2.74 亿元，主要来源于政府补助。政府补助收入主要是公司页岩油炼油厂的增值税即征即退，2012 年增值税即征即退额为 2.61 亿元。2013 年一季度，由于公司增加了煤炭产量，页岩油产量也随之增加，经营性业务利润为 2.79 亿元，利润总额为 2.75 亿元，同比上升了 60.51%，其中增值税即征即退额为 6,656 万元。

图 5：公司利润总额分析(亿元)



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看,2012年以来,煤炭价格的下跌对公司盈利能力影响较小,受页岩油价格和销量上升的影响,公司盈利能力不断提升。但中诚信国际关注到针对页岩油的增值税即征即退政策对公司盈利能力影响较大,该政策若出现变化将对公司盈利能力带来巨大影响。

公司经营性现金流较为平稳,投资现金流出较大,借款筹资规模大幅增加

经营活动现金流方面,由于2012年盈利能力增强,同时由于在建项目接近完工,致使预付账款大幅减少,公司经营活动净现金流较2011年有所增加,全年公司实现经营活动净现金流11.67亿元。2013年一季度,公司实现经营活动净现金流4.01亿元,比去年同期增加61.52%。

投资活动现金流方面,2012年由于公司不断加大页岩油化工示范项目和再生纸项目的投资,公司投资活动产生的现金流出数额较大,为22.34亿元。2013年一季度投资活动现金流出为6.49亿元。未来几年,公司投资支出仍将维持较高水平。

筹资活动现金流方面,由于2012年投资规模较大,公司融资需求较大,筹资活动现金流入为26.70亿元。其中,发行中票10亿元,获得国开行对页岩油化工示范项目的贷款10.7亿元,其它主要为银行借款。筹资活动现金流出主要为上交了国有资本收益5亿元以及偿还部分借款。2013年一季度,公司筹资活动仅因分配利润流出745万元,没有其他筹资活动相关的现金流入和流出。

表 11: 2010~2013 年 3 月公司现金流构成分析 (亿元)

	2010	2011	2012	2013.1~3
经营活动产生现金流入	56.23	65.70	70.97	17.32
经营活动产生现金流出	50.33	55.62	59.30	13.31
经营活动净现金流	5.90	10.08	11.67	4.01
投资活动产生现金流入	3.69	0.18	0.23	0.00
投资活动产生现金流出	10.82	23.84	22.34	6.49
投资活动净现金流	-7.14	-23.66	-22.11	-6.49
筹资活动产生现金流入	0.39	6.63	26.70	0
其中: 吸收投资所收到的现金	0	0	0	0
借款所收到的现金	0	6.30	16.85	0

筹资活动产生现金流出	0.34	0.73	12.77	0.07
其中: 偿还债务所支付的现金	0.33	0.50	7.61	0
分配股利、利润或支付利息	0	0.21	5.16	0.07
筹资活动净现金流	0.05	5.90	13.93	-0.07
现金及现金等价物净增加额	-1.18	-7.67	3.49	-2.55

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

总体来看,2012年公司经营活动净现金流小幅增加; 由于投资规模较大, 投资活动现金流出大幅增加; 公司主要通过借款方式筹集资金, 此外上交国有资本收益现金支出较大。

债务规模增加较快, 公司偿债能力指标大幅弱化, 但仍保持较好的偿债能力

2012年, 公司盈利能力有所增强, EBITDA较上年同比增长11.45%至13.33亿元, 但由于公司债务规模的大幅增加, 带来利息支出的快速增长, 导致各项偿债指标迅速弱化。总债务/EBITDA大幅上升至2.19倍, EBITDA利息保障倍数大幅下降至13.01倍; 2012年公司经营活动现金流/利息支出由2011年的47.44倍降低为11.39倍; 同期, 公司经营活动现金流/总债务为0.40倍。2013年一季度, 由于经营活动净现金流大幅增加, 公司经营活动现金流/总债务(经年化后指标)上升至0.56倍。

表 12: 2010~2013 年 3 月公司偿债能力指标

	2010	2011	2012	2013.3
长期债务(亿元)	0.13	0.13	20.68	20.68
总债务(亿元)	0.13	8.39	29.21	28.74
总资本化比率(%)	0.22	11.95	32.04	30.61
EBITDA(亿元)	9.20	11.96	13.33	--
经营活动净现金流(亿元)	5.90	10.08	11.67	4.01
EBITDA 利息倍数(X)	2788.55	56.29	13.01	--
总债务/EBITDA(X)	0.01	0.70	2.19	--
经营活动现金流/总债务	45.87	1.20	0.40	0.56*
经营活动现金流/利息支出	1,789.06	47.44	11.39	--

注: 加**数据经过年化处理。

资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

总体来看,2012年公司债务规模快速增加, 各项偿债指标均出现弱化, 但由于盈利能力上升且整体债务规模不高, 公司保持较强的偿债能力。但公司如果需要进行大规模投资, 则面临一定的

资金压力，需要通过外部融资渠道获取所需资金。

在或有事项方面，截至 2013 年 3 月底，公司仅承担对沈阳煤业（集团）有限责任公司（以下简称“沈阳煤业”）的对外担保，担保额为 7,880 万元，占公司 2013 年 3 月底净资产的 1.21%。沈阳煤业前身为沈阳矿务局，由辽宁省国资委控股，隶属于辽宁省煤炭工业管理局。截至 2013 年 3 月底，该公司资产总额为 346.47 亿元，净资产 82.51 亿元。2012 年沈阳煤业实现营业收入 193.61 亿元，净利润 7.48 亿元。该担保代偿风险较小，对公司整体信用水平影响不大。

受限资产方面，截至 2013 年 3 月末，公司已抵押资产金额 158,477 万元，在当期资产总额中占比为 10.65%，其中，抵押资产远东页岩炼化有限责任公司施工机器设备为 155,000 万元。

表 13: 截至 2013 年 3 月底公司受限资产情况(万元)

抵/质押资产名称	抵押/质权人	资产账面价值	起止时期
远东页岩炼化有限责任公司施工机器设备	国开行辽宁分行	155,000	2012.2-2020.2
抚顺市东富平路 5-7 号楼	省财政厅	2,402	2007.12-2022.12
抚顺矿业集团公司老运输部办公楼	省财政厅	1,075	2007.12-2022.12
总计		158,477	

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

备用流动性方面，截至 2013 年 3 月底，公司在中国建设银行、中国银行及中信银行等几家商业银行共计获得综合授信额度 144.30 亿元，其中已使用额度 16.05 亿元，未使用额度 128.25 亿元。同时国家开发银行给予意向贷款总额度 100 亿元，贷款资金将主要用于公司页岩油深加工、煤矸石热电厂及再生造纸项目的投资，截至 2013 年 3 月底，公司获得国开行意向贷款 10.7 亿元。综合来看，公司备用流动性较为充足，未来资金需求能够得到较好的保障。

过往债务履约情况

根据中国人民银行“银行信贷登记咨询系统”相关记录，抚顺矿业不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。抚顺矿业及其

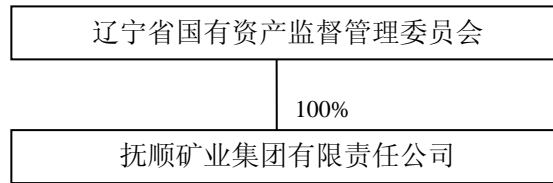
子公司近年来未发生债务违约情形。

截至 2013 年 3 月末，公司共发行两笔债务融资工具，即“抚顺矿业集团有限责任公司 2012 年度第一期中期票据”和“抚顺矿业集团有限责任公司 2013 年度第一期中期票据”，目前该债务融资工具尚未到期，公司按时支付利息，未发生逾期支付现象。

结论

综上，中诚信国际维持抚顺矿业集团有限责任公司主体信用等级 AA，评级展望为稳定；维持“12 抚矿 MTN1”和“13 抚矿 MTN1”债项信用等级为 AA。

附一：抚顺矿业集团有限责任公司股权结构图（截至 2013 年 3 月底）

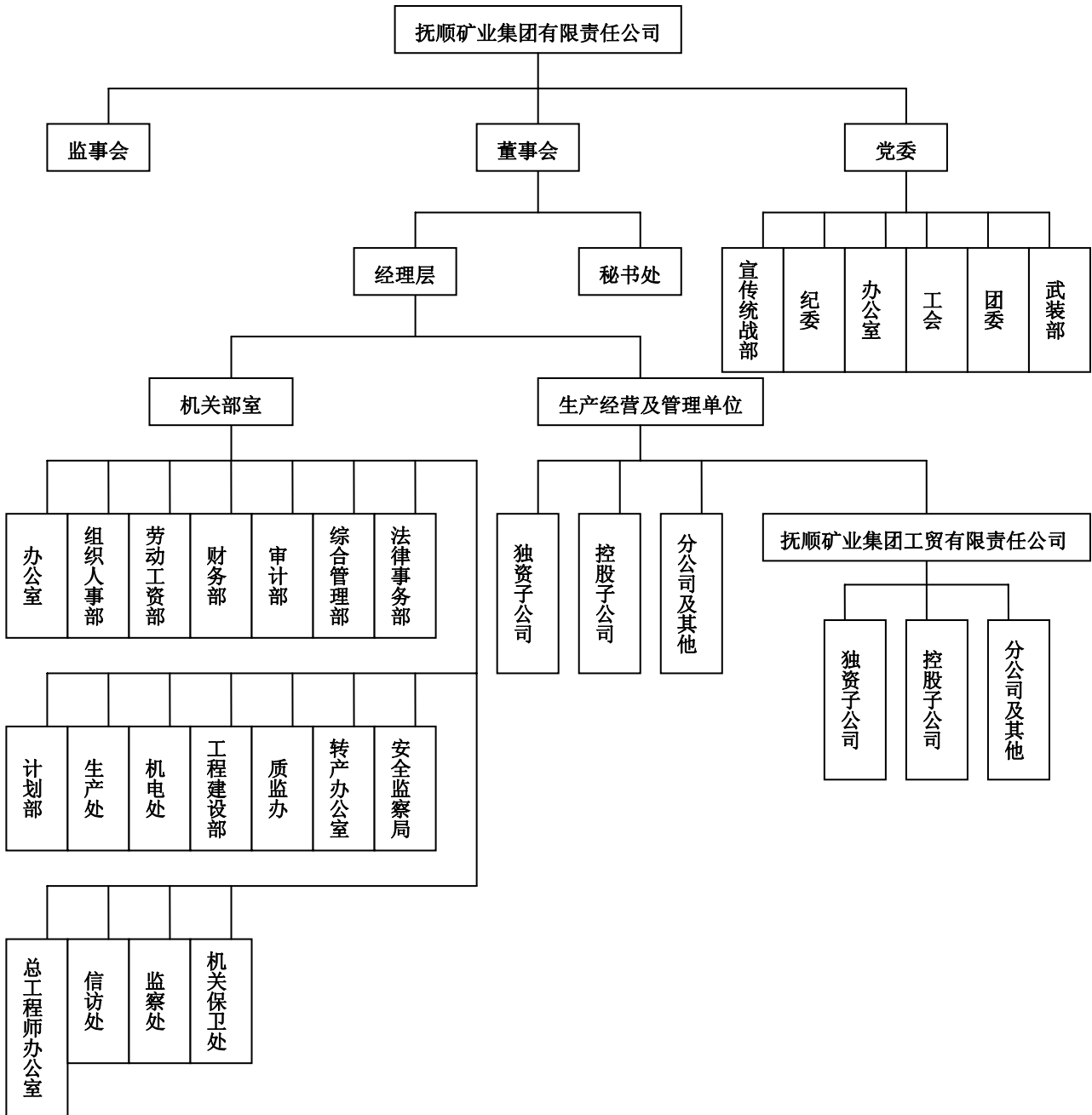


子公司		
序号	名称	持股比例 (%)
1	辽宁亚太油母页岩工程技术咨询有限公司	100
2	吉林新能矿业有限公司	100
3	琥珀纸业有限责任公司	100
4	远东页岩炼化有限责任公司	100
5	抚顺矿业中机热力有限责任公司	65
6	抚顺矿业集团工贸有限责任公司	73.43

分公司		
序号	板块	分公司名称
1	煤炭产业	西露天矿、东露天矿、老虎台矿
2	油页岩产业	页岩炼油厂
3	发电产业	热电厂、热电厂筹备处
4	造纸产业	琥珀纸业公司
5	装备制造产业	机械制造厂、矿用机电设备制造厂、检修中心
6	火工产业	十一厂
7	林业	林业处
8	建筑建材	中煤公司
9	社会服务	总医院、脑科医院、房地产公司、暖气厂、职业培训中心、矿工报社
10	供电及电信	供电部
11	铁路运输	运输部
12	餐饮服务	煤都宾馆、天宝大厦、南戴河疗养院、和睦森林公园
13	设计研发	设计院、工程技术研究中心
14	其他	机关事务处、博大工贸分公司、煤炭销售分公司、集体企业管理局、物资供应分公司、离休中心、伤残管理中心、保卫武装部、老干部处、矿区公安分局、矿区检察院、胜利开发区

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附二：抚顺矿业集团有限责任公司组织结构图（截至 2013 年 3 月底）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

附三：抚顺矿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)	2010	2011	2012	2013.3
货币资金	211,116	134,369	169,306	143,775
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款净额	19,262	18,687	34,179	51,003
存货净额	78,256	236,386	341,043	346,790
其他应收款	50,991	96,907	67,778	61,296
长期投资	1,280	1,104	1,149	1,149
固定资产(合计)	547,150	601,282	759,398	768,703
总资产	1,021,280	1,236,847	1,478,679	1,488,161
其他应付款	182,357	185,066	157,783	167,356
短期债务	0	82,650	85,296	80,574
长期债务	1,287	1,287	206,836	206,786
总债务	1,287	83,937	292,132	287,360
净债务	-209,829	-50,432	122,826	143,585
总负债	436,970	618,313	859,083	836,672
财务性利息支出	33	2,125	5,361	--
资本化利息支出	0	0	4,887	--
所有者权益	584,310	618,534	619,596	651,489
营业总收入	659,976	753,672	802,735	220,986
三费前利润	121,087	190,002	241,177	66,777
投资收益	36	511	30	0
EBIT	34,764	54,932	70,127	--
EBITDA	92,022	119,623	133,333	--
经营活动产生现金净流量	59,039	100,809	116,683	40,067
投资活动产生现金净流量	-71,367	-236,553	-221,068	-64,853
筹资活动产生现金净流量	487	58,997	139,322	-745
现金及现金等价物净增加额	-11,841	-76,747	34,937	-25,531
资本支出	108,235	238,358	223,394	64,861
财务指标	2010	2011	2012	2013.3
营业毛利率 (%)	20.01	27.48	32.33	32.13
三费收入比(%)	17.78	19.88	25.39	17.61
EBITDA/营业总收入 (%)	13.94	15.87	16.61	--
总资产收益率(%)	3.43	4.87	5.16	--
流动比率(X)	0.99	1.03	1.11	1.16
速动比率(X)	0.79	0.63	0.56	0.57
存货周转率(X)	8.20	3.47	1.64	1.74*
应收账款周转率(X)	27.60	39.72	30.37	20.75*
资产负债率(%)	42.79	49.99	58.10	56.22
总资本化比率(%)	0.22	11.95	32.04	30.61
短期债务/总债务(%)	0.00	98.47	29.20	28.04
经营活动净现金/总债务(X)	45.87	1.20	0.40	0.56*
经营活动净现金/短期债务(X)	--	1.22	1.37	1.99*
经营活动净现金/利息支出(X)	1,789.06	47.44	11.39	--
总债务/EBITDA(X)	0.01	0.70	2.19	--
EBITDA/短期债务(X)	--	1.45	1.56	--
EBITDA 利息倍数(X)	2,788.55	56.29	13.01	--

注：2010~2013年一季度财务报告均按照新会计准则编制；2013年一季度财务报表未经审计；所有者权益含少数股东权益；标“*”数据经过年化处理。

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。

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。