



# 信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪082号

## 云南云维股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“云南云维股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA<sup>-</sup>，评级展望负面；维持本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一五年五月十一日

## 云南云维股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告 (2015)

发行主体	云南云维股份有限公司		
担保主体	云南煤化工集团有限公司		
发行规模	人民币 10 亿元		
存续期限	2011/06/01—2018/06/01		
上次评级时间	2014/05/09		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 负面
	主体级别	AA <sup>-</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 负面
	主体级别	AA <sup>-</sup>	

### 概况数据

云维股份	2012	2013	2014	2015.Q1
所有者权益 (亿元)	18.21	17.97	6.03	2.84
总资产 (亿元)	163.47	137.23	126.35	125.29
总债务 (亿元)	111.31	96.29	89.24	90.09
营业收入 (亿元)	94.02	84.74	66.23	10.08
营业毛利率 (%)	0.30	9.00	3.64	-0.70
EBITDA (亿元)	-2.15	11.80	-2.14	-
所有者权益收益率 (%)	-75.65	0.06	-214.54	104.67
资产负债率 (%)	88.86	86.91	95.23	97.73
总债务/EBITDA	-51.84	8.16	-41.68	-
EBITDA 利息倍数	-0.27	1.71	-0.30	-
云煤化	2012	2013	2014	
所有者权益 (亿元)	108.22	142.91	127.93	
总资产 (亿元)	536.19	693.32	764.33	
总债务 (亿元)	350.27	430.41	560.51	
营业收入 (亿元)	302.32	253.29	229.78	
营业毛利率 (%)	8.62	11.56	5.89	
EBITDA (亿元)	22.37	46.14	11.35	
所有者权益收益率 (%)	-16.80	0.08	-26.49	
资产负债率 (%)	79.82	79.39	83.26	
总债务/EBITDA	15.66	9.33	49.37	
EBITDA 利息倍数	0.87	0.91	0.27	

注：上述数据中所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

### 分析师

张一驰 syhe@ccxr.com.cn  
张丹 dzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 5 月 11 日

### 基本观点

中诚信证券评估有限公司 (以下简称“中诚信证评”) 肯定了云南云维股份有限公司 (以下简称“公司”) 在云南省当地较为领先的行业地位以及通过并购重组等方式不断完善其煤化工产业链, 但我们也关注到 2014 年国内煤炭行业持续下行, 公司收入规模大幅下滑, 经营出现严重亏损, 同时, 公司债务规模大, 财务杠杆很高等因素对公司信用水平的影响。

综上, 中诚信证评维持云南云维股份有限公司主体信用等级为 AA<sup>-</sup>, 评级展望负面; 维持“云南云维股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级为 AA。该债项级别考虑了云南煤化工集团有限公司 (以下简称“云煤化”或“集团”) 提供的无条件不可撤销连带责任担保。

### 正面

- 公司煤化工产业链完善。公司已形成煤焦化、煤气化两条完整产业链, 且近年不断通过并购重组的方式吸收先进生产技术, 通过内部资源整合优化自身产能, 未来公司产业链将更加完善, 产品竞争力将进一步提高。
- 担保方综合实力较强。公司担保主体云煤化是云南省最大的煤炭企业, 同时也是云南省发展煤化工产业的主体, 云南省重点扶持发展的十户地方重点企业之一, 在资源整合、融资、税收等方面获得云南省政府的支持。

### 关注

- 煤化工行业景气度持续下行。国内煤化工产能过剩情况严重, 以钢铁、冶金为主的下游需求不振, 造成供需矛盾突出, 大多数煤化工产品价格呈震荡下行态势, 行业内企业经营压力不断加大。
- 公司产品销售量价齐跌, 经营状况严重下滑。2014 年由于下游客户需求减弱, 公司产品销售量下滑, 加之售价下跌, 造成公司收入规模持

续减少，而且公司生产装置长期低负荷运行，导致盈利空间大幅缩窄，公司经营严重亏损，且短期难有明显改善。

- 财务杠杆维持高位，债务负担沉重。受煤炭行业整体下行的影响，公司资金回笼较慢，加之近年固定资产投资不断增加，资金紧张问题严重，公司债务负担沉重。此外，公司利息支出规模较大，对公司利润造成侵蚀，加重公司亏损程度。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并及时对外公布。

## 基本分析

2014年，在煤炭市场需求不旺、产能建设超前、进口煤规模依然较大等多重因素影响下，煤炭市场供大于求矛盾突出，煤炭及煤化工产品价格持续下跌

2014年受我国经济增速放缓的影响，主要耗煤行业产品产量增幅下降。其中，电力、钢铁、建材三个行业耗煤同比下降3.4%、1.4%和1.1%，煤炭行业继续维持低迷状态。根据国家统计局公布的《2014年国民经济和社会发展统计公报》显示，我国全年煤炭消费量为35.1亿吨，较上年相比下降了2.5%，是近年来首次下降。产能方面，2014年全国共关闭小煤矿1500处，截至2014年11月末，我国现有生产煤矿6816处，总产能为31.26亿吨，全年原煤产量为38.7亿吨，去库存压力仍然较为突出。

价格方面，受煤炭市场供需矛盾的影响，煤炭价格从2014年年初开始大幅下滑，中国煤炭价格指数年初为161.8点，年末为137.8点，降幅达到14.83%。动力煤方面，由于上游库存量持续处于高位，下游发电量受制于水电增加，火电发电量始终没有明显提升，动力煤价格自年初开始持续下跌，于8月份跌至年中最低点后出现止跌企稳回升态势。当年12月，秦皇岛动力煤市场均价为455元/吨，较8月份的年内低点回升了8.33%，但同比仍下降8.16%。炼焦煤方面，受宏观经济增速放缓和中国钢材市场持续恶化双重影响下，炼焦煤市场经历了1-10月持续回落，11月以后在煤炭市场季节性回暖预期支撑下，炼焦煤价格逐步显现出反弹迹象。

图 1：2014 年国内煤炭价格变化情况



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2014年我国焦化行业弱势运行，焦炭产销同比下跌，但仍处于供过于求状态。2014年我国淘汰落后焦炭产能1473万吨，全年焦炭产量47691万吨，同比增长0.12%，基本与上年持平，产能过剩情况有所抑制。市场需求方面，钢铁行业作为焦炭的主要消费行业，其对焦炭的消费量占总消费量的85%。2014年，由于下游需求减弱，导致钢材价格大幅下跌，钢材企业资金紧张凸显，企业面临的生产经营形势依然严峻。一季度，国内大部分钢厂开始轮番下调焦炭采购价格，焦炭市场受到严重打压，焦炭价格急速下滑。四季度，钢厂由于下游需求乏力，对后期行情态度消极，对焦炭的采购心态更趋于理性和谨慎，因此焦炭市场并未出现年底大规模集中采购活动，焦炭价格继续下跌。

图 2：2014 年国内焦炭价格指数变化情况



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

受煤化工行业市场持续低迷的影响，2014年公司主要产品产销量下滑、售价下跌，整体收入规模大幅下降

2014年公司实现营业收入66.23亿元，同比下降了21.84%，其中主营业务收入63.06亿元，同比下降了23.10%。从收入结构来看，炼焦产品仍然是公司主要收入来源，2014年炼焦产品收入占主营业务收入的47.30%，同比下降了13.44个百分点。煤炭、化工及化肥产品占比分别为17.87%、32.43%和2.39%。

表 1: 公司 2014 年主营业务收入情况

单位: 亿元

产品	营业收入	同比变化 (%)	毛利率 (%)	同比变化 (百分点)
煤炭产品	11.27	175.74	7.81	7.39
炼焦产品	29.83	-34.78	1.27	-8.15
化工产品	20.45	-27.60	3.38	-7.76
化肥产品	1.51	-238.75	-16.91	-17.32
合计	63.06	23.13	2.69%	6.67

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从细分产品来看, 焦炭系公司的最主要产品。2014年由于下游钢铁等行业低迷, 公司焦炭销售量价齐跌, 该产品当年收入大幅下滑。2014年公司焦炭销售收入29.36亿元, 同比下滑35.47%; 销售均价为1054.43元/吨, 同比下降8.55%; 销售量由上年的394.64万吨下降至278.48万吨, 降幅达29.44%。

其他煤化工产品方面, 受煤化工行业产能过剩的影响, 煤化工行业市场疲软, 公司部分产品去库存压力较大, 产品销售价格持续下跌。销量方面, 2014年公司除顺酐和炭黑产品销量有所增长外, 其它产品较上年同期明显减少。2014年公司化工板块全年销售收入为20.45亿元, 同比下降27.60%, 其中主要产品甲醇销量同比下降16.27%, 纯碱销量同比下降15.54%; 化肥板块全年销售收入1.51亿元, 同比下降238.75%。

表 2: 公司 2014 年主要煤化工产品销售情况

产品	销量 (万吨)	同比变化 (%)	均价 (元/吨)	同比变化 (%)
焦炭	278.48	-29.44	1054.43	-8.55
顺酐	3.96	51.92	8596.35	-9.09
甲醇	26.04	-16.27	2241.414	-6.23
炭黑	8.36	-1.31	4386.67	2.57
苯	1.87	-51.61	6145.01	-13.84
纯碱	12.94	-15.54	1221.49	9.16
液氮	8.42	-26.04	2389.66	-1.36

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司销售规模锐减, 生产装置低负荷运行, 加之产品售价降幅高于原材料价格降幅, 导致公司毛利空间大幅缩窄

从生产方面来看, 公司根据市场销售情况, 适当放慢生产节奏, 降低生产设备开工率, 炼焦及下游生产装置长期处于低负荷状态, 焦炉煤气及煤焦

油产量下降, 进而导致甲醇及焦油深加工装置产能也无法有效释放, 因此当年公司大部分产品产量减少, 产能利用率处于较低水平, 一定程度上增加了产品生产成本。

表 3: 公司 2014 年主要产品生产情况

产品	产量 (万吨)	同比变化 (%)	产能 (万吨)	产能利用率 (%)
焦炭	221.35	-35.47	400	55.34
顺酐	3.81	9.80	5	76.20
甲醇	19.57	-37.46	40	48.93
炭黑	8.41	8.80	15	56.07
氯化铵	13.21	-15.27%	18	73.39%
苯	1.47	-482.85%	12	12.25%

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从采购价格上看, 2014年由于云南省曲靖辖区连续发生两起重大煤矿安全事故, 云南省政府主管部门对全省煤矿进行整顿及资源整合, 致使省内原料煤供应紧张, 价格降幅相对较小。2014年公司炼焦煤采购价格降幅远小于公司产品售价的降幅, 使得毛利率进一步下滑。

表 4: 公司 2014 年部分煤炭采购价格

单位: 元/吨

煤种	质量标准	采购价格	同比变化 (%)
1/3 洗煤	≤10.5%	1039	-10.70
	≤11.5%	906	-13.69
	≤15%	905	-3.75
15 及 25 洗煤	≤10.5%	1063	-4.78
	≤11.5%	998	-7.72
	≤15%	901	-7.29
无烟洗煤	≤5-6%	805	-2.66
原煤	≤32%	1037	-8.96

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

耗煤量方面, 如前所述, 由于煤化工市场需求疲软, 公司主动调整生产进度, 焦炭和煤焦油加工等装置产能不能有效发挥, 总负荷处于较低水平, 致使当年耗煤量较上年有所上升。

表 5: 2014 年公司主要焦化子公司耗煤情况

子公司	耗煤量 (吨/吨)	较上年度变化率 (%)
大为焦化	1.306	1.87
大为制焦	1.344	2.99
泸西焦化	1.33	1.52
合计	3.98	1.97

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

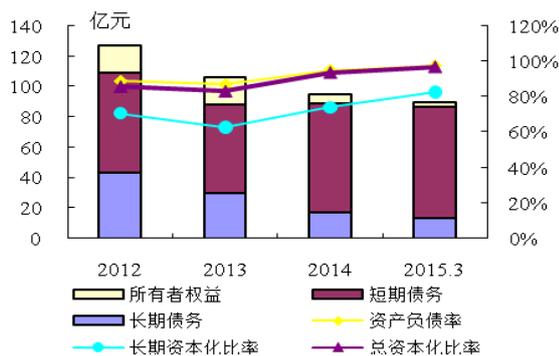
总体来看，2014 年煤化工行业产能过剩情况依然严重，下游需求与供给矛盾仍较为明显，公司产销量下降明显，主要生产装置长期低负荷运行，产品成本增加，致使公司盈利水平下降，整体经营情况较差。

## 财务分析

以下分析主要基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012、2013 和 2014 年度合并财务报告，以及未经审计的 2015 年一季度报。其中 2014 年财务数据为当年财务报告的期末数，2012 年和 2013 年财务数据分别采取 2013 年和 2014 年财务报告的年初数，所有财务数据均为合并报表口径。

### 资本结构

图 3：2012~2015.Q1 公司资本结构



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2014 年，由于公司经营严重亏损，自有资本被大幅侵蚀。截至 2014 年 12 月末，公司总资产为 126.35 亿元，同比下降 7.93%，净资产为 6.03 亿元，同比下降 66.46%，同期资产负债率和总资本化率分别为 95.23% 和 93.67%，分别较上年同期提高了 8.32 和 10.61 个百分点，负债水平和财务杠杆比率均处于很高水平。截至 2015 年 3 月末，公司总资产为 125.29 亿元，净资产减少至 2.84 亿元，资产负债率为 97.73%，负债水平进一步上升。

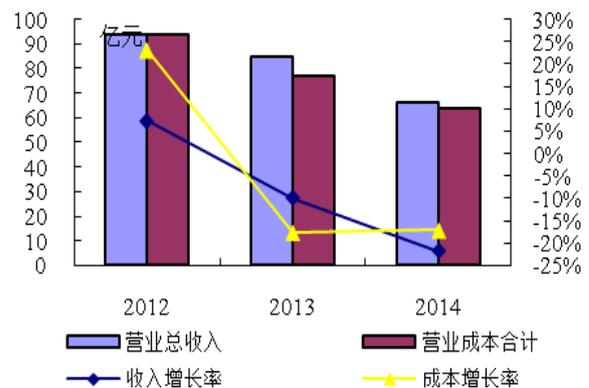
从债务结构来看，公司债务以短期债务为主。2014 年部分长期负债即将到期，造成短期债务有所上升，长期债务规模相应下降。截至 2014 年 12 月末，公司短期债务为 72.10 亿元，同比上升了 24.27%，长期债务为 17.14 亿元，同比下降了 43.02%，同期长短期债务比为 4.21，短期债务占比

大幅提高，债务结构有待优化。截至 2015 年 3 月末，公司短期债务规模为 73.30 亿元，长短期债务比为 5.44，债务结构失衡进一步加剧。

总体来看，2014 年公司负债水平仍然维持高位，资本结构稳健性较弱，债务结构失衡明显，公司面临较大的短期债务压力，对此应予以关注。

### 盈利能力

图 4：2012~2014 年公司盈利能力指标



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

如前所述，2014 年由于销量大幅下滑，公司炼焦及焦化生产装置长期低负荷运行，致使产品生产成本提高，毛利率水平下降。截至 2014 年 12 月末，公司毛利率为 3.64%，同比下降 5.36 个百分点。从主要产品毛利率来看，2014 年公司焦炭毛利率为 1.28%，同比下降 8.08 个百分点，甲醇毛利率 13.02%，同比下降 19.91 个百分点，焦油毛利率 0.50%，同比下降 21.91%，苯毛利率 14.31%，同比下降 16.27%。

表 6：公司 2014 年主要产品收入情况

产品	营业收入 (亿元)	同比变化 (%)	毛利率 (%)	同比变化 (百分点)
焦炭	29.36	-35.47	1.28	-8.08
甲醇	5.84	-21.48	13.02	-19.91
焦油	0.47	101.14	0.50	-21.91
苯	1.34	-51.35	14.31	-16.27
炭黑	3.66	1.23	-1.40	-3.37
纯碱	1.58	-8.46	15.28	10.19
氯化铵	0.66	-73.14	-43.87	-43.87

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2014 年公司期间费用为 13.44 亿元，占营业收入比例为 20.30%，费用规模略有增加。具体来看，由于 2014 年公司销售情况不佳，销售规模有所减小，因此当年销售费用有所下降；管理费用有所上升，主要系由于政府要求对部分煤矿

进行整改导致改建费用增加所致；财务费用上升主要系由于公司为满足资金需求增加票据贴现额所致。

表 7：2012~2014 年公司费用情况

单位：亿元			
	2012	2013	2014
销售费用	2.35	3.41	2.97
管理费用	3.38	3.54	3.77
财务费用	7.00	6.40	6.70
三费合计	12.74	13.35	13.44
三费收入占比	13.55%	15.75%	20.30%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2014 年公司利润总额为-13.45 亿元。从构成来看，公司利润总额主要为经营性业务利润。受煤化工行业整体下行的影响，公司营业收入和初始获利空间同时大幅下滑，经营性业务亏损严重，2014 年公司经营性业务利润为-11.21 亿元。此外，公司计划将收入成本倒挂的 BDO 业务（目前由子公司云南云维化工精制有限公司运营）转移给母公司云南云维集团有限公司，因此计提了 2.40 亿元资产减值准备，造成公司亏损进一步扩大。

整体来看，2014 年受煤化工行业整体下行的影响，公司产品毛利水平普遍下滑，加之费用规模高居不下，同时公司计提了 2.40 亿元的资产减值准备，导致公司当年盈利情况较差，当年公司净亏损 12.93 亿元。

## 偿债能力

现金流方面，2014 年公司经营性现金流净额为 0.77 亿元，较上年相比下降幅度较大，且公司当年通过大量使用票据结算来减少经营性现金的流出，其实际经营性现金流情况较差，同期经营净现金流/利息支出为 0.11 倍，公司经营净现金流难以对利息支出提供保障。

表 8：2012~2014 年公司部分偿债能力指标

	2012	2013	2014
总债务/EBITDA (X)	-51.84	8.16	-41.68
经营净现金流/短期债务 (X)	-0.04	0.12	0.01
经营净现金流/利息支出 (X)	-0.37	1.13	0.11
EBITDA/短期债务 (X)	-0.03	0.18	-0.03
EBITDA 利息保障倍数 (X)	-0.27	1.71	-0.30

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 对债务的保障程度来看，2014 年公司盈利水平大幅下滑，致使当年 EBITDA 难以对债务本息偿还形成保障。截至 2014 年 12 月末，公司 EBITDA 为-2.14 亿元，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为-41.68 倍和-0.30 倍。

备用流动性方面，截至 2015 年 3 月末，公司获得银行授信额度为 57.59 亿元，其中未使用授信额度为 3.49 亿元，备用流动性较为有限。

或有事项方面，截至 2014 年 12 月末，公司担保金额为 27.12 亿元，全部为对子公司的担保，无对外担保，担保余额占净资产比例为 449.75%，担保规模相对较大，在行业景气度低迷的整体经营环境下其面临一定或有风险。

综合来看，公司负债水平高，资本结构欠合理，且盈利水平的大幅下降弱化了公司的偿债能力，公司面临一定的偿债压力。

## 担保实力

云南煤化工集团有限公司（以下简称“云煤化”或“集团”）以洁净煤产业为主，主营煤炭及煤化工的生产和销售，形成了以煤炭采选、煤电、煤焦化、煤气化和煤液化为五大核心产业的较为完整的产业链。

## 业务运营

2014 年，受煤炭行业产能过剩，钢铁、冶金等主要下游需求不旺的影响，当年云煤化收入规模延续 2013 年下降趋势，但下降幅度有所减小。2014 年云煤化实现营业收入 229.78 亿元，同比下降 9.28%；毛利率为 5.89%，同比下降 5.67 个百分点。其中，主营产品煤炭、炼焦、化肥、铝锭及化学原料的销售收入分别占总营业收入的 21.32%、10.15%、9.13%、15.62%和 29.51%。

具体来看，煤炭方面，2014 年受煤炭行业整体下行的影响，加之云南省发生两起重大煤矿安全事故，导致部分煤矿停产整顿，造成省内原煤供给不足，当年云煤化煤炭收入规模大幅下降。2014 年云煤化煤炭收入 49.00 亿元，同比下降 27.96%，毛利率为 10.49%，同比下降 13.98 个百分点。炼焦方面，受国内钢材市场低迷、焦炭市场内去库存压力较大

的影响，焦炭价格呈震荡下行趋势，加之省内原煤供给不足，焦化设备长期处于低负荷状态，一定程度上增加了生产成本，当年炼焦产品销售情况较差。2014年云煤化炼焦产品销售收入为23.32亿元，同比下降49.01%，同期毛利率为-4.29%。化肥方面，受国内经济增速放缓，国内化肥产能过剩等影响，2014年云煤化化肥板块也处于亏损状态，全年实现销售收入20.98亿元，同比下降39.63%，同期毛利率为-2.63%。化工产品方面，2014年公司继续坚持主动调整化工产品结构，淘汰成本与收入倒挂严重的产品，同时加大市场开拓力度，使得当年云煤化化工产品销售规模有所提高。2014年云煤化化工板块实现销售收入67.81亿元，同比上升34.38%，同期毛利率为10.97%，较上年相比略有下降。

表 9：2014 年云煤化主要产品收入情况

单位：亿元、%			
	收入	同比变化	毛利率
煤炭	49.00	-27.96%	10.49%
炼焦	23.32	-49.01%	-4.29%
化肥	20.98	-39.63%	-2.62%
铝锭	35.89	10.98%	1.76%
化学原料	67.81	34.38%	10.97%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，虽然公司通过主动调整产品结构来缓解经营压力，但受煤炭和煤化工行业整体下行的影响，公司经营效益较上年相比有所下滑。

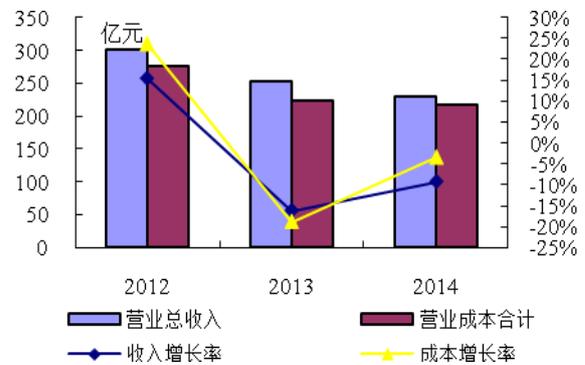
## 财务分析

从资本结构来看，2014年云煤化为调整产品结构，提高经营效率，对集团旗下部分煤矿进行改扩建，加大了对内部资源整合的投入，使得当年资产规模有所增长。截至2014年12月末，云煤化总资产764.33亿元，同比增长10.24%，净资产127.94亿元，资产负债率为83.26%，负债水平较高。从债务结构来看，2014年云煤化短期债务为386.08亿元，长期债务为174.43亿元，长短期债务比为2.21。与上年相比，云煤化短期债务规模有所扩大，占比有所上升，短期债务负担略有加大，债务结构有待优化。

从盈利能力来看，2014年云煤化全年实现营业收入229.78亿元，同比下降9.28%，同期毛利率

为5.89%，同比下降5.67个百分点。此外，集团资金较为紧张，大规模外部融资造成集团利息支出规模较大，极大的侵蚀了营业利润，使得当年云煤化处于亏损状态。2014年云煤化净亏损33.89亿。

图 5：2012~2014 年云煤化盈利能力指标



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从偿债能力来看，如前所述，2014年云煤化集团亏损较为严重，当年EBITDA为11.35亿元，同比下降75.39%，总债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数分别为49.37和0.27倍，EBITDA对债务利息偿还的保障不足。

表 10：2012~2014 年云煤化部分财务指标

单位：亿元、%			
	2012	2013	2014
所有者权益	108.22	142.91	127.94
总资产	536.19	693.32	764.33
总债务	350.27	430.41	560.51
营业收入	302.32	253.29	229.78
净利润	-18.19	0.12	-33.89
资产负债率	79.82	79.39	83.26
总债务/EBITDA(X)	15.66	9.33	49.37
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.87	0.91	0.27

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至2014年12月末，云煤化担保总额为321.6亿元，占净资产比例为251.37%，其中对外担保余额为15亿元，系对云南省投资控股集团有限公司发行的“10云南工投债”的保证担保，占净资产（含少数股东权益）的比重为11.73%。由于云煤化担保规模较大，在行业景气度低迷的整体经营环境下其面临一定或有风险。

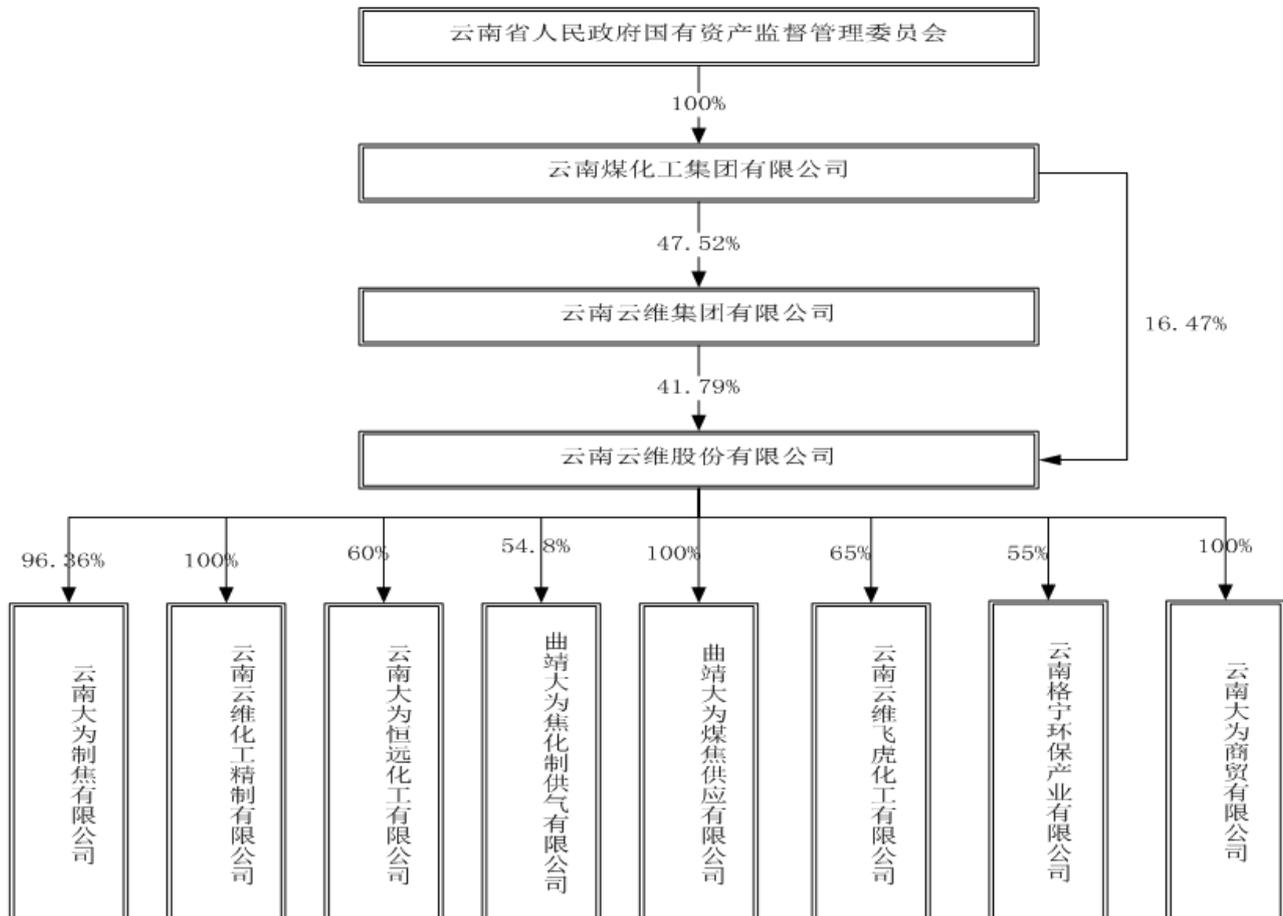
总体来看，受煤炭行业低迷的影响，2014年云煤化收入规模有所下降，部分业务经营效率较低，集团通过调整产品结构，加大市场开拓力度，使得

化工板块经营状况有所提高，一定程度上缓解了整体经营情况不佳的问题，且考虑到云煤化是云南省最大的煤炭企业，整体综合实力较强，能够为债券的本息偿还提供一定保障。

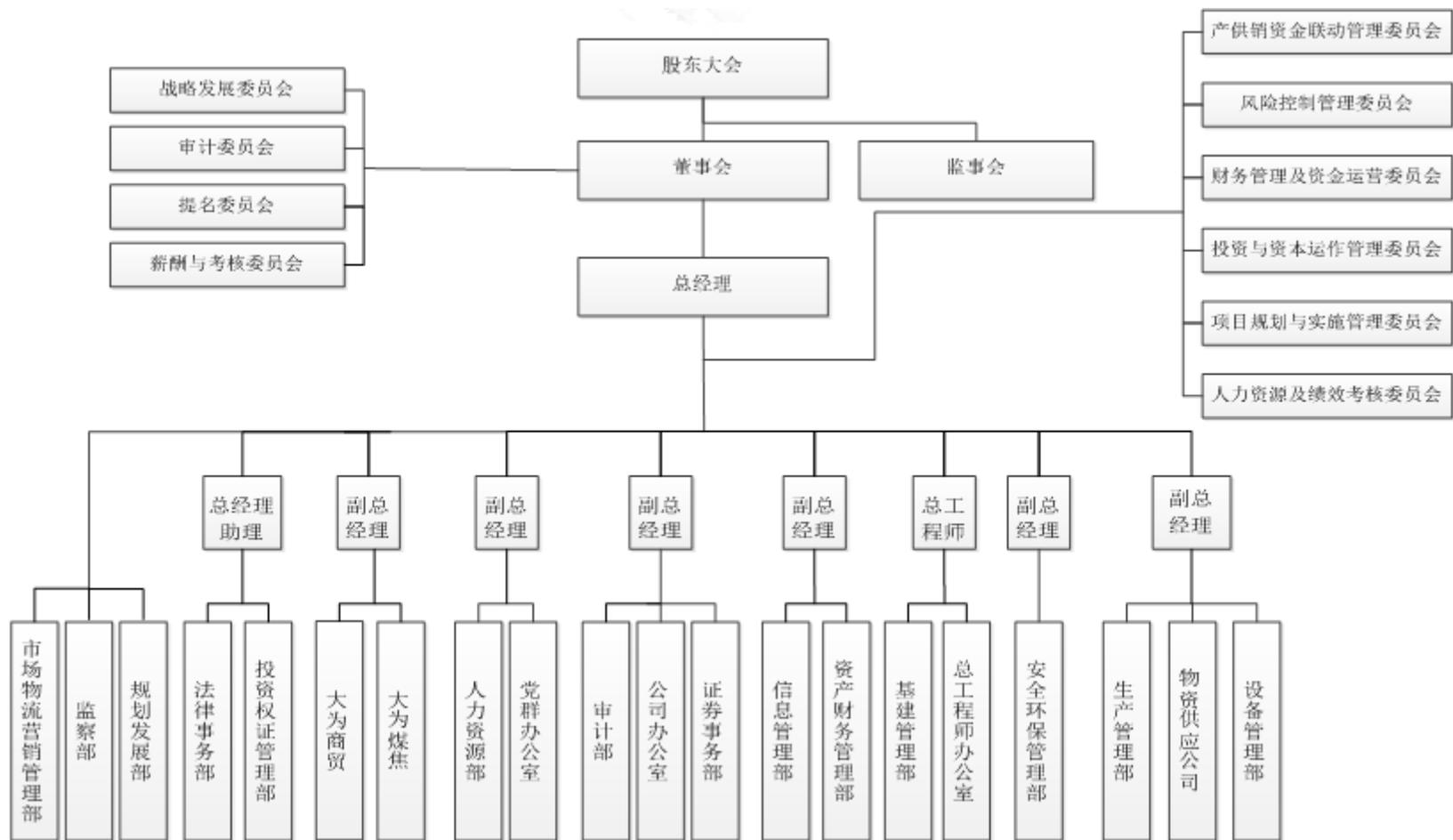
## 结 论

综上所述，中诚信证评维持云维股份主体信用等级 **AA-**，评级展望负面；维持“云南云维股份有限公司 2011 年公司债券”信用等级 **AA**。该债项级别考虑了云南煤化工集团有限公司提供的无条件不可撤销连带责任担保。

附一：云南云维股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：云南云维股份有限公司组织机构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



**附三：云南云维股份有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014	2015.Q1
货币资金	140,421.37	192,188.49	204,802.85	191,704.62
应收账款净额	72,419.07	50,185.13	72,245.74	76,081.24
存货净额	119,551.27	121,510.75	65,975.93	66,771.73
流动资产	525,470.18	535,845.83	434,913.51	420,046.27
长期投资	16,600.11	56,327.54	56,335.80	56,335.80
固定资产(合计)	1,040,311.13	732,201.93	708,647.72	712,883.69
总资产	1,634,729.30	1,372,331.03	1,263,487.22	1,252,921.73
短期债务	676,612.45	622,192.67	721,012.43	733,003.92
长期债务	436,439.05	300,721.63	171,361.97	167,869.23
总债务(短期债务+长期债务)	1,113,051.59	962,914.31	892,374.40	900,873.15
总负债	1,452,677.90	1,192,653.00	1,263,487.22	1,224,531.79
所有者权益(含少数股东权益)	182,051.40	179,678.03	60,271.74	28,389.94
营业总收入	940,171.45	847,400.97	662,346.36	100,752.01
三费前利润	1,190.51	73,124.52	22,317.88	-1,027.99
投资收益	-58.63	30,958.88	771.84	0.00
净利润	-137,723.45	104.15	-129,305.76	-29,714.43
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	-21,471.68	118,023.31	-21,408.61	--
经营活动产生现金净流量	-29,712.93	78,250.68	7,692.02	-10,018.68
投资活动产生现金净流量	-87,761.79	26,465.67	-13,024.52	-2,082.89
筹资活动产生现金净流量	167,942.51	-52,949.23	-178,089.96	18.62
现金及现金等价物净增加额	50,467.80	51,767.11	-183,422.47	-12,082.95
财务指标	2012	2013	2014	2015.Q1
营业毛利率(%)	0.30	9.00	3.64	-0.70
所有者权益收益率(%)	-75.65	0.06	-214.54	-104.67
EBITDA/营业总收入(%)	-2.28	13.93	-3.23	--
速动比率(X)	0.40	0.46	0.36	0.33
经营活动净现金/总债务(X)	-0.03	0.08	0.01	-0.04
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.04	0.12	0.01	-0.05
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.37	1.13	0.11	-0.67
EBITDA 利息倍数(X)	-0.27	1.71	-0.30	--
总债务/EBITDA(X)	-51.84	8.16	-41.68	--
资产负债率(%)	88.86	86.91	95.23	97.73
总资本化比率(%)	85.94	84.27	93.67	96.94
长期资本化比率(%)	70.57	62.60	73.98	85.53

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

**附四：云南煤化工集团有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	1,015,508.18	711,859.98	1,246,272.62
应收账款净额	135,724.34	152,603.32	226,741.25
存货净额	220,511.77	371,989.39	351,088.96
流动资产	1,667,976.78	2,497,008.05	3,182,027.06
长期投资	206,189.63	337,740.29	344,285.57
固定资产(合计)	2,877,042.96	3,042,297.27	2,890,950.02
总资产	5,361,906.47	6,933,207.27	7,643,276.81
短期债务	2,330,777.73	2,868,251.53	3,860,762.12
长期债务	1,171,970.33	1,435,814.27	1,744,316.90
总债务(短期债务+长期债务)	3,502,748.06	4,304,065.81	5,605,079.01
总负债	4,279,672.71	5,504,107.78	6,363,931.41
所有者权益(含少数股东权益)	1,082,233.76	1,429,099.49	1,279,345.40
营业总收入	3,023,206.48	2,532,935.01	2,297,842.12
三费前利润	246,762.50	275,810.00	117,109.27
投资收益	769.65	233,730.63	37,899.45
净利润	-181,863.01	1,163.98	-338,884.63
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	223,683.95	461,375.43	113,530.06
经营活动产生现金净流量	48,146.89	51,161.92	20,420.85
投资活动产生现金净流量	-526,319.93	-411,501.75	-128,055.70
筹资活动产生现金净流量	829,364.65	-123,683.97	364,004.66
现金及现金等价物净增加额	351,188.53	-484,030.65	256,726.38
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	8.62	11.56	5.89
所有者权益收益率(%)	-16.80	0.08	-26.49
EBITDA/营业总收入(%)	7.40	18.22	4.94
速动比率(X)	0.52	0.56	0.62
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	0.01	0.00
经营活动净现金/短期债务(X)	0.02	0.02	0.01
经营活动净现金/利息支出(X)	0.19	0.10	0.05
EBITDA 利息倍数(X)	0.87	0.91	0.27
总债务/EBITDA(X)	15.66	9.33	49.37
资产负债率(%)	79.82	79.39	83.26
总资本化比率(%)	76.40	75.07	81.42
长期资本化比率(%)	51.99	50.12	57.69

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

**附五：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

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

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 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)

## 附六：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评主体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
<b>AA</b>	受评主体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
<b>A</b>	受评主体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
<b>BBB</b>	受评主体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
<b>BB</b>	受评主体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>B</b>	受评主体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
<b>CCC</b>	受评主体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
<b>CC</b>	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
<b>C</b>	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。