

山东宏河矿业集团有限公司  
2014 年 3.6 亿元公司债券  
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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。

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>

# 山东宏河矿业集团有限公司

## 2014年3.6亿元公司债券信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA-

评级展望：稳定

发行规模：3.6亿元

债券期限：7年

增信方式：保证担保+采矿权抵押担保

评级日期：2014年06月12日

担保主体：邹城市城市资产经营有限公司

### 评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对山东宏河矿业集团有限公司（以下简称“宏河集团”或“公司”）本次拟发行的3.6亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该级别是鹏元基于公司的外部运营环境、经营状况、财务实力及本期债券的增信方式等因素综合评估确定的。

### 主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	787,481.24	659,506.26	620,647.50
所有者权益（万元）	314,192.98	299,891.66	294,064.66
资产负债率	60.10%	54.53%	52.62%
流动比率	1.00	1.00	0.76
速动比率	0.97	0.88	0.60
营业收入（万元）	225,871.05	191,245.88	174,731.48
营业利润（万元）	11,588.31	26,501.44	22,670.37
营业外收入	10,495.12	764.26	238.81
利润总额	21,004.21	26,512.78	22,699.19
综合毛利率	15.16%	29.57%	37.09%
总资产回报率	3.94%	7.72%	7.84%
EBITDA	31,924.63	59,817.62	56,508.70
EBITDA 利息保障倍数	1.36	2.61	2.65
经营活动产生的现金流量净额（万元）	33,481.39	36,637.39	24,577.35

数据来源：公司审计报告



## 正面：

- 公司作为邹城市国资委下属国有企业，拥有煤炭、造纸、电力、热力等多项产业，规模较大，综合实力较强；
- 近年来公司积极开拓外部资源，相继获得了山东多处煤田，为可持续发展奠定了良好基础；
- 邹城市城市资产经营有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保以及公司自有煤矿采矿权抵押担保有效提升了本期债券信用水平。

## 关注：

- 受产能过剩及下游需求下降的共同影响，我国煤炭价格降幅较大，对行业内企业盈利造成较大影响；
- 红旗煤矿已建设完毕，2014年起公司煤炭产能将大幅提升，但未来能否顺利消化新增产能尚存在一定的不确定性；
- 潘店煤矿和小孟煤矿仍处于探矿阶段，未来能否预期达产尚存在一定的不确定性；
- 受煤炭价格下跌影响，近年来公司整体盈利能力有所下滑；
- 受宏观环境及行业产能过剩等因素影响，公司新闻纸业务利润持续下滑，一定程度上增加了公司的经营压力；
- 圣齐生物扩建工程投资规模较大，建设周期较长，建成后能否达到预期收益存在较大的不确定性；
- 公司负债规模持续扩大，且流动负债占比较高，面临一定的债务偿付压力。

## 分析师

姓名：吴倩 杨建华

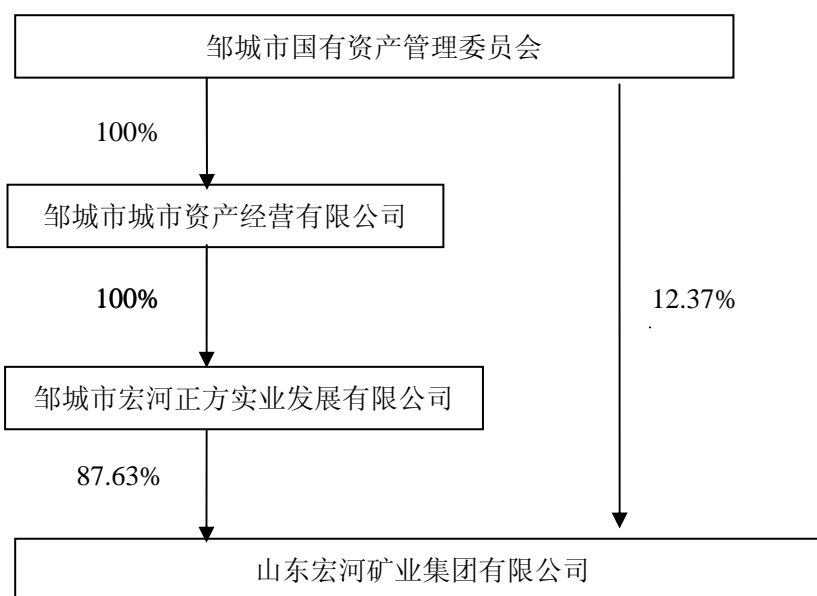
电话：010-66216006

邮箱：wuq@pyrating.cn

## 一、发行主体概况

山东宏河矿业集团有限公司于 1998 年 12 月依据邹城市邹政字【1998】16 号文在原邹城市横河煤矿的基础上改制设立，原为邹城市国有资产管理委员会下属的国有企业。后经数次增资和股权转让，截至 2013 年 12 月末，公司注册资本为人民币 80,827.85 万元，其中邹城市宏河正方实业发展有限公司持股 87.63%，为公司控股股东，公司实际控制人为邹城市国有资产管理委员会，截至 2013 年 12 月末，公司产权及控制关系如下：

图 1 截至 2013 年 12 月 31 日公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司主要从事煤炭及有色金属开采，并涉及煤炭贸易、新闻纸生产销售、热电、生物制品等业务。截至 2013 年 12 月 31 日，公司共有全资和控股子公司 10 家，具体情况如下表所示。

表 1 截至 2013 年末公司纳入合并报表范围内的子公司情况（单位：万元）

名称	简称	注册资本	直间接持股比例
山东宏河圣齐生物工程有限公司	圣齐生物	10,000.00	70.00%
山东宏河矿业集团邹城恒翔纸业有限公司	恒祥纸业	7,509.00	100.00%
邹城市宏城置业有限公司	宏城置业	5,000.00	100.00%
邹城市宏矿热电有限公司	宏矿热电	3,000.00	80.00%
山东恒屹工贸有限公司	恒屹工贸	5,000.00	100.00%
山东宏河矿业集团嘉祥红旗煤矿有限公司	红旗煤矿	2,000.00	100.00%
山东宏河矿业集团宏恒物业有限公司	宏恒物业	500.00	100.00%

新疆宏源丰矿业有限责任公司	宏源丰矿业	500.00	100.00%
山东宏河矿业集团巨野宏巨机械制造有限公司	宏巨机械	100.00	100.00%
邹城市宏太物流运输有限公司	宏太物流	60.00	100.00%

资料来源：公司审计报告

截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总额为 787,481.24 万元，所有者权益为 314,192.98 万元，资产负债率为 60.10%；2013 年度公司实现营业收入 225,871.05 万元，利润总额 21,004.21 万元，经营活动产生的现金流量净额为 33,481.39 万元。

## 二、本期债券概况

**债券名称：**2014 年山东宏河矿业集团有限公司公司债券；

**发行总额：**3.6 亿元；

**债券期限和利率：**本期债券为 7 年期固定利率债券；

**还本付息方式：**本期债券每年付息一次，从第三个计息年度开始，逐年分别按照发行总额 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还债券本金；

**增信方式：**本期债券由邹城市城市资产经营有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。同时，公司以其持有的评估价值为 7.20 亿元的邹城市横河煤矿采矿权为本期债券提供抵押担保。

## 三、本期债券募集资金用途

### （一）募集资金用途

本期债券拟募集资金 36,000 万元，其中 30,000 万元用于宏河湿地工程建设项目，6,000 万元用于补充流动资金。

### （二）宏河湿地工程建设项目

#### 1、项目建设背景

国家十二五规划生态建设提出，加快建设资源节约型、环境友好型社会，提高生态文明水平。济宁市境内煤炭储量丰富，煤炭资源的开采必然会造成矿区大面积的地面坍塌，对矿区环境产生严重的危机和影响。地面塌陷不仅严重破坏了矿区的土地资源和生态环境，而且严重影响了矿区经济发展和居民生产生活。另外，煤矿城镇的发展是以煤炭工业为支撑的，

而煤炭资源是不可再生资源，随着开采年限的增加，必然面临资源枯竭问题，这成为制约煤矿城镇可持续发展的瓶颈。因此，如何治理开发煤矿区塌陷地，修复其生态环境，实现产业结构转型，促进区域经济可持续发展，成为煤矿城镇迫切需要解决的重要问题。

## **2、项目备案情况**

该项目已经邹城市发展和改革委员会备案，登记备案号为 11080600182。

## **3、项目建设内容**

湿地检测中心、鸟类救护站、拦水坝、道路等配套设施建设。

## **4、项目投资规模及建设进度**

该湿地工程建设项目总投资估算为 53,000.00 万元，建设期为一年，累计已完成投资 3,000 万元。截至 2014 年 4 月底，土建工程正在施工且已完成 70%；供水管道已铺设完成，供电线路已架设完成；全园主干道主体完工，已铺设部分沥青路面；拦水坝正在建设，已完成主体工程进度的 60%；湿地塌陷地土方已完成 160 余万立方米；农夫果园已平整疏松土地，灌溉系统正在安装调试，已栽植部分果苗；停车场场地已施工平整，待气候回暖后进行绿化植被施工。

## **5、项目经济效益**

宏河人工湿地工程将推进高附加值、低污染的农业经济、旅游产业与种植模式；推动有机农业和生态农业的发展。生态系统工程的建设与运行可以改善塌陷区的生态与景观，利用湿地具有自然观光、旅游、娱乐等功能，发展旅游相关产业，提供就业机会。湿地内分布的生物资源具有极其重要的经济价值，项目的直接经济效益来自生态带经济作物的种植养殖，以及因旅游带来的收入增加等。间接的经济效益是通过减少的污染物质，提高水源水质，保障周围的生态环境。

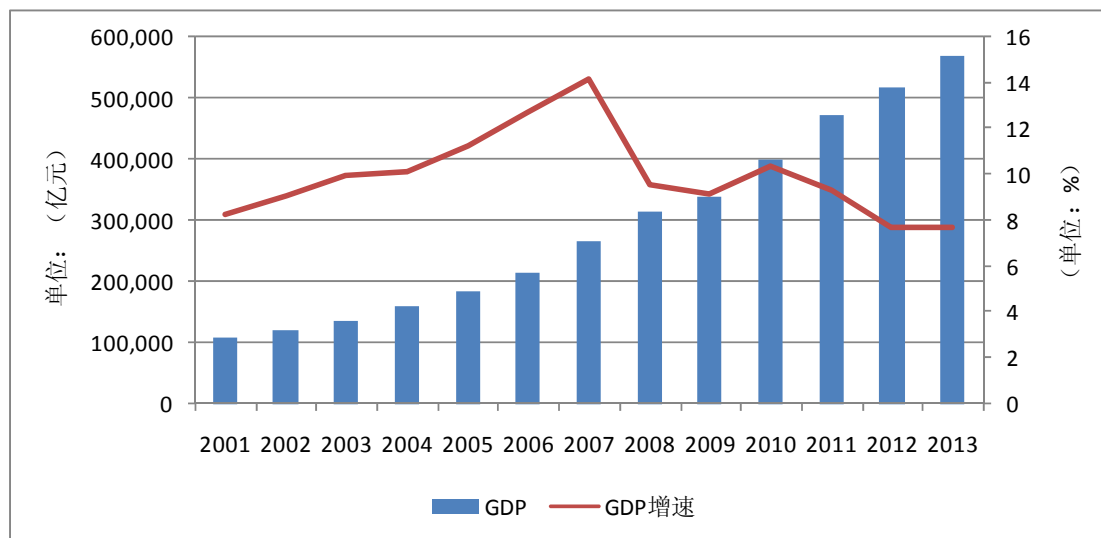
## 四、运营环境

煤炭资源作为我国能源消费的主体，在我国能源消费中占据中心地位，近年来伴随我国经济的快速发展，国内煤炭产能产量增长迅速

富煤、贫油、少气的资源特点决定了煤炭在我国能源生产和消费中的中心地位，截至 2012 年底，我国煤炭产量和消费量分别占世界总量的 45.6% 和 47.1%。在我国能源消费总量中，煤炭占比一直在 66% 以上。煤炭资源储量方面，目前我国已探明的煤炭储量占世界煤炭储量的 13.3%，可采量位居世界第三位。

进入 21 世纪以来，我国宏观经济一直保持快速发展，GDP 总额从 2001 年的 10.97 万亿增长到 2013 年的 56.88 万亿，增长 418.76%。2001 年至 2011 年，我国 GDP 同比增长率均维持在 8% 之上，其中，在 2003 年至 2007 年的 5 年时间里，我国 GDP 同比增速更是连续保持在 10% 之上，2012 年和 2013 年我国 GDP 增速开始放缓，增长率均回落至 7.7%。

图 2 2001-2013 年我国 GDP 变动情况

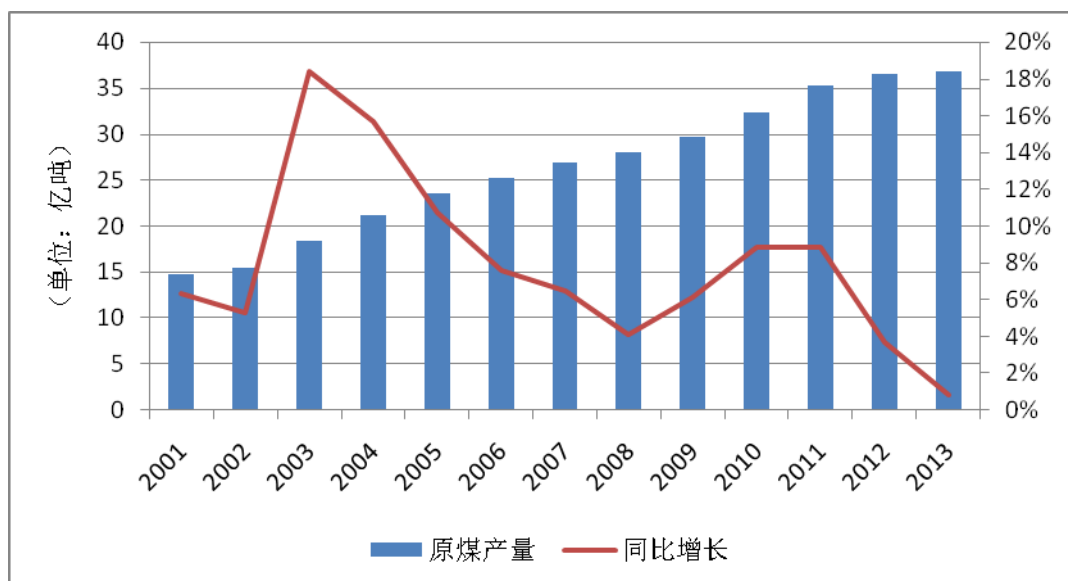


资料来源：Wind

在宏观经济快速增长的带动下，我国煤炭行业固定资产投资保持快速增长，投资总额从 2003 年的 436.56 亿元激增至 2013 年的 5,262.76 亿元，年复合增长率达到 28.27%。煤炭行业固定资产投资的不断增加使得我国煤炭行业产能快速扩张，煤炭产量快速增长。2001 至 2013 年，我国原煤产量从 14.72 亿吨增长到了 36.80 亿吨，增长了近 150%。

图 3 2006-2013 年我国原煤产量情况（单位：万吨）





资料来源：Wind

“十二五”期间，我国进一步提高了煤炭行业准入门槛，推动大型煤炭企业并购，提高煤炭市场生产集中度，强调优化能源结构，提高非化石能源比重，同时强调对稀缺煤炭资源的保护和节约利用，大力推动煤炭市场价格形成机制

“十二五”期间，为推动我国煤炭资源的节约利用，深化煤炭企业改革，提高煤炭产业集中度，完善煤炭市场价格形成机制，促进我国能源结构的优化调整和煤炭工业健康发展，国家相关部门在煤炭工业发展、节能减排要求、落后产能淘汰和安全生产等方面制定了较为详细的规划和要求。

表 2 2012 年以来我国煤炭行业相关政策

时间	制定单位	文件名称	主要内容
2012年3月	国家发改委	《煤炭工业发展“十二五”规划》	推进煤矿企业兼并重组，到 2015 年，全国煤矿企业数量控制在 4,000 家以内，平均规模提高到 100 万吨/年以上；形成 10 个亿吨级、10 个 5,000 万吨级大型煤炭企业，煤炭产量占全国的 60% 以上；提高煤矿安全生产水平，加强职业健康监护，到 2015 年，煤矿事故死亡人数、重特大事故起数比 2010 年分别下降 12.5% 和 15% 以上，百万吨死亡率下降 28% 以上；大力发展洁净煤技术，促进资源高效清洁利用；推进瓦斯抽采利用，促进煤层气产业化发展；到 2015 年，全国煤矿采煤机械化程度达到 75% 以上。
2012年8月	国务院	《节能减排“十二五”规划》	“十二五”期间，淘汰焦炭产能 4,200 万吨，对未完成淘汰任务的地区和企业，依法落实惩罚措施；推进煤层气等非常规油气资源开发利用；到 2015 年，非化石能源消费总量占一次能源消费比重达到 11.4%；推广年产 400 万吨选煤系统成套技术与装备，到 2015 年原煤入洗率达到 60% 以上；积极发展动力配煤，合理选择具有区位和市场优势的矿区、港

			口等煤炭集散地建设煤炭储配基地；发展煤炭地下气化、脱硫、水煤浆、型煤等洁净煤技术。实施煤矿节能技术改造；加强煤矸石综合利用。
2012年10月	国家财政部、能源局和煤矿安监局	《关于支持煤炭行业淘汰落后产能的通知》	在“十二五”期间，中央财政将安排专项资金对经济欠发达地区淘汰煤炭落后产能工作给予奖励，具体来看：奖励资金支持的煤炭行业淘汰落后产能项目必须符合此前发改委发布的相关文件要求，相关生产线和设备型号与项目批复必须在当年拆除或报废；奖励资金必须专项用于淘汰落后产能企业职工安置、化解债务、设备设施更新等淘汰落后产能相关支出，不得用于平衡地方财力；将优先支持关闭退出的煤矿、淘汰高瓦斯和煤与瓦斯突出的煤矿、淘汰落后产能任务重、职工安置数量多和困难大的企业，以及优先支持淘汰落后产能企业职工安置。
2012年12月	国家发改委	《生产煤矿回采率管理暂行规定》	规定要求，井工煤矿采区，煤层厚度小于1.3米的矿区，回采率需大于等于85%；厚度为1.3米至3.5米的，回采率需大于等于80%；厚度大于3.5米的，回采率需大于等于75%；对于新矿井、新水平和新采区，规定要求应当优先集中开拓，联合布置，实现合理集中生产；应当不断优化采区设计，合理加大水平、阶段垂高，增加采区走向长度和工作面长度，改进巷道布置，减少煤柱损失；矿井开采煤层群时，应当按照由上而下的顺序进行开采，不得弃采薄煤层。具备分层开采条件的缓倾斜厚煤层，原则上应当坚持分层开采。对采用一次采全高方式开采的厚煤层，不得丢顶煤、底煤或者用煤皮作假顶。
2012年12月	国家发改委	《特殊和稀缺煤类开发利用管理暂行规定》	强调对特殊和稀缺煤类实行总量控制，特殊和稀缺煤类矿区的资源开发由中方控股，优先采用露天开采，且矿区投产后10年内，原则上不得通过改扩建、技术改造、资源整合和产能核定等方式提高产能；对稀缺煤类矿井的采区回采率进行了最低限制（薄煤层不低于88%，中厚煤层不低于83%，厚煤层不低于78%），并提出特殊和稀缺煤类应当全部进行洗选，鼓励提高精煤产率，并限制特殊和稀缺煤类作为燃料直接利用，并明确给出了稀缺煤类矿区范围。该规定使肥煤、焦煤、瘦煤和无烟煤等特殊和稀缺煤种总产能增长受到更多限制，有望在煤炭需求下滑期间对稀缺煤种的价格有所支撑，拥有相关资源的企业将因此获益。
2012年12月	国务院	《国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见》	更大程度更广泛范围发挥市场在资源配置中的基础性作用，形成科学合理的电煤运行和调节机制，保障电煤稳定供应，促进经济持续健康发展。 自2013年起，取消重点合同，不再下达铁路运力配置意向框架；煤、电双方自主协商定价；完善煤电价格联动机制，当电煤价格波动超过5%，以年度为周期，调整上网电价，且将电企消纳煤价波动比例由30%调为10%；推进电煤运输市场化改革。
2013年1月	国务院	《能源发展	《规划》提出，“十二五”时期，要加快能源生产和利用方

		“十二五”规划》	式变革，强化节能优先战略，全面提高能源开发转化和利用效率，控制能源消费总量，构建安全、稳定、经济、清洁的现代能源产业体系，并从勘探开发、加工转化、供应方式变革、储运设施建设、民生改善、消费总量控制、体制改革、科技装备提升、国际合作等九个方面进行了部署安排；为保证《规划》顺利实施，达到预期效果，从财税金融政策、能源投资管理、行业管理、国际合作统筹协调四个方面提出了保障措施；制定全国能源消费总量控制目标，2015年全国能源消费总量和用电量分别控制在40亿吨标煤和6.15万亿千瓦时左右；初步测算，“十二五”期间，全国能源领域总投资预计将达到13.5万亿元。其中，能源生产能力建设方面8.5万亿元，能源储运设施建设及民生保障工程方面5万亿元；
2013年2月	国家发改委、能源局	《煤炭产业政策（修订稿）》	深化煤炭企业改革，推进煤炭企业的股份制改造、兼并和重组，提高产业集中度，同时，推进市场化改革，完善煤炭市场价格形成机制，支持煤炭产运需三方建立长期稳定的合作关系，鼓励供需双方签订中长期合同；完善煤炭市场价格形成机制，构建以全国煤炭交易中心为主体，以区域煤炭市场为补充，与我国社会主义市场经济体制相适应的统一开放、竞争有序的煤炭交易市场体系，研究建立煤炭期货市场等。

资料来源：公开资料

综上所述，“十二五”期间，我国将进一步提高煤炭行业准入门槛，推动大型煤炭企业并购，提高煤炭市场生产集中度；进一步优化能源结构，提高非化石能源供应比重，这会削弱煤炭需求；大力推动煤炭价格市场化和煤炭交易体系的完善；此外，国家加大对稀缺煤炭资源的保护和节约利用。

### 煤炭行业与国民经济的发展密切相关，受宏观经济的周期性波动及煤炭下游行业景气度影响较大

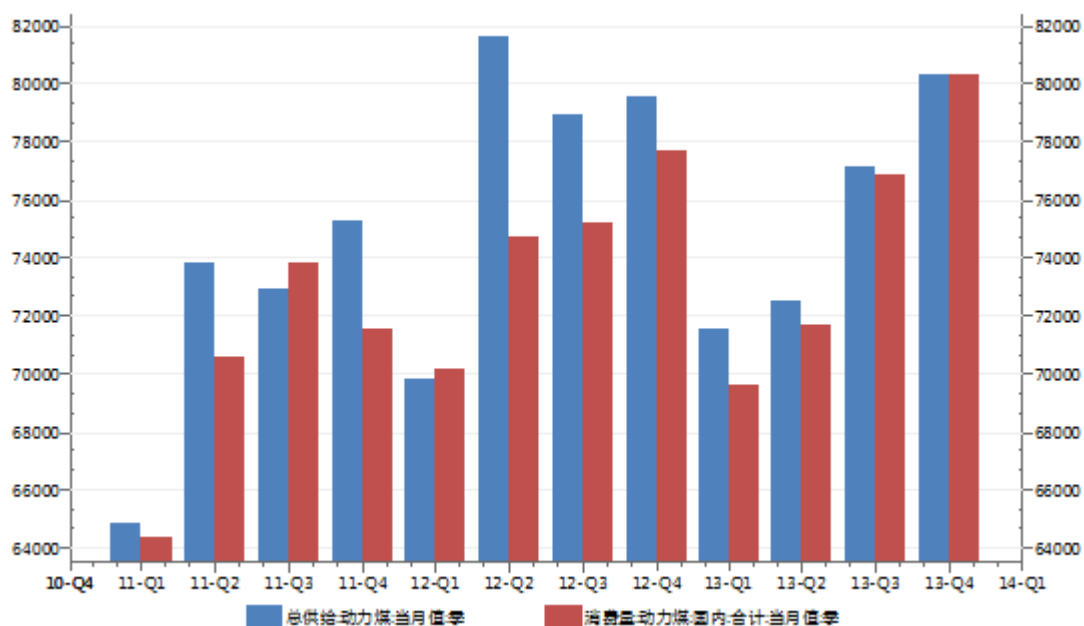
煤炭行业属周期性行业，煤炭需求与宏观经济以及电力、钢铁、建材和化工等下游行业的发展密切相关，其中电力行业占我国煤炭需求量近50%。近年来，电力、钢材、建材和化工等四大耗煤行业持续发展，但受金融危机、内外需不足和产能过剩等因素影响，几大行业出现了较大波动。2008年末，有色金属、粗钢、火电和尿素等行业的月度产量出现负增长，后受“四万亿”投资拉动，几大行业产量增速迅速回升。但投资拉动不具可持续性，同时受宏观经济调控影响，煤炭市场需求受到较大影响。冶金、建材和化工几大主要高耗能产业景气度较低，导致电力和煤炭需求急剧萎缩。

从产量来看，近年我国煤炭产量持续上升以及进口量屡创历史新高，导致全社会各流通环节煤炭库存快速增加。2013年全国煤炭产量完成37亿吨左右，首次由年均增加2亿吨降至5,000万吨。消费方面，全年消费量达36.1亿吨，增速降至2.6%。库存方面，2013年12月底，

煤炭企业存煤约8,400万吨，同比增加70万吨，比2011年同期增加约3,000万吨，重点煤企存煤8,159万吨，同比增加46万吨。进口量方面，全国进口煤炭3.27亿吨，出口751万吨，净进口量达3.2亿吨，比2012年增加4,000万吨左右。

从煤炭供需情况来看，2005-2009年，我国煤炭消费量增幅基本略高于产量增速，其中，2009年，我国出现了产需缺口0.49亿吨，这主要是“4万亿”投资计划对经济拉动影响所致。目前，世界经济尚未摆脱金融危机的影响，欧洲国家则深陷主权债务危机，我国经济面临外部不足和经济转型的双重压力，加上投资拉动不具可持续性，我国宏观经济增速有所放缓，受此影响，我国近年的煤炭消费增速已低于煤炭产量增速。从下图的动力煤供需情况图来看，2012年第二季度供需缺口达到峰值，动力煤的总供给明显超过同期消费量。2012年三季度开始，煤炭价格的下跌，使得很多中小型煤矿停产减产，山西等产煤地煤企出现亏损，其中部分中小型煤矿已经开始采取自行停产措施。2013年5月份开始，鄂尔多斯地区煤矿出现大面积停产、减产，并且持续到现在仍有很多煤矿未复产，煤炭供需缺口逐步缩小，到2013年底供需基本达到平衡。

图4 2011.1-2013.12 年我国动力煤供需情况图（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯

综上所述，煤炭作为我国的主体能源的地位在未来相当长时间内不会改变；受宏观经济放缓影响，再加上我国经济转型速度较慢，预期未来一段时间内，我国煤炭需求相对不足，供应比较宽松。

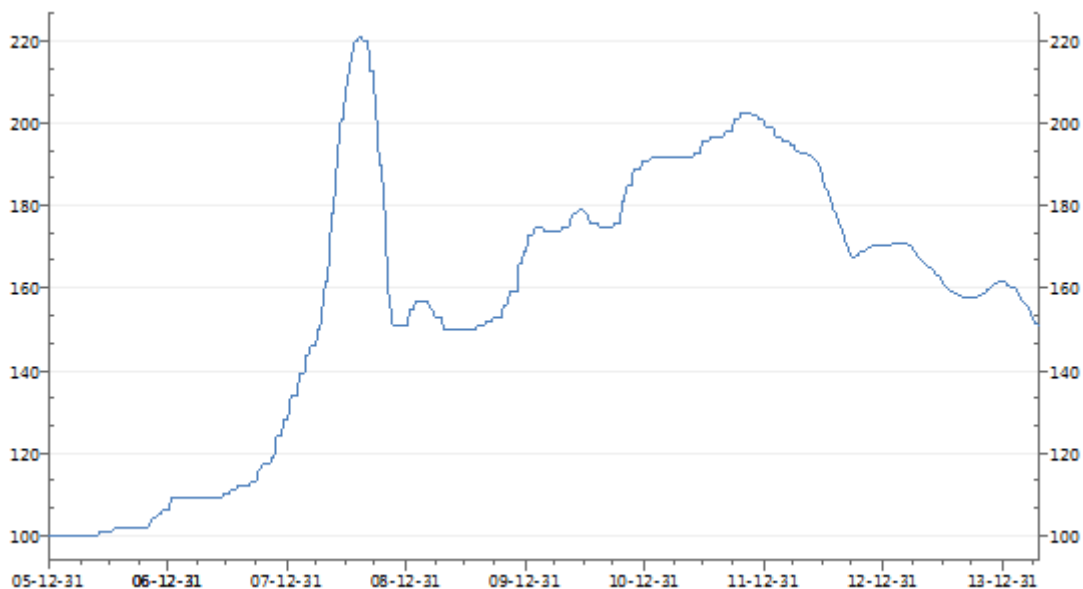
## 2011年四季度以来我国煤炭消费需求急剧萎缩，价格大幅下跌，对煤炭行业形成较大冲击，部分煤炭企业亏损停产

受益于国家逐步取消电煤价格临时干预政策和煤炭价格的进一步市场化，加上宏观经济快速发展，我国煤炭价格自 2005 年来逐步走高，2008 年 8 月，我国煤炭价格达到了历史高位，动力煤 Q5000-6000 上涨至 695 元/吨，焦煤上涨至 2,043 元/吨，无烟煤达到 956 元/吨。但是随着金融危机的爆发蔓延，外部需求下滑，我国宏观经济开始受到冲击，煤炭价格出现快速回落。2008 年底，动力煤已快速跌至 507 元/吨，下跌 27.05%；焦煤下跌至 1,112 元/吨，下跌 45.57%；无烟煤跌至 465 元/吨，下跌 51.35%，煤炭价格在短短几个月内出现了非常大的跌幅。为拉动内需，国家出台“4 万亿”投资计划，在固定资产投资的带动下，我国经济企稳并逐步回升，煤炭市场需求逐步恢复，煤炭价格缓慢上涨。

但是固定资产投资拉动不具有可持续性，煤炭产量增长较快国内煤炭市场供需形势整体宽松，供大于求的格局明显，同时受到低价进口煤的冲击，导致煤炭价格大幅下跌。2011 年四季度以来，煤炭价格一直处于下行趋势，2014 年，国内动力煤市场继续下跌，神华集团公布的最新报价显示，5500 大卡动力煤季度长协价格为 590 元/吨，月度长协煤和现货价格均为 614 元/吨，其中现货价格较前一期下跌了 17 元/吨，跌幅达 2.69%。

总体来看，近期我国煤炭消费需求急剧萎缩，价格持续下跌，对煤炭行业形成较大冲击，部分煤炭企业亏损停产。

图 5 2005.12-2014.4 中国煤炭价格指数



数据来源：Wind 资讯



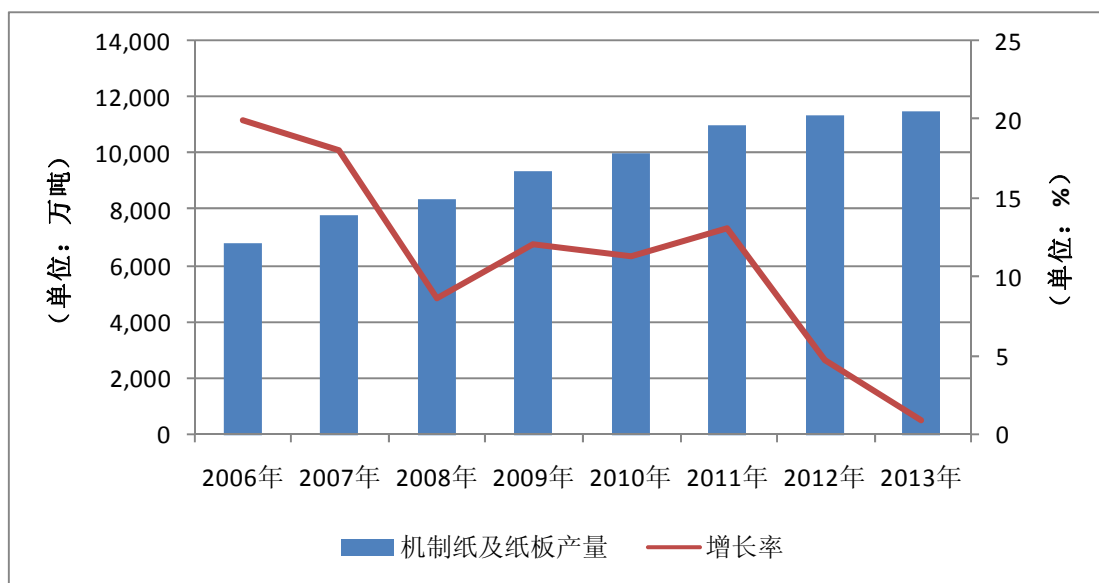
山东是煤炭净输入省份，煤炭产销稳定增长，较大供需缺口为当地煤炭行业发展提供了市场空间

山东既是我国经济大省也是能耗大省，其支柱产业中冶金、建材、发电和化工等对能源的依赖性较大。从消耗来看，由于煤炭需求的日益升高，山东省加大了从省外调入煤炭资源的力度，成为煤炭净输入省份根据山东省煤炭工业局的数据显示，到“十二五”末，山东省煤炭消费量预计达到 3.90 亿吨。其中，消费省内煤炭 1.40 亿吨，省外调入 2.50 亿吨。长期来看，山东省将会继续维持以煤炭为主的能源结构，不断扩大的煤炭供需缺口，为当地煤炭企业发展提供了稳定的平台，行业未来仍存在持续发展的空间。

近年来造纸行业发展增速逐步放缓，随着国家造纸行业落后产能淘汰力度加大和原材料价格的上涨，业内企业经营压力有所增加

近年来我国机制纸产量持续增长，机制纸及纸板产量从 2006 年的 6,804 万吨增长到 2012 年的 11,515 万吨。但是，从产量增长速度来看，2006 年以来，我国机制纸及纸板产量增长呈现出明显的下滑趋势，增速已由 2006 年的 20% 下降到 2013 年的 0.95%。

图 6 2006-2013 年我国机制纸产量及增长率情况（万吨）



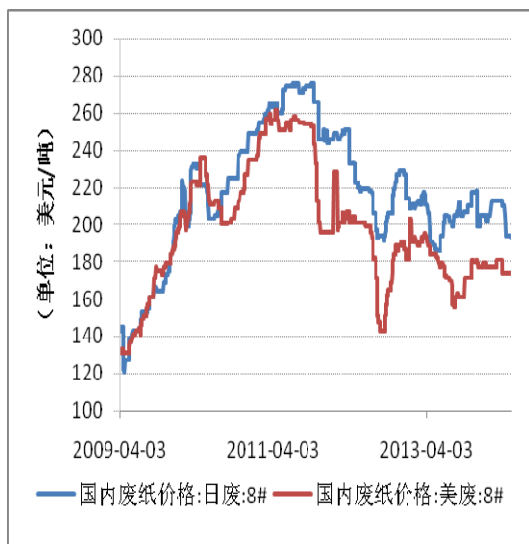
资料来源：Wind 资讯

造纸行业属于高污染行业之一，近年国家加大了对造纸行业落后产能的淘汰力度。2011 和 2012 年，造纸行业分别淘汰落后产能 745 万吨和 880 万吨。2013 年，工信部分两批公布了造纸行业淘汰落后产能的目标，此次落后产能淘汰涉及造纸企业 341 家，共淘汰产能达 742 万吨。分地区看，河北、河南、山东、山西等省淘汰落后产能任务较重。

造纸工业原材料主要为纸浆和废纸，两者占总生产成本的 60% 以上。我国纸浆及废纸

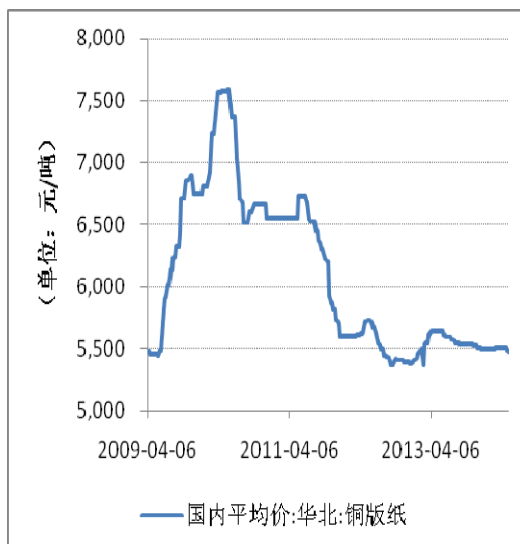
对外依存度较高，以纸浆为例，2013 年我国进口纸浆 1,685 万吨，纸浆进口额为 113.73 亿美元。从原材料价格来看，2009 年以来，进口废纸价格波动较大，目前处于相对较高水平，同期，国内纸制品价格则呈现出不断下跌的趋势，行业内企业利润空间受到挤压。

图 7 2009 年以来进口废纸价格走势



资料来源：Wind

图 8 2009 年以来国内纸制品价格走势



资料来源：Wind

此外，近年来随着电子阅读的不断普及，传统报纸行业受到巨大冲击，电子阅读取代纸质阅读的趋势越来越明显，这将给传统的以新闻纸制造为主业造纸厂商带来巨大冲击。

## 五、经营与竞争

公司是一家拥有煤炭开采、煤炭贸易、造纸、热电、房地产开发、生物工程、有色金属开采等多项业务的综合性集团企业。其中，煤炭开采与贸易是公司最核心的业务，也是公司最重要的利润来源。此外，公司还经营新闻纸制造、房地产开发、热电等业务，上述业务盈利能力相对较弱，对公司利润贡献不大。此外，2012年随着子公司宏源丰矿业开始投产以及投资入股圣齐生物，公司有色金属业务和生物工程板块开始正式运营，公司收入结构更加多元化。

表3 2011-2013年公司收入毛利率构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭采掘	33,353.91	52.70%	46,281.71	81.87%	87,301.63	70.39%
煤炭贸易	90,878.78	1.42%	72,607.13	11.41%	44,272.63	1.55%

造纸	16,804.43	12.95%	24,671.43	12.11%	27,238.79	6.07%
房地产开发	59,370.00	10.56%	20,471.20	5.72%	-	-
铅银矿开采与销售	12,752.16	42.73%	9,857.01	50.27%	-	-
淀粉及酵母抽提物生产与销售	2,242.40	21.13%	2,058.68	19.33%	-	-
其他	10,469.38	9.56%	15,298.72	5.59%	15,918.42	6.38%
<b>合计</b>	<b>225,871.05</b>	<b>15.16%</b>	<b>191,245.88</b>	<b>29.57%</b>	<b>174,731.48</b>	<b>37.09%</b>

资料来源：公司提供

### （一）煤炭业务板块

**公司横河煤矿区位优势较好，盈利能力较强，但生产规模较小，后续可采储量较低**

公司主营业务为煤炭开采和销售，目前主要开采的是本部的横河煤矿。横河煤矿1985年开始筹建，1993年12月矿井正式竣工投产。该矿井田面积约11.3平方公里，地质储量7,889万吨，截至2013年底可采储量为1,300万吨，煤质为气煤，具有低灰、低硫、高发热量等特点，是理想的工业动力用煤、炼焦配煤和民用燃料。横河煤矿煤炭资源赋存条件好，地质构造简单，煤层开采深度在600米左右，煤层厚，瓦斯含量低，适宜综合机械化生产，有利于集中、高效益的大规模开采，单位开采成本低。经过技术改造后，该矿井采用立井开拓，综采放顶煤及普采相结合的采煤工艺，年产量相对稳定在100万吨左右，增产潜力不大。

**表 4 2011-2013年公司煤炭产量（单位：万吨）**

煤矿	2013年			2012年			2011年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
横河煤矿	90	77	85.56%	93	93	100%	100	100	100%
黑岱沟煤矿	-	-	-	-	-	-	91	91	100%

资料来源：公司提供

横河煤矿地处山东省邹城市境内，交通运输条件良好，京台高速公路、104国道、京沪铁路、京杭大运河等众多公路、铁路、港口穿越矿区，保证了公司煤炭的外运。公司与兖州矿业集团比邻，兖州矿区作为山东省最大的煤炭生产基地，周边电厂、钢厂等重工业基地众多，煤炭消费能力较强。

2010年公司通过股权收购准格尔旗兴隆煤炭有限责任公司（以下简称“兴隆煤炭”）新增黑岱沟煤矿，2012年公司撤销对兴隆煤炭的股权投资，因此，2012年公司煤炭采掘收入不再包含黑岱沟煤矿的收入。2012年开始，煤炭价格下行，公司主动减少产销量并增加库存，导致公司煤炭采掘收入持续下降。受煤炭价格影响，近三年公司煤炭采掘业务毛利率整体呈下降趋势，2012年公司煤炭采掘业务毛利率大幅提高，主要是由于公司将前期提取的煤矿维检费、煤炭价格调节基金以及矿区地貌恢复基金等共计1.37亿元冲减当期煤炭生产成本所

致。

煤炭销售方面，公司除部分煤炭通过子公司恒屹工贸的运输系统和销售网络统一出售外，其余大部分煤炭均自行对外销售。在煤炭销售价款结算方面，目前公司主要采取预收款的方式进行结算，对部分客户也接受银行承兑汇票。在煤炭销售定价方面，由于公司地处山东省煤炭主产区，且周边钢铁、煤化工、电厂较多，煤炭需求量较大，邹城市地区煤炭价格较为透明，因此公司煤炭销售价格基本采用市场价，近年来公司产销状况良好。目前公司客户主要为山东省境内的煤炭经销商，2013年公司前五大煤炭采购客户情况如下：

**表 5 2013年公司前五大销售客户情况**

客户名称	销售量（万吨）	销售金额（万元）	金额占比
兖矿煤化供销有限公司	10.46	4,056.86	12.16%
兖矿东华物流有限公司	9.00	3,490.09	10.46%
济宁市丰源煤炭有限公司	7.08	2,744.35	8.23%
山东长丰伟业实业有限公司	5.46	2,117.92	6.35%
邹城市纲领煤炭销售公司	4.46	1,730.13	5.19%
<b>合计</b>	<b>36.46</b>	<b>14,139</b>	<b>42.39%</b>

资料来源：公司提供

**红旗煤矿已建设完毕，2014年起公司煤炭产能将大幅提升，但未来能否顺利消化新增产能尚存在一定的不确定性**

公司于2008年通过招标投资3.1亿元购买了山东嘉祥红旗煤矿（以下简称“红旗煤矿”）。红旗煤矿地处山东嘉祥县境内，2010年获得采矿许可证，煤田面积约71.22KM<sup>2</sup>，煤炭地质储量7,011万吨，可采储量为2,819万吨，煤层埋深在200-450米，平均厚度约5.3米。红旗煤矿于2009年正式开工建设，2013年12月20日已全部建设完毕，并开始投入生产。该矿井设计年生产能力120万吨，2014年起，公司煤炭生产能力将大幅提升。但是，2013年公司煤炭产销率有所下降，未来能否顺利消化新增产能尚存在一定的不确定性。

**表 6 截至2013年末公司在产煤炭资源情况（单位：万吨，年）**

煤矿名称	所在区域	煤种	地质储量	剩余可采储量	年生产能力	相关证件
横河煤矿	山东省邹城市	气煤	7,035	1,300	100	齐全
红旗煤矿	山东省嘉祥县	气煤	7,011	2,819	120	齐全
<b>合计</b>	-	-	<b>14,046</b>	<b>4,119</b>	-	-

资料来源：公司提供

**公司煤炭资源储备较多，后续可开发潜力较大**

除红旗煤矿外，近年来公司还通过收购方式取得了德州潘店煤田（以下简称“潘店煤

田”)，并通过资产划拨方式取得山东兖州小孟煤田(以下简称“小孟煤田”)，截至2013年末，公司共有后备煤炭资源地质储量3.71亿吨，剩余可采储量1.21亿吨，公司后备煤矿资源较为丰富。公司下属煤矿所拥有的煤炭资源主要是气煤，目前潘店煤田和小孟煤田尚处于探矿阶段。

**表 7 截至2013年末公司后备煤炭资源情况(单位:万吨,年)**

煤矿名称	所在区域	煤种	地质储量	剩余可采储量	相关证件
小孟煤田	山东省兖州市	气煤	12,575	7,429	探矿证
潘店煤田	山东省齐河县	气煤	24,487	4,636	探矿证
合计	-	-	<b>37,062</b>	<b>12,065</b>	-

资料来源:公司提供

公司于2008年通过招标1.5亿元购买了潘店煤田。潘店煤田矿区地处济南市齐河县境内，面积52.58平方公里，经勘探后地质储量2.45亿吨，可采储量为4,636万吨，煤质为气煤。预计2015年开工建设，2020年正式投产，预计未来投资总额为4.5亿元。小孟煤田地处兖州市西北部，与汶上、宁阳两县交界，煤田面积约71.84平方公里，邹城市政府2010年以资产注入形式将小孟煤田评估价值为16.54亿元的探矿权无偿划拨至公司。按照经纬评报字(2010)第358号评估报告显示，该煤田地质储量12,575万吨，可采储量为7,429万吨，煤质以气煤为主，煤层埋深700-1,000米，平均厚度约3.5米。公司计划于2014年正式开工建设，预计投资总额约5.5亿元，矿井规划年生产能力150万吨。截至2013年末，上述两个在建煤矿已投入2.26亿元，未来尚需投入9.24亿元，对公司资金造成一定压力。

**表 8 截至2013年末公司在建煤矿情况(单位:万元,万吨/年)**

矿区名称	计划总投资额	已投资额	尚需投资	设计产能	预计完工时间
潘店煤田	60,000	15,000	45,000	-	2020年
小孟煤田	55,000	7,592	47,408	150	2018年
合计	<b>115,000</b>	<b>22,592</b>	<b>92,408</b>	-	-

资料来源:公司提供

需要关注的是，目前潘店煤矿和小孟煤矿仍处于探矿阶段，未来能否预期达产尚存在一定的不确定性。

**煤炭贸易收入为公司收入的最重要组成部分，但整体毛利率较低，对公司利润贡献较弱**

公司煤炭贸易业务由子公司恒屹工贸负责运营。公司煤炭贸易主要模式为通过自身平台为中小煤炭贸易商提供采购平台，利用自身资金优势和预收中小煤炭贸易商预付煤炭购货款，向周边煤炭生产企业大批量采购煤炭，获得采购优惠，公司从中收取一定的手续费。此



外，公司还通过自身与电力企业的良好关系，通过煤炭贸易方式为中小煤炭贸易企业提供向电力企业供货渠道，并从中收取一定的手续费。

近年来公司煤炭贸易板块逐步扩大，业务收入逐步提高，成为公司最重要的收入来源，但整体毛利率较低。2012年煤炭贸易业务毛利率大幅提升，主要是因为子公司宏矿热电供应蒸汽承担邹城市市区居民冬季取暖职能，邹城市政府为保障市民享有较低取暖价格的权益并考虑热电公司企业效益，2011年11月8日下发《邹城市人民政府关于调拨集中供热用煤的通知》，该通知要求横河煤矿调拨冬季供热用煤6万吨供给宏矿热电，煤炭发热量不低于5500大卡/千克，价格按照最低优惠价格450元/吨执行。该价格比市场同等质量煤炭价格低约180元/吨，宏矿热电发电机组适用于发热量4000大卡/千克左右的煤炭，该批煤炭需加工后才能适合使用，故公司综合考虑，将该煤炭调换至恒屹工贸出售，由恒屹工贸购买同等数量的发热量较低适合热电使用的煤炭供给宏矿热电。恒屹工贸将该批煤炭以较高价格售出，而采购成本较低，因而2012年毛利率较高。

表9 2011-2013年公司原煤采购情况（单位：万吨、元/吨）

煤炭品种	2013年		2012年		2011年	
	采购量	销售量	采购量	销售量	采购量	销售量
原煤	185.00	184.15	120.38	120.38	66.48	66.48

资料来源：公司提供

## （二）纸制品业务

公司新闻纸业务整体规模较小，近年来，造纸板块接单量下降，收入持续下滑

公司机制纸业务由下属子公司恒翔纸业负责运营。公司主要通过采购废纸进行重新加工制造，并以生产彩色新闻纸、表面施胶彩印新闻纸、冷固胶微涂彩印新闻纸为主，另有少量其他产品。公司目前生产规模不大，从装备水平的总体规模上看，属于二类新闻纸造纸企业，产品幅宽3.15米以上，目前生产能力为8万吨/年，拥有一条进口3950纸机生产线。2011-2012年，公司纸制品业务实现了满负荷生产，2013年受宏观环境及行业竞争影响，公司接单量下降，产销量大幅减少，2013年全年共生产新闻纸4.77万吨，销售4.94万吨，产销率为103.56%。

表10 2011-2013年公司新闻纸生产销售情况（单位：万吨、万元）

产品	2013年			2012年			2011年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
新闻纸	4.77	4.94	103.56%	7.80	7.32	93.85%	7.56	7.74	102.38%

资料来源：公司提供

公司依据市场价格结合公司成本，用倒挤成本法及目标利润法确定产品价位。其中，公司 3950 纸机产品售价向华泰公司等一类企业靠拢，公司其他产品售价略高于其它企业同类型机台产品价格，接近一类纸中弱式企业价格，在山东地区二类造纸企业中，拥有新闻纸的有限定价权。

依据 GB1910-2006 标准，公司对所产产品进行标准符合性和有效性评价，并不断根据市场客户提出的要求，适时改进，完善提高。目前，公司具备较为完善的销售网络，并与河南日报报业集团有限公司、济南日报报业集团等省内外报业集团建立了较为稳定的合作关系，销售网络遍布华东、华北及其周边地区。

近年来受电子媒体的影响，报刊发行量下降，新闻纸用量减少，公司接单量也逐年下滑，造纸板块收入呈下降趋势。

### （三）其他业务

目前公司其他业务板块收入及利润占比相对较低，但生物化工业务板块未来有望成为公司收入及利润的增长点

除煤炭开采销售、煤炭贸易及纸制品业务外，2012 年起公司新增房屋销售、铅银矿开采与销售、淀粉及酵母抽提物生产与销售等业务；此外，公司电力及热力业务主要是供应公司内部厂区使用，剩余部分对外出售。

#### 1. 房地产开发业务

公司房地产开发业务由子公司宏城置业负责运营，目前共有邹城文博苑小区、嘉祥红旗花园住宅小区和生态新城项目三处房地产开发项目，其中，邹城文博苑小区为邹城市政府委托公司施工建设，建设内容主要为公务员福利房，该项目总投资约 15 亿元，建筑面积 53.4 万平方米，可销售面积 44 万平方米，2012 年公司开始对外预售，截至 2013 年末，该项目住宅已全部销售完毕，已结转销售收入 7.98 亿元，仅剩余商铺尚未开始对外预售。2014 年该项目所有住房将开发完毕并交付业主。由于该项目为政府委托项目，公司仅收取一定的服务费，因此对公司利润贡献不大。

红旗花园住宅小区项目是公司在嘉祥县开发的住宅项目，总投资 1.67 亿元，建筑面积 8.77 万平方米，截至 2013 年末，该项目已投资 1.3 亿元，尚需投资 0.34 亿元。该项目于 2014 年 4 月取得预售许可证，并将优先由内部职工认购，其余部分将对外出售。

生态新城项目包括集团办公楼、住宅小区和棚户区改造三个子项目，建设方通州建总集团有限公司（以下简称“建总集团”）中标金额分别为 1.40 亿元、0.82 亿元和 3.03 亿元，合

计 5.25 亿元。根据公司、内蒙古兴隆能源集团有限公司（刘四小，内蒙古黑岱沟煤矿股东，以下简称“黑岱沟煤矿”）和建总集团于 2013 年 6 月 10 日签订的三方《协议书》，黑岱沟煤矿因资金周转问题暂时无法偿付公司股权转让款项 4.33 亿元，经三方协商，建总集团同意公司以债权作为支付其承建“生态新城建设项目”的工程款，超出部分将由公司承担。该项目中集团办公楼公司将自用，不对外出售；住宅小区部分将由内部员工认购；棚户区改造项目是公司为解决职工住房困难，改善职工居住环境而投资建设的，该项目拆迁面积 5.84 万平方米，拆迁居民 830 户，总建筑面积 9.92 万平方米，规划总户数 830 户，根据《邹城市人民政府关于同意棚户区改造项目异地建设的批复》（邹政字[2012]115 号）等文件，2014 年公司预计可获得中央专项补助资金 1,660 万元。综合来看，该项目大部分为自用和对内出售，预计对公司利润贡献不大。

## 2. 有色金属业务

公司有色金属开采销售业务由子公司宏源丰矿业负责运营，公司所拥有铅银矿资源为 2010 年通过收购新疆佰利矿业公司得来，矿区位于新疆和田县大红柳滩，矿区面积 46.5 平方公里，由 3 块资源构成，矿床以方铅为主、共生银的多金属硫化物。2012 年之前，公司产品主要为铅银矿石，由于矿区地理位置较为偏远，最近的补给地为喀什地区的叶城县，与大红柳滩由 219 国道联通，距离约为 496 公里，而大红柳滩至矿区约为 20 公里，为沙石便道，路况及交通运输条件较差，限制了公司银铅矿石的对外运输。2013 年，公司新上选矿设备，通过破碎、球磨、分级、搅拌、浮选等一系列工艺流程将矿石加工为矿精粉，大大减少了对外运输的产品重量，降低了交通运输条件对矿石产出的限制。

目前公司产品为铅银矿粉，销售时根据产品中铅银矿粉中铅、银含量比例，确定销售价格，近期铅银矿粉中铅的平均价值占比为 89.41%，银为 10.58%。2012-2013 年公司铅银矿粉产销量<sup>1</sup>如下表所示。

**表11 有色金属产销量情况（单位：吨）**

产品	2013年			2012年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
铅、银矿粉	19,840	17,638	89%	11,530	12,015	104%

资料来源：公司提供

截至 2013 年末，公司铅银矿地质储量共计 38.5 万吨，剩余可采储量 35.00 万吨。目前公司仅有 2#矿处于开采中，1#和 3#矿作为资源储备，暂不开采。公司银铅矿储备丰富，在

<sup>1</sup> 2012 年公司实际产品为铅银矿石，为便于对比，已将 2012 年所产铅银矿石折合为同等价值的铅银矿粉。

未来较长的一段时间内具有可持续性，且该板块业务整体毛利率较高，将成为公司利润的重要补充。

**表12 截至2013年末公司铅银资源情况（单位：万吨，万吨/年）**

煤矿名称	矿种	地质储量	剩余可采储量	年设计开采能力	备注
新疆佰利公司 2#矿	铅银	22	18.5	3	生产
新疆佰利公司 1#矿	铅银	11.5	11.5	-	资源储备，暂不开采
新疆佰利公司 3#矿	铅银	5	5	-	资源储备，暂不开采
<b>合计</b>	-	<b>38.50</b>	<b>35.00</b>	-	-

资料来源：公司提供

### 3、生物工程

公司生物制造业务板块主要由子公司圣齐生物负责运营。2012 年，公司对圣齐生物增资 7,000 万元，获得圣齐生物 70% 股权，并将其纳入公司合并范围。圣齐生物主要利用微生物发酵等方式生产酵母、调味粉以及饲料等产品，2012 年和 2013 年公司主要产品产销量情况如下。

**表13 2012-2013年圣齐生物主要产品产销情况**

产品名称	2013 年		2012 年	
	产量（吨）	销量（吨）	产量（吨）	销量（吨）
饲料	1,370.12	1,117.36	1,708	1,650
统一试验粉	787.34	671.96	590	585
鲜味粉	266.7	211.12	212	198
工业级膏	212	75.4	209	175
工业级粉	219.57	273.65	127	117

资料来源：公司提供

公司入股圣齐生物后，对圣齐生物进行扩建，新建甘薯淀粉业生物质废弃物资源综合利用项目，新建厂区占地面积 218 亩，总投资 10.20 亿元，其中项目一期计划投资 6.00 亿元，二期计划投资 4.20 亿元。截至 2013 年末项目一期已投资 3.2 亿元，预计 2014 年下半年将全部建成投产，项目二期预计将于 2016 年 6 月全部完工。该项目建成后，公司生物化工板块收入和利润有望持续增长。但是，我们注意到，该项目投资规模较大，建设周期较长，项目建成投产后能否充分消化产能尚存在较大的不确定性。

**表14 甘薯淀粉业生物质废弃物资源综合利用项目预计产能情况**

产品类型	产能（吨）
------	-------

薯类变性淀粉	60,000
甘薯糖蜜	20,000
高活性酵母	20,000
酵母抽提物	10,000
甘薯胞液营养精膏	5,000
甘薯胞液营养精粉	5,000
膳食纤维	5,000
酵母免疫多糖	5,000
酵母培养物饲料	60,000

资料来源：公司提供

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

本节所采用的财务数据来源于公司提供的经山东天恒信会计师事务所有限公司审计的2010-2012年三年连审的审计报告和2013年审计报告。山东天恒信会计师事务所有限公司对公司2010-2012年和2013年财务报表均出具了标准无保留意见，报表均按照新会计准则编制。

2010年公司通过股权收购方式新增子公司兴隆煤炭，2012年公司撤销对兴隆煤炭的股权投资，兴隆煤炭不再纳入公司合并报表范围；2012年公司合并范围新增3子家公司，分别为圣齐生物、宏源丰矿业和宏巨机械；2013年山东中恒国际贸易有限公司无实质性业务，公司准备予以注销，2013年起该公司不再纳入公司合并报表范围。

### 资产构成与质量

**公司资产规模持续扩大，且以流动资产为主，整体资产质量较好**

近年来公司资产规模持续增加，截至2013年末公司资产总额为78.75亿元，比2011年增长26.88%。2012年随着公司对内蒙古黑岱沟煤矿投资款的收回，公司资产结构开始发生变动，由以非流动资产为主转变为以流动资产为主，截至2013年末，公司流动资产为42.47亿元，占公司资产总额的53.93%。

**表15 2011-2013年公司资产构成情况（单位：万元）**

资产	2013年		2012年		2011年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	220,133.69	27.95%	109,450.93	16.60%	66,052.90	10.64%



应收账款	27,378.69	3.48%	24,361.75	3.69%	22,321.93	3.60%
预付账款	73,894.26	9.38%	56,866.52	8.62%	54,711.61	8.82%
其他应收款	67,936.88	8.63%	100,616.06	15.26%	39,893.17	6.43%
存货	12,428.85	1.58%	42,818.84	6.49%	50,707.65	8.17%
<b>流动资产合计</b>	<b>424,727.40</b>	<b>53.93%</b>	<b>356,981.97</b>	<b>54.13%</b>	<b>244,157.10</b>	<b>39.34%</b>
固定资产	61,106.23	7.76%	56,930.10	8.63%	68,514.32	11.04%
在建工程	31,457.35	3.99%	20,844.26	3.16%	14,012.93	2.26%
无形资产	248,656.79	31.58%	205,436.82	31.15%	207,635.54	33.45%
<b>非流动资产合计</b>	<b>362,753.84</b>	<b>46.07%</b>	<b>302,524.29</b>	<b>45.87%</b>	<b>376,490.41</b>	<b>60.66%</b>
<b>资产总计</b>	<b>787,481.24</b>	<b>100.00%</b>	<b>659,506.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>620,647.50</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款和存货构成。公司于2010年9月以人民币8.67亿元收购黑岱沟煤矿51%股权，2012年，内蒙古自治区政府对区内煤炭资源进行整改，公司与黑岱沟煤矿股东刘小四（甲方）于2012年5月4日签订《股权转让解除协议》，根据该协议，甲方返还公司股权收购款8.67亿元，并向公司另行支付资金占用利息6,630万元，2012年和2013年公司分别收到甲方支付的款项3.50亿元和1.50亿元，截至2013年末，公司尚有4.33亿元的股权回购款尚未收回<sup>2</sup>。另外，邹城文博苑小区住宅项目资金回流和长短期借款增加均致使近两年公司货币资金增幅较大。截至2013年末，公司应收账款共计27,378.69万元，其中账龄在一年以内的应收账款占43.20%，账龄在一至两年的占33.16%，已计提坏账准备236.13万元，应收账款质量一般。公司预付款项主要是预付各类工程款和土地款，其中主要以预付工程款为主。公司其他应收款主要是2012年公司收回对黑岱沟煤矿的股权收购款。公司存货主要是原材料及库存商品，2013年公司已对其住宅项目的大部分成本进行结转，因此其存货规模大幅下降。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程以及无形资产构成。公司固定资产主要为机器设备和房屋建筑物。在建工程主要为红旗煤矿和圣齐生物新建项目的各项基础设施建设和设备投入。公司无形资产主要为采矿权和土地使用权，截至2013年末，公司无形资产共计24.87亿元，占公司资产总额的31.58%。

整体来看，公司资产规模不断扩大，且以流动资产为主，货币资金占比较高，资产质量较好。

## 资产运营效率

<sup>2</sup> 如前文所述，公司于2013年6月10日与黑岱沟煤矿、建总集团签订了《协议书》，2013年下半年，生态新城建设项目已开工，截至2013年末，公司尚未对该部分其他应收款做账务处理。

### 近年来公司运营情况较为平稳，资产运营效率变动不大

公司主要从事煤炭开采、煤炭贸易以及造纸业务，近年来公司业务及经营模式未发生显著变化，除了因房地产业务导致公司存货变化较大，进而导致其存货周转天数波动较大外，其他资产运营效率指标较为稳定。

**表16 2011-2013年公司资产运营效率情况（单位：天）**

项目	2013年	2012年	2011年
应收账款周转天数	41.23	43.94	40.21
存货周转天数	51.89	124.98	142.93
应付账款周转天数	39.38	53.05	45.70
净营业周期	53.75	115.87	137.44
流动资产周转天数	622.96	565.79	481.27
固定资产周转天数	94.06	118.07	124.26
总资产周转天数	1153.13	1,204.88	1,156.61

资料来源：公司提供

### 盈利能力

**公司主营业务收入增长较快，煤炭开采板块盈利能力较强，但受近年来煤炭价格波动影响，公司整体盈利能力有所下降**

近年来随着公司业务规模的逐步扩大以及经营业务类型的增多，公司营业收入快速增长。2013年公司营业收入达22.59亿元，比2011年增长29.27%。目前，煤炭开采销售业务以及煤炭贸易业务是公司收入及利润的核心来源，截至2013年12月20日，公司煤炭开采业务板块仅有横河煤矿一处在产，2013年底红旗煤矿正式投产后，公司煤炭开采业务规模将迅速扩大，煤炭开采业务收入及利润有望增加。2013年，随着公司房地产项目邹城文博苑小区的对外出售，房屋销售收入对公司收入贡献较大。2012年宏源丰矿业开始纳入公司合并报表，由于宏源丰矿业下属矿脉铅银品位较高，开采成本相对较低，产品综合毛利率处于较高水平，目前该业务已经成为公司重要的收入及利润来源。此外，公司在2012年通过增资入股圣齐生物，并对其进行新厂区扩建，未来生物制品（主要为酵母、调味剂及饲料）收入有望增长。

2013年公司获得政府土地出让金返还、热电公司补贴和圣齐生物建设补贴资金共计1.03亿元，成为当年公司利润的重要来源，但以上补贴不具有持续性，不能对公司利润构成长期支撑。

受煤炭价格下跌、煤炭贸易业务波动较大以及新闻纸行业景气度下降的共同影响，近年来公司综合毛利率水平呈下降趋势。

**表17 2011-2013年公司主要盈利能力指标变动情况（单位：万元）**

项目	2013年	2012年	2011年
营业收入	225,871.05	191,245.88	174,731.48
投资收益	23.67	3,395.30	4,442.50
营业利润	11,588.31	26,501.44	22,670.37
营业外收入	10,495.12	764.26	238.81
利润总额	21,004.21	26,512.78	22,699.19
净利润	15,113.19	23,731.43	16,487.02
综合毛利率	15.16%	29.57%	37.09%
期间费用率	9.46%	16.33%	24.73%
总资产回报率	3.94%	7.72%	7.84%

资料来源：公司提供

2012年随着公司收回对黑岱沟煤矿的股权投资，公司管理费用迅速下降，致使当年公司期间费用率出现明显下降。2013年起公司将项目建设产生的利息支出用计入资本化利息，不再计入财务费用，从而导致当期财务费用大幅下降，期间费用率继续降低。

受盈利能力下降的影响，公司总资产回报率呈下降趋势，2013年其总资产回报率为3.94%，较2012年下降3.78个百分点。

整体来看，公司主营业务收入增长较快，但受近年来煤炭价格下跌影响，整体盈利能力有所下降。

## 现金流

**公司经营活动现金生产能力较强，但投资性支出较大，公司主要通过外部筹资弥补资金缺口**

受公司盈利能力下降影响，近三年公司 FFO（经营所得现金）及经营活动产生的现金净额有所波动，但公司煤炭业务销售现金收款比较及时，加上经营活动其他环节占用资金较少，整体现金生产能力较强。

从投资活动看，2011-2012年，公司投资活动持续净流入，主要与黑岱沟煤矿股权收购有关，2011年在将黑岱沟煤矿纳入合并报表时将其现金的期初余额列入“收回投资所收到的现金”，2012年公司收回对黑岱沟煤矿的股权投资，并于当年收到股权款3.50亿元。2013年公司投资活动表现为大额净流出，主要是其对红旗煤矿及圣齐生物扩建工程的投资。

从筹资活动看，2011-2012 年公司对外筹资力度不大，筹资活动主要表现为持续净流出状态。2013 年，公司加大了筹资力度，当年筹资活动表现为净流入。目前公司在建项目较多，但资金相对充裕，未来公司可能会逐渐减小对外筹资力度。

**表18 2011-2013年公司现金流变动情况（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	15,113.19	23,731.43	16,487.02
非付现费用	3,438.53	10,438.51	12,508.86
非经营损益	5,393.48	20,023.99	16,888.64
<b>FFO</b>	<b>23,945.20</b>	<b>54,193.94</b>	<b>45,884.52</b>
营运资本变化	9,555.00	-17,556.54	-16,710.78
其中：存货的减少（减：增加）	30,311.64	7,888.80	-14,117.13
经营性应收项目的减少（减：增加）	-139,376.85	-44,471.32	-19,644.19
经营性应付项目的增加（减：减少）	118,620.20	19,025.98	17,050.55
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>33,481.39</b>	<b>36,637.39</b>	<b>24,577.35</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-103,543.24</b>	<b>7,681.53</b>	<b>7,426.85</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>180,744.61</b>	<b>-920.90</b>	<b>-19,342.21</b>
现金及现金等价物净增加额	110,682.76	43,398.03	12,661.99

资料来源：公司提供

## 财务安全性

公司负债规模快速增加，且以流动负债为主，面临一定的短期债券偿付压力

近年来随着公司业务规模的扩大，公司负债规模不断提高，至 2013 年末，公司负债总额为 47.33 亿元，产权比率为 150.64%。

**表19 2011-2013年公司资本结构变动情况（单位：万元）**

项目	2013 年	2012 年	2011 年
负债合计	473,288.26	359,614.59	326,582.84
其中：流动负债合计	422,895.75	355,392.66	323,065.46
非流动负债合计	50,392.51	4,221.94	3,517.39
<b>所有者权益合计</b>	<b>314,192.98</b>	<b>299,891.66</b>	<b>294,064.66</b>
<b>产权比率</b>	<b>150.64%</b>	<b>119.91%</b>	<b>111.06%</b>

资料来源：公司提供

从负债结构来看，公司负债主要以流动负债为主。2011 年和 2012 年流动负债在公司负债总额中的占比均维持在 98% 以上，2013 年公司新增长期借款 4.68 亿元，流动负债占比下降为 89.35%，非流动负债占比上升为 10.65%。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款构成。其中短期借款及应付票据占比较高，对公司造成一定的短期偿付压力；截至 2013 年末，公司应付账款及预收款项规模较小，占比较低，其中应付账款主要为应付燃料及材料款，预收款项主要为预收煤炭采购款和文博苑小区房款；公司其他应付款主要为应付邹城市宏河正方实业发展有限公司和邹城市财政局的款项。

公司负债中，有息负债规模和占比也持续提高，2011-2013 年，公司有息负债分别为 11.08 亿元、12.41 亿元和 21.77 亿元，占负债总额的比率分别为 33.92%、34.51%和 46.00%。

**表 20 2011-2013 年公司负债结构变动情况（单位：万元）**

资产	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	170,892.00	36.11%	124,092.00	34.51%	110,792.00	33.92%
应付票据	166,000.00	35.07%	96,000.00	26.70%	85,942.00	26.32%
应付账款	17,621.20	3.72%	24,300.35	6.76%	15,398.97	4.72%
预收款项	33,890.88	7.16%	5,557.59	1.55%	15,121.32	4.63%
其他应付款	49,028.68	10.36%	108,408.98	30.15%	90,797.91	27.80%
<b>流动负债合计</b>	<b>422,895.75</b>	<b>89.35%</b>	<b>355,392.66</b>	<b>98.83%</b>	<b>323,065.46</b>	<b>98.92%</b>
长期借款	46,800.00	9.89%	—	—	—	—
长期应付款	3,592.51	0.76%	4,221.94	1.17%	3,517.39	1.08%
<b>非流动负债合计</b>	<b>50,392.51</b>	<b>10.65%</b>	<b>4,221.94</b>	<b>1.17%</b>	<b>3,517.39</b>	<b>1.08%</b>
<b>负债合计</b>	<b>473,288.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>359,614.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>326,582.84</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

近年来随着公司负债规模的迅速扩大，公司资产负债率水平持续上升，至 2013 年末，公司资产负债率为 60.10%，比 2011 年提高 7.48 个百分点。从短期债务偿付指标来看，近两年公司收回部分股权，公司流动比率及速动比率均有所提高，但仍处于较低水平，公司面临一定的短期债务偿付压力。从长期债务偿付指标来看，受公司盈利能力下降影响，公司 EBITDA 也呈下降趋势，并且有息负债的快速增长使得公司利息支出不断增大，公司 EBITDA 利息保障倍数指标持续下降。

**表 21 2011-2013 年公司主要偿债能力指标变动情况**

项目	2013 年	2012 年	2011 年
资产负债率	60.10%	54.53%	52.62%
流动比率	1.00	1.00	0.76
速动比率	0.97	0.88	0.60

EBITDA (万元)	31,924.63	59,817.62	56,508.70
EBITDA 利息保障倍数	1.36	2.61	2.65

资料来源：公司提供

综合来看，公司有息负债增长较快，负债规模持续增加，且流动负债占比较高，公司面临一定的短期债务偿付压力。

## 七、本期债券条款分析

### （一）本期债券偿还计划

本期债券拟发行人民币 3.6 亿元，在存续期内每年付息一次，从第三个计息年度开始，逐年分别按照发行总额 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还债券本金。

### （二）本期债券偿债资金来源与主要偿债风险

公司经营利润是本期债券还本付息的主要来源。目前，煤炭开采销售业务以及煤炭贸易业务是公司收入及利润的核心来源，公司煤炭开采业务板块中横河煤矿在产，红旗煤矿已于 2013 年 12 月 20 日正式投产，2014 年公司煤炭开采业务规模将迅速扩大，煤炭开始业务收入及利润有望持续增加。2012 年宏源丰矿业开始纳入公司合并报表，由于宏源丰矿业下属矿脉铅银品位较高，开采成本相对较低，产品综合毛利率处于较高水平，目前该业务已经成为公司重要的收入及利润补充。此外，公司在 2012 年通过增资入股圣齐生物，并对其进行新厂区扩建，未来生物制品（主要为酵母、调味剂及饲料）收入有望增长。2011-2013 年公司分别取得净利润 16,487.02 万元、23,731.43 万元和 15,113.19 万元，公司未来主营业务利润来源是本期债券本息到期偿付的重要保障。

此外，我们也关注到，近年来煤炭价格的下降使得公司主营业务盈利能力有所下降，目前公司在建甘薯淀粉业生物质废弃物资源综合利用项目投产后能否顺利消化产能尚存在一定的不确定性。

邹城市城市资产经营有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保以及公司自有煤矿采矿权抵押担保有效提升了本期债券信用水平。

### （三）本期债券保障措施分析

#### 1、担保分析

##### （1）、担保条款

本期债券由邹城市城市资产经营有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担



保。

## (2)、担保人情况

邹城市城市资产经营有限公司（以下简称“邹城国资”）是 2003 年 7 月经邹城市人民政府邹政字[2003]36 号文批准成立的全民所有制企业。后经增资扩股，截至 2013 年末邹城国资注册资本 8.60 亿元，纳入合并范围的子公司共 7 家。

**表 22 邹城国资截至 2013 年 12 月 31 日纳入合并报表子公司情况**

公司名称	简称	注册资本 (万元)	持股比例	主营业务
邹城市圣城文化旅游开发有限公司	圣城旅游	40,200.00	100%	旅游投资开发
山东正方实业发展有限公司	正方实业	20,000.00	100%	煤炭开采及贸易
邹城市燃气总公司	邹城燃气	5,688.00	100%	燃气经营
邹城市市政工程公司	邹城市政	2,185.20	100%	市政公用设施施工
邹城市自来水公司	邹城自来水	849.76	100%	自来水供应
邹城市国运公共交通有限公司	邹城公交	300.00	84.67%	汽车客运
邹城市圣土阳光农业发展有限公司	阳光农业	50.00	100%	蔬菜、谷物、园林花卉种植

资料来源：邹城国资提供

邹城国资所在地邹城市是山东省直辖县级市，是国家级历史文化名城，新兴能源工业城市，全国综合实力百强县，总面积 1,616 平方公里，人口 115 万，交通区位优势。邹城市境内矿产资源丰富，以煤炭、花岗石、石灰石为主。其中藏煤面积 357 平方公里，地质储量 41 亿吨以上，年产原煤 4,000 多万吨，是全国八大煤炭基地之一，全国大型煤炭开采企业兖矿集团有限公司和全国最大坑口电厂邹城发电厂均在其境内。2013 年，邹城市地区生产总值 731.58 亿元，同比增长 11.9%；完成公共财政收入 55.33 亿元，同比增长 16%；完成固定资产投资 309.20 亿元，同比增长 23.7%；社会消费品零售额 208.70 亿元，增长 13.9%。

作为邹城市主要的市政建设和投融资主体，邹城国资在资产划拨及财政补贴方面得到了邹城市政府的大力支持。邹城市政府先后将其持有的邹城市污水处理厂、邹城市燃气总公司、邹城市自来水公司、邹城市市政工程公司和山东宏河矿业集团有限公司全部国有股权无偿划转至邹城国资。2008 年起邹城市政府又将土地、道路、桥梁和探矿权等资产注入邹城国资，并给予一定财政补贴，使得邹城国资资本实力大幅增强。

截至 2013 年 12 月 31 日，邹城国资总资产为 253.61 亿元，所有者权益为 129.13 亿元。2013 年，邹城国资实现主营业务收入 32.75 亿元，利润总额 4.30 亿元，经营活动现金流量净额 1.08 亿元。

**表23 邹城国资主要财务指标**

项目	2013年	2012年	2011年
总资产（万元）	2,536,089.42	2,036,469.42	1,790,850.41
所有者权益（万元）	1,291,284.56	1,267,542.57	1,136,383.05
资产负债率	47.44%	37.51%	35.57%
流动比率	2.66	3.28	3.70
速动比率	1.34	1.54	1.42
主营业务收入（万元）	327,471.72	236,347.44	196,738.93
补贴收入（万元）	44,491.39	23,009.32	44,199.48
营业利润（万元）	6,198.18	-15,537.70	5,506.97
利润总额（万元）	43,035.33	22,860.90	56,527.99
主营业务利润率	20.90%	22.64%	31.84%
经营活动现金流净额（万元）	10,826.38	-39,298.53	-43,811.97

资料来源：邹城国资提供

整体来看，邹城市城市经济发展情况良好，邹城国资资产规模较大，政府对其支持力度较大，经鹏元评定，邹城国资的主体信用级别为 AA。

## 2、抵押担保分析

公司与债权人/抵押权人中国工商银行股份有限公司邹城支行（以下简称“工行邹城支行”）签订了《2013年山东宏河矿业集团公司公司债券抵押协议》（以下简称“抵押协议”）和《2013年山东宏河矿业集团公司公司债券债权人协议》（以下简称“代理人协议”），根据抵押协议，公司将其合法持有的山东省宏河矿业集团有限公司邹城市横河煤矿（以下简称“横河煤矿”）采矿权（采矿许可证号：C3700002011041140110733）对本期债券的到期偿付进行抵押担保，抵押担保范围为本期债权的全部本息。此外，公司承诺，在本期债券发行前，将协助本期债券的债权代理人工行邹城支行共同办理完毕山东宏河矿业集团有限公司邹城市横河煤矿采矿权的相关抵押登记手续。2014年4月14日，公司已经取得山东省国土资源厅《关于山东宏河矿业集团有限公司邹城市横河煤矿采矿权抵押备案的函》（鲁国土资函[2014]84号）。

根据济南源丰矿产资源评估有限公司出具的济源丰矿评字[2013]第048号《山东宏河矿业集团有限公司邹城市横河煤矿采矿权评估报告》<sup>3</sup>，截至2012年末，横河煤矿采矿权评估总价值为72,041.13万元，为本期债券发行额的2倍。在本期债券存续期间，抵押资产的评估价值与本期债券未偿还本金及债券应偿付一年利息总额的比率（以下简称“抵押比率”）

<sup>3</sup> 该报告出具时间为2013年4月16日，评估基准日为2012年12月31日，该报告评估结论从评估基准日起一年内有效，即截止2014年4月底，该采矿权评估报告已失效，且公司出具的抵押协议也是依据该评估报告签订。

不得低于 1.27 倍。

在本期债券存续期间，宏河集团聘请经工行邹城支行认可的资产评估机构应按年对抵押资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告。年度评估报告的基准日期应为本期债券当年的付息首日。年度评估报告的出具时间应不迟于本期债券当年付息首日后的三十个工作日。资产评估机构应当在对抵押资产价值进行评估结束后的十个工作日内，将年度评估报告正本提交给工商银行邹城支行。

当抵押比率低于 1.27 时，工行邹城分行应在五个工作日内制作《追加抵押资产通知书》，加盖公章后送达宏河集团，并由宏河集团追加的抵押资产并按照代理人协议的规定进行价值评估、抵押登记。

在本期债券存续期间，在抵押比率不低于代理人协议约定的前提下，宏河集团可以向工商银行邹城支行申请解除部分抵押资产的抵押。

综合来看，邹城国资提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保以及公司自有煤矿采矿权抵押担保有效提升了本期债券信用水平。

## 附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	220,133.69	109,450.93	66,052.90
交易性金融资产	10,853.73	5,853.73	5,853.73
应收票据	11,993.52	16,971.78	4,591.42
应收账款	27,378.69	24,361.75	22,321.93
预付账款	73,894.26	56,866.52	54,711.61
其他应收款	67,936.88	100,616.06	39,893.17
存货	12,428.85	42,818.84	50,707.65
其他流动资产	107.78	42.36	24.69
流动资产合计	424,727.40	356,981.97	244,157.10
长期股权投资	15,267.16	15,697.63	8,156.63
固定资产	61,106.23	56,930.10	68,514.32
在建工程	31,457.35	20,844.26	14,012.93
工程物资	3,080.45	2,791.78	2,761.98
无形资产	248,656.79	205,436.82	207,635.54
商誉	-	-	74,620.54
长期待摊费用	3,092.31	748.96	788.47
递延所得税资产	93.55	74.74	-
非流动资产合计	362,753.84	302,524.29	376,490.41
资产总计	787,481.24	659,506.26	620,647.50
短期借款	170,892.00	124,092.00	110,792.00
应付票据	166,000.00	96,000.00	85,942.00
应付账款	17,621.20	24,300.35	15,398.97
预收款项	33,890.88	5,557.59	15,121.32
应付职工薪酬	1,354.59	813.54	2,977.59
应交税费	-15,979.16	-3,781.03	2,035.67
其他应付款	49,028.68	108,408.98	90,797.91
其他流动负债	87.57	1.22	-
流动负债合计	422,895.75	355,392.66	323,065.46
长期借款	46,800.00		
长期应付款	3,592.51	4,221.94	3,517.39
非流动负债合计	50,392.51	4,221.94	3,517.39
负债合计	473,288.26	359,614.59	326,582.84
实收资本（或股本）	80,827.85	70,827.85	68,827.85
资本公积	165,310.34	165,310.34	165,210.34
盈余公积	13,682.33	12,150.41	10,468.63
未分配利润	51,563.25	46,806.48	32,901.38

少数股东权益	2,809.21	4,796.58	16,656.46
所有者权益（或股东权益）合计	314,192.98	299,891.66	294,064.66
负债及所有者权益（或股东权益）总计	787,481.24	659,506.26	620,647.50

## 附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、营业收入	225,871.05	191,245.88	174,731.48
减：营业成本	191,630.66	134,703.68	109,931.56
营业税金及附加	1,255.30	2,173.19	3,369.55
销售费用	2,638.52	4,109.29	2,812.45
管理费用	18,191.86	17,764.30	25,676.33
财务费用	527.69	9,348.85	14,713.73
资产减值损失	62.39	40.44	-
加：投资收益（损失以“-”号填列）	23.67	3,395.30	4,442.50
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	11,588.31	26,501.44	22,670.37
加：营业外收入	10,495.12	764.26	238.81
减：营业外支出	1,079.22	752.92	209.99
三、利润总额（亏损以“-”号填列）	21,004.21	26,512.78	22,699.19
减：所得税费用	5,891.02	2,781.34	6,212.17
四、净利润（亏损以“-”号填列）	15,113.19	23,731.43	16,487.02
归属于母公司所有者的净利润	15,069.25	22,577.51	11,890.63
少数股东损益	43.94	1,153.92	4,596.40



### 附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品提供劳务收到的现金	249,825.49	209,003.18	193,855.18
收到的其他与经营活动有关的现金	80,101.92	63,043.66	62,203.66
经营活动现金流入小计	329,927.40	272,046.84	256,058.85
购买商品、接受劳务支付的现金	172,003.57	71,013.17	169,799.61
支付给职工以及为职工支付的现金	23,698.74	19,943.28	20,848.92
支付的各项税费	31,781.24	12,701.77	20,509.25
支付的与其他与经营活动有关的现金	68,962.46	131,751.22	20,323.72
经营活动现金流出小计	296,446.01	235,409.44	231,481.50
经营活动产生的现金流量净额	33,481.39	36,637.39	24,577.35
二、投资活动产生的现金流量	-		
收回投资所收到的现金	-	25,910.40	10,001.27
取得投资收益所收到的现金	24.33	3,380.60	2,123.76
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金净额	-	258.80	-
收到的其他与投资活动有关的现金	15,000.00	-	-
投资活动现金流入小计	15,024.33	29,549.79	12,125.03
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	110,567.57	18,790.76	3,598.18
投资所支付的现金	8,000.00	3,077.50	1,100.00
投资活动现金流出小计	118,567.57	21,868.26	4,698.18
投资活动产生的现金流量净额	-103,543.24	7,681.53	7,426.85
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资所收到的现金	10,000.00	3,550.34	20,060.00
借款所收到的现金	305,100.00	151,206.45	140,032.20
收到的其他与筹资活动有关的现金	2,867.83	-	-
筹资活动现金流入小计	317,967.83	154,756.79	160,092.20
偿还债务所支付的现金	121,835.96	132,371.45	143,046.68
分配利润股利、利润或偿付利息所支付的现金	15,387.26	23,306.24	36,387.74
筹资活动现金流出小计	137,223.22	155,677.69	179,434.41
筹资活动产生的现金流量净额	180,744.61	-920.90	-19,342.21
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	110,682.76	43,398.03	12,661.99
加：期初现金及现金等价物余额	109,450.93	66,052.90	53,390.91
六、期末现金及现金等价物余额	220,133.69	109,450.93	66,052.90

## 附录三-2 现金流补充材料（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
净利润	15,113.19	23,731.43	11,890.63
加：资产减值准备	-	40.44	-
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,627.51	6,844.47	6,704.59
无形资产摊销	154.38	3,086.22	5,613.16
长期待摊费用摊销	-2,343.35	467.38	191.11
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”填列）	43.95	-17.67	30.50
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	-	130.72	-
财务费用（收益以“-”号填列）	5,373.20	-	21,300.64
投资损失（收益以“-”号填列）	-23.67	23,306.24	-4,442.50
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-	-3,395.30	-
存货的减少（增加以“-”号填列）	30,311.64	7,888.80	-14,117.13
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-139,376.85	-44,471.32	-19,644.19
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	118,620.20	19,025.98	17,050.55
经营活动产生的现金流量净额	33,481.39	36,637.39	24,577.35

## 附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率(次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率(次)	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率(次)	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产} / \text{流动负债}$
	速动比率	$(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	有息债务	$\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}$
	产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$

## 附录五 公司债券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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

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。

### 二、债务人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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。