

山东宏河矿业集团有限公司

2014 年公司债券 2015 年跟踪
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。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

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。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

山东宏河矿业集团有限公司 2014 年公司债券 2015 年跟踪信用评级报告

报告编号：
鹏信评【2015】跟踪第
【611】号 01

增信方式：保证担保+采
矿权抵押担保

保证担保主体：邹城市
城市资产经营有限公司

债券剩余规模：3.6 亿元

债券到期日期：2021 年
06 月 23 日

债券偿还方式：每年付
息一次，债券存续期内
第 3-7 个计息年度分别
偿还本期债券发行总额
的 20%

分析师

姓名：
吴倩 王晨 杨建华

电话：
010-66216006

邮箱：
wuq@pyrating.cn

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2015 年 07 月 02 日	2014 年 06 月 12 日

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“宏河矿业”或“公司”）及其 2014 年 06 月 23 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2015 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司业务多元化，有利于分散经营风险，煤炭资源储备丰富；采矿权抵押担保及邹城市城市资产经营有限公司（以下简称“邹城国资”）提供的担保有效提升了本期债券安全性。同时，我们也关注到了煤炭行业景气度低迷、公司造纸及铅银矿开采板块存在经营风险、公司利润水平下滑、另外公司还存在一定的安全生产管理风险、或有负债风险等风险因素。

正面：

- 业务多元化，有利于分散经营风险。公司拥有煤炭、造纸、房地产、有色金属开采、生物工程等多项产业，2014 年各产业占营业收入的比重分别为 70.83%、6.79%、10.30%、3.41%和 2.62%，业务多元化可在一定程度上分散公司的业务风险。
- 煤炭资源储备丰富。截至 2014 年末，公司煤炭剩余可采储量 3,985 万吨，按现有设计产能，可供公司开采 23 年；同时公司已获得探矿权的煤炭可开采储量达 1.21 亿吨，后备资源储量丰富，为该业务的持续发展奠定了良好基础。
- 采矿权抵押担保及邹城国资提供的担保有效提升了本期债券安全性。公司以评估价值 72,041.13 万元的采矿权为本期债券提供抵押担保，为本期债券发行额度的 2 倍，同时，邹城国资为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，

以上增信措施有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **煤炭行业景气度低迷，公司煤价持续下行。**受煤炭行业整体产能过剩、下游需求低迷等因素影响，公司煤炭价格随着全国煤炭价格持续下滑，2014 年公司煤价同比下降 15.05%。
- **造纸及铅银矿开采板块存在经营风险。**受下游需求及区域环境影响，公司造纸业务及铅银矿收入分别下滑 12.42% 和 18.11%，而且短期内公司市场及区域环境难以获得实质性改善，以上两个板块仍存在一定的经营风险。
- **利润水平下滑。**受煤炭行业景气度下滑及补贴收入减少影响，公司利润水平有所下降。2014 年，公司实现利润总额 1.44 亿元，同比减少 31.35%。
- **生物板块能否消化产能存在一定的不确定性。**2014 年 6 月，公司生物板块一期扩建工程已建设完毕，产能大幅提升，但未来能否充分消化产能尚存在较大的不确定性。
- **安全生产风险和环保监管风险。**公司作为能源化工企业，长期面临沼气、矿井水等自然灾害及高温高压等不安全因素的威胁，如果发生重大安全事故，将影响公司的生产经营，造成公司一定时期内的经济效益下滑；另外，公司的煤炭产业为环保要求较高的行业，国家越来越严格的环保政策，将增加公司的生产成本及资本性支出。
- **对外担保余额较大，存在一定或有负债风险。**截至 2014 年末，公司对外担保余额为 19.07 亿元，占所有者权益的比例为 59.14%，公司存在较高的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	834,195.62	787,481.24	659,506.26
所有者权益合计（万元）	322,433.62	314,192.98	299,891.66
有息债务（万元）	383,174.00	383,692.00	220,092.00
资产负债率	61.35%	60.10%	54.53%
流动比率	1.03	0.98	1.00
速动比率	0.88	0.95	0.88
营业收入（万元）	306,013.31	225,871.05	191,245.88
营业利润（万元）	10,043.22	11,588.31	26,501.44
利润总额（万元）	14,419.24	21,004.21	26,512.78
综合毛利率	11.96%	15.16%	29.57%

总资产回报率	2.95%	3.94%	7.72%
EBITDA（万元）	34,093.27	31,924.63	59,817.62
EBITDA 利息保障倍数（万元）	1.46	1.36	2.61
经营活动现金流净额（万元）	20,658.52	33,481.39	36,637.39

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2013]1660号文件批准，公司于2014年06月23日发行3.6亿元公司债券，票面利率为8.5%。

本期债券的起息日为2014年06月23日，采用单利按年计息，自2015年起每年06月23日为上一计息年度付息日，本期债券的兑付日为2021年06月23日。本期债券从第三个计息年度即2017年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。

截至2015年6月30日，本期债券兑付情况见表1。

表 1 截至 2015 年 6 月 30 日本期债券本息兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2015年6月23日	36,000	0	3,060	36,000

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2014年12月31日，本期债券募集资金已使用完毕，具体情况如下：

表 2 截至 2014 年 12 月 31 日公司募集资金使用情况（单位：万元）

项目名称	总投资额	拟使用债券募集资金	已投资额	已使用债券募集资金
宏河湿地工程	53,000	30,000	53,000	30,000
补充流动资金	-	6,000	-	6,000

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

2014年，公司注册资本、控股股东以及控股股东持股比例、合并报表范围均未发生变化，公司实际控制人为邹城市国有资产管理委员会。截至2014年末，公司纳入合并报表范围的子公司如下表所示。

表 3 截至 2014 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，鹏元整理

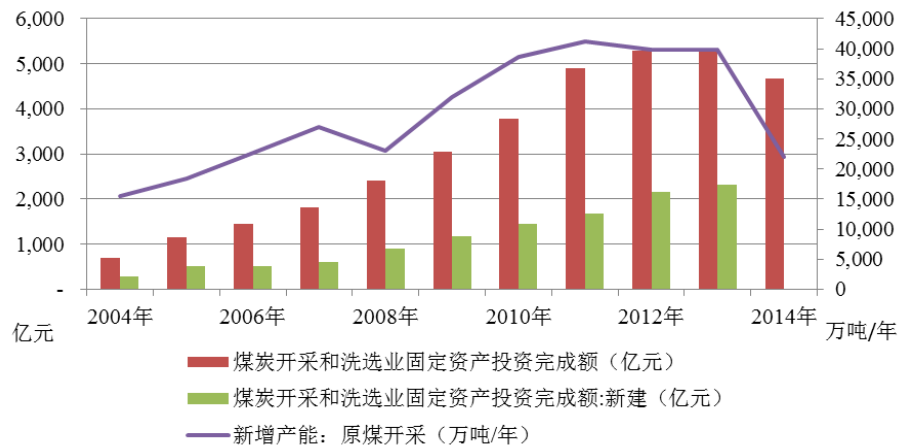
截至2014年12月31日，公司资产总额为834,195.62万元，所有者权益为322,433.62万元，资产负债率为61.35%；2014年度公司实现营业收入306,013.31万元，利润总额14,419.24万元，经营活动产生的现金流量净额为20,658.52万元。

三、运营环境

2014年煤炭行业投资大幅下滑，但煤炭库存总体呈增长趋势且处于相对高位，国内煤炭需求趋缓，煤价持续走低，行业景气度较低

近年来，随着一批新建、改扩建和资源整合煤矿技改完成并陆续投产，煤炭产能释放逐步加快，我国煤炭固定资产投资完成额较高且呈持续增长趋势，但2014年全国煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额开始出现同比下降9.5%，全年完成投资4,682亿元，为十年来首次出现大幅下降。

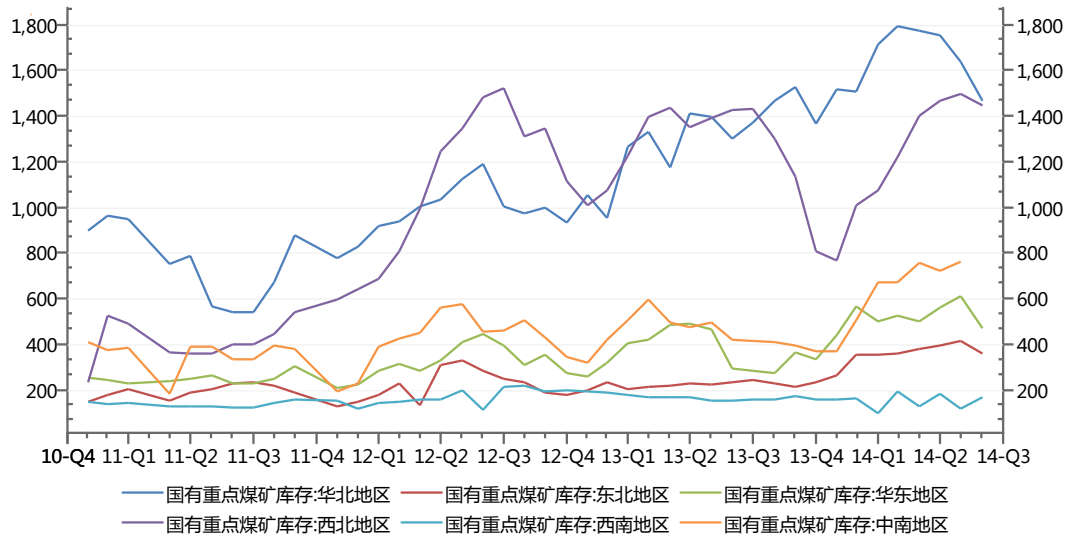
图1 2004-2014年我国原煤开采新增产能、煤炭开采和洗选业固定资产投资情况



资料来源：Wind，鹏元整理

从国有重点煤矿库存情况来看，2014年以来，各个地区煤炭库存仍总体呈上升趋势，部分地区有小幅回落，但仍维持在相对高位。

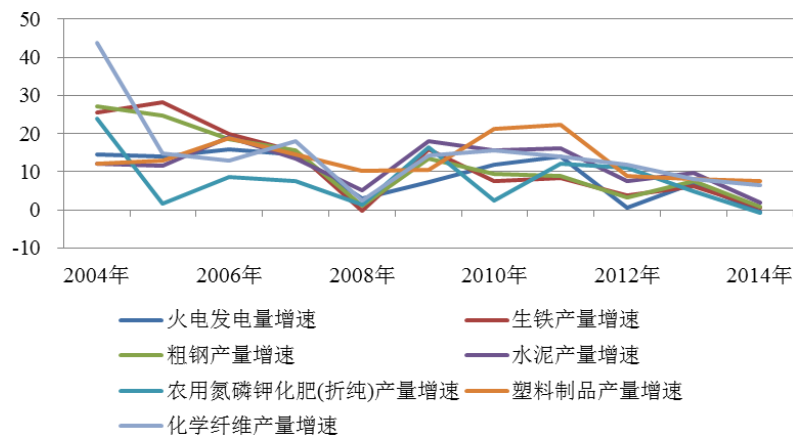
图2 近年我国部分地区煤矿库存情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

从需求来看，我国煤炭消费的行业结构呈现多元化的特点，但主要集中在电力、钢铁、水泥等行业。根据煤炭工业协会的统计数据，2014年全国煤炭消费量约35.1亿吨，同比下降2.5%，其中，电力行业耗煤下降3.4%；钢铁行业耗煤下降1.4%；建材行业耗煤下降1.1%。国家能源局发布数据显示，2014年全社会用电量55,233亿千瓦时，同比仅增长3.8%，增速为近十年来的新低。

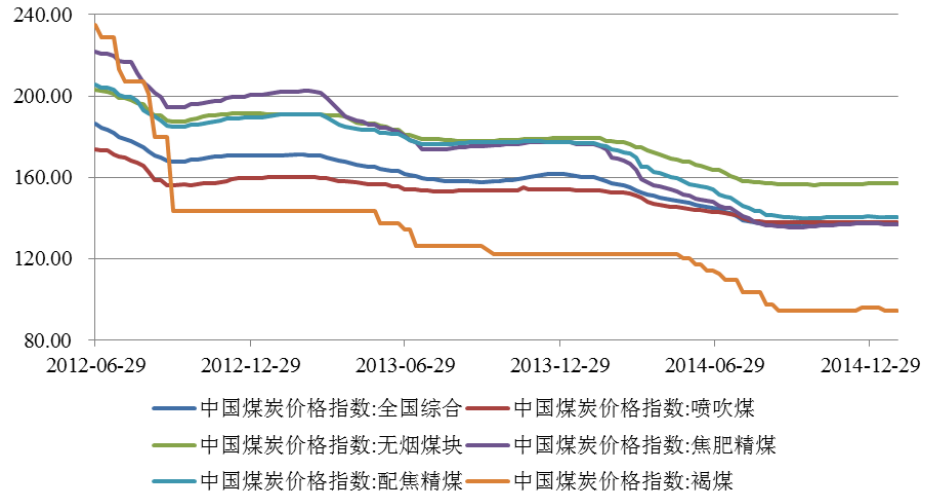
图3 近年来全国主要耗煤产业产量增长情况（单位：%）



资料来源：Wind，鹏元整理

库存高企、需求趋缓的影响下，近年来我国煤炭价格波动幅度较大，自2011年下半年以来，我国煤炭价格整体呈下降趋势。而煤炭主要下游需求行业目前均处于产能过剩状态，正是产业结构调整的重点，煤炭需求将受到一定抑制，继而导致短时期内煤炭价格大幅回升的可能性较小。

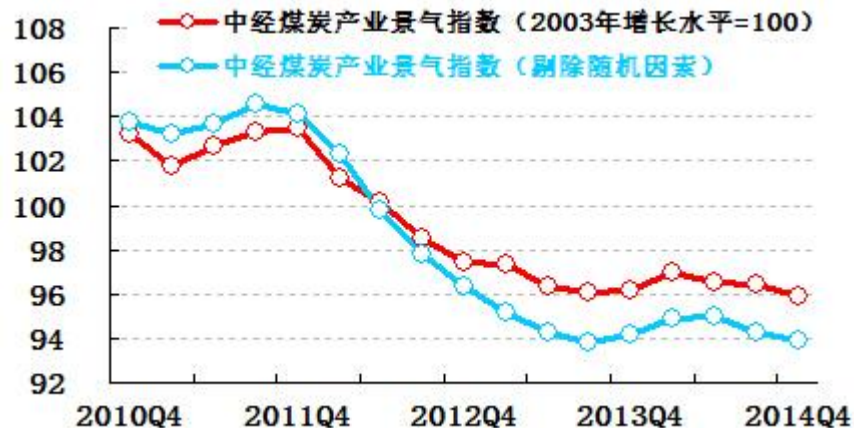
图 4 近年来主要煤炭价格指数情况



资料来源：Wind，鹏元整理

我们关注到，中国经济长期处于去库存周期，这对于强周期类行业的打击是显著的。从中国煤炭市场景气指数来看，产能释放的较大压力伴随着宏观经济结构调整下的需求抑制，煤炭行业景气度较低，并且在短期内景气度难以回升。

图 5 近年来中国煤炭市场景气指数情况



资料来源：中国经济网

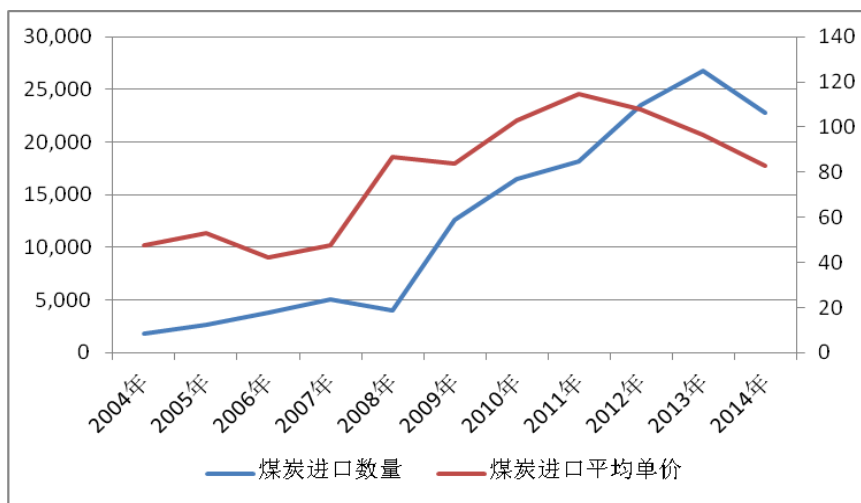
进口煤炭对国内煤炭市场的冲击有所减弱，但石油价格的持续下跌、清洁能源的不断发展对煤炭行业产生一定不利影响

煤炭资源是我国重要的基础资源和能源原料，我国富煤、贫油、少气的资源特点决定了其在中国一次能源消费结构中处于主导地位，近年来原煤占能源消费总量的比重仍达60%以上。但近年来，随着石油和天然气资源的不断开采和利用，国内清洁能源、可再生能源、新能源的发展，我国能源消费结构逐步改善。中国的煤炭消费正在明显下降，原煤

占能源消费总量的比重出现大幅下滑。2014年进口煤炭对国内煤炭市场的冲击有所减弱，但石油价格的持续下跌、清洁能源的不断发展以及运输费用的不断上涨将对煤炭行业产生一定不利影响。

2014年10月8日，国务院关税税则委员会下发了《关于调整煤炭进口关税的通知》（税委会[2014]27号），决定自2014年10月15日起，取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率，分别恢复实施3%、3%、6%、5%、5%的税率。此外，我国于2015年1月1日开始执行的《商品煤质量管理暂行办法》，进口煤增加微量元素检测、不合格直接退回，且检测耗时较长，这在一定程度上对进口煤涌入造成阻力。政策层面限制进口煤能够在一定程度上缓解进口煤对国内煤炭行业的冲击，国内煤炭企业的压力或将得到一定的释放。从煤炭进口情况来看，2014年国内煤炭市场低迷，煤炭需求增幅逐渐放缓，此外政策层面限制进口煤，因此2014年自7月份开始，煤炭进口量同比、环比双降，全年进口煤炭量为2.91亿吨，同比减少3,580万吨，降幅达10.9%。

图 6 2004-2014 年我国煤炭进口情况（单位：万吨、美元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

据Wind资讯，布伦特原油价格已经从2014年6月最高的115.30美元/桶降到了2015年1月30日的47.90美元/桶，期间价格累计下调67.40美元/桶，降幅高达58.46%。受此影响，2014年1月27日以来，国内成品油价格迎来了“十三连跌”，从2014年7月22日油价第一次下调起，“十三连跌”已致国内成品油每升累计下调：汽油2.03元，柴油2.4元。同样作为一次能源，石油与煤炭之间存在着一定的相关性与可替代性，石油价格的大幅下跌，对煤炭行业已经造成了一定打压。

未来，在环境保护的约束下，我国对煤炭能源的需求强度将进一步减弱。2014年11月，国务院办公厅印发《能源发展战略行动计划（2014—2020年）》（以下简称“《行动计划》”），

明确到2020年，一次能源消费总量控制在48亿吨标准煤左右，煤炭消费总量控制在42亿吨左右，基本形成比较完善的能源安全保障体系；国内一次能源生产总量达到42亿吨标准煤，能源自给能力保持在85%左右，石油储采比提高到14-15%，能源储备应急体系基本建成；非化石能源占一次能源消费比重达到15%，天然气比重达到10%以上，煤炭消费比重控制在62%以内；基本形成统一开放竞争有序的现代能源市场体系。《行动计划》强调，要坚持“节约、清洁、安全”的战略方针，加快构建清洁、高效、安全、可持续的现代能源体系，重点实施节约优先、立足国内、绿色低碳、创新驱动等四大战略。

近期国家集中出台多项煤炭产业政策促进国内煤炭行业可持续发展

2014年受国内经济下行、煤炭需求不振、供应竞争加剧等因素影响，煤炭行业面临着煤炭价格下跌、企业效益下滑等困难和问题。为促进煤炭采选行业的持续、健康、有序的发展，国务院和相关部委出台了多条煤炭采选行业政策，涉及行业整体规划、煤炭资源整合、安全生产、煤炭进出口等多个方面。总体看，诸多政策旨在鼓励行业内企业实施兼并重组，淘汰落后产能，遏制煤炭产量无序增长，保证煤炭安全生产，促进煤炭行业平稳运行和持续健康发展。

政策导向将使煤炭行业集中度不断提高。因此未来，国有背景下的大型煤炭企业在资金、技术、管理、资源获取等方面具有较为明显的优势，在地方政府资源整合过程中能够获得较大的支持，成为地方煤炭资源主要的整合主体，其规模优势也将进一步凸显。

表 4 2014 年我国主要煤炭产业政策

时间	主要内容	影响
2014年3月27日	国家能源局发布了《关于做好2014年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》	2014年我国将淘汰煤矿 ¹ 1,725处，淘汰落后产能1.17亿吨。其中，关闭退出煤矿800处，涉及产能4,070万吨；改造升级煤矿402处，涉及产能1,766万吨；兼并重组煤矿523处，涉及产能5,912万吨。
2014年8月25日	国家发改委、国家能源局和国家煤矿安监局联合发布《关于遏制煤矿超能力生产规范企业生产行为的通知》	全国所有的煤矿按照登记公布的生产能力组织生产，不得超能力生产。
2014年9月12日	国土资源部发布《国土资源部关于不再暂停受理新设煤炭探矿权申请的公告》	煤炭企业将获得探矿权利，新的煤炭资源或被发现，将带动煤炭产业的供应提升。
2014年9月22日	国家能源局公布了两批煤矿生产能力，涉及13个省、2,699处煤矿、产能142,887万吨	产能公示将极大便利对煤炭超产的监管；按照国家全年产量总量不得超核定能力的要求，这将有助于改善国内煤炭行业供求情况。
2014年10月8日	国务院关税税则委员会下发《关于调整煤炭进口关税的通知》（税委会[2014]27号），决定自2014年10月15日起，取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率，分别恢复实施3%、3%、6%、5%、5%的税率。	恢复征收煤炭进口关税，在一定程度上缓解进口煤对国内煤炭行业的冲击，国内煤炭企业的压力或将得到一定的释放。

2014年 10月9日	财政部和国家税务总局联合下发《关于实施煤炭资源税改革的通知》(财税[2014]72号),自2014年12月1日起,在全国范围内将煤炭资源税由从量计征改为从价计征,税率幅度为2%至10%,具体适用税率由省级财税部门根据本地区清理收费基金、企业承受能力、煤炭资源条件等因素提出建议,报省级政府拟定。	完善资源产品价格形成机制,既能让资源地区受益,推进区域协调发展,通过减少名目繁多的收费,增强企业发展后劲,也可促进煤炭资源合理开采利用,推动科学发展。
2014年 10月11日	财政部和国家发展改革委联合下发《关于全面清理涉及煤炭原油天然气收费基金有关问题的通知》,自2014年12月1日起,将在全国范围统一将煤炭、原油、天然气矿产资源补偿费费率降为零,并停止征收煤炭、原油、天然气价格调节基金;同时,一并取消的收费还包括山西省的煤炭可持续发展基金、青海省的原生矿产品生态补偿费、新疆维吾尔自治区的煤炭资源地方经济发展费。	同上。
2014年 10月28日	国家能源局出台《关于调控煤炭总量优化产业布局的指导意见》	对煤炭行业总量调控、优化布局、项目审批、产能管理等工作提出一系列具体意见,促进煤炭工业提质增效升级。
2014年 10月29日	国家发展改革委、国家安全监管总局、国家能源局、国家煤矿安监局以联合公告形式,发布了《煤炭生产技术与装备政策导向(2014年版)》(以下简称“《政策导向》”),自2015年1月1日起实施。	提高我国煤炭行业准入标准、加大淘汰落后,推动煤炭行业脱困具有重大的现实意义。

资料来源:中国煤炭资源网,鹏元整理

四、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。2014年,公司煤炭板块收入大幅增加,带动公司收入快速增长,但是,受煤炭行业景气度下滑等因素影响,公司煤炭采掘业务毛利率下降;另外,毛利率较低的煤炭贸易收入大幅提升,导致公司综合毛利率下滑。同时,造纸、房地产开发、有色金属开采等业务对公司的收入和利润形成重要的补充,但是2014年这几项业务的毛利率虽然都有提升,但是收入均出现下滑。

表5 2013-2014年公司营业收入构成及毛利率情况(单位:万元)

项 目	2014年		2013年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
主营业务收入	290,155.61	11.82%	221,118.88	14.82%
煤炭采掘	42,425.42	43.49%	33,353.91	52.70%
煤炭贸易	174,335.57	0.95%	90,878.78	1.42%
造纸	14,717.53	18.13%	16,804.43	12.95%
房地产开发	31,534.27	15.72%	59,370.00	10.56%
铅银矿开采与销售	10,443.26	42.90%	12,752.16	42.73%

淀粉及酵母抽提物生产与销售	8,004.25	12.16%	2,242.40	21.13%
其他	8,695.30	12.95%	5,717.20	-8.25%
其他业务收入	15,857.70	14.42%	4,752.18	31.00%
合 计	306,013.31	11.96%	225,871.06	15.16%

资料来源：公司提供，鹏元整理

（一）煤炭业务板块

2014年，公司横河煤矿产量增加，产销率有所提升；红旗煤矿基础设施建设完毕，已进入试生产阶段，但整体产量较低

公司主营业务为煤炭开采和销售，2014年主要开采的是横河煤矿和红旗煤矿。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2014年底可采储量为1,200万吨，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，年产能可达100万吨，但未来增产潜力不大。2014年，横河煤矿生产原煤93万吨，同比增长3.33%。

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71.22KM²，煤炭地质储量7,011万吨，截至2014年末可采储量为2,785万吨，煤层埋深在200-450米，平均厚度约5.3米。红旗煤矿设计年生产能力120万吨，该矿井2009年正式开工建设，2013年末基础设施已基本建设完毕。由于部分掘进设备及人员未配备齐全，2014年红旗煤矿处于试生产阶段，当年产量较低，仅生产27万吨。

表 6 2013-2014 年公司煤炭产销情况（单位：万吨）

煤矿	2014 年			2013 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
横河煤矿	93.00	90.14	96.92%	90.00	77.00	85.56%
红旗煤矿	27.00	25.16	93.19%	-	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

煤炭销售价格方面，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，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。近年来由于煤炭行业整体产能过剩，煤炭市场价格持续下行，公司煤炭销售均价也有所下滑。2014年，公司煤炭销售均价为367.96元/吨，较2013年下降15.05%。

表 7 2013-2014 年公司煤炭销售情况（单位：万吨、元/吨）

产品	2014 年		2013 年	
	销量	销售均价	销量	销售均价
原煤	115.30	367.96	77.00	433.17

资料来源：公司提供，鹏元整理

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。2014年，公司主动拓展销售网络，与华电国际电力股份有限公司邹县发电厂（以下简称“邹县发电厂”）建立了长期合作关系。2014年，公司对邹县发电厂¹的煤炭销售金额占比为33.34%，在煤炭行业景气度下滑的背景下，公司与邹县发电厂的合作保障了公司煤炭的销售，提升了煤炭的产销率，但存在较大单一客户依赖风险。另外，由于公司煤炭品种相对单一，为拓展市场，满足不同客户需求，公司开始外购部分煤炭进行配煤后再进行销售，外购煤炭销售收入计入其他业务收入。在煤炭销售价款结算方面，公司给予邹县发电厂半个月到一个月的账期，支付方式为银行汇款，对其他客户主要采取预收款的方式进行结算，支付方式包括现汇及银行承兑汇票。跟踪期内，除邹县发电厂外，公司主要客户为山东省境内的煤炭经销商，2014年公司前五大煤炭销售客户情况如下：

表 8 2014 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）	销售金额占比
华电峰源（北京）贸易有限公司	52.75	18,980.98	33.34%
兖矿国际贸易山东有限公司	14.27	5,098.17	8.95%
山东能源国际物流有限公司	11.02	3,814.62	6.70%
济宁市丰源煤炭贸易有限公司	9.54	3,481.69	6.11%
江苏中安电力燃料有限公司	5.19	1,903.00	3.34%
合计	92.77	33,278.46	58.44%

注：销售金额占比=销售金额/（煤炭采掘收入+其他业务收入中煤炭销售收入）

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司煤炭资源储备较多，后续可开发潜力较大

公司横河煤矿地质储量为7,035万吨，因已开采年限较长，目前其剩余开采储量仅为1,200万吨。红旗煤矿为新建矿井，地质储量为7,011万吨，截至2014年末剩余可采储量为2,785万吨，可开采年限相对较长。

表 9 截至 2014 年末公司在产煤炭资源情况（单位：万吨，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
横河煤矿	山东省邹城市	气煤	7,035	1,200	100

¹ 邹县发电厂通过华电峰源（北京）贸易有限公司从公司采购煤炭。

红旗煤矿	山东省嘉祥县	气煤	7,011	2,785	120
合计	-	-	14,046	3,985	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

2008年，公司出资1.5亿元购买了德州潘店煤田（以下简称“潘店煤田”）的探矿权，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”）的探矿权。截至2014年末，以上两块煤田已探明的地质储量3.71亿吨，可采储量1.21亿吨，煤炭品种主要是气煤，目前潘店煤田和小孟煤田尚处于探矿阶段。

表 10 截至 2014 年末公司后备煤炭资源情况（单位：万吨）

煤矿名称	所在区域	煤种	地质储量	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	-	-	37,062	12,065	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

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。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。

因煤炭市场景气度下滑，截至2014年末，潘店煤田及小孟煤田均未开始开工建设。上述两个煤矿计划总投资11.50亿元，截至2014年末已投入2.26亿元，未来尚需投入9.24亿元，若公司正式启动以上项目，将对公司造成一定资金压力。

表 11 截至 2014 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	115,000	22,592	92,408	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

煤炭贸易收入大幅增长，但整体毛利率有所降低，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。

表 12 2013-2014 年公司原煤采购情况（单位：万吨、元/吨）

煤炭品种	2014 年			2013 年		
	采购量	销售量	采购均价	采购量	销售量	采购均价
原煤	405.00	403.57	405.21	185.00	184.15	447.56

资料来源：公司提供，鹏元整理

煤炭开采安全生产和节能环保方面的要求较高，公司存在一定的安全生产隐患和节能环保监管风险

安全生产方面，煤炭生产主要为地下开采作业，属于高风险行业，2014年9月1日，公司横河煤矿3602下轨道巷掘进工作面发生顶板冒落事故，造成2人死亡，2人受伤。事故发生后，横河煤矿经过整顿后，于2014年9月5日恢复生产。此外，煤炭生产过程中会产生污水、废气和粉尘、固体废弃物、噪声等污染，煤矿矿井的建设、巷道的掘进、地面修建构筑物等会对井田内生态环境产生负面影响。随着国家对环境保护越来越重视，国家环境治理标准的提高，有可能会增加公司的环保治理成本，从而对公司的经营业绩产生一定影响，导致经营成本增加。

总之，煤炭开采和煤化工行业对安全生产和节能环保方面的要求较高，公司存在一定的安全生产隐患和节能环保政策风险。

（二）纸制品业务

受下游需求影响，2014年公司新闻纸业务收入继续下滑

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并制浆造纸，产品以生产彩色新闻纸、表面施胶彩印新闻纸、冷固胶微涂彩印新闻纸为主，另有少量其他纸产品。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型造纸生产线。

表 13 2013-2014 年公司新闻纸生产及销售情况（单位：万吨）

产品	2014年			2013年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
新闻纸	4.22	4.24	100.47%	4.77	4.94	103.56%

资料来源：公司提供，鹏元整理

目前，公司具备较为完善的销售网络，并与济南日报报业集团、新华日报社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。受电子媒

体影响，报刊发行量下降，新闻用纸量减少，2014年公司接单量继续下滑，全年共销售新闻纸4.24万吨，同比下降14.17%，但新闻纸毛利率有所提升，主要系公司将部分员工分流至红旗煤矿，人力成本减少导致单位生产成本下降所致。

（三）其他业务

受项目开发周期影响，2014年公司房地产结转收入减少；铅银矿开采业务收入下降，毛利率相对稳定；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年起公司新增的房屋销售、铅银矿开采与销售、淀粉及酵母抽提物生产与销售等业务已成为公司收入与利润的重要补充；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，可售面积44万平方米，2012年公司开始对外预售，2013年该项目住宅已全部销售完毕，2014年所有住宅已建设完毕并已交付业主。截至2014年末，公司已结转销售收入8.95亿元，其中，2014年结转销售收入0.97亿元。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2.2亿元，建筑面积10.58万平方米，可售面积10.11万平方米，截至2014年末，该项目已全部建设完毕。红旗花园于2014年4月取得预售许可证，并优先由内部职工认购，剩余部分对外出售，截至2014年末，红旗花园已售面积为8.60万平方米，销售进度为85%，平均销售单价为3,200元/平方米。2014年，红旗花园结转销售收入2.18亿元。

生态新城项目总投资6亿元，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（刘小四，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，不足部分将由公司补足。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。截至2014年末，办公楼、住宅楼和棚户区改造项目均已主体完工，正在进行内外墙装修及绿化建设，住宅部分尚未开始预售。

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。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。2014年，公司铅银矿粉产量有所下降，主要系受当地治安影响，生产人员稳定性不强，公司生产受到一定影响。

表 14 有色金属产销量情况（单位：吨）

产品	2014年			2013年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
铅、银矿粉	15,682	14,961	95.4%	19,840	17,638	89%

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2014年末，公司铅银矿地质储量共计38.5万吨，剩余可采储量33.5万吨。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，为公司利润的重要补充。但是，需要关注的是，当地治安等因素或将对公司正常生产经营活动产生不利影响。

表 15 截至 2014 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	17	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
合计	-	38.50	33.5	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

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。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9月，圣齐生物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2014年末，一期项目已基本建设完毕，并于

2014年7月开始试生产。2014年，圣齐生物主要产品产销情况如下表所示。

表 16 2014 年圣齐生物主要产品产销情况

产品名称	2014 年	
	产量 (吨)	销量 (吨)
酵母系列	2,191.69	1,875.00
酵母抽提物系列	3,432.30	1,976.00
生物饲料系列	1,641.26	1,593.00
复配原辅料系列、改良剂	549.66	280.00
淀粉及淀粉制品系列	4,487.07	2,162.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

在圣齐生物试生产阶段，酵母抽提物系列、淀粉及淀粉制品系列等新产品合格率不高，但公司将不合格产品计入产量中，因此，该部分产品2014年产销率较低，同时拉低了该板块整体毛利率。圣齐生物下游客户主要为食品企业等，公司已与统一等食品企业建立了良好的合作关系，结算方式方面，公司一般给予重点客户1至2个月的账期。

圣齐生物完全达产后，有望成为公司新的收入和利润增长点，但是，我们注意到，该项目产能较大，未来能否充分消化产能尚存在较大的不确定性。

表 17 甘薯淀粉业生物质废弃物资源综合利用项目产能情况

产品类型	产能 (吨)
淀粉及淀粉制品系列	80,000
酵母抽提物系列	15,000
酵母系列	20,000
生物饲料系列	30,000

资料来源：公司提供，鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012-2014年三年连审的审计报告，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，且以流动资产为主

2014年，公司资产规模继续增加，截至2014年末公司资产总额为84.32亿元，同比增长5.93%。公司资产结构较稳定，仍以流动资产为主，截至2014年末，公司流动资产占资产总

额的51.33%。

表 18 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	173,899.92	20.85%	220,133.69	27.95%
应收账款	34,427.06	4.13%	27,378.69	3.48%
预付账款	78,407.13	9.40%	73,894.26	9.38%
其他应收款	71,768.28	8.60%	67,936.88	8.63%
存货	62,805.08	7.53%	12,428.85	1.58%
流动资产合计	428,186.43	51.33%	413,873.67	52.56%
固定资产	70,517.92	8.45%	61,106.23	7.76%
在建工程	50,177.31	6.02%	31,457.35	3.99%
无形资产	253,930.20	30.44%	248,656.79	31.58%
非流动资产合计	406,009.19	48.67%	373,607.57	47.44%
资产总计	834,195.62	100.00%	787,481.24	100.00%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

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。公司货币资金以银行存款为主，其中其他货币资金13.19亿元，主要系银行承兑汇票保证金。公司应收账款主要系应收邹城市权佑商贸有限公司、济宁市港湾经贸有限公司和新泰市联泰物资有限公司等单位的购煤款，2014年增长主要系圣齐生物应收账款增加及煤炭赊销增加所致，其中账龄在一年以内的应收账款占比47.55%，账龄在一至两年的占比32.19%，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圣其生物项目及红旗花园住宅小区等项目预付的各类工程款、设备款、材料款，其中主要以预付工程款为主。公司其他应收款主要是应收公司收回对黑岱沟煤矿的股权收购款以及应收邹城市恒泰玻纤制品公司、通州建总集团有限公司等单位的往来款。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，甲方应当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，公司将以剩余4.33亿元债权支付生态新城项目的工程款（见前文），截至2014年末，公司尚余3.25亿元债权未进行账务处理。公司存货主要是生产成本及库存商品，2014年公司存货大幅增长主要系生态新城项目成本增加所致。

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房屋建筑物、机器设备和运输工具，因成立时间较长，公司固定资产已使用年限较长，截

至2014年末，公司房屋建筑物、机器设备和运输设备的账面价值占其原值的比例分别为58.10%、61.27%、40.42%，固定资产已存在不同程度的老化，公司未来可能在固定资产维护或者更新换代方面面临一定的压力。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，随着工程的推进，公司在建工程继续增加。公司无形资产主要为采矿权和土地使用权。截至2014年末，公司已有账面价值96.42万元，评估价值72,041.13万元采矿权用于抵押。

整体来看，2014年公司资产规模继续增加，资产结构较稳定，且以流动资产为主。

资产运营效率

公司净营业周期缩短，资产运营效率有所提升

2014年，虽然公司应收账款、存货规模均有所增加，但由于煤炭及煤炭贸易收入大幅提升，因此，公司应收账款和存货周转天数有所下降，进而导致公司净营业周期缩短，资产运营效率提升。另外，因营业收入大幅增长，公司流动资产、固定资产和总资产周转天数均有所下降，公司资产整体运营效率有所提升。

表 19 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014年	2013年
应收账款周转天数	36.35	41.23
存货周转天数	50.26	51.89
应付账款周转天数	42.24	39.38
净营业周期	44.38	53.75
流动资产周转天数	495.31	609.64
固定资产周转天数	77.42	94.06
总资产周转天数	953.89	1,153.13

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入增长较快，但受煤炭行业景气度下滑影响，公司整体盈利能力有所下降

2014年，随着横河煤矿产销量提升及红旗煤矿进入试生产阶段，公司煤炭采掘收入大幅提升，另外，公司煤炭贸易业务规模扩大，收入增加，带动公司营业收入快速增长，2014年，公司实现营业收入30.60亿元，同比增长26.19%。受煤炭行业景气度下滑影响，公司煤炭采掘业务毛利率下降，同时，毛利率较低的煤炭贸易业务收入占比提升，导致公司综合毛利率有所下降。期间费用方面，2014年，煤炭板块及圣其生物业务的拓展导致销售费用

快速增加，但公司严格控制管理费用，2014年管理费用有所下降，且公司营业收入增长较快，因此，公司期间费用率有所降低。

2014年公司获得圣齐生物建设补贴资金共计4,305.55万元，为公司利润的重要补充，但以上补贴不具有持续性，不能对公司利润构成长期支撑。

表 20 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2014年	2013年
营业收入	306,013.31	225,871.05
营业利润	10,043.22	11,588.31
政府补助	4,305.55	10,336.80
利润总额	14,419.24	21,004.21
净利润	11,124.51	15,113.19
综合毛利率	11.96%	15.16%
期间费用率	8.01%	9.46%
营业利润率	3.28%	5.13%
总资产回报率	2.95%	3.94%
净资产收益率	3.49%	4.92%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

整体来看，2014年公司主营业务收入增长较快，但受近年来煤炭行业景气度下滑影响，整体盈利能力有所下降。

现金流

2014年公司经营性净现金流有所下降，经营活动现金生成能力趋弱

2014年，受净利润下滑以及存货大幅上升占用营运资本增加等因素的影响，公司经营活动产生的现金流量净额有所下降，整体现金生成能力趋弱。从投资活动来看，跟踪期内公司投资活动依然表现为大幅净流出，主要系红旗煤矿及圣齐生物扩建工程的投资，因2013年末红旗煤矿已基本建设完毕，因此2014年投资支出有所降低。从筹资活动看，2014年，公司筹资活动现金流入主要系银行借款及发行债券收到的现金，现金流出主要系偿还银行借款及偿付利息所支付的现金。

表 21 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014年	2013年
净利润	11,124.51	15,113.19
营运资本变化	-10,916.47	9,555.00
其中：存货减少（减：增加）	-50,376.23	30,311.64

经营性应收项目的减少（减：增加）	13,675.90	-139,376.85
经营性应付项目的增加（减：减少）	25,783.86	118,620.20
经营活动产生的现金流量净额	20,658.52	33,481.39
投资活动产生的现金流量净额	-26,093.92	-103,543.24
筹资活动产生的现金流量净额	-40,798.37	180,744.61
现金及现金等价物净增加额	-46,233.77	110,682.76

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模快速增加，且以流动负债为主，面临一定的短期债务偿付压力

2014年，本期债券发行成功，公司负债规模继续增加。公司所有者权益的增长主要依靠自身净利润的积累，其增长幅度小于负债规模的增幅，公司产权比率有所提高。

表 22 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2014 年	2013 年
负债总额	511,762.00	473,288.26
所有者权益	322,433.62	314,192.98
负债与所有者权益比率	158.72%	150.64%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债主要以流动负债为主。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收账款和其他应收款构成。随着本期债券的发行，公司短期借款规模有所下降，债务期限结构有所改善，但短期借款及应付票据占比仍较高，对公司造成一定的短期偿付压力。公司应付账款主要为应付煤炭采购款、运输费以及工程款等，2014年其规模大幅增长一方面是因为煤炭贸易业务规模大幅增加，公司应付煤炭采购款及运输费增加；另一方面是因为随着红旗煤矿、圣其生物新建项目推进，公司未结算工程款增加所致。预收款项主要为预收文博苑小区房款和煤炭销售款；公司其他应付款主要为应付邹城市财政局的款项和应付职工集资建房款等。

表 23 2013、2014 年末公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	113,100.00	22.10%	170,892.00	36.11%
应付票据	178,400.00	34.86%	166,000.00	35.07%
应付账款	45,596.49	8.91%	17,621.20	3.72%
预收账款	25,421.51	4.97%	33,890.88	7.16%
其他应付款	74,017.16	14.46%	49,028.68	10.36%

流动负债合计	417,286.97	81.54%	422,895.75	89.35%
长期借款	56,250.00	10.99%	46,800.00	9.89%
应付债券	35,424.00	6.92%	-	-
非流动负债合计	94,475.04	18.46%	50,392.51	10.65%
负债合计	511,762.00	100.00%	473,288.26	100.00%
其中：有息债务	383,174.00	74.87%	383,692.00	81.07%

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

2014年，公司有息债务规模较稳定，从有息债务的偿还期限来看，由于短期借款和应付票据规模较大，公司2015年需偿还的债务较多，短期内公司面临一定债务周转压力。

表 24 截至 2014 年 12 月 31 日公司主要有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）

2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
291,500	15,000	22,200	22,200

资料来源：公司提供，鹏元整理

2014年，随着负债规模增加，公司资产负债率继续上升。从短期债务偿付指标来看，公司流动比率及速动比率仍处于较低水平，公司面临一定的短期债务偿付压力。2014年，因固定资产折旧及无形资产摊销增加，公司EBITDA有所上升，同时EBITDA利息保障倍数也有所提升，EBITDA对利息的保障程度有所增加。

表 25 公司偿债能力指标

指标名称	2014 年	2013 年
资产负债率	61.35%	60.10%
流动比率	1.03	0.98
速动比率	0.88	0.95
EBITDA（万元）	34,093.27	31,924.63
EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.36

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

邹城国资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

第三方担保

邹城国资为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。2014年，邹城国资名称、注册资本、业务范围、实际控制人、合并范围均未发生变更，其实际控制人为邹城市国有资产管理委员会。

邹城国资作为邹城市重要的城市建设投融资主体，主要从事邹城市的基础设施建设以及国有资产经营等业务，2014年，邹城国资主要收入仍来自于煤炭、市政工程及保障房建设、公共事业等三大板块。2014年，邹城国资煤炭板块收入占其主营业务收入的58.27%，较2013年提升18.39个百分点，该板块盈利能力较强，是邹城国资收入的主要来源；市政板块包括市政工程和保障房建设，其收入占比为18.29%；公共事业板块包括燃气、水务和公共交通等业务，收入规模较小，公益性较强，盈利能力一般。另外，邹城国资还从事房地产业务及造纸业务，为邹城国资收入及利润的重要补充。

表 26 担保方营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭	220,283.61	9.12%	130,616.40	16.62%
BT收入	35,000.00	30.05%	70,000.00	31.32%
工程收入	34,156.15	15.37%	13,944.49	34.88%
房地产收入	31,534.27	21.43%	59,370.00	15.28%
新闻纸收入	14,717.53	6.57%	18,748.10	7.28%
煤气及天然气销售收入	7,499.23	34.46%	6,276.23	37.91%
房租收入	7,079.75	100.00%	10,705.89	100.00%
公交运营收入	2,785.46	-41.63%	2,542.94	-51.51%
水费收入	1,339.73	-22.23%	1,141.37	-31.52%
其他	23,620.19	27.27%	14,126.31	5.97%
合计	378,015.93	15.41%	327,471.72	21.74%

资料来源：邹城国资提供，鹏元整理

截至2014年12月31日，邹城国资资产总额为270.31亿元，股东权益合计为134.37亿元，资产负债率为48.70%；2014年度，邹城国资实现主营业务收入37.80亿元，利润总额2.90亿元，经营活动现金流净额-11.89亿元。

表 27 担保方主要财务指标

项目	2014年	2013年
总资产（万元）	2,703,058.69	2,533,068.39
股东权益合计（万元）	1,343,685.60	1,288,263.53
有息债务（万元）	1,029,753.51	859,281.62
资产负债率	48.70%	47.49%
流动比率	3.11	2.66
速动比率	1.53	1.34
主营业务收入（万元）	378,015.93	327,471.72

营业利润（万元）	-13,660.14	3,304.96
利润总额（万元）	29,008.74	40,014.30
主营业务利润率	14.46%	20.90%
总资产回报率	2.89%	3.20%
经营活动现金流净额（万元）	-118,894.08	10,826.38

资料来源：邹城国资提供，鹏元整理

经鹏元评定，邹城国资2015年主体长期信用等级维持为AA，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

资产抵押担保

公司以其合法持有的横河煤矿采矿权（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券的全部本息。

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》（评估基准日：2012年12月31日），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。

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），公司已完成抵押登记手续，有效提升了本期债券的信用水平。

在本期债券存续期间，宏河集团应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。截至2015年6月30日，尚未到年度评估报告的出具时间。

七、或有事项分析

截至2014年末，公司对外担保余额为19.07亿元，占所有者权益的比例为59.14%，存在较高的或有负债风险。

表 28 截至 2014 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保余额	担保起始日	担保期限
邹城市城市资产经营有限公司	47,000.00	2009.02	8 年
邹城市城市资产经营有限公司	37,000.00	2009.02	10 年
鲁发投资公司	15,000.00	2009.8	8 年

嘉祥祥诚投资公司	3,200.00	2010.4	5 年
山东恒信集团有限公司	2,000.00	2014.7	1 年
邹城市人民医院	4,500.00	2012.12	3 年
山东省微山湖矿业集团有限公司	10,000.00	2014.8	1 年
山东省微山湖矿业集团有限公司	15,000.00	2014.5	1 年
山东省微山湖矿业集团有限公司	3,000.00	2014.12	6 个月
山东省微山湖矿业集团有限公司	26,000.00	2014.5	1 年
山东省微山湖矿业集团有限公司	10,000.00	2014.12	1 年
山东省微山湖矿业集团有限公司	10,000.00	2014.12	1 年
山东省微山湖矿业集团有限公司	8,000.00	2014.12	1 年
合计	190,700.00	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

八、评级结论

公司作为邹城市国资委下属国有企业，拥有煤炭、造纸、有色金属开采、生物工程等多项产业，业务较为多元化，可在一定程度上分散业务风险；公司资源储备丰富，为可持续发展奠定了良好基础；另外，采矿权抵押担保及邹城国资提供的担保有效提升了本期债券安全性。同时，我们也关注到，煤炭行业景气度低迷，煤炭价格持续下行；受下游需求及区域环境影响，公司造纸及铅银矿开采板块存在经营风险；公司生物板块产能大幅提升，但未来能否充分消化产能尚存在较大的不确定性；受煤炭行业景气度下滑及补贴收入减少影响，公司利润水平有所下降；另外，公司存在一定的或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
货币资金	173,899.92	220,133.69	109,450.93
应收票据	6,796.61	11,993.52	16,971.78
应收账款	34,427.06	27,378.69	24,361.75
预付账款	78,407.13	73,894.26	56,866.52
其他应收款	71,768.28	67,936.88	100,616.06
存货	62,805.08	12,428.85	42,818.84
其他流动资产	82.35	107.78	42.36
流动资产合计	428,186.43	413,873.67	351,128.23
持有至到期投资	11,853.73	10,853.73	5,853.73
长期股权投资	14,867.16	15,267.16	15,697.63
固定资产	70,517.92	61,106.23	56,930.10
在建工程	50,177.31	31,457.35	20,844.26
工程物资	2,814.15	3,080.45	2,791.78
固定资产清理	1,664.64	-	-
无形资产	253,930.20	248,656.79	205,436.82
长期待摊费用	184.09	3,092.31	748.96
递延所得税资产	-	93.55	74.74
非流动资产合计	406,009.19	373,607.57	308,378.02
资产总计	834,195.62	787,481.24	659,506.26
短期借款	113,100.00	170,892.00	124,092.00
应付票据	178,400.00	166,000.00	96,000.00
应付账款	45,596.49	17,621.20	24,300.35
预收账款	25,421.51	33,890.88	5,557.59
应付职工薪酬	2,414.31	1,354.59	813.54
应交税费	-23,667.00	-15,979.16	-3,781.03
其他应付款	74,017.16	49,028.68	108,408.98
其他流动负债	2,004.48	87.57	1.22
流动负债合计	417,286.97	422,895.75	355,392.66
长期借款	56,250.00	46,800.00	-
应付债券	35,424.00	-	-
长期应付款	2,801.04	3,592.51	4,221.94
非流动负债合计	94,475.04	50,392.51	4,221.94
负债合计	511,762.00	473,288.26	359,614.59
所有者权益（或股东权益）：			

实收资本（或股本）	80,827.85	80,827.85	70,827.85
资本公积	165,310.34	165,310.34	165,310.34
盈余公积	14,794.78	13,682.33	12,150.41
未分配利润	58,475.31	51,563.25	46,806.48
少数股东权益	3,025.33	2,809.21	4,796.58
所有者权益（或股东权益）合计	322,433.62	314,192.98	299,891.66
负债及所有者权益（或股东权益）总计	834,195.62	787,481.24	659,506.26

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
一、营业收入	306,013.31	225,871.05	191,245.88
减：营业成本	269,422.49	191,630.66	134,703.68
营业税金及附加	2,044.44	1,255.30	2,173.19
销售费用	4,460.21	2,638.52	4,109.29
管理费用	17,349.34	18,191.86	17,764.30
财务费用	2,702.15	527.69	9,348.85
资产减值损失	-	62.39	40.44
投资收益（损失以“-”号填列）	8.54	23.67	3,395.30
二、营业利润（亏损以“-”号填列）	10,043.22	11,588.31	26,501.44
加：营业外收入	4,613.39	10,495.12	764.26
减：营业外支出	237.37	1,079.22	752.92
三、利润总额（亏损以“-”号填列）	14,419.24	21,004.21	26,512.78
减：所得税费用	3,294.73	5,891.02	2,781.34
四、净利润（亏损以“-”号填列）	11,124.51	15,113.19	23,731.43
归属于母公司所有者的净利润	10,999.72	15,069.25	22,577.51
少数股东损益	124.80	43.94	1,153.92

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012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	345,053.72	249,825.49	209,003.18
收到的其他与经营活动有关的现金	127,747.45	80,101.92	63,043.66
经营活动现金流入小计	472,801.17	329,927.40	272,046.84
购买商品、接受劳务支付的现金	306,213.92	172,003.57	71,013.17
支付给职工以及为职工支付的现金	24,538.44	23,698.74	19,943.28
支付的各项税费	28,563.00	31,781.24	12,701.77
支付的与其他与经营活动有关的现金	92,827.28	68,962.46	131,751.22
经营活动现金流出小计	452,142.65	296,446.01	235,409.44
经营活动产生的现金流量净额	20,658.52	33,481.39	36,637.39
二、投资活动产生的现金流量	-	-	-
收回投资所收到的现金	11,468.16	-	25,910.40
取得投资收益所收到的现金	8.54	24.33	3,380.60
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	7,601.90	15,000.00	-
投资活动现金流入小计	19,078.60	15,024.33	29,549.79
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	38,871.20	110,567.57	18,790.76
投资所支付的现金	4,531.03	8,000.00	3,077.50
支付的其他与投资活动有关的现金	1,770.30	-	-
投资活动现金流出小计	45,172.52	118,567.57	21,868.26
投资活动产生的现金流量净额	-26,093.92	-103,543.24	7,681.53
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
借款所收到的现金	235,200.00	305,100.00	151,206.45
收到的其他与筹资活动有关的现金	36,009.45	2,867.83	-
筹资活动现金流入小计	271,209.45	317,967.83	154,756.79
偿还债务所支付的现金	301,160.55	121,835.96	132,371.45
分配利润股利、利润或偿付利息所支付的现金	10,271.28	15,387.26	23,306.24
支付的其他与筹资活动有关的现金	576.00	-	-
筹资活动现金流出小计	312,007.82	137,223.22	155,677.69
筹资活动产生的现金流量净额	-40,798.37	180,744.61	-920.90
四、汇率变动对现金的影响	-	-	-
五、现金及现金等价物净增加额	-46,233.77	110,682.76	43,398.03
加：期初现金及现金等价物余额	220,133.69	109,450.93	66,052.90
六、期末现金及现金等价物余额	173,899.92	220,133.69	109,450.93

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2014年	2013年	2012年
净利润	11,124.51	15,113.19	23,731.43
加：资产减值准备	-	-	40.44
固定资产折旧、油气资产折耗、生物性生物资产折旧	7,053.41	5,627.51	6,844.47
无形资产摊销	3,086.22	154.38	3,086.22
长期待摊费用摊销	39.57	-2,343.35	467.38
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失收益以“-”号填列)	-	43.95	-17.67
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)	10,271.28	5,373.20	-
投资损失（收益以“-”号填列)	-	-23.67	23,306.24
递延所得税资产的减少（增加以“-”号填列)	-	-18.81	-3,395.30
存货的减少（增加以“-”号填列)	-50,376.23	30,311.64	7,888.80
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列)	13,675.90	-139,376.85	-44,471.32
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列)	25,783.86	118,620.20	19,025.98
经营活动产生的现金流量净额	20,658.52	33,481.39	36,637.39

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2014年	2013年	2012年
应收账款周转天数	36.35	41.23	43.94
存货周转天数	50.26	51.89	124.98
应付账款周转天数	42.24	39.38	53.05
净营业周期	44.38	53.75	115.87
流动资产周转天数	495.31	609.64	565.79
固定资产周转天数	77.42	94.06	118.07
总资产周转天数	953.89	1,153.13	1,204.88
综合毛利率	11.96%	15.16%	29.57%
期间费用率	8.01%	9.46%	16.33%
营业利润率	3.28%	5.13%	13.86%
总资产回报率	2.95%	3.94%	7.72%
净资产收益率	3.49%	4.92%	-
负债与所有者权益比率	158.72%	150.64%	119.91%
资产负债率	61.35%	60.10%	54.53%
流动比率	1.03	0.98	1.00
速动比率	0.88	0.95	0.88
EBITDA (万元)	34,093.27	31,924.63	59,817.62
EBITDA 利息保障倍数	1.46	1.36	2.61

资料来源：公司审计报告，鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
有息债务	长期有息债务+短期有息债务	

附录六 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	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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、债务人主体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（含）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。