

2014 年山东宏河矿业集团有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。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证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪第
【69】号 02

债券简称：14 宏河债/PR
宏河债

增信方式：保证担保+采
矿权抵押担保

担保主体：邹城市城市资
产经营有限公司

债券剩余规模：1.44 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：
马琳丽 胡长森

电话：
010-66216006

邮箱：
mall@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
煤炭开采和洗选行业企
业主体长期信用评级方
法，该评级方法已披露于
中证鹏元官方网站

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2014 年山东宏河矿业集团有限公司¹公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
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	2020 年 06 月 04 日	2019 年 06 月 27 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对山东宏河控股集团有限公司（以下简称“宏河控股”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 2020 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上调为 AA，评级展望维持为稳定。本次评级上调主要是基于公司业务较为多元化，2019 年收入、利润进一步增长，经营现金生成能力较好；公司煤炭资源储备丰富，煤炭业务经营保持稳定，煤炭产销率较高，且获得当地政府及股东的大力支持；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“邹城城资”）提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平。同时中证鹏元也关注到公司在建项目预期收益实现及产能利用存在不确定性，资产流动性一般，面临较大刚性债务压力及一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司业务较为多元化，2019 年收入、利润进一步增长，经营现金生成能力较好。公司拥有贸易、煤炭、生物工程、房地产等多项产业，可在一定程度上分散公司的经营风险。公司主业经营稳定，带动整体营业收入及净利润进一步增长，2019 年公司营业收入 37.08 亿元，净利润 2.26 亿元，同比分别增长 8.92%及 23.20%；同时 2019 年公司 FFO 为 5.08 亿元，经营现金生成能力较好。

¹ 2017 年 12 月，山东宏河矿业集团有限公司更名为“山东宏河控股集团有限公司”。

- **公司煤炭资源储量丰富，煤炭业务经营保持稳定，2019 年产销情况较好，产销率较高。**截至 2019 年末，公司共有 2 个在产煤矿，可采储量 3,080.14 万吨，尚有 2 个后备煤矿，可采储量 12,065 万吨，资源储备较多。公司自产煤炭产销率较高，2019 年公司销售自产煤炭 163.71 万吨，实现销售收入 7.51 亿元，同比保持稳定，毛利率 55.59%，同比提高 2.9 个百分点。
- **公司获得来自当地政府及股东的大力支持。**作为邹城市国有企业，公司获得来自外部的大力支持，2019 年股东邹城城资向公司增资 5 亿元；邹城市国有资产监督管理局将所持有的邹城恒益热力有限公司（以下简称“恒益热力”）100%股权无偿划转至公司，增加公司资本公积 10.08 亿元，有效提升了公司的资本实力。2019 年恒益热力实现营业收入 1.30 亿元，随着恒益热力划入，未来公司将新增供热收入，可对公司收入形成有益补充。
- **采矿权抵押担保及邹城城资提供的保证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（评估基准日为 2012 年 12 月 31 日）的采矿权为本期债券提供抵押担保，为本期债券剩余本金的 5.0 倍；同时邹城城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，有效提升了本期债券的安全性。

关注：

- **公司在建项目预期收益实现及产能利用存在不确定性。**公司已建成投产的山东圣琪生物有限公司（以下简称“圣琪生物”）一期项目产能利用不足，各主要产品产能利用率均较低。截至 2019 年末，在建的二期项目已投资 5.22 亿元，尚需资金较多，公司存在一定资金支出压力，且二期项目建成后，预期收益实现及产能利用或将受项目市场状况影响，存在不确定性。
- **公司整体资产流动性一般。**截至 2019 年末，公司流动资产中其他应收款、存货合计金额为 28.84 亿元，占流动资产的 44.20%，其他应收款回收时间存在不确定性，且公司资产负债中受限资产合计 16.20 亿元，受限资产规模较大，整体资产流动性一般。
- **公司面临较大刚性债务压力。**截至 2019 年末，公司刚性债务规模为 40.33 亿元，占总负债的 63.32%，其中短期刚性债务 27.53 亿元，规模较大，公司面临较大的刚性债务压力。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保金额为 8.81 亿元，占所有者权益的比重为 15.21%，对单一主体担保金额较大，且对外担保均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	1,216,289.02	958,891.17	904,638.67
归属于母公司所有者权益合计	572,696.75	400,390.51	382,303.76
刚性债务	403,264.66	311,445.73	327,962.32
资产负债率	52.36%	57.66%	57.21%
流动比率	1.29	1.05	1.09
速动比率	1.15	0.80	0.80
营业收入	370,806.79	340,448.19	312,076.38
营业利润	28,466.76	24,172.05	19,661.47
净利润	22,643.94	18,380.23	15,506.87
综合毛利率	20.00%	19.90%	19.29%
总资产回报率	4.03%	4.03%	3.23%
EBITDA	56,563.65	59,448.38	50,876.72
EBITDA 利息保障倍数	2.51	2.90	2.74
经营活动现金流净额	-41,827.06	27,959.40	27,032.10

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

邹城城资主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	4,974,957.42	3,796,056.10	3,720,544.84
所有者权益合计	2,123,037.92	1,685,138.35	1,660,587.64
资产负债率	57.33%	55.61%	55.37%
营业收入	601,682.20	514,865.34	526,416.75
利润总额	38,716.95	32,636.88	31,037.56
经营活动现金流净额	-294,414.90	268,561.14	25,795.92

资料来源：邹城城资 2016-2018 年三年连审审计报告及 2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年06月23日发行7年期3.6亿元公司债券，募集资金中3亿元用于宏河湿地项目，0.6亿元用于补充公司流动资金。截至2020年3月20日，本期债券募集资金专户余额为4.96万元。

二、发行主体概况

2019年12月，邹城城资向公司增资50,000.00万元，公司注册资本及实收资本增加至160,000.00万元。截至2019年末，邹城城资持有公司100%的股权，为公司控股股东，公司实际控制人为邹城市国有资产监督管理局（以下简称“邹城市国资局”）。2019年公司纳入合并范围的一级子公司增加1家，截至2019年末，合并范围内一级子公司为9家，具体情况见附录二。

三、运营环境

“十三五”期间煤炭行业去产能目标任务基本完成，行业产能过剩的局面已大幅改善，原煤产量连续实现正增长

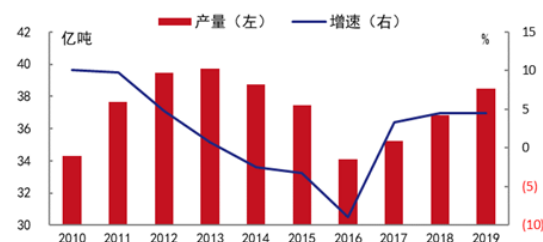
“十三五”期间煤炭行业去产能目标任务基本完成，行业供给质量大幅改善。自2016年2月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7号）起，本轮煤炭行业供给侧改革正式开始，“十三五”期间煤炭行业去产能目标为8亿吨。截至2019年末，已合计退出产能9亿吨以上。至此，“十三五”煤炭去产能主要目标任务已超额完成，煤炭行业发展由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能。2019年8月底，六部门联合印发《30万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》（发改能源〔2019〕1377号），力争2021年底全国30万吨/年以下煤矿数量减少至800处以内，较2018年末减少1,300处。截至2019年末，全国煤矿数量减少至5,300处左右，建成了千万吨级煤矿44处、智能化采煤工作面200多个，行业供给质量大幅改善。

煤炭行业产能过剩的局面已大幅改善，行业整体去产能节奏将放缓。根据国家能源局发布的数据，截至2018年底，全国安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿3,373处，产能35.3亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿1,010处（含生产煤矿同步改建、改造项目64处）、产能10.3亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿203处，产能3.7亿吨/年，总产能规模为45.6亿吨，较2015年末有明显下降。而根据《煤炭工业发展“十三

五规划”》，预计 2020 年我国原煤产量为 39 亿吨，煤炭消费量为 41 亿吨。近年环保及安全检查的力度很大，2019 年 11 月底，煤矿安监局发布《国家煤矿安全监察局关于开展煤矿安全集中整治的通知》，决定开展为期 3 个月的煤矿安全集中整治。环保及安检高压之下，行业产能很难做到完全释放，中证鹏元认为 45.6 亿吨的总产能规模相较于 39 亿吨的原煤产量而言，行业过剩的局面已经大幅改善。另外，国家统计局数据显示，煤炭行业产能利用率从 2016 年的 59.50% 已提升至 2019 年的 70.60%。未来煤炭行业发展由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能，预计行业去产能节奏进一步放缓。

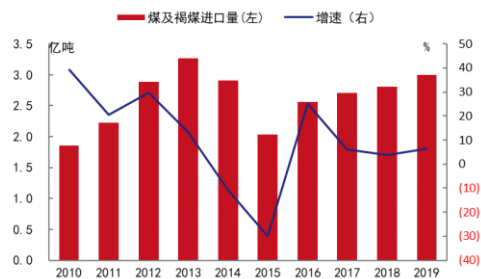
全国原煤产量连续实现正增长，供应地区集中度进一步提升，预计 2020 年原煤产量仍有望维持小幅增长。2017-2019 年原煤产量分别为 35.2 亿吨、36.8 亿吨和 38.5 亿吨，同比分别增长 3.3%、4.5% 和 4.0%，主要系下游需求超预期。就供应地区而言，“压缩东部、限制中部和东北、优化西部”为全国煤炭开发总体布局，2019 年山西、陕西及内蒙三省规模以上企业原煤产量占比达到了 70.5%，较去年上升 1.1 个百分点，产量进一步向“三西”集中。2020 年 COVID-19 疫情发生以来，煤炭供给短期收紧，随着保供政策陆续出台，国内煤炭企业产能已基本恢复。

图 1 原煤产量连续实现正增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 2019 年煤炭进口量增速上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

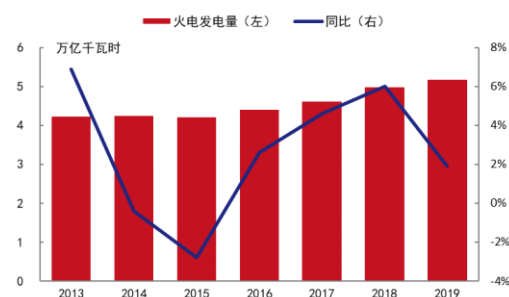
煤炭进口是调节国内煤炭供给、稳定煤炭价格的砝码，预计 2020 年进口量增速回落。2017 年行业供给偏紧，全年进口量同比增长 6.1%；2018 年 10 月进口煤政策收紧，全年煤炭进口量为 2.81 亿吨，同比增长 3.9%，增速回落 2.2 个百分点。2019 年初监管层明确表示全年煤炭进口量不得超过 2018 年，但是 2019 年煤炭进口量达 3.00 亿吨，同比增长 6.3%，增速有所提高。鉴于目前监管层一方面想把煤炭行业供给侧改革的红利留在国内，另一方面想通过控制煤炭进口保障煤炭市场供需平衡，预计 2020 年进口煤炭政策依然是调剂国内煤炭市场、平抑煤价、保障煤炭市场供需平衡的砝码，煤炭进口量增速将回落。

近年来煤炭消费量连续实现正增长，但短期内疫情导致经济下行压力增大，下游需求恢复程度较慢，2020 年煤炭下游需求支撑力度将减弱

近年来煤炭占能源消费总量的比重虽有下降趋势，但是仍处于主导地位。2019 年煤炭消费量占能源消费总量的 57.7%，比上年下降 1.5 个百分点，已基本达到《煤炭工业发展“十三五规划”》的目标水平。

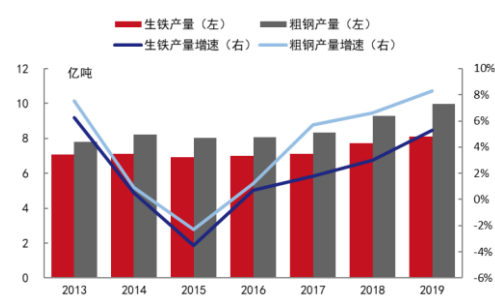
从下游各行业需求来看，我国煤炭消费主要集中在电力、钢铁、建材、化工等行业，并以电力行业为主。2018 年我国火电发电量达 4.98 万亿千瓦时，同比增长 6.0%，增速连续三年上升，但 2019 年增速降为 1.9%，主要系全国社会用电量增速大幅回落，以及水电、核电、风电和太阳能发电等清洁能源替代所致；2015-2019 年生铁产量连续 5 年上升，2019 年生铁产量同比增长 5.3%。2017-2019 年，我国煤炭消费量连续三年实现正增长，其中 2019 年煤炭消费量增长 1.0%。受 COVID-19 疫情影响，2020 年春节后煤炭主消费地区复工复产周期延长，下游需求恢复进度较为缓慢，其中一季度煤炭消费量下降 6.8%。鉴于我国经济增速下行压力依然较大，2020 年煤炭下游需求的支撑力度将减弱。

图 3 2019 年火电发电量增速回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 4 近年钢铁产量增速上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从长期来看，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，我国能源消费结构将逐步改善，且环保政策持续加码，煤炭下游行业淘汰落后产能及产能整合仍将继续，未来煤炭消费增长将受到一定抑制，但是短期内煤炭在一次能源消费结构中的主导地位不会变。

受疫情影响，2020 年以来煤炭价格高位回落，中短期内有望企稳，但价格中枢将下移，预计行业盈利收窄，内部分化或延续

2019 年动力煤价格维持高位，炼焦煤价格出现回调。受益于行业供给侧改革，2016 年下半年以来煤炭价格大幅回升，其中环渤海动力煤价格从 2016 年 11 月以来持续维持在高位，2019 年在 550 元/吨~579 元/吨之间波动，2020 年二季度以来跌破 550 元/吨持续回落，截至 5 月上旬跌至 526 元/吨。根据中国煤炭工业协会发布《2019 煤炭行业发展年度报告》，2020 年 1-4 月下水动力煤中长期合同（5500 大卡）均价 543.5 元/吨，同比下降 11.8

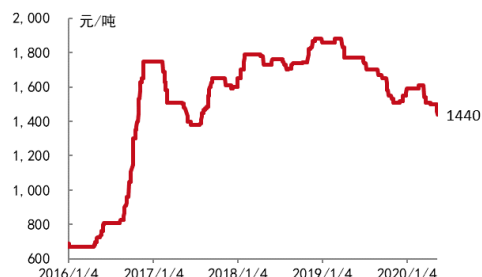
元/吨，截至 5 月 6 日，下降为 475 元/吨，比年初下降 84 元/吨，较去年同期下降 142 元/吨，跌破中长期合同价格绿色区间。炼焦煤价格在 2016 年下半年快速上升，受环保限产政策以及钢铁行业回暖影响，2018 年 4 月以来焦炭价格涨势迅猛，支撑炼焦煤价格高位震荡上行。2019 年下游钢铁产业利润收缩，炼焦煤价格出现较大幅度回调。无烟煤价格亦于 2015 年下半年上涨，2017 年初达到峰值，随后由于下游化工行业景气度下降，无烟煤价格持续震荡下行，但是相较于 2016 年初仍处于相对高位。

图 5 环渤海动力煤价格高位回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 山西产京唐港主焦煤库提价继续下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

预计中短期内煤价有望企稳，但价格中枢将下移。2018 年 11 月 30 日，国家发改委发布《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》，鼓励各有关方面及早签订 2 年及以上数量相对固定、价格机制明确的中长期合同。根据国家发改委《关于推进 2020 年煤炭中长期合同签订履约有关工作的通知》，要求 2020 年长协签订量较 2019 年有合理增加，且在基准价方面，“下水煤合同基准价由双方根据市场供需情况协商确定，对协商不一致的，仍按 2019 年水平执行”。上年的口径为“不高于 2018 年度水平”，而今年口径为“仍按 2019 年水平执行”，打消基准价下调预期，长协价格稳定性进一步提高。从 2016 年实行供给侧改革以来，经过几年的摸索，煤炭行业监管手段愈加丰富，叠加“六稳”、“六保”等政策推进，使得下游需求将有所改善，中证鹏元预计中短期内动力煤价格有望企稳，但预计价格中枢将会下移。

2019 年煤炭价格维持高位震荡，行业收入持续增长，但利润小幅下降。2019 年煤炭行业实现营业收入 24,789.00 亿元，同比增长 3.2%；实现利润总额 2,830.3 亿元，同比下降 2.4%，利润规模仍可观。2020 年一季度行业实现营业收入 4,290.7 亿元，同比下降 12.7%，实现利润总额 421.1 亿元，同比下降 29.9%。考虑到 2020 年以来煤炭价格高位回落，虽然中短期内有望企稳，但是价格中枢将下移，预计 2020 年行业盈利将收窄。

行业亏损面加大，内部分化加剧。2018 年以来，受去产能以及产业结构调整政策的

持续影响，行业亏损面加大，内部分化加剧，2019 年亏损企业数量为 1,160 家，亏损企业占比 27.36%，较 2018 年上升了 3.61 个百分点，亏损企业累计亏损额为 401.20 亿元。中证鹏元预计随着去产能主要目标超额完成，行业转向结构优化或将导致行业内部盈利能力分化持续。

图 7 2019 年行业盈利仍可观

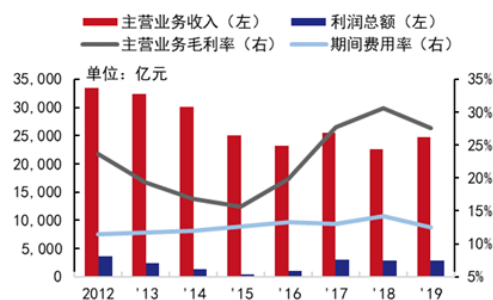
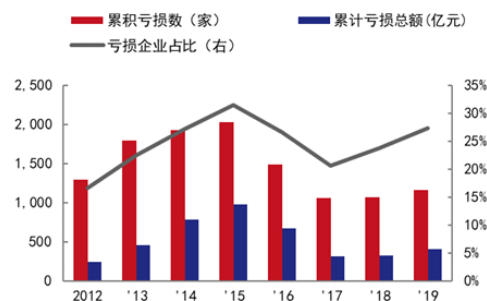


图 8 2019 年行业亏损面加大



注：2019 年盈利指标按国家统计局公布的营业收入和营业成本等口径计算。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

酵母行业快速发展，但进入壁垒和集中度均较高，行业龙头企业的竞争优势渐趋强化

现代酵母产业起源于欧洲，历经上百年的发展历程和持续的技术进步，酵母产业沿着酵母制品和酵母衍生制品两大产品线不断发展，已深入应用和服务于食品制造、饲料工业和生物制造等领域。酵母应用的传统和主导领域为面食发酵、烘焙、酿酒，行业发展相对成熟；酵母在饲料养殖、生物发酵等新兴领域市场容量巨大，应用前进广阔；酵母衍生在风味、营养、健康等领域应用的广度和深度正在进一步拓展。

酵母行业进入门槛较高，属于资金密集以及具有技术壁垒的行业，行业集中度远高于其他相关食品饮料行业，呈现出寡头竞争格局。目前国内酵母行业集中度也较高，乐斯福、英联马利和安琪酵母控制国内 80% 的产能。随着行业竞争的加剧，酵母行业中生产规模小、技术水平落后的企业会逐渐被淘汰，而少数具有竞争优势的龙头企业将获取酵母行业的绝大部分利润，行业龙头企业的竞争优势渐趋强化。

四、经营与竞争

贸易收入及煤炭开采收入仍是公司收入的最主要来源，2019 年公司贸易收入合计 18.00 亿元，煤炭开采业务收入 7.51 亿元，同比保持稳定。房地产开发业务由于生态新城项目结转销售实现收入 6.00 亿元，同比显著增加；淀粉及酵母抽提物销售收入继续保持较快增长，实现收入 3.59 亿元，同比增长 10.80%。毛利率方面，2019 年公司综合毛利率为 20.00%，

略有上升，主要系煤炭开采业务毛利率上升带动。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
贸易业务	18.00	5.12%	18.01	6.84%
煤炭开采	7.51	55.59%	7.59	52.68%
淀粉及酵母抽提物生产与销售	3.59	29.54%	3.24	30.69%
房地产开发	6.00	13.21%	2.98	6.55%
铅银矿开采与销售	1.13	32.07%	1.16	31.14%
其他	0.85	12.51%	1.06	0.82%
合计	37.08	20.00%	34.04	19.90%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

➤ 煤炭开采

公司煤炭业务经营保持稳定，2019年盈利状况仍较好，但受新冠疫情影响，2020年4月份以来煤炭价格出现阶段性回落，未来需关注煤炭价格的恢复情况

跟踪期内，公司主要开采的煤矿仍为横河煤矿和红旗煤矿，主要开采煤种为气煤，具有低灰、低硫特点，可用作动力用煤、气化用煤和化工用煤等。截至2019年末，横河煤矿和红旗煤矿剩余可采储量分别为796.14万吨和2,284.00万吨，其中横河煤矿核定产能为78万吨/年，整体规模不大。

表2 截至2019年末公司运营矿井情况

项目	可采储量（万吨）	核定产能（万吨/年）	所在区域	煤种
横河煤矿	796.14	78	山东省邹城市	气煤
红旗煤矿	2,284.00	未核定	山东省嘉祥县	气煤
合计	3,080.14	-	-	-

资料来源：公司提供

从煤炭产销情况来看，近年公司煤炭产量稳定，且煤炭销售渠道通畅，2019年煤炭销量为163.71万吨，同比小幅增加。公司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”）建立长期合作关系，且与山东裕隆煤电有限公司等大客户合作良好，产销率接近100%。

表3 公司煤炭开采业务的产销情况（单位：万吨）

煤矿	2019 年			2018 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
横河煤矿	78.00	77.98	99.97%	78.09	78.32	100.30%
红旗煤矿	85.81	85.73	99.91%	84.56	83.56	98.82%

合计	163.81	163.71	99.94%	162.64	161.88	99.53%
----	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司提供

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。近年国内煤炭价格整体维持高位，公司煤炭均价保持相对平稳。由于煤炭开采业务固定成本占比较高，成本较为稳定，2019年得益于公司小幅增产且成本控制有力，吨煤成本有所下降；毛利率方面，2019年受益于成本的降低，毛利率略有提升。

表4 公司煤炭开采业务售价及毛利率情况（单位：元/吨）

项目	2019 年	2018 年
平均销售价格	458.44	469.10
吨煤成本合计	203.49	221.98
毛利率	55.59%	52.68%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

煤炭销售方面，公司除部分煤炭通过一级子公司山东恒屹工贸有限公司（以下简称“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。为提高销售煤炭的质量，近年公司均外购部分煤炭进行配煤后再对外销售。结算方式来看，公司以现款现货结算为主，但为保持销售市场份额，对部分电厂客户仍采取赊销模式，且对国有贸易商及长期合作客户均给予一定的信用期，一般在1-3个月。公司结算方式包括银行转账及银行承兑汇票。

公司现有客户主要为山东地区电厂及周边地区煤化工企业。2019年煤炭市场行情较好，公司优先销售给收购价格相对较高的煤炭贸易商，对传统大客户邹县发电厂的煤炭销售占比有所下降，对该客户的依赖性减弱。2019年公司前五大客户销售占比为45.30%，前五大客户占比较高。

表5 公司煤炭开采业务前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占煤炭开采业务销售比重
2019 年	山东裕隆煤电有限公司	9,386.13	12.50%
	邹城市建信煤炭销售有限公司	8,289.87	11.05%
	山东华刚恒业能源集团有限公司	7,827.48	10.43%
	华电峰源（北京）贸易公司	5,573.83	7.43%
	邹城市瑞和祥工贸有限公司	2,921.98	3.89%
	合计	33,999.29	45.30%
2018 年	山东裕隆煤电有限公司	7,700.29	10.14%
	邹城市建信煤炭销售有限公司	7,495.25	9.87%

华电峰源（北京）贸易有限公司	6,201.64	8.17%
邹城市瑞和祥工贸有限公司	6,189.09	8.15%
山东华刚恒业能源集团有限公司	3,728.64	4.91%
合计	31,314.92	41.24%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

考虑到煤炭开采要面临瓦斯、顶板、矿井水、发火、煤尘等灾害，公司煤炭业务面临较大生产风险。同时，2019年公司煤炭开采板块销售均价同比小幅下降，且受新冠疫情影响，2020年4月份以来煤炭价格出现阶段性回落，未来需关注煤炭价格的恢复情况。

公司煤炭资源储备较多，但后续开发时间有一定不确定性

公司后备煤炭资源主要为以1.5亿元购买的德州潘店煤田（以下简称“潘店煤田”）和通过资产划拨方式取得的山东兖州小孟煤田（以下简称“小孟煤田”），公司已取得上述两煤矿的探矿权。目前潘店煤田和小孟煤田尚处于探矿阶段。上述两个煤矿计划总投资11.50亿元，截至2019年末已投入2.39亿元，未来尚需投入9.11亿元，公司拟引入合作方共同开发以上项目，公司以探矿权进行出资，未来若合作方接洽不畅，公司自行开发，则将对公司造成一定资金压力。由于公司对上述煤矿的探矿目前尚未有实质性进展，投资均暂缓，后续开发时间存在不确定性。

表6 截至2019年末公司在建煤矿情况（单位：万元、万吨）

矿区名称	计划总投资额	已投资额	尚需投资	可采储量
潘店煤田	60,000	16,000.00	44,000.00	4,636
小孟煤田	55,000	7,930.00	47,070.00	7,429
合计	115,000	23,930.00	91,070.00	12,065

资料来源：公司提供

➤ 贸易业务

公司贸易业务以煤炭贸易为主，毛利水平较低，业务获利空间有限

除煤炭开采外，公司通过恒屹工贸开展煤炭及其他产品的贸易业务。近年贸易品种构成如表7所示。

表7 公司贸易业务各品种收入构成情况（单位：万元）

品种	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
煤炭	133,570.41	74.21%	127,183.20	70.61%
建筑材料	11,087.37	6.16%	19,246.54	10.68%
物资材料	14,777.16	8.21%	20,083.63	11.15%
机电设备	20,554.83	11.42%	13,616.89	7.56%
合计	179,989.77	100.00%	180,130.26	100.00%

资料来源：公司提供

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服务，向周边煤炭运销公司等大批量采购煤炭。同时，公司凭借与电力企业的良好关系，以煤炭贸易方式为中小煤炭贸易企业提供向电力企业供货的渠道。定价方面，公司煤炭贸易业务经营模式简单，议价地位相对较低，整体销售加价幅度低，业务获利空间有限，毛利率较低。由于公司煤炭贸易与自有业务销售煤种不同，因此销售均价高于公司自有煤炭。结算方面，公司一般要求实行先付款后发货，但为保持销售市场份额，与公司自产煤炭销售类似，也对部分长期合作客户给予一定的信用期，一般在1-3个月。结算方式包括银行承兑汇票和银行转账。

表8 公司煤炭贸易销售情况

	2019 年	2018 年	2017 年
销量（万吨）	205.44	227.15	301.61
销售均价（元/吨）	650.17	559.92	536.73
采购均价（元/吨）	632.12	538.73	524.36

资料来源：公司提供

公司煤炭贸易客户方面，2019年公司前五大客户销售金额占比为30.79%，整体集中度不高。

表9 公司煤炭贸易前五大客户情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	金额占贸易业务销售比重
2019 年	兖矿煤化供销有限公司	15,513.78	8.62%
	华电集团北京燃料物流有限公司山东分公司	13,294.89	7.39%
	山东鲁泰供应链物流有限公司	11,630.71	6.46%
	山东冠世星能源有限公司	8,302.37	4.61%
	山东恒信集团有限公司	6,675.18	3.71%
	合计	55,416.93	30.79%
2018 年	华电集团北京燃料物流有限公司山东分公司	14,916.34	8.28%
	兖矿煤化供销有限公司	12,592.67	6.99%
	山东鲁泰供应链物流有限公司	11,205.56	6.22%
	新泰市联物资有限公司	7,741.50	4.30%
	鲁南中联水泥有限公司	7,530.22	4.18%
	合计	53,986.29	29.97%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除煤炭外，公司还开展了建筑材料、物资材料和机电设备的贸易，模式主要是为下游的发电厂及化工厂等客户按需购进上述材料和设备等，根据市场行情定价销售给客户，客

户方面优先选择经营状况稳定、信誉较好的大型客户，公司一般给予其1-3个月账期。结算方式包括银行承兑汇票和银行转账。2019年公司销售建筑材料、物资材料和机电设备的金额合计为4.64亿元，平均毛利水平高于公司煤炭贸易的毛利水平。

➤ 其他业务

公司酵母衍生物制造业务主要产品产量稳定、销量增长，但现阶段产能利用不足，圣琪二期项目建成后产能能否充分利用存在不确定性

酵母衍生物制造业务由二级子公司圣琪生物运营，圣琪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。圣琪生物的甘薯淀粉业生物质废弃物资源综合利用项目（圣琪一期项目）于2014年建成投产。近年圣琪生物主要产品中，除酵母系列外，各产品产量均保持稳定，销量均有所增长，且酵母抽提物系列、生物饲料系列销量增长较为明显，2019年该两种产品分别实现销售8,459吨及4,789吨，同比分别增长22.97%及38.05%。

但产能利用方面，2019年公司酵母衍生物各主要产品产量与设计产能差距仍较大，产能利用率仍较低。产能利用不足一方面受主要生产原料甘薯供应存在季节性影响，另外也与公司酵母衍生物相关产品仍处于销路拓展中有关。

表10 酵母衍生物制造业务产品产销量情况（单位：吨/年、吨）

项目	年产能	2019 年			2018 年		
		产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
酵母系列	20,000	7,074	6,964	98.45%	7,696	7,515	97.64%
酵母抽提物系列	15,000	8,643	8,459	97.87%	7,176	6,879	95.86%
生物饲料系列	30,000	5,587	4,789	85.71%	3,643	3,469	95.22%
复配原辅料系列及改良剂	10,000	2,539	2,412	95.01%	1,578	1,611	102.06%
淀粉及淀粉制品系列	20,000	8,210	7,699	93.78%	7,550	7,287	96.52%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售情况看，公司主要通过参与国内外产销会拓展销售市场，现有客户群体主要为食品生产企业，目前已与“无棣正道”、“武藏野”等食品生产企业建立合作关系，客户较为分散，2019年前五大客户占比11.32%。结算方面，公司一般给予重点客户1至2个月的账期。

表11 圣琪生物前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	金额占比
2019 年	中山市汇味康食品有限公司	1,206.88	3.36%
	无棣正道贸易有限公司	775.99	2.16%
	天津顶益食品有限公司	834.38	2.32%

2018年	DONG SOON DEOK FOOD INDUSTRIAL CO.	695.31	1.94%
	山东耀琪生物科技有限公司	551.69	1.54%
	合计	4,064.24	11.32%
	无棣正道贸易有限公司	983.27	3.04%
	DONG SOON DEOK FOOD INDUSTRIAL CO.	601.32	1.86%
	保龄宝生物股份有限公司	493.28	1.52%
	圣可易（上海）生物科技有限公司	451.46	1.39%
2018年	中山市汇味康食品有限公司	411.65	1.27%
	合计	2,940.98	9.08%

资料来源：公司提供

从原材料采购情况看，公司原材料主要为甘薯，均采购自当地。得益于邹东山区以沙土地为主，种植甘薯具备一定天然优势，为公司原料供应提供有效保障，整体采购渠道顺畅。采购结算方面，公司一般与农户以现款结算。

在建项目方面，截至2019年末，公司在建的圣琪二期项目已投资5.22亿元，尚需资金较多，公司存在一定资金支出压力。且由于已投产的圣琪一期项目产能利用不足，二期项目建设完成后，产能能否充分利用存在一定不确定性，在国内酵母行业寡头垄断的背景下，圣琪生物业务拓展及产能释放压力依然较大。

表12 截至2019年末圣琪生物在建项目情况（单位：万元）

项目名称	项目位置	预计总投资	已投资
圣琪现代农业生物科技园二期项目	邹城工业园区	102,000.00	52,200.00

资料来源：公司提供

公司目前已建成房地产项目大部分实现销售，且无新建项目，未来可实现房地产开发收入有限

公司房地产开发业务主要由二级子公司邹城市宏城置业有限公司（以下简称“宏城置业”）负责运营，共有邹城文博苑小区、泉兴小区、红旗花园住宅小区和生态新城项目共4个房地产开发项目。2019年公司实现房地产开发收入6.00亿元，截至2019年末，文博苑小区、红旗花园及泉兴小区均销售完毕。

表13 近年公司房地产项目销售情况（单位：万元、万平方米）

项目名称	泉兴小区	生态新城	合计
2019年	结转面积	14.19	5.42
	结转收入	40,915.29	19,084.71
	结转成本	34,076.43	17,999.54
2018年	结转面积	10.54	-
	结转收入	29,795.02	-

	结转成本	27,842.29	-	27,842.29
--	------	-----------	---	-----------

资料来源：公司提供

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。该项目中集团办公楼公司将部分自用，其余出租或出售；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，2018年生态新城项目中办公楼、住宅楼和棚户区改造项目主体及装修全部完成，该项目可售部分29.36万平方米，预计可实现收入11.00亿元，其中住宅9.00亿元，门面房2.00亿元。2019年生态新城开始交房并结转收入，实现销售面积5.42万平方米，收入1.91亿元。

表14 截至 2019 年末公司房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	性质	投资总额	已投资金额	可售面积	累计已结转销售面积
文博苑小区	商品房	15.00	15.00	43.93	43.93
红旗花园	商品房	2.20	2.20	10.11	10.11
生态新城	商住两用	6.00	5.80	29.36	5.42
泉兴小区	商品房	13.00	12.40	40.88	40.88
合计	-	36.20	35.40	124.28	100.34

资料来源：公司提供

整体来看，生态新城项目住宅部分收入确认时间有不确定性，未来两年内无其他新楼盘的开发计划，宏城置业未来经营模式将转型为承接政府房地产项目，代为建设及销售，并承建邹城市旧城改造、棚户区、公租房建设，未来公司可实现房地产开发收入有限。

公司有色金属开采销售业务规模较小，近年收入规模较稳定

公司有色金属开采销售业务收入来源于新疆宏源丰矿业有限责任公司。公司铅银矿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（1#、2#和3#矿），矿床以方铅为主、共生银的多金属硫化物。截至2019年末，公司铅银矿地质储量共计38.50万吨，剩余可采储量25.48万吨。

表15 截至 2019 年末公司铅银资源情况（单位：万吨、万吨/年）

名称	矿种	地质储量	剩余可采储量	年设计开采能力
新疆佰利公司 2#矿	铅银	22.00	8.98	2.5
新疆佰利公司 1#矿	铅银	11.50	11.50	-
新疆佰利公司 3#矿	铅银	5.00	5.00	-
合计	-	38.50	25.48	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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。销售模式是公司以半年期对客户进行招标一次，确定价格优质客户进行发货，每批矿

粉发货时双方进行取样化验，按化验结果参考国际牌价进行计价。主要客户为国内的铅银矿粉加工企业，分布在新疆、青海等省市，客户较为分散。由于生产人员稳定性不足，目前铅银矿粉产量有限。2019年，公司铅、银矿粉产量为14,762.00吨，实现铅、银矿粉销售收入1.13亿元，整体规模仍然较小。

表16 公司有色金属产销量情况（单位：吨）

产品	2019 年			2018 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
铅、银矿粉	14,762.00	14,771.00	101.48%	15,417.03	15,370.24	99.70%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司获得的外部支持力度较大，2020年公司将新增供热业务收入

公司获得来自当地政府及股东的大力支持。2019年12月，股东邹城城资向公司增资50,000.00万元；2019年，邹城市国资局将所持有的恒益热力100%股权无偿划转至公司，增加公司资本公积10.08亿元。恒益热力主要负责邹城市内居民小区的供热业务，截至2019年末，恒益热力总资产11.13亿元，净资产9.49亿元；2019年恒益热力实现营业收入1.30亿元，净利润0.02亿元。恒益热力划入后，公司将新增供热收入，可对公司收入形成有益补充。

当地政府及股东的增资、子公司股权注入较大程度提升了公司的资本实力。

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2018-2019年审计报告，报告采用新会计准则编制，截至2019年末公司纳入合并范围内一级子公司为9家，具体情况见附录二。

资产结构与质量

公司资产规模继续增长，但应收款项和存货占用资金较多，且受限资产规模较大，整体资产流动性一般

2019年末，公司资产总额为1,216,289.02万元，从资产结构来看，流动资产和非流动资产占比基本相当。

截至2019年末，公司货币资金为174,491.86万元，其中152,660.00万元为银行承兑汇票保证金，使用受限。公司应收账款主要为应收煤炭销售款，截至2019年末，公司应收账款为70,244.25万元，应收账款前五名占全部应收账款的21.50%，集中度不高。从账龄来看，2019年末公司应收账款中1年以内占比70.50%，账龄较短。2019年末，公司应收票据6,933.27万元，均为银行承兑汇票。公司预付款项主要是预付工程款和材料款等，截至2019年末金额为94,202.08万元，预付款项前五名客户均系工程未达到结算条件而尚未与其结算的施工企业。公司其他应收款主要为应收其他单位往来款，截至2019年末为216,942.31万元，其中1年以上其他应收款占比21.16%，虽然账龄不长，但规模较大且呈增长趋势，对公司资金占用持续增加。公司存货主要为煤炭业务的库存商品及房地产开发成本，截至2019年末，公司存货为71,411.86万元，主要包括在产品42,553.59万元、库存商品20,173.46万元。

表17 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	174,491.86	14.35%	122,196.02	12.74%
应收票据	6,933.27	0.57%	3,132.80	0.33%
应收账款	70,244.25	5.78%	58,420.38	6.09%
预付款项	94,202.08	7.75%	69,199.22	7.22%
其他应收款	216,942.31	17.84%	114,221.72	11.91%
存货	71,411.86	5.87%	116,853.74	12.19%
流动资产合计	652,384.18	53.64%	484,034.68	50.48%
固定资产	202,408.32	16.64%	124,345.60	12.97%
在建工程	70,308.84	5.78%	57,644.92	6.01%
无形资产	271,258.06	22.30%	269,545.16	28.11%
非流动资产合计	563,904.84	46.36%	474,856.49	49.52%
资产总计	1,216,289.02	100.00%	958,891.17	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司固定资产为202,408.32万元，主要由房屋建筑物、机器设备、运输工具构成，较上年末大幅增加，系公司划入恒益热力后增加的机器设备等固定资产。截至2019年末，公司在建工程70,308.84万元，主要是圣琪生物二期建设项目及红旗煤矿的各项基础设施建设；较上年末增加系划入恒益热力后增加的热力管网在建工程。公司无形资产主要是采矿权和土地使用权，其中横河煤矿采矿权为筹建时政府无偿划拨取得，截至2019年末账面价值3,657.22万元，评估总价值为72,041.13万元，已为“14宏河债”提供抵押担保。截至2019年末，公司资产中受限资产合计16.20亿元，受限资产规模较大。

表18 截至 2019 年末公司资产受限情况（单位：万元）

受限资产	账面价值	受限原因
货币资金	152,660.00	票据保证金
土地使用权	5,654.40	银行贷款抵押
横河煤矿采矿权	3,657.22	14 宏河债抵押
合计	161,971.62	-

注：横河煤矿采矿权以 2012 年 12 月 31 日为评估基准日的评估价值为 72,041.13 万元。

资料来源：公司提供

资产运营效率

公司资产周转效率有所提高

2019年煤炭市场行情整体较好，煤炭价格维持高位，公司收入小幅增加，但应收款项增长幅度较大，应收票据及应收账款周转天数有所增加；随着前期房地产项目结转后，公司存货周转速度显著提高。此外，由于公司注重营运资金管理，应付款项方面凭借较强的议价能力，得以维持较长的付款周期，公司净营业周期较短，2019年公司净营业周期转为负数。公司对固定资产、在建工程持续投入，且划入子公司后固定资产规模扩张，使得固定资产和总资产周转效率呈现下降。

表19 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收票据及应收账款周转天数	67.34	60.45
存货周转天数	114.23	152.30
应付账款及应付票据周转天数	206.13	186.95
净营业周期	-24.56	25.80
流动资产周转天数	551.65	482.41
固定资产周转天数	158.62	132.76
总资产周转天数	1,055.89	985.28

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入和净利润均有所增长，盈利能力较好

公司拥有贸易、煤炭、生物工程、房地产等多项产业，2019年上述各项业务收入占比分别为48.54%、20.25%、9.68%及16.18%，业务多元化，其中煤炭开采与贸易业务收入仍是公司收入的最主要来源，2019年公司贸易收入合计18.00亿元，煤炭开采业务收入7.51亿元，同比保持稳定。房地产开发业务由于生态新城项目结转销售实现收入6.00亿元，同

比显著增加；淀粉及酵母抽提物销售收入继续保持较快增长，实现收入3.59亿元，同比增长10.80%。

盈利能力方面，2019年公司综合毛利率为20.00%，较为稳定，同时受收入增长及毛利增加带动，公司营业利润呈现增长。期间费用方面，公司整体期间费用率较为稳定。整体来看，公司收入、利润均稳定增长。

表20 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	370,806.79	340,448.19
营业利润	28,466.76	24,172.05
净利润	22,643.94	18,380.23
综合毛利率	20.00%	19.90%
期间费用率	10.60%	10.29%
营业利润率	7.68%	7.10%
总资产回报率	4.03%	4.03%
净资产收益率	4.60%	4.64%
营业收入增长率	8.92%	9.09%
净利润增长率	23.20%	18.53%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司现金生成能力较强，但受往来款影响，经营活动现金流净额存在一定波动，2019 年转为净流出

近年公司收现情况较好，2019年公司FFO为50,798.70万元，经营现金生成能力较强。2019年由于支付的往来款大幅增加，公司经营现金流转为大幅净流出。2019年由于持有的银行理财产品到期收回、取得投资收益等使得公司投资活动现金保持净流入。筹资活动方面，公司筹资流入及流出规模均较大，2019年公司发行了“19宏河债”，且银行借款增加，筹资活动转为大幅净流入83,659.06万元。

公司经营现金流存在一定波动，圣琪生物二期项目将持续投入，且后续煤田开发建设若重启，尚需资金较多，未来将面临一定的资金压力。

表21 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
净利润	22,643.94	18,380.23
非付现费用	12,762.01	22,342.96

非经营损益	15,392.75	11,612.66
FFO	50,798.70	52,335.85
营运资本变化	-92,687.85	-24,376.47
其中：存货减少（减：增加）	36,670.15	7,034.13
经营性应收项目的减少（减：增加）	-78,664.68	-12,909.19
经营性应付项目增加（减：减少）	-50,693.32	-18,501.41
经营活动产生的现金流量净额	-41,827.06	27,959.40
投资活动产生的现金流量净额	10,455.13	4,853.54
筹资活动产生的现金流量净额	83,659.06	-15,478.45
现金及现金等价物净增加额	52,295.84	17,356.42

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司刚性债务规模较大，面临较大债务压力

截至2019年末，公司负债总额为636,897.30万元，由于公司借款、债券融资的增加，有所增加。公司所有者权益增长主要来源于股东增资、划入子公司恒益热力及利润的积累，截至2019年末为579,391.72万元，同期末公司产权比率为109.93%，权益对债务的保障能力有所提高。

表22 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	636,897.30	552,851.44
所有者权益	579,391.72	406,039.73
产权比率	109.93%	136.16%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，2019 年末流动负债占比为 79.47%。截至 2019 年末，公司短期借款为 107,435.00 万元，其中保证借款 45,200.00 万元，抵押及质押借款 51,735.00 万元，其余均为信用借款。公司应付票据均为银行承兑汇票，2019 年末为 116,774.85 万元，近年公司应付票据规模持续增加，系以票据结算的货款增加所致。公司应付账款主要为应付工程款与材料款，近年规模较大，主要系圣琪生物建设投入较大，部分建设工程尚未完成验收，暂未支付工程款所致。预收款项主要为预收售房款项和售煤款项，2019 年末为 64,271.22 万元，2019 年末，公司账面预收款中预收文博苑小区款项为 34,363.80 万元，系除住宅部分以外的商业、物业及门面房。其他应付款主要为应付山东正方实业发展有限公司的往来款项及售房保证金等，2019 年末为 94,909.77 万元。公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内将到期的长期借款 1.85 亿元、应付债券 1.65 亿元及长期应付款 1.61 亿

元。

截至 2019 年末，公司长期借款为 18,680.00 万元，其中质押借款 10,000.00 万元，其余为抵押借款。2019 年末，公司应付债券为“14 宏河债”、“19 宏河债”及子公司邹城市宏矿热电有限公司发行的资产支持证券。2020 年 4 月公司新发行了一期公司债券“20 宏河 01”，金额 3.5 亿元，期限 3 年。2019 年末公司长期应付款账面金额 19,650.53 万元，主要为应付融资租赁款 17,060.49 万元。

表23 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	107,435.00	16.87%	127,086.00	22.99%
应付票据	116,774.85	18.33%	90,600.00	16.39%
应付账款	63,875.59	10.03%	68,469.17	12.38%
预收款项	64,271.22	10.09%	53,906.42	9.75%
其他应付款	94,909.77	14.90%	127,072.04	22.98%
一年内到期的非流动负债	51,095.28	8.02%	2,900.00	0.52%
流动负债合计	506,156.52	79.47%	459,013.83	83.03%
长期借款	18,680.00	2.93%	39,350.00	7.12%
应付债券	92,219.04	14.48%	27,928.58	5.05%
长期应付款	19,650.53	3.09%	26,201.41	4.74%
非流动负债合计	130,740.79	20.53%	93,837.61	16.97%
负债合计	636,897.30	100.00%	552,851.44	100.00%
其中：刚性债务	403,264.66	63.32%	311,445.73	56.33%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司刚性债务规模为403,264.66万元，占总负债的63.32%。其中短期刚性债务275,305.13万元，占比68.27%，公司刚性债务规模较上年末有所增加，且2020年新发行“20宏河01”，总体来看公司面临较大的刚性债务压力。

从偿债能力指标来看，2019年末公司资产负债率为52.36%，较上年末有所下降。但短期偿债能力方面，由于公司流动负债规模较大，流动比率和速动比率指标均表现较弱。受益于利润的稳定，公司EBITDA基本保持稳定，EBITDA利息保障倍数较稳定，表现尚可。

表24 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	52.36%	57.66%
流动比率	1.29	1.05
速动比率	1.15	0.80

EBITDA（万元）	56,563.65	59,448.38
EBITDA 利息保障倍数	2.51	2.90
刚性债务/EBITDA	7.13	5.24
债务总额/EBITDA	11.26	9.30
经营性净现金流/流动负债	-0.08	0.06
经营性净现金流/负债总额	-0.07	0.05

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

邹城城资经营较为稳定，其为本期债券提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性

根据公司股东邹城城资出具的担保函，承诺为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及利息、以及违约金、损害赔偿金、实现债权的全部费用及其他应支付的费用，保证期间为被担保债券存续期及债券到期之日起两年。

邹城城资是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。截至2019年末，邹城城资注册资本8.6亿元，邹城市国资局持有其100%的股权。邹城城资主要从事邹城市基础设施建设以及国有资产经营等业务，具体来看，邹城城资收入主要来源于煤炭、市政工程建设、其他经营类业务及公共事业等板块。2019年邹城城资主营业务收入为58.85亿元，保持增长，其中煤炭板块收入为26.74亿元，在主营业务中占比最高，对主营业务贡献较大；其他经营类业务中房地产、酵母系列产品经营稳定；公共事业板块包括燃气和公共交通等业务，规模较小且带有一定公益性，对其收入形成一定补充。

毛利率方面，2019年邹城城资主营业务毛利率为24.18%，受益于业务的多元化，整体毛利率保持稳定。

表25 邹城城资主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

板块	项目	2019 年		2018 年	
		金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭板块	煤炭	267,364.99	20.43%	254,233.31	20.48%
市政板块	BT 收入	179,053.45	34.96%	125,688.00	40.00%
	工程收入	14,744.28	26.41%	25,236.75	22.23%
其他经营板块	房地产收入 ²	60,000.00	13.21%	42,955.01	13.77%
	酵母系列产品	35,892.88	29.54%	32,383.21	30.69%
	房租收入	930.91	72.37%	869.76	61.28%

² 邹城城资房地产收入板块除子公司邹城市宏城置业有限公司的房地产开发收入外，还包含其他子公司从事的少量商品房销售业务收入。

	酒店管理收入	2,593.93	67.57%	431.84	64.34%
公共事业板块	电力和热气销售	6,666.96	32.63%	9,049.05	13.66%
	煤气及天然气销售	7,048.01	2.51%	8,335.53	26.28%
	公交运营收入	4,111.70	-125.58%	4,007.80	-85.38%
	水费收入	0.00	-	0.00	-
其他	其他业务	10,084.10	29.95%	5,061.87	44.69%
合计		588,491.22	24.18%	508,252.12	24.96%

资料来源：邹城城资2016-2018年三年连审审计报告及2019年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，邹城城资资产总额为497.50亿元，所有者权益合计212.30亿元，资产负债率为57.33%，资产规模较大，实力较强，且作为邹城市主要的基础设施建设以及国有资产经营主体，获得邹城市政府的大力支持。

表26 邹城城资主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
总资产	4,974,957.42	3,796,056.10
所有者权益合计	2,123,037.92	1,685,138.35
刚性债务	2,053,817.38	1,415,132.03
资产负债率	57.33%	55.61%
现金短期债务比	0.39	0.53
营业收入	601,682.20	514,865.34
其他收益	9,375.43	3,856.28
营业外收入	21,211.23	1,343.95
利润总额	38,716.95	32,636.88
综合毛利率	24.56%	25.36%
EBITDA	143,620.96	120,369.02
EBITDA 利息保障倍数	1.85	2.00
经营活动现金流净额	-294,414.90	268,561.14
收现比	1.04	0.88

资料来源：邹城城资2016-2018年三年连审审计报告及2019年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元评定，邹城城资主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

采矿权抵押担保仍能为本期债券的按期偿付提供一定保障，但跟踪期内公司未对采矿权进行重新评估，其价值或有所变化，从而影响对本期债券的保障程度

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，为本期债券剩余本金1.44亿元的5.0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。

但截至2019年末，上述抵押资产评估基准日距今已超过6年且未重新评估，可能影响本期债券的保障程度。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月14日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年末，公司对外担保金额为8.81亿元，占所有者权益的比重为15.21%，其中对山东省微山湖矿业集团有限公司担保金额为2.87亿元，对单一主体担保金额较大，且公司对外担保均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表27 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	是否有反担保
邹城市万融实业开发有限公司	4,500.00	无
山东正方实业发展有限公司	8,000.00	无
邹城市利民建设发展有限公司	35,000.00	无
邹城市市政工程公司	4,000.00	无
山东正方智能机器人产业发展有限公司	7,950.00	无
山东省微山湖矿业集团有限公司	28,650.00	无
合计	88,100.00	-

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

八、评级结论

公司作为邹城市国资局下属国有企业，业务较为多元化，煤炭开采业务经营稳定，2019

年公司收入、利润均进一步增长；公司在产煤矿及后备煤矿可采储量较大，整体资源储备较多，煤炭业务经营稳定，产销情况较好；公司获得当地政府及股东的支持力度较大，有效提升了公司的资本实力；采矿权抵押担保及邹城城资提供的保证担保有效提升了本期债券信用水平。

同时中证鹏元也关注到，公司在建项目预期收益实现及产能利用存在不确定性；公司其他应收款规模较大，存货以房地产开发成本为主，资产流动性一般；公司刚性债务规模仍较大，存在一定偿债压力；公司对单一主体担保金额较大，且均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

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

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019 年	2018 年	2017 年
货币资金	174,491.86	122,196.02	104,839.60
应收票据	6,933.27	3,132.80	4,550.44
应收账款	70,244.25	58,420.38	48,237.96
预付款项	94,202.08	69,199.22	64,873.96
其他应收款	216,942.31	114,221.72	91,960.38
存货	71,411.86	116,853.74	113,887.87
固定资产	202,408.32	124,345.60	126,762.52
在建工程	70,308.84	57,644.92	52,019.50
无形资产	271,258.06	269,545.16	269,127.25
总资产	1,216,289.02	958,891.17	904,638.67
短期借款	107,435.00	127,086.00	144,614.00
应付票据	116,774.85	90,600.00	61,700.00
应付账款	63,875.59	68,469.17	62,476.90
一年内到期的非流动负债	51,095.28	2,900.00	0.00
预收款项	64,271.22	53,906.42	40,369.90
其他应付款	94,909.77	127,072.04	96,892.05
长期借款	18,680.00	39,350.00	33,890.00
应付债券	92,219.04	27,928.58	78,862.52
长期应付款	19,650.53	26,201.41	11,443.97
总负债	636,897.30	552,851.44	517,582.75
刚性债务	403,264.66	311,445.73	327,962.32
所有者权益合计	579,391.72	406,039.73	387,055.92
营业收入	370,806.79	340,448.19	312,076.38
营业利润	28,466.76	24,172.05	19,661.47
净利润	22,643.94	18,380.23	15,506.87
经营活动产生的现金流量净额	-41,827.06	27,959.40	27,032.10
投资活动产生的现金流量净额	10,455.13	4,853.54	-4,803.40
筹资活动产生的现金流量净额	83,659.06	-15,478.45	-12,435.07
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
应收票据及应收账款周转天数（天）	67.34	60.45	60.76
存货周转天数（天）	114.23	152.30	160.41
应付票据及应付账款周转天数（天）	206.13	186.95	196.65
净营业周期（天）	-24.56	25.80	24.52
流动资产周转天数（天）	551.65	482.41	472.65

固定资产周转天数（天）	158.62	132.76	134.73
总资产周转天数（天）	1,055.89	985.28	1,021.96
综合毛利率	20.00%	19.90%	19.29%
期间费用率	10.60%	10.29%	9.82%
营业利润率	7.68%	7.10%	6.30%
总资产回报率	4.03%	4.03%	3.23%
净资产收益率	4.60%	4.64%	4.25%
营业收入增长率	8.92%	9.09%	17.06%
净利润增长率	23.20%	18.53%	52.55%
FFO	50,798.70	52,335.85	46,225.78
资产负债率	52.36%	57.66%	57.21%
流动比率	1.29	1.05	1.09
速动比率	1.15	0.80	0.80
EBITDA（万元）	56,563.65	59,448.38	50,876.72
EBITDA 利息保障倍数	2.51	2.90	2.74
刚性债务/EBITDA	7.13	5.24	6.45
债务总额/EBITDA	11.26	9.30	10.17
经营性净现金流/流动负债	-0.08	0.06	0.07
经营性净现金流/负债总额	-0.07	0.05	0.05

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年末公司合并范围内的一级子公司情况

名称	注册资本 (万元)	直/间接持股比例
山东圣琪生物有限公司	18,810.00	37.21%
山东宏河矿业集团邹城恒翔纸业有限公司	7,509.00	100.00%
邹城市宏城置业有限公司	5,000.00	100.00%
邹城市宏矿热电有限公司	3,000.00	80.00%
山东恒屹工贸有限公司	5,000.00	100.00%
山东宏河控股集团嘉祥红旗煤矿有限公司	2,000.00	100.00%
新疆宏源丰矿业有限责任公司	500.00	100.00%
山东宏巨机械制造有限公司	100.00	100.00%
邹城恒益热力有限公司	1,000.00	100.00%

注：（1）公司与恒屹工贸分别对邹城市宏矿热电有限公司持股 49.00% 和 31.00%；

（2）圣琪生物第一大股东为国开发展基金有限公司，持股比例 46.84%，但不向圣琪生物委派董事、监事和高级管理人员，不干预圣琪生物日常经营及管理。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款及应收票据余额} + \text{期末应收账款及应收票据余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款及应付票据周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款及应付票据余额} + \text{期末应付账款及应付票据余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收票据及应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款及应付票据周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备+固定资产折旧+无形资产摊销+投资性房地产摊销+长期待摊费用摊销+预提费用增加+待摊费用减少
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+固定资产报废损失+公允价值变动损失+财务费用+投资损失+递延所得税资产减少+递延所得税负债增加
FFO	净利润+非付现费用+非经营损益
营运资本变化	存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
刚性债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款中融资租赁款

附录四 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。