

山东泰阳实业有限公司

公开发行 2016 年度公司
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人員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：

谭璇



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【161】号 01

债券简称：PR 泰阳债
增信方式：保证担保
担保主体：泰安市泰山
投资有限公司
债券剩余规模：3 亿元
债券到期日期：2021 年
03 月 02 日
债券偿还方式：按年付
息，同时设置本金提前
偿还条款，在存续期第
3-5 年末分期还本 2 亿
元、2 亿元和 3 亿元

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
公司债券评级方法，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

山东泰阳实业有限公司公开发行 2016 年度公司债券 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 29 日	2019 年 05 月 29 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”）对山东泰阳实业有限公司（以下简称“泰阳实业”或“公司”）及其 2016 年 3 月 2 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维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司煤炭业务和热电业务经营稳定，经营活动现金流表现较好，泰安市泰山投资有限公司（以下简称“泰山投资”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。同时我们也关注到公司房地产业务盈利能力较差且可持续性较弱，公司资产流动性较弱，存在一定的偿债压力，以及面临一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司煤炭业务和热电业务经营稳定。2019 年公司原煤产销量与去年基本持平，平均销售价格略有增长；公司热电业务实现收入 14,806.69 万元，同比增长 6.57%，随着供热能力的增加，热电业务收入有望持续增长。
- 公司经营活动现金流表现较好。公司收入来源主要为煤炭业务和热电业务收入，主要业务经营收现情况较好，近年来公司经营活动产生的现金持续净流入，2019 年为 11,372.28 万元。
- 保证担保仍能有效提升本期债券的安全性。泰山投资综合实力较强，经中证鹏元综合评定，泰山投资主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券提供的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安全性。

关注:

- **公司房地产业务盈利能力较差，且可持续性较弱。**2019 年公司房地产业务收入下滑 67.35%至 3,529.52 万元，且毛利率较低，考虑到子公司宁阳县宏达置业有限公司（以下简称“宏达置业”）暂无新的房地产开发项目，房地产业务可持续性较弱。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以其他应收款、土地资产及固定资产为主，且部分资产受限，其他应收款回收时间存在不确定性，整体资产流动性较弱。
- **公司存在一定的偿债压力。**截至 2019 年末，公司有息债务合计 68,030.00 万元，占总债务比重为 40.99%，主要集中在近两年到期，面临一定的债务偿还压力。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至 2019 年末，公司对外担保余额为 22,505.22 万元，占所有者权益的比重为 7.24%，均无反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	476,663.43	464,488.33	439,047.36
归属于母公司所有者权益合计	302,941.24	298,597.01	293,928.93
有息债务	68,030.00	84,802.00	84,801.80
资产负债率	34.81%	34.11%	31.40%
流动比率	1.52	1.83	2.64
速动比率	1.42	1.78	2.27
营业收入	42,438.80	45,188.54	41,908.12
营业利润	7,524.65	7,304.35	6,262.20
净利润	5,614.78	5,373.76	5,301.43
综合毛利率	39.87%	41.06%	39.64%
总资产回报率	2.50%	2.68%	2.67%
EBITDA	16,543.29	17,483.37	16,321.67
EBITDA 利息保障倍数	3.90	3.47	3.34
经营活动现金流净额	11,372.28	24,292.93	15,656.78

注：2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数。

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

泰山投资主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	9,699,535.75	8,431,359.02	7,813,949.50

所有者权益合计	3,009,643.25	2,839,239.41	2,667,199.00
资产负债率	68.97%	66.33%	65.87%
营业收入	634,825.00	413,828.46	321,868.19
利润总额	25,697.31	40,264.48	65,346.84
经营活动产生的现金流量净额	38,179.57	-190,764.89	46,520.82

资料来源：泰山投资 2017-2019 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 2016 年 3 月 2 日公开发行 7 亿元公司债券，发行利率为 5.97%，期限为 5 年。本期债券募集资金拟用于偿还有息负债及补充流动资金，截至 2019 年 12 月 31 日，本期债券募集资金专项账户余额为 6.70 万元。

二、发行主体概况

2019 年公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。公司注册资本仍为 1 亿元，宁阳县国有资产管理局持有公司 100% 股权，为公司控股股东及实际控制人。公司的主要业务为煤炭开采和热电供应，房地产业务可持续性较弱。

跟踪期内，新增纳入合并报表范围的子公司一家，系 2019 年 6 月公司子公司山东金阳矿业集团有限公司（以下简称“金阳矿业”）和山东华宁矿业集团有限公司共同出资设立的泰安泰科煤炭职业技能培训学校有限公司，注册资本为 100 万元，金阳矿业持有其 51% 的股权，经营范围主要为初级（电工、焊工）培训。

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

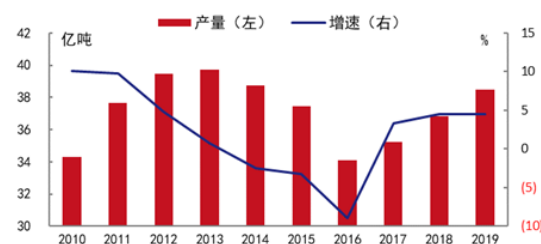
“十三五”期间煤炭行业去产能目标任务基本完成，行业供给质量大幅改善。自 2016 年 2 月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发〔2016〕7 号）起，本轮煤炭行业供给侧改革正式开始，“十三五”期间煤炭行业去产能目标为 8 亿吨。截至 2019 年末，已合计退出产能 9 亿吨以上。至此，“十三五”煤炭去产能主要目标任务已超额完成，煤炭行业发展由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能。2019 年 8 月底，六部门联合印发《30 万吨/年以下煤矿分类处置工作方案》（发改能源〔2019〕1377 号），力争 2021 年底全国 30 万吨/年以下煤矿数量减少至 800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

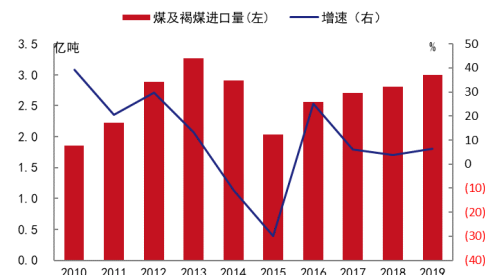
全国原煤产量连续实现正增长,供应地区集中度进一步提升,预计 2020 年原煤产量仍有望维持小幅增长。2017-2019 年原煤产量分别为 35.2 亿吨、36.8 亿吨和 38.5 亿吨,同比分别增长 3.3%、4.5%和 4.0%,主要系下游需求超预期。就供应地区而言,“压缩东部、限制中部和东北、优化西部”为全国煤炭开发总体布局,2019 年山西、陕西及内蒙三省规模以上企业原煤产量占比达到了 70.5%,较去年上升 1.1 个百分点,产量进一步向“三西”集中。2020 年 COVID-19 疫情发生以来,煤炭供给短期收紧,随着保供政策陆续出台,国内煤炭企业产能已基本恢复。

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

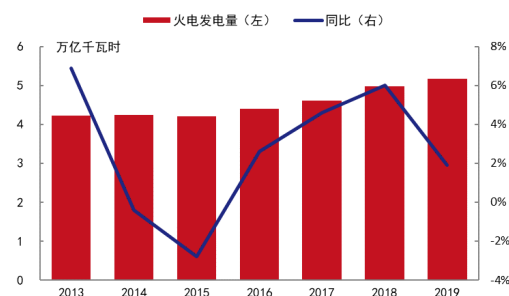
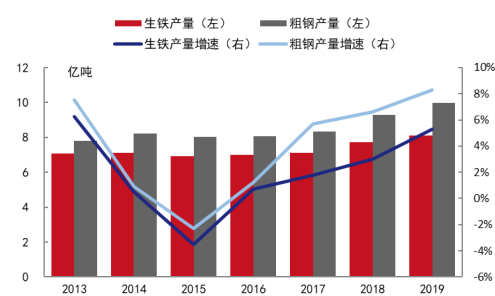


图 4 近年钢铁产量增速上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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

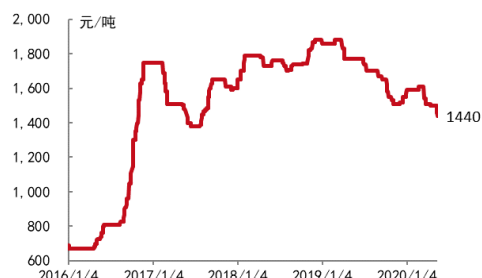
落，截至 5 月上旬跌至 526 元/吨。根据中国煤炭工业协会发布《2019 煤炭行业发展年度报告》，2020 年 1-4 月下水动力煤中长期合同（5500 大卡）均价 543.5 元/吨，同比下降 11.8 元/吨，截至 5 月 6 日，下降为 475 元/吨，比年初下降 84 元/吨，较去年同期下降 142 元/吨，跌破中长期合同价格绿色区间。炼焦煤价格在 2016 年下半年快速上升，受环保限产政策以及钢铁行业回暖影响，2018 年 4 月以来焦炭价格涨势迅猛，支撑炼焦煤价格高位震荡上行。2019 年下游钢铁产业利润收缩，炼焦煤价格出现较大幅度回调。无烟煤价格亦于 2015 年下半年上涨，2017 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

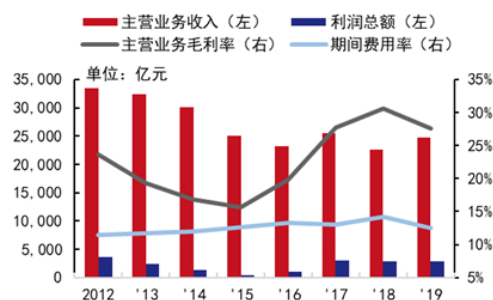
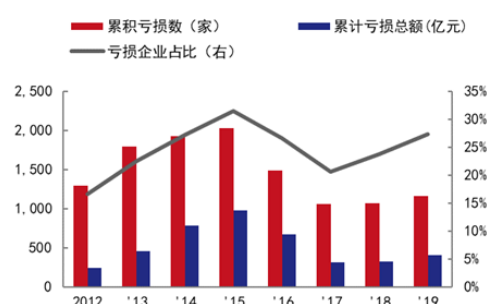


图 8 2019 年行业亏损面加大



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

四、经营与竞争

公司主营业务为煤炭开采与销售、电力供应和城市供热等。2019 公司实现营业收入 42,438.80 万元，同比下降 6.09%，主要系房地产业务收入减少所致。毛利率方面，公司煤炭业务毛利率下降 19.10 个百分点至 47.12%，同时热电业务毛利率有所下滑，公司综合毛利率下降 1.19 个百分点至 39.87%。

表 1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
1、主营业务收入	37,468.78	31.90%	37,958.82	30.32%
其中：煤炭	16,322.63	47.12%	10,958.13	66.22%
热电	14,806.69	18.45%	13,894.25	21.19%
房地产	3,529.52	3.61%	10,809.37	1.33%
其他	2,809.95	49.85%	2,297.07	50.67%
2、其他业务收入	4,970.02	100.00%	7,229.73	97.47%
其中：房租收入	4,597.45	100.00%	5,352.18	100.00%

其他	372.57	100.00%	1,877.55	90.28%
合计	42,438.80	39.87%	45,188.55	41.06%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司煤炭业务经营稳定，产销情况较好，但是未来需关注煤炭业务的持续经营能力

公司煤炭业务由子公司金阳矿业负责经营。金阳矿业核定产能为 30 万吨/年，生产煤种为气煤。截至 2019 年末金阳矿剩余可开采储量约 363 万吨，剩余可采年限为 12 年。

2019 年煤炭行业景气度仍然较好，公司煤炭平均售价为 640.56 元/吨，较 2018 年略有增长。2019 年公司原煤产量 25.72 万吨，商品煤销量为 25.48 万吨，产销率为 99.07%，经营情况较为稳定。金阳矿业煤炭部分销售给子公司宁阳县金明热电有限责任公司（以下简称“金明热电”）用于发电，部分经过洗选销售给炼焦厂或周边商贸企业。结算方面，一般为现款现货。2019 年公司煤炭业务收入为 16,322.63 万元，较 2018 年增长 48.95%，主要系公司内部交易减少所致。毛利率方面，煤炭业务毛利率由 2018 年的 66.22% 下降至 47.12%，主要系公司内部交易减少导致毛利率较低的原煤销售收入占比增加所致。

表 2 公司煤炭产销情况¹

项目	2019 年	2018 年
产量（万吨）	25.72	26.00
销量（万吨）	25.48	26.00
产销率	99.07%	100.00%
平均售价（元/吨）	640.56	634.92

资料来源：公司提供

需要注意的是，公司煤炭剩余可开采储量不大，且年核定生产能力较小，面临被整合或关停风险，未来需重点关注公司煤炭业务的持续经营能力。

公司热电业务经营基本稳定，随着城区集中供热管网工程项目逐步投入运营及供热能力增加，公司热电业务收入有望持续增长

公司热电业务由子公司金明热电负责运营。其中，发电业务的发电量由宁阳县供电公司下达，电力销售由国家电网并网分配；供热业务主要系商用及民用暖气供应；供气业务主要系为宁阳县内工业企业提供蒸汽。2019 年公司热电业务实现收入 14,806.69 万元，较 2018 年小幅增长，热电业务毛利率为 18.45%，基本保持稳定。

2019 年公司商业供热和民用供热收费标准无变化，仍为 26 元/平方米和 21 元/平方米。2019 年金明热电蒸汽销售量 50.75 万吨，较为稳定。随着宁阳县城镇化建设不断进行，城区待供热面积不断扩大，金明热电城区集中供热管网工程项目建设有序进行，2019 年新

¹ 金阳矿业口径。

增投资 3,290.22 万元，转入固定资产 849.61 元，未来随着该项目逐步完工并投入运营，供热收入有望随之增长。同时，金明热电新建 4 号锅炉计划总投资 6,148 万元，截至 2020 年 3 月末已投资 4,700 万元，建设进度为 68%，建成后将进一步提升公司的供热能力。

表 3 公司热电供热业务情况

项目	2019 年	2018 年
供热-商业收费标准（元/平方米）	26	26
供热-民用收费标准（元/平方米）	21	21
蒸汽价格（元/吨）	200	200
蒸汽销售（万吨）	50.75	51.99

资料来源：公司提供

发电业务方面，2019 年金明热电开始执行环保电价，上网电价增长至 0.3949 元/度。2019 年金明热电全年发电时间 2,189 小时，较 2018 年稍有下滑；发电量为 9,849.00 万度，去除自用外，全部并入国家电网。

表 4 金明热电煤电业务情况

项目	2019 年	2018 年
供电-上网电价（元/度）	0.3949	0.3829
装机容量（万千瓦）	4.50	4.50
全年发电小时数	2,189.00	2,244.00
发电量（万度）	9,849.00	10,104.00
其中：自用（万度）	2,721.54	2,624.39
上网（万度）	7,127.46	7,479.61

资料来源：公司提供

公司房地产业务收入持续下滑，可持续性较弱，且盈利能力较差；房租收入对公司盈利来源形成良好补充

公司房地产业务现由宏达置业负责运营，宏达置业主要开发居民区商品房项目，已建项目为金阳御景花园，因该项目已基本销售完毕，又无其他房地产开发计划，公司 2019 年房地产业务收入下滑 67.35%至 3,529.52 万元，且毛利率较低，公司房地产业务可持续性较弱。

2019 年公司实现房屋出租收入 4,597.45 万元，该项收入主要来源于公司向宁阳县财政局出租行政事业单位房产。根据公司 2016 年 3 月和宁阳县财政局重新签订新一期租赁合同显示，合同约定租赁房屋面积 19.13 万平方米，年租金 4,690 万元，租赁期限自 2016 年 3 月 2 日至 2021 年 3 月 3 日，租金每季度支付一次，公司租赁业务收入短期内仍有保障。同时中证鹏元注意到上述合同将于明年到期，需关注到期后续签情况。

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利安达会计师事务所（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。2019 年，公司合并报表新增一家子公司。

资产结构与质量

公司资产规模保持稳定，流动性仍然较弱

截至 2019 年末，公司资产总额为 476,663.43 万元，同比增长 2.62%，整体保持稳定。从资产结构来看，仍以非流动资产为主，2019 年末公司非流动资产占比为 59.18%。

表 5 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	11,187.90	2.35%	26,353.95	5.67%
其他应收款	154,234.94	32.36%	129,814.07	27.95%
存货	12,001.45	2.52%	5,014.05	1.08%
其他流动资产	11,794.40	2.47%	9,272.05	2.00%
流动资产合计	194,579.05	40.82%	184,946.85	39.82%
投资性房地产	72,458.44	15.20%	72,458.44	15.60%
固定资产	34,079.98	7.15%	32,114.21	6.91%
在建工程	12,662.74	2.66%	12,377.19	2.66%
无形资产	153,293.90	32.16%	154,460.96	33.25%
非流动资产合计	282,084.37	59.18%	279,541.48	60.18%
资产总计	476,663.43	100.00%	464,488.33	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

流动资产方面，2019 年末公司货币资金 11,187.90 万元，其中 700 万元为银行承兑保证金，使用受限。2019 年末公司其他应收款为 154,234.94 万元，同比增长 18.81%，主要为往来款，前五大应收对象均为地方国有企业，合计应收余额为 76,017.21 万元，占其他应收款比重为 49.29%，坏账风险较小。需要注意的是，公司其他应收款中应收政府及关联方款项合计 137,717.05 万元，回款时间易受政府资金调配影响，对公司资金形成了较大占用。2019 年末公司存货账面价值 12,001.45 万元，同比增长 139.36%，主要系房地产开发成本增长所致，2019 年末公司存货中开发成本账面价值为 10,358.78 万元，主要为增加

的宏达置业金阳御景花园项目成本。2019 年末公司其他流动资产为 11,794.40 万元，包括贷款、预缴的税金和待摊费用，其中贷款 1.17 亿元，为孙公司宁阳县金阳小额贷款有限公司的贷出款，考虑到贷款企业主要为当地小微企业，面临较大的坏账风险。

表 6 截至 2019 年末公司其他应收款余额前五名单位情况（单位：万元）

债务人名称	款项性质	账面余额	占比
宁阳县金财投资有限公司	往来款	30,424.45	19.73%
泰安泰阳置业有限公司	往来款	25,891.37	16.79%
泰安金实石业有限公司	往来款	11,382.81	7.38%
山东华阳农药化工集团有限公司	往来款	5,518.58	3.58%
宁阳鲁基新型建材有限公司	往来款	2,800.00	1.82%
合计	-	76,017.21	49.29%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，2019 年末公司投资性房地产为 72,458.44 万元，采用公允价值计量，本期未做公允价值调整，其中房屋及建筑物账面价值 35,621.36 万元、土地使用权 36,837.08 万元。公司固定资产 34,079.98 万元，同比增长 6.12%，主要为购置及在建工程转入的房屋和机器设备。2019 年末公司在建工程账面价值为 12,662.74 万元，其中城区集中供热管网工程新增投资 3,290.22 万元，转入固定资产 849.61 万元，超低排放项目转入固定资产 1,613.44 万元。公司无形资产主要为土地使用权和采矿权，2019 年末公司无形资产账面价值为 153,293.90 万元，其中土地使用权 150,703.93 万元，采矿权 2,375.23 万元。

2019 年末公司账面价值 28,085.60 万元资产使用受限，占总资产比重为 5.89%。整体来看，公司资产以其他应收款、房屋及土地资产为主，且部分资产受限，资产流动性较弱。

表 7 2019 年末公司资产使用受限情况（单位：万元）

项目	账面价值	占总资产比重	受限原因
货币资金	700.00	0.15%	银行承兑汇票保证金
投资性房地产	19,433.49	4.08%	对外担保抵押
固定资产	4,119.47	0.86%	对外担保抵押
无形资产	3,832.64	0.80%	对外担保抵押
合计	28,085.60	5.89%	-

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资产运营效率

公司净营业周期有所下降，整体资产运营效率较弱

考虑预收款项后，2019 年公司应收账款周转天数调整为-19.86 天，主要系公司煤炭业务和供热供暖业务形成的预收款项规模相对较大；2019 年公司存货周转天数降低至 120.02

天，主要系 2019 年公司平均存货规模低于 2018 年平均规模所致。此外，考虑预付款项后，2019 年公司应付账款周转天数调整至-51.78 天，主要系公司应付款项规模较小，同时建设施工及采购设备形成的预付款项规模较大所致。综合来看，2019 年公司净营运周期降低至 151.94 天。2019 年公司营业收入有所下滑，流动资产、固定资产和总资产的周转率下降，周转天数有所增加，公司资产运营效率整体较弱。

表 8 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019 年	2018 年
应收账款周转天数	-19.86	-37.73
存货周转天数	120.02	183.45
应付账款周转天数	-51.78	-16.06
净营业周期	151.94	161.78
流动资产周转天数	1,609.72	1,350.68
固定资产周转天数	280.76	250.15
总资产周转天数	3,991.80	3,599.06

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入小幅增长，净利润保持稳定

2019 年公司实现营业收入 42,438.80 万元，同比下降 6.09%，主要系房地产收入减少所致。2019 年公司煤炭业务收入同比增长 48.95%，占营业收入的比重为 38.46%，目前经营稳定，产能利用率较高，但年核定生产能力较小，仍需关注其持续经营能力；热电业务收入同比增长 6.57%，占营业收入比重为 34.89%，该业务持续性好且业务规模将逐步扩大，是公司稳定的收入来源；房地产业务收入同比下降 67.35%，占营业收入比重下降至 8.32%，且可持续性较弱。

2019 年公司综合毛利率和期间费用率未有明显变化，实现营业利润 7,524.65 万元，同比增长 3.02%，营业利润率提升 1.57 个百分点至 17.73%，公司净利润增长至 5,614.78 万元。

表 9 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
营业收入	42,438.80	45,188.54
营业利润	7,524.65	7,304.35
利润总额	7,536.13	7,085.75
净利润	5,614.78	5,373.76
综合毛利率	39.87%	41.06%

期间费用率	22.02%	21.18%
营业利润率	17.73%	16.16%
总资产回报率	2.50%	2.68%
净资产收益率	1.82%	1.77%
营业收入增长率	-6.09%	7.83%
净利润增长率	4.49%	1.36%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，投资支出规模较小，经营活动现金流对投资支出保障程度较好

公司经营活动现金流入主要来自于煤炭业务、热电业务、房地产业务的销售收入以及与其他公司的往来款项，近年公司经营收现情况良好，2019 年公司收现比为 1.13，经营活动产生的现金流量净额为 11,372.28 万元，同比降低 53.19%。2019 年受存货及经营性应收款项增加的影响，公司营运资本增加 2,521.48 万元。

2019 年公司投资活动现金净流出 5,558.97 万元，主要系固定资产等长期资产和联营企业股权投资支出的现金。公司筹资活动现金流入主要为借款取得的现金；筹资活动现金流出主要是支付债务本息的支出，近年来公司筹资活动现金持续净流出，2019 年为 21,679.36 万元。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
净利润	5,614.78	5,373.76
营运资本变化	-2,521.48	9,772.80
其中：存货减少（减：增加）	-6,987.40	17,115.96
经营性应收项目的减少（减：增加）	-16,762.80	-15,646.67
经营性应付项目的增加（减：减少）	21,228.71	8,303.51
经营活动产生的现金流量净额	11,372.28	24,292.93
投资活动产生的现金流量净额	-5,558.97	-11,838.39
筹资活动产生的现金流量净额	-21,679.36	-13,981.76
现金及现金等价物净增加额	-15,866.06	-1,527.23

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

公司资产负债率较低，有息债务规模有所下降，仍面临一定债务偿还压力

2019 年末公司负债总额为 165,948.31 万元，同比增长 4.73%，得益于利润的累计，2019 年末公司所有者权益增长至 310,715.12 万元，公司产权比率为 53.41%，较 2018 年末略有提升，公司所有者权益对负债的覆盖程度尚可。

表 11 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	165,948.31	158,456.02
所有者权益	310,715.12	306,032.31
产权比率	53.41%	51.78%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

随着本期债券进入兑付期，公司非流动负债规模逐渐下降，流动负债占比逐年上升，2019 年末流动负债占比上升至 77.36%。

流动负债方面，2019 年末公司短期借款 10,200.00 万元，主要为保证借款。2019 年末公司其他应付款为 86,555.26 万元，主要为公司与政府单位及关联方的往来款，同比增长 51.54%，大部分账龄在 1 年以内。2019 年末公司一年内到期的非流动负债 20,000.00 万元，为本期债券，已如期兑付。

表 12 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	10,200.00	6.15%	7,502.00	4.73%
应付票据	530.00	0.32%	0.00	0.00%
其他应付款	86,555.26	52.16%	57,118.70	36.05%
一年内到期的非流动负债	20,000.00	12.05%	20,000.00	12.62%
流动负债合计	128,379.52	77.36%	100,887.24	63.67%
长期借款	7,300.00	4.40%	7,300.00	4.61%
应付债券	30,000.00	18.08%	50,000.00	31.55%
非流动负债合计	37,568.78	22.64%	57,568.78	36.33%
负债合计	165,948.31	100.00%	158,456.02	100.00%
其中：有息债务	68,030.00	40.99%	84,802.00	53.52%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

非流动负债方面，2019 年末公司长期借款为 7,300.00 万元，主要为保证借款。应付债券为本期债券，已进入兑付期。2019 年末公司有息债务合计 68,030.00 万元，占总债务比重为 40.99%，其中公司本部有息债务 5.05 亿元，面临一定的债务偿还压力。

从公司各项偿债能力指标看，2019 年末公司资产负债率为 34.81%，略有上升；随着流动负债规模的增长，公司流动比率及速动比率均有一定下滑，且流动资产中主要为其他应收款，公司短期偿债能力承压。2019 年公司 EBITDA 小幅下滑至 16,543.29 万元，随着

公司有息债务规模减少，利息支出随之下降，EBITDA 利息保障倍数小幅上升至 3.90。随着公司有息债务规模减小，公司有息债务与 EBITDA 的比值随之下降，2019 年为 4.11，仍面临一定债务偿还压力。

表 13 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	34.81%	34.11%
流动比率	1.52	1.83
速动比率	1.42	1.78
EBITDA（万元）	16,543.29	17,483.37
EBITDA 利息保障倍数	3.90	3.47
有息债务/EBITDA	4.11	4.85
债务总额/EBITDA	10.03	9.06
经营性净现金流/流动负债	0.09	0.24
经营性净现金流/负债总额	0.07	0.15

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

泰山投资为本期债券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安全性

泰山投资出具担保函，承诺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，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。

泰山投资系经山东省泰安市人民政府《关于组建泰安市泰山投资有限公司的批复》（泰政函【2006】18 号）文件批准，于 2006 年 3 月设立，初始注册资本为 5 亿元，泰安市国有资产监督管理委员会持有其 100% 股权。2014 年根据泰安市人民政府泰政函【2014】71 号文件，泰山投资出资人由泰安市国有资产监督管理委员会变更为泰安市财政局。泰安市财政局为了促进地方融资平台转型发展，于 2018 年 3 月 26 日下发《关于变更出资人的通知》（泰财企[2018]21 号）文件，将泰山投资的出资人变更为泰安市泰山财金投资有限公司（现名为：泰安市泰山财金投资集团有限公司）。截至 2019 年末，泰山投资注册资本和实收资本仍为 5 亿元，泰安市泰山财金投资集团有限公司持有泰山投资 100% 股权，实际控制人仍为泰安市财政局。

泰山投资作为泰安市城市基础设施的投资建设和运营主体，业务涉及城市基础设施建设、土地整理开发、燃气供应、索道运营、房地产开发、融资担保和城市供水等，收入来

源较为多元化。2018 年泰山投资业务结构未发生变化，其中燃气业务、索道业务和供水业务收入较为稳定，房屋销售及土地整理业务存在较大波动，市政工程施工业务和担保业务收入下滑明显，热力供应等其他业务收入仍对泰山投资收入形成重要补充。整体来看，2018 年泰山投资实现营业收入 41.38 亿元，同比增长 22.22%；综合毛利率为 13.73%，同比有所下降。

表 14 泰山投资营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
燃气费收入	164,641.05	20.10%	144,541.73	13.54%
房屋销售及土地整理收入	113,086.96	10.49%	38,683.20	19.09%
索道业务	37,831.16	2.98%	36,626.85	3.26%
市政工程施工业务	11,984.48	34.31%	21,981.70	29.42%
担保业务	5,278.18	37.04%	3,212.16	45.00%
供水业务	16,551.42	-24.75%	14,449.00	-28.73%
其他业务	64,455.21	13.58%	62,373.56	27.25%
合计	413,828.46	13.73%	321,868.19	15.20%

注：其他业务与泰山投资 2018 年审计报告中其他业务统计口径不同。

资料来源：泰山投资提供，中证鹏元整理

2018 年泰山投资收到土储返还资金共计 16.66 亿元，收到价值 2.34 亿元时代发展线片区项目继续开发，收到高新区财政局用于徂徕山西路建设项目资本金 0.18 亿元，收到基础设施配套资金 1.50 亿元，合计增加资本公积 19.58 亿元，有效提升了资本实力。此外，2018 年泰山投资实现其他收益 2.06 亿元，主要为政府补贴款，提升了利润水平。

截至 2019 年 12 月 31 日，泰山投资资产总额为 969.95 亿元，所有者权益合计 300.96 亿元，资产负债率为 68.97%；2019 年度，泰山投资实现营业收入 63.48 亿元，利润总额 2.57 亿元，经营活动产生的现金净流入 3.82 亿元。

表 15 泰山投资主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	9,699,535.75	8,431,359.02	7,813,949.50
所有者权益合计	3,009,643.25	2,839,239.41	2,667,199.00
刚性债务	-	3,697,977.12	3,718,788.44
资产负债率	68.97%	66.33%	65.87%
流动比率	2.31	2.54	2.48
营业收入	634,825.00	413,828.46	321,868.19
其他收益	20,749.01	20,565.47	13,954.76
营业外收入	3,484.24	1,692.26	58,417.02
利润总额	25,697.31	40,264.48	65,346.84

综合毛利率	11.92%	13.73%	15.20%
EBITDA	150,350.04	143,412.26	169,583.18
EBITDA 利息保障倍数	-	1.34	1.35
经营活动产生的现金流量净额	38,179.57	-190,764.89	46,520.82

资料来源：泰山投资 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，泰山投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安全性。

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 20 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，公司对外担保余额为 22,505.22 万元，占所有者权益的比重为 7.24%，被担保方中海力财富集团为当地民营企业，其余均为地方国有控股或参股企业，均无反担保措施，面临一定的或有负债风险。

表 17 截至 2019 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	是否有反担保
山东宁阳统筹城乡发展有限公司	3,463.90	无
山东华阳农药化工集团有限公司	6,364.21	无
海力财富集团有限公司	1,800.00	无
山东华宁矿业集团有限公司	10,877.11	无
合计	22,505.22	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

2019 年公司煤炭业务和热电业务经营情况均较为稳定，公司营业收入来源较有保障；房屋租赁业务对公司盈利来源形成良好补充；公司经营活动现金流表现较好；泰山投资提供的保证担保有效提升了本期债券的安全性。

同时我们也关注到公司房地产业务盈利能力较差且可持续性不强；资产流动性较弱；公司存在一定的偿债压力；面临一定或有负债风险等风险因素。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为 AA-，维持本期债券信用等级为 AA+，维持评级展望为稳定。

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	11,187.90	26,353.95	27,881.18
应收账款	1,537.71	928.51	1,575.06
预付款项	2,683.55	11,704.00	225.38
其他应收款	154,234.94	129,814.07	88,164.80
存货	12,001.45	5,014.05	22,130.02
其他流动资产	11,794.40	9,272.05	11,975.41
投资性房地产	72,458.44	72,458.44	72,458.44
固定资产	34,079.98	32,114.21	30,684.62
无形资产	153,293.90	154,460.96	158,983.18
资产总计	476,663.43	464,488.33	439,047.36
短期借款	10,200.00	7,502.00	7,101.80
应付账款	1,439.21	5,078.18	3,574.69
预收款项	4,556.15	5,591.99	10,430.07
其他应付款	86,555.26	57,118.70	31,001.35
一年内到期的非流动负债	20,000.00	20,000.00	0.00
长期借款	7,300.00	7,300.00	6,800.00
应付债券	30,000.00	50,000.00	70,000.00
负债合计	165,948.31	158,456.02	137,858.49
有息债务	68,030.00	84,802.00	84,801.80
所有者权益合计	310,715.12	306,032.31	301,188.86
营业收入	42,438.80	45,188.54	41,908.12
营业利润	7,524.65	7,304.35	6,262.20
净利润	5,614.78	5,373.76	5,301.43
经营活动产生的现金流量净额	11,372.28	24,292.93	15,656.78
投资活动产生的现金流量净额	-5,558.97	-11,838.39	-28,630.07
筹资活动产生的现金流量净额	-21,679.36	-13,981.76	-6,055.00
财务指标	2019 年	2018 年	2017 年
应收账款周转天数（天）	-19.86	9.97	29.85
存货周转天数（天）	120.02	183.45	269.64
应付账款周转天数（天）	-51.78	116.96	61.63
净营业周期（天）	151.94	76.46	237.85
流动资产周转天数（天）	1,609.72	1,350.68	1,275.86
固定资产周转天数（天）	280.76	250.15	268.75
总资产周转天数（天）	3,991.80	3,599.06	3,685.45

综合毛利率	39.87%	41.06%	39.64%
期间费用率	22.02%	21.18%	21.11%
营业利润率	17.73%	16.16%	14.94%
总资产回报率	2.50%	2.68%	2.67%
净资产收益率	1.82%	1.77%	1.75%
营业收入增长率	-6.09%	7.83%	32.64%
净利润增长率	4.49%	1.36%	7.24%
资产负债率	34.81%	34.11%	31.40%
流动比率	1.52	1.83	2.64
速动比率	1.42	1.78	2.27
EBITDA（万元）	16,543.29	17,483.37	16,321.67
EBITDA 利息保障倍数	3.90	3.47	3.34
有息债务/EBITDA	4.11	4.85	5.20
债务总额/EBITDA	10.03	9.06	8.45
经营性净现金流/流动负债	0.09	0.24	0.27
经营性净现金流/负债总额	0.07	0.15	0.11

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额} - \text{期初预收款项余额} - \text{期末预收款项余额}) / 2] / \text{营业收入} * 360$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额} - \text{期初预付款项余额} - \text{期末预付款项余额}) / 2] / \text{营业成本} * 360$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} * 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} * 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} * 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) * 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) * 100\%$
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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} * 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} * 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券

附录三 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。