



信用等级通知书

[2017]跟踪0375

信评委函字

号

山东泉兴能源集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为AA，评级展望为稳定；
维持“12泉矿债”的信用等级为AA。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一七年六月二十八日

山东泉兴能源集团有限公司 2017 年度跟踪评级报告

发行主体 山东泉兴能源集团有限公司
 本次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定
 上次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定
 存续债券列表

债券简称	发行额 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
12 泉矿债	15	2012.3.21~2019.3.21	AA	AA

概况数据

泉兴能源 (合并口径)	2014	2015	2016
总资产(亿元)	218.62	265.10	247.21
所有者权益合计(亿元)	76.56	75.94	78.70
总负债(亿元)	142.07	189.16	168.50
总债务(亿元)	116.51	156.48	140.44
营业总收入(亿元)	25.54	19.05	20.90
净利润(亿元)	2.03	1.13	3.18
EBIT(亿元)	7.63	5.86	8.02
EBITDA(亿元)	10.94	9.07	11.32
经营活动净现金流(亿元)	-6.63	8.86	1.22
营业毛利率(%)	29.90	17.44	14.58
总资产收益率(%)	3.65	2.42	3.13
资产负债率(%)	64.98	71.35	68.16
总资本化比率(%)	60.35	67.33	64.09
总债务/EBITDA(X)	10.65	17.25	12.41
EBITDA 利息倍数(X)	2.29	1.96	2.44

注 1、各年度财务报表均按新会计准则编制；2、公司控股子公司鲁南投资作为转贷平台承接的贷款利息由实际用款公司承担，未在公司财务费用中体现；3、将 2015 年~2016 年财务报表“长期应付款-融资租赁”纳入长期债务核算。

分析师

项目负责人：秦晋斌 hyqin@ccxi.com.cn
 项目组成员 何川 che@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2017 年 6 月 28 日

基本观点

中诚信国际维持山东泉兴能源集团有限公司（以下简称“泉兴能源”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“12 泉矿债”信用等级为 **AA**。

中诚信国际肯定了枣庄市持续增强的经济为公司发展提供较好的环境、持续获得较大力度的政府支持以及煤炭、水泥销售价格回升等因素对公司信用实力的支持。同时，中诚信国际关注到中联水泥对利润的补足事项尚在协商中，房地产开发业务面临一定不确定性，公司期间费用高、盈利能力偏弱，其他应收款在总资产中占比高以及 2018 年债务集中到期的偿还压力等因素对公司整体信用状况的影响。

优势

➢ **枣庄市经济持续增强，为公司发展提供较好的环境。** 枣庄市作为我国重要的煤炭资源型城市和老牌工业生产基地，地区经济增长动力较为强劲，2016 年枣庄市实现地区生产总值 2,142.63 亿元，同比增加 7.2%，高于全国平均增速。

➢ **政府支持力度大。** 公司作为枣庄市最大的国有企业，业务领域涉及煤炭、水泥等传统型业务，同时全资子公司鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司（以下简称“鲁南投资”）是枣庄市重要的市属城市基础设施建设投资主体，政府支持力度大。2016 年，鲁南投资获得城建补助 4.64 亿元；同期，鲁南投资收到枣庄市财政局定向置换资金 9.24 亿元，公开置换资金 6.05 亿元。

➢ **煤炭、水泥销售价格回升。** 2016 年以来，“276 天”限产政策造成短期内煤炭供给偏紧，推升煤炭价格；水泥下游需求小幅回暖，同时受益于错峰生产、淘汰落后产能以及部分地区行业整合力度的加大，水泥价格有所上涨。

关注

➢ **利润补偿执行情况。** 2016 年，中联水泥与公司及泉兴中联共同签署了《解除委托经营协议》，未来由泉兴能源负责泉兴中联的托管经营。原《委托经营协议书》自 2013 年末签署，中联水泥托管经营泉兴中联下属的申丰水泥、泉兴水泥及其控股子公司并对其对未实现的利润部分进行补足。2014 年~2015 年，申丰水泥及控股子公司、泉兴水泥及其控股子公司均未实现最低利润目标。截至目前，中联水泥与公司尚未就利润补偿问题达成任何协议，中诚信国际将持续关注该事项进展情况。

➢ **房地产开发面临不确定性。** 尽管公司在建房地产项目投资规模不大，但考虑到国家房地产调控政策在未来一段时间仍将持续，公司房地产开发业务面临一定的不确定性。

➢ **人员负担重，期间费用较高，盈利能力弱。** 公司人员负担重，每年人员开支规模较大；此外，由于公司债务规模较大，

财务费用支出保持高位。总体上，公司较高的期间费用对利润造成严重侵蚀，公司整体盈利能力弱，主要依赖鲁南投资的营业外收入。

➢ **其他应收款在总资产中占比高。**截至 2016 年末，公司其他应收款为 116.60 亿元，占公司总资产比重为 47.17%，主要为鲁南投资对下属区、县棚户区改造和基础设施建设的转贷款，这些区域的发展和项目进展情况会对公司信用状况产生一定影响。

➢ **2018 年债务集中到期，面临一定的偿债压力。**2018 年为公司还款高峰期，需偿还债务 17.5 亿元，主要为 2015 年发行的 15 亿元 PPN，公司面临一定的偿债压力。

声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券的存续期内每年进行定期跟踪评级。

募集资金使用情况

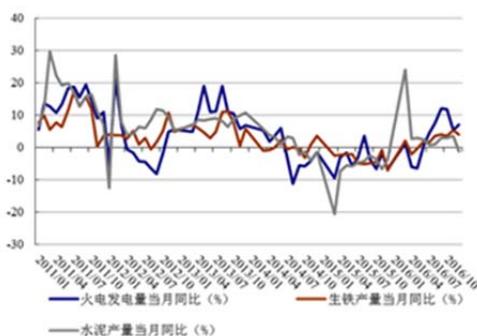
“12 泉矿债”募集资金总额为 15 亿元。其中 9.34 亿元用于 2×2,500 吨/天水泥窑纯低温余热发电（自备电厂、9MW）项目，5,000 吨/天水泥窑纯低温 10MW 余热发电（自备）工程项目，村庄搬迁及塌陷区治理项目，年入洗 120 万吨原煤高效洗煤厂扩建项目，循环流化床锅炉烟气脱硫工程项目，高压变频节能技术改造项目，枣庄开元凤鸣山庄建设项目及矿区（利民）棚户区改造项目等 8 个项目建设；2.66 亿元用于置换银行贷款，调整公司债务结构，降低公司财务成本；3.00 亿元用于补充公司在实际生产经营中的营运资金需要。截至 2016 年末，募集资金也已全部使用完毕。

基本分析

近年来煤炭主要下游行业增速放缓，未来宏观经济增速的持续放缓和环保政策趋严都将压制煤炭需求增长

中国煤炭需求主要集中在电力、冶金、建材和化工行业，耗煤总量占国内煤炭总消费量的比重在 80% 左右。2011 年四季度开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，煤炭价格位于低位，煤炭行业景气度持续低迷。中诚信国际认为，煤炭行业面临的下滑态势属长周期性的转折，未来煤炭行业增速将显著放缓。

图 1：2011 年以来主要耗煤行业当月产品产量增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

电力行业耗煤在煤炭总产量中的比重接近 50%，对煤炭行业的发展影响最大。2015 年，受到经济发展趋缓、节能减排力度加大以及“暖冬”等因素影响，全国发电量为 5.6 万亿千瓦时，同比下降 0.2%，出现负增长。其中，火电发电量同比继续下滑，2015 年仅为 4.1 万亿千瓦时，同比下降 2.8%，降幅较上年进一步扩大。火电发电量负增长导致对煤炭需求下滑，2015 年电力行业煤炭消费量同比下滑 5.3%。2016 年，随着中国经济转型加速，第三产业用电量同比增幅较大，带动全社会用电量同比增长 5.0%，较 2015 年回升 4.5 个百分点。2016 年全国用电量的提升带动发电量有所增长，全国发电量为 5.9 万亿千瓦时，同比增长 4.5%；其中，随着风电、光伏等新能源装机占比的上升，火电占比呈下降态势，全年发电量约为 4.4 万亿千瓦时，同比小幅增长 2.6%，电力行业煤炭消费量与 2015 年基本持平。但长期来看，宏观经济增速放缓以及新能源产能的释放都将继续压制电力行业对煤炭的需求。

钢铁行业耗煤量占煤炭总产量的 11% 左右。2015 年，我国固定资产投资增速小幅下滑，特别是房地产行业尚未走出下行调整期，2015 年房地产开发投资同比增长 1.0%（名义增长），增速同比下降 9.5 个百分点，受此影响，2015 年国内粗钢产量为 8.06 亿吨，同比下降 2.0%，首次出现负增长。2016 年以来，国内基建投资与房地产投资有所改善，房地产开发投资同比增长 6.9%（名义增长），同比增加 5.9 个百分点，但受钢铁行业淘汰落后产能政策以及更为严格的环保政策影响，2016 年国内粗钢产量为 8.08 亿吨，同比仅上升 1.2%。长期来看，钢铁行业需求承压，未来钢铁行业产能或将得到有效控制，对煤炭需求也将产生负面影响。

水泥行业耗煤量占比约为 12% 左右。2015 年，在固定资产投资、房地产投资增速双双下滑的背景下，水泥市场需求整体偏弱，2015 年全国累计实现水泥产量 23.48 亿吨，同比下降 4.9%，首次出现负增长。2016 年，随着下游需求有所增加，全国水泥产量约为 24 亿吨，同比上升 2.5%。但目前来看，受宏观经济增速放缓的影响，水泥行业需求增速下

滑，对煤炭需求较弱的态势短期内不会改变。但长期看，保障房、铁路、公路、基建以及水利等建设项目或为水泥需求提供一定支撑。

化工行业方面，不同于电力、钢铁和水泥，化肥行业的下游需求相对较为稳定。但近年来尿素新建产能不断投产使得行业出现较为严重的产能过剩。受 2015 年上半年价格上涨影响，当年尿素产量同比增长 7.6% 至 3,446.49 万吨。2016 年，受尿素价格下跌及环保政策趋严影响，我国尿素产量为 3,098.39 万吨，同比减少 10.1%。未来，由于尿素需求相对平稳，在建尿素产能不断投产，预计一段时间内化肥行业产能过剩形式仍将延续，对煤炭需求增速也将放缓。

煤炭环保政策方面，2013 年 9 月至今，政府陆续发布若干限制燃煤使用量的政策，并显示出较强的治理空气质量的决心。中诚信国际认为，煤炭主要下游行业均为产能过剩、高能耗、高污染的产业，在政府治理空气质量的政策影响下，其产能将进一步受到限制，煤炭消费量将承压；此外，缺乏就地转化能力的劣质煤生产企业将面临较大的政策风险。

表 1：煤炭行业主要环保政策

时间	政策名称	内容
2013.9	《大气污染防治行动计划》	到 2017 年，煤炭占能源消费总量比重降低到 65% 以下，其中京津冀、长三角、珠三角等区域力争实现煤炭消费总量负增长，通过逐步提高接受外输电比例、增加天然气供应、加大非化石能源利用强度等措施替代燃煤
2013.9	《京津冀及周边地区落实大气污染防治行动计划实施细则》	到 2017 年底，北京市、天津市、河北省和山东省压计划削减煤炭消费总量 8,300 万吨
2014.9	《商品煤质量管理暂行办法》	对商品煤相关质量指标进行了明确规定，对于在中国境内远距离运输（运距超过 600 公里）的商品煤，其发热量、灰分、硫分还要满足更严格的指标要求，其中褐煤发热量需要大于等于 16.5MJ/kg（约为 3,942 大卡/千克）。
2015.1	《关于促进煤炭安全绿色开发和清洁高效利用的意见》	到 2020 年，大型煤炭基地煤炭生产能力占全国总生产能力的 95% 左右；煤炭占一次能源消费比重控制在 62% 以内；燃煤锅炉平均运行效率在 2013 年基础上提高 7 个百分点，煤炭转化能效在 2013 年基础上提高 2 个百分点。
2015.3	《工业领域煤炭清洁高效利用行动计划》	力争到 2020 年节约煤炭消耗 1.6 亿吨以上。

《煤炭清洁高效利用行动计划（2015~2020）》
 2015.5
 全国新建燃煤发电机组平均供电煤耗低于 300 克标准煤/千瓦时；到 2020 年，原煤入选率达到 80% 以上；现役燃煤发电机组改造后平均供电煤耗低于 310 克标准煤/千瓦时，电煤占煤炭消费比重提高到 60% 以上。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

总体来看，2016 年以来，主要耗煤行业产量增速较 2015 年有所改善，但煤炭下游需求整体仍较为低迷；此外，目前政府治理大气污染决心较大，环保政策趋严将进一步抑制煤炭需求，特别是劣质煤消费量受到的影响将更为明显。

供给侧改革有助于从根本改变煤炭供大于求局面，“276 天”限产政策造成短期内煤炭供给偏紧，推升煤炭价格；未来国家将坚决执行稳定煤价和去产能相关政策，煤价有望稳定在合理区间

煤炭产能方面，根据煤炭工业协会数据显示，截至 2015 年末，我国煤矿总产能达到 57 亿吨/年，其中，正常生产及改造的煤矿产能 39 亿吨/年，停产煤矿产能 3.08 亿吨/年，新建及改扩建煤矿产能 14.96 亿吨。需求方面，2015 年我国煤炭实际消费量约为 39.65 亿吨，若考虑在建项目产能释放，且 2016 年以来煤炭需求仍呈下降趋势，行业整体产能过剩较严重。

为了缓解煤炭产能过剩，近年来国家对供给侧改革力度不断加大。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），支持煤炭行业通过产能退出、减量重组和行业转型的方式实现化解过剩产能的目标。2016 年 4 月，国家发改委、能源局等四部门联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行[2016]593 号），明确要求自 2016 年开始，全国所有煤矿按照 276 个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以 0.84 的系数后取整作为新的合规生产能力。2016 年 5 月，财政部印发了《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》（财建〔2016〕253 号），明确了此次改革中央设立的专项奖补资金规模为 1,000 亿元，涉及人员安置 180 万人，并明确对多关产能、早关产能的企业省份进行多奖励，同时重点支持历史问题较多的

原国有重点煤矿，相关资金已按规定有序发放。2016年7月，国家发改委、能源局等三部门联合发布了《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》（发改能源〔2016〕1602号），明确了3年内原则上停止核准新建煤矿项目及减量置换相关内容。2016年12月，发改委及能源局联合发布了《煤炭工业发展“十三五”规划》（以下简称“《规划》”），明确了我国将坚决执行煤炭供给侧结构性改革，在“十三五”期间化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年左右，减量置换和优化布局增加先进产能5亿吨/年，实现煤炭供需基本平衡。

表 2：煤炭行业限制产能政策

时间	政策名称	内容
2015.3	《关于做好2015年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》（国能煤炭〔2015〕95号）	公布了全国2015年煤炭行业淘汰落后产能计划，要求在2015年要淘汰煤炭行业落后产能7,779万吨/年、煤矿1,254座。
2015.4	《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》（国能煤炭〔2015〕120号）	明确提出到2015年底开展严格治理煤矿超能力生产专项活动，煤矿全年产量不得超过公告的生产能力，月度产量不得超过月度计划的110%；无月度计划的，月度产量不得超过公告生产能力的1/12。
2015.7	《关于对违法违规建设生产煤矿实施联合惩戒的通知》（发改运行〔2015〕1631号）	要求有关部门和行业企业必须严格治理违法违规煤矿建设和生产，严格治理超能力生产。
2016.2	国务院《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）	从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右。
2016.4	发改委《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》（发改运行〔2016〕593号）	全国所有煤矿按照276个工作日规定组织生产，即直接将现有合规产能乘以0.84的系数后取整作为新的合规生产能力。
2016.5	财政部《工业企业结构调整专项奖补资金管理办法》（财建〔2016〕253号）	明确中央财政设立工业企业结构调整专项奖补资金，专项奖补资金规模为1,000亿元，实行梯级奖补。
2016.7	发改委《关于实施减量置换严控煤炭新增产能有关事项的通知》（发改能源〔2016〕1602号）	明确在建煤矿与关闭退出煤矿产能置换、严控煤炭新增产能等相关内容，旨在将落后产能置换为技术先进、成本较低的先进产能。
2016.12	发改委《煤炭工业发展“十三五”规划》（发改能源〔2016〕2714号）	化解淘汰过剩落后产能8亿吨/年，减量置换和优化布局增加先进产能5亿吨/年。

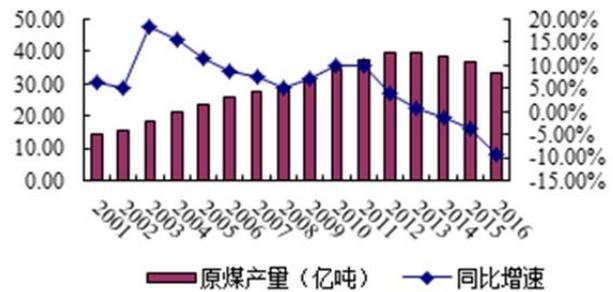
资料来源：公开资料，中诚信国际整理

从去产能的执行情况来看，2016年全国超额完成去产能目标，淘汰落后产能超过3亿吨/年，但淘汰的产能多数属于此前已经停产或半停产状态的

矿井，去产能本身（不包括限产政策）对实际产量的影响有限。根据《规划》，预计未来4年每年淘汰产能1~1.5亿吨/年左右，2017年之后的淘汰产能将多为在产矿井，去产能的难度也将有所增加。

原煤产量方面，2015年，全国原煤产量为36.8亿吨，同比下降3.5%。2016年以来，受限制工作天数及淘汰落后产能影响，全国原煤产量为33.6亿吨，同比下降9.4%，降幅较大。进口方面，2014年以来，随着国内外价差的缩小和限制进口政策的执行，进口煤量同比增速6年以来首度下滑，2014年和2015年，我国煤炭进口量分别为2.91亿吨和2.04亿吨，分别同比下滑10.90%和29.98%。2016年以来，由于国内供应量收紧，煤炭进口量为2.56亿吨，同比大幅增加25.20%。

图 2：2001 年以来全国原煤产量



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

从煤炭价格走势情况来看，2015年至2016年一季度，受宏观经济增速和固定资产投资增速下滑影响，全国煤炭库存高企，价格处于下行通道。2016年6月份以来，在供给量收缩的背景下，煤价回升幅度较大。

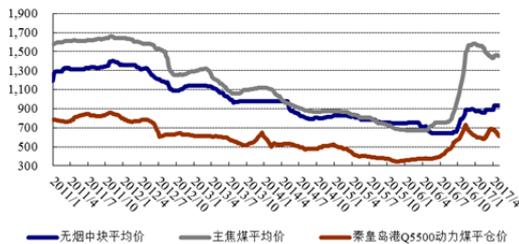
动力煤方面，2015年，动力煤价格总体维持下滑态势，2015年末，秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价为360元/吨，较2015年初下降30.10%。2016年二季度以来，受到煤炭供给量缩减的影响，港口动力煤价格回升，2016年11月14日秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价为731元/吨，创近年来新高。受抑制煤价相关政策出台影响，2017年以来煤价震荡下跌，截至2017年5月5日，秦皇岛5,500大卡动力煤平仓价为609元/吨，较最高价格已下降16.69%。

炼焦煤方面，2015年，钢材和焦化市场持续低迷，焦煤价格不断下滑，同期末，主焦煤的全国平均价格为573元/吨，较2015年初下降24.61%。2016

年以来，由于限产导致的供给紧缺和前期钢、焦市场的大涨，推升各地焦煤价格不断上调，截至 2017 年 5 月 2 日，主焦煤和 1/3 焦煤的全国平均价分别为 1,458.0 元/吨和 1,303.1 元/吨，同比分别上涨 112.51% 和 112.79%，增幅较大。

无烟煤方面，近年来，在化肥市场整体产能过剩、供大于求以及出口不畅影响下，国内化肥价格持续大幅下滑，带动无烟煤价格持续下行，2015 年末，无烟中块全国平均价为 774 元/吨，较 2015 年初下滑 11.74%。2016 年以来，由于整体产能收缩对无烟煤产量影响较小，且下游化工企业需求平淡，前三季度无烟煤价格呈低位震荡，四季度为化肥旺季，在刚需和煤市景气度回升的推动下，9 月以来，无烟煤中块价格呈波动上涨态势，截至 2017 年 5 月 5 日，山西晋城无烟中块平均价为 930 元/吨，同比增加 51.22%。

图 3：2010 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网，中诚信国际整理

针对 6 月以来煤价的过快上涨，2016 年 9 月 8 日，国家发改委等部门召开了稳定煤炭供应、抑制煤炭价格过快上涨预案启动工作会议，确定了部分先进产能可在市场供求偏紧时按要求阶段性增产，在市场供求宽松时按要求减产，但调整后的年度产量仍不能突破 276 个工作日核定的产能。9 月 29 日，国家发改委等部门又联合下发了《关于适度增加部分先进产能投放，保障今冬明春煤炭稳定供应的通知》，暂定 2016 年 10 月 1 日至 2016 年 12 月 31 日符合先进产能煤矿将有序的释放部分安全产能，安监局公布的 2015 年安全质量标准化煤矿以及各地向煤炭工业协会申报的安全高效煤矿可在 276~330 个工作日间释放产能，而此前未批先建的煤矿也可落实产能置换指标后可提前投入生产。此外，2017 年 1 月，发改委等四部门联合发布了《关于平抑煤炭市场价格异常波动的备忘录》，明确提出了对未

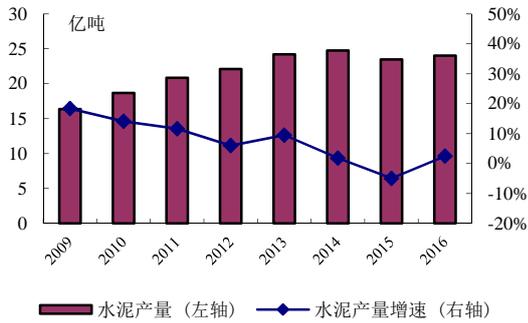
来煤炭价格的控制区间并提供了相应调控措施。

总体来看，煤炭供给侧改革方案得到了较有力的执行，严格的限产使得短期内供应偏紧，2016 年 6 月以来，煤价大幅反弹。未来为保障去产能的顺利进行，国家将通过适度微调政策稳定煤炭供应，抑制煤价过快上涨，预计未来煤炭价格将逐步稳定在合理区间。

2016 年以来，水泥下游需求小幅回暖，同时受益于错峰生产、淘汰落后产能以及部分地区行业整合力度的加大，水泥价格有所上涨

我国是水泥生产大国，2015 年，在国内宏观经济增长持续放缓的背景下，国内水泥下游需求疲弱，全年水泥产量为 23.48 亿吨，同比下降 4.95%。2016 年，国内经济增长企稳，其中基建投资与房地产投资有明显回升和改善，水泥下游需求有所增加，当期水泥产量同比增长 2.49% 至 24.03 亿吨，呈低速增长态势。分区域来看，华北以及西南地区水泥产量分别实现 7.16% 和 7.76% 的高速增长，中南及华东地区同比分别增长 1.16% 和 1.70%，东北和西北地区则呈负增长态势，各区域分化较为明显。2016 年 10 月，工业和信息化部联合环境保护部发布《关于进一步做好水泥错峰生产的通知》，对 2016 年~2020 年水泥错峰生产范围及时间做出了部署，错峰生产范围扩大到全国 15 个省、自治区及直辖市，其中辽宁、吉林、黑龙江、新疆自 11 月 1 日至次年 3 月底；北京、天津、河北、山西、内蒙古、山东、河南自 11 月 15 日至次年 3 月 15 日；陕西、甘肃、青海、宁夏自 12 月 1 日至次年 3 月 10 日，其他地区也应结合当地实际情况，在春节期间、酷暑伏天和雨季开展错峰生产；错峰生产的执行，一定程度上缓解了部分区域的低价及无序竞争局面。

图 4：近年来国内水泥产量及增速情况



资料来源：工信部原材料工业司，中诚信国际整理

2015 年上半年，水泥价格延续了 2014 年末的低迷态势，但由于企业对上半年需求下降早有预期，行业自律仍能执行，价格也保持在 285 元/吨的水平。但进入下半年，由于市场需求不及预期，未出现明显好转迹象，为争抢市场份额，行业竞争激烈程度加剧，全国各地水泥价格均出现持续大幅下跌态势。2015 年 12 月末，全国 P.O42.5 水泥市场平均成交价降至 249 元/吨左右。2016 年 3 月份以来，受下游基建及房地产项目开工回升拉动，水泥市场需求增长，同时受益于行业协同以及错峰生产的有序开展，各主要区域水泥价格均呈回升态势，截至 2016 年 12 月末，全国 P.O42.5 水泥销售均价回升至 352 元/吨，较年初增长约 40%。春节前后，各区域水泥价格出现小幅回调，但进入 3 月以来，随着水泥需求逐步恢复及部分地区水泥库存处于历史低位，全国水泥价格整体持续上涨，2017 年 4 月末，P.O42.5 水泥销售均价为 366 元/吨。

图 5：近年来全国 P.O42.5 水泥价格趋势图（元/吨）



资料来源：数字水泥网

行业盈利状况方面，2015 年，水泥价格持续下滑，行业盈利能力大幅下降，全行业利润总额同比

下降 57.94% 至 329.70 亿元。2016 年二季度以来，水泥价格有所上涨，但由于煤炭价格上涨和公路治理超限导致原材料运费提高，加之行业自律限产，水泥企业生产成本有所上升。2016 年冬季以来，在行业协同加强及环保政策趋严的背景下，全国范围内的错峰生产执行力度加大，“去产量”效果明显，对水泥价格上涨形成一定支撑，水泥行业景气度持续回升。2016 年，全国水泥行业实现利润总额 518 亿元，同比增长 55%。

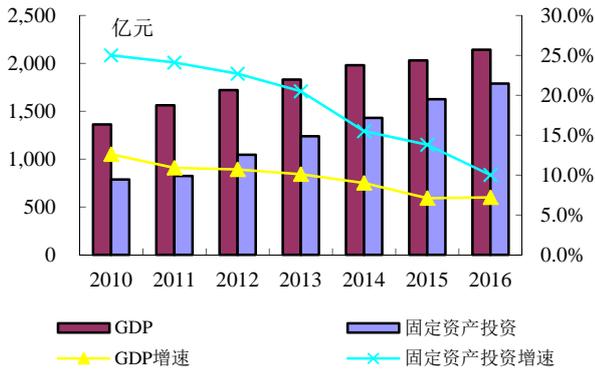
整体来看，2016 年以来，基建和房地产投资对水泥需求产生一定支撑，同时受益于错峰生产、淘汰落后产能以及部分地区行业整合力度的加大，各区域水泥价格均有所上涨，行业景气度略有回升；但鉴于我国经济增速已进入换挡期，以投资为主要驱动力的高速增长模式将难以继续，水泥下游需求或将承压，淘汰落后产能及错峰生产仍将成为缓解水泥行业供需矛盾的主要途径。

跟踪期内枣庄市经济平稳较快发展，受经济下行及减税降费影响，一般公共预算收入较上年有所下滑，财政自给能力有所弱化，财政缺口主要依赖税收返还及转移性收入

近年来枣庄市区域经济保持了平稳较快的发展，2016 年枣庄市实现地区生产总值（GDP）2,142.63 亿元，按可比价格计算（下同），比上年增长 7.2%。其中，第一产业增加值 162.06 亿元，同比增长 4.2%；第二产业增加值 1,097.91 亿元，同比增长 6.0%；第三产业增加值 882.66 亿元，同比增长 9.2%。三次产业结构由上年的 7.6:52.7:39.7 调整为 7.6:51.2:41.2。

固定资产投资运行平稳。2016 年，枣庄市完成固定资产投资 1,788.51 亿元，同比增长 10.0%。分产业看，第一产业投资 29.43 亿元，同比增长 15.6%；第二产业投资 961.01 亿元，同比增长 11.1%，其中工业投资 887.42 亿元，同比增长 11.6%；第三产业投资 798.06 亿元，同比增长 8.5%。

图 6：2010 年~2016 年枣庄市 GDP 及固定资产投资情况



资料来源：枣庄市各年统计公报，中诚信国际整理

财政收入方面，2016 年枣庄市实现一般公共预算收入 147.40 亿元，其中税收收入 97.76 亿元，由于经济下行压力仍在持续以及减税降费政策，税收收入同比下降 6.3%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 66.32%。近年来，枣庄市政府性基金收入持续下滑，2016 年全市政府性基金收入为 53.58 亿元，较上年减少 13.82 亿元，主要是国有土地使用权出让收入减少 13.14 亿元。

财政支出方面，2016 年枣庄市一般公共预算支出依然保持较高水平，达到 246.98 亿元，比上年增长 10.57 亿元，增长 4.47%。财政支出主要集中在农林水、教育、社会保障和就业以及医疗卫生等民生领域。2015 年枣庄市政府性基金预算支出完成 67.86 亿元。

从收支平衡来看，2015 年枣庄市财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 59.68%，财政自给能力较去年弱化，财政缺口主要依赖税收返还及转移性收入。

表 3：2014 年~2016 年枣庄市财政收支主要指标（亿元）

	2014	2015	2016
一般公共预算收入	137.88	149.31	147.40
其中：税收收入	-	104.33	97.76
税收返还及转移性收入	85.86	96.03	105.31
政府性基金收入	137.18	67.40	53.58
政府综合财力	360.92	312.74	306.29
一般公共预算支出	217.21	236.41	246.98
政府性基金支出	138.70	68.22	67.86
财政平衡率（%）	63.48	63.16	59.68

注：1、2014 年枣庄市财政决算报告未公开税收收入情况；2、政府综合财力=一般公共预算收入+转移性收入+政府性基金收入。

资料来源：枣庄市财政局，中诚信国际整理

政府债务方面，经山东省政府批准，枣庄市 2016 年政府债务限额额度为 315.3 亿元，比 2015 年核定额度增加 20 亿元。截至 2016 年末，根据枣庄市政府债务限额额度估算，枣庄市政府债务率（政府债务限额/政府综合财力）为 102.94%。

总体来看，跟踪期内枣庄市地区经济保持了高于全国平均水平的增长速度，但受经济下行及减税降费政策的影响，一般公共预算收入较上年有所下滑，财政自给能力有所弱化，财政缺口主要依赖税收返还及转移性收入。

跟踪期内，受限产政策影响，煤炭产量较上年下降；但受益于煤炭行业供给侧改革，煤炭销售均价较上年提高；随着南郊 3 号炉的投产，公司热电板块收入有望提高

公司矿业板块目前以煤炭的生产和销售为主，公司矿业板块主要由全资子公司山东泉兴矿业集团有限责任公司（以下简称“泉兴矿业”）和控股子公司枣庄大兴矿业有限公司（以下简称“大兴矿业”）运营。

2015 年 8 月 29 日，公司与山西古县安吉欣源煤业有限公司（以下简称“安吉欣源”）签订了《山西古县安吉欣源煤业有限公司安全、生产、技术管理等整体托管协议》，对安吉欣源矿井的安全、生产、技术、劳动组织、人事管理、后勤保障等进行全面管理。根据协议约定，托管分为改扩建期间、联合试运转期间和生产期间三个阶段，托管期限以井田内全部 2#、3#煤开采枯竭为止。生产期间托管费用按年（从联合试运转开始 6 个月后计，以 12 个月，非自然年）计量，第一年产量不低于 60 万吨，按 199 元/吨折算；第二年产量不低于 70 万吨，按 185 元/吨折算；第三年产量不低于 80 万吨，按 172 元/吨折算；该价格不含税、不含公司投入的采煤设备折旧费。

截至 2016 年末，公司拥有泉兴和大兴 2 座生产矿井，托管安吉欣源 1 座生产矿井。截至 2016 年末，煤炭地质储量共计 9,126 万吨、可采储量 4,179 万吨。其中，泉兴煤矿核定产能 45 万吨/年，位于滕州市洪旭镇；大兴煤矿核定产能 45 万吨/年，位于峄城区古邵镇，洗煤能力为 120 万吨/年；安吉欣

源位于山西省古县,核定产能 90 万吨/年。2016 年,安吉欣源生产煤炭 95.84 万吨,公司获得劳务收入 0.15 亿元。

表 4: 截至 2016 年末公司矿井储量情况

矿井	地质储量 (万吨)	可采储量 (万吨)	可服务年限	核定产能 (万吨/年)
泉兴煤矿	3,264	1,196	26	45
大兴煤矿	3,109	1,389	30	45
安吉欣源	2,753	1,594	13	90
合计	9,126	4,179	-	-

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

公司在产矿井受自然灾害影响小, 主要回采工艺为炮掘、炮采, 近年来矿井回采率保持在 85% 以上。2016 年, 受煤矿限产政策影响, 泉兴煤矿、大兴煤矿开采量较 2015 年均有所下降。

表 5: 2014 年~2016 年公司在产矿井生产情况 (万吨)

煤矿	2014	2015	2016
泉兴煤矿	44.69	51.61	39.49
大兴煤矿	44.78	44.75	42.17
合计	89.47	96.36	81.66

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

公司煤种比较齐全, 产品具有低灰、低硫、低磷以及高粘结指数等多项优势。其中, 发热量高的气混煤主打电厂等动力用煤渠道, 主要销售给公司下属发电厂; 粘结性好的炼焦煤主打焦化用煤渠道, 主要销售给枣庄周边的洗煤厂、贸易公司等。公司每周召开销售例会, 对价格进行调整, 煤炭售价对市场变动反应较快。2016 年, 严格的限产使得煤炭短期供应偏紧, 煤价自 2016 年 6 月大幅反弹, 公司气混煤年销售均价为 431.25 元/吨, 比上年上涨 8.20%; 炼焦煤年销售均价为 555.79 元/吨, 比上年上涨 16.21%。由于煤炭销售价格的上涨, 2016 年公司实现煤炭开采销售收入 2.65 亿元, 比上年增加 20.96%。

表 6: 2014 年~2016 年公司煤炭销售情况 (万吨、元/吨)

	2014	2015	2016
气混煤销量	45.77	51.61	39.49
炼焦煤销量	38.35	44.75	42.17
气混煤销售均价	410.25	398.56	431.25
炼焦煤销售均价	528.73	478.25	555.79

注: 上表中气混煤的销量包括销售给下属发电厂的部分。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

此外, 公司也拓展其他矿种开采业务。公司于 2011 年 12 月收购了四川省丹巴县铜炉房金矿探采

厂, 该厂位于四川省丹巴县东谷乡永西村, 生产规模为 0.6 万吨/年, 拥有矿区面积 0.024 平方公里, 探矿证面积 6.47 平方公里。由于目前经济形势不明朗, 金价持续走低, 且勘探成本较高, 截至 2016 年末, 该矿厂仍未进行金矿生产, 未有收入。

公司充分利用煤炭资源优势, 进行煤电热联产, 在矿区附近建设热电厂。公司的电力产业运营主体为全资子公司枣庄南郊热电有限公司 (以下简称“南郊热电”) 和全资孙公司滕州亿源煤矸石热电有限公司 (以下简称“亿源热电”)。2016 年, 公司电力板块装机容量与上年相同, 南郊热电发电量基本与上年持平; 亿源热电发电量仅为 2015 年的 58.57%, 主要系直供电需求减少主动缩减规模所致。此外, 南郊热电 3 号炉已于 2017 年 2 月投入运营, 3 号炉配备 2 台 5.5 万千瓦机组, 其投产将提高公司供热能力, 公司热电板块收入有望提高。

表 7: 2016 年公司电力板块业务运营情况

	南郊热电	亿源热电
装机容量 (万千瓦时)	2*5.5	1*1.2+1*0.45
发电量 (亿千瓦时)	5.43	0.82
售电收入 (亿元)	2.37	0.29
售电价格 (元/度)	0.44	0.36
供热收入 (亿元)	0.44	0.25

注: 公司部分售电、供热收入为对公司内部销售产生, 使得售电收入和供热收入之和大于审计报告中电力和热力板块收入。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

总体来看, 跟踪期内, 受煤炭限产政策影响, 公司 2016 年煤炭产量较 2015 年有所下降; 但受益于煤炭行业供给侧改革, 煤炭销售均价较上年提高; 随着南郊 3 号炉的投产, 公司热电板块收入有望提高。

跟踪期内, 受益于行业回暖, 公司水泥、熟料销量较上年大幅提升, 销售均价较上年略有增长; 骨料近年销量持续增长, 销售均价较为稳定; 混凝土销量受市场需求变动影响近年波动较大, 跟踪期内销售均价较上年略有下降

公司的水泥业务主要通过控股子公司山东泉兴水泥有限公司 (以下简称“泉兴水泥”) 和相关水泥厂运营。针对枣庄市水泥市场较为分散、竞争

无序的问题，枣庄市政府推动泉兴能源（原泉兴矿业）与中国联合水泥集团有限公司（以下简称“中联水泥”）于 2012 年 11 月联合组建了山东泉兴中联水泥有限公司（以下简称“泉兴中联”）。泉兴中联注册资本 2 亿元，其中泉兴能源占股本比例 51%。2014 年 7 月，公司通过公开挂牌转让的方式将持有的山东泉兴水泥 41.95% 股权转让给泉兴中联，少数股东将持有的泉兴水泥 9.05% 股权转让给泉兴中联，至此，泉兴中联持有泉兴水泥 51.00% 股权，公司仍对泉兴水泥具有实际控制权。

自成立以来，泉兴中联对枣庄市内水泥企业进行整合。2013 年 5 月，泉兴中联收购山东申丰水泥集团有限公司（下称“申丰水泥”），完成了整合重组全市水泥年产能 2/3 的预期目标。由于国家加大了对水泥厂环保的要求，一些达不到标准的落后产能被淘汰，截至 2015 年末，公司在枣庄市水泥市场的占有率提升至 85%。2013 年 12 月，泉兴中联、中联水泥和泉兴能源签署三方委托经营协议，泉兴能源和泉兴中联同意将申丰水泥、泉兴水泥及其控股子公司的经营权委托给中联水泥经营，中联水泥承诺在委托经营期限内，申丰水泥及其控股子公司每会计年度实现净利润不低于 2.4 亿元，泉兴水泥及其控股子公司净利润（税后）不低于 1.6 亿元。每年 7 月上述企业向各自股东预分配当年该净利润的 50%，每会计年度实际实现的净利润（税后）在审计结果确认后 1 个月内按规定进行分配，与预分配利润合并清算，如果未能完成该利润指标，不足部分由中联水泥负责补足。2014 年~2015 年，申丰水泥及其控股子公司分别实现净利润（税后）1.20 亿元和-1.09 亿元，泉兴水泥及其控股子公司分别实现净利润（税后）1.15 亿元和-1.11 亿元，均未达到最低利润目标。

2016 年 6 月，中联水泥与公司及泉兴中联共同签署了《解除委托经营协议》，“原《委托经营协议书》自 2016 年 1 月 31 日 24 时解除。各方同意解除原《委托经营协议书》的交接基准日为 2016 年 6 月 30 日。”未来，泉兴能源来负责泉兴中联的托管经营并签订委托经营协议，明确泉兴能源负责托管经营期限、年度经营目标以及各方相关的权利和义务等重要事项，截至目前该委托经营协议尚未签署。

此外，原《委托经营协议书》约定的净利润补偿问题将进一步进行协商，截至目前，中联水泥与公司尚未就利润补偿问题达成任何协议，中诚信国际将持续关注该事项进展情况。

同时，公司还积极布局省外，截至 2016 年末，公司分别持有宿州相山水泥有限公司（以下简称“相山水泥”）36.86% 股权，持有江苏金月建材有限公司（以下简称“江苏金月”）67.01% 股权。

公司主要采用新型干法水泥生产技术，工艺先进，技术成熟，符合国家行业政策要求。公司在枣庄市台儿庄区张山子镇境内拥有丰富的石灰石矿山资源，已办证储量达 2.27 亿吨，为公司水泥生产提供了良好的资源储备。2016 年，公司未新增产能。截至 2016 年末，泉兴水泥拥有一条 5,000 吨/日旋窑熟料生产线、两条 2,500 吨/日旋窑熟料生产线，年生产熟料能力 400 万吨，年生产特种水泥 100 万吨；申丰水泥拥有年产 450 万吨熟料和 800 万吨水泥的产能；相山水泥和江苏金月各有年产水泥 100 万吨的产能。此外，公司控股孙公司山东泉兴中联建材有限公司（以下简称“中联建材”）拥有年产 300 万吨骨料产能。

表 8：截至 2016 年末公司水泥板块产能情况（万吨/年）

公司名称	熟料	水泥	骨料
泉兴水泥	400	100	-
相山水泥	-	100	-
江苏金月	-	100	-
申丰水泥	450	800	-
中联建材	-	-	300
合计	850	1,100	300

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2016 年，受益于供给侧改革和淘汰落后产能，公司水泥、熟料产销量均较上年大幅提升。其中，水泥销量为 475.22 万吨，较上年增长 50.12%；熟料销量为 466.17 万吨，较上年增长 38.08%。近年来，骨料销量持续增长，混凝土销量受市场需求变动影响波动较大。销售价格方面，2016 年，水泥、熟料和骨料价格较上年略有上升，混凝土价格较上年略有下降，系为了扩大市场占有率降价所致。

表 9：2014 年~2016 年公司水泥、熟料、骨料和混凝土产销情况

	2014	2015	2016
水 产量(万吨)	679.77	342.57	471.00

泥	销量(万吨)	469.06	316.57	475.22
	产销率(%)	69.00	92.41	100.09
	销售均价(元/吨)	173.67	157.08	161.67
熟料	产量(万吨)	491.95	444.32	684.16
	销量(万吨)	472.56	337.60	466.17
	产销率(%)	96.06	75.98	68.14
骨料	销售均价(元/吨)	211.89	171.21	176.68
	产量(万吨)	85.08	239.80	271.01
	销量(万吨)	82.56	235.74	276.76
混凝土	产销率(%)	97.04	98.31	102.12
	销售均价(元/吨)	24.15	25.53	26.99
	产量(万吨)	10.91	20.25	15.32
混凝土	销量(万吨)	10.91	20.25	15.32
	产销率(%)	100.00	100.00	100.00
	销售均价(元/吨)	276.59	276.59	267.91

注：公司将部分水泥、熟料供给自建的混凝土搅拌站进行内部消化，使水泥和熟料产量与销售均价相乘数大于审计报告中水泥和熟料板块收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体看，跟踪期内，受益于行业回暖，公司水泥、熟料销量较上年大幅提升，销售均价较上年略有增长；骨料近年销量持续增长，销售均价较为稳定；混凝土销量受市场需求变动影响近年波动较大，跟踪期内销售均价较上年略有下降。

作为枣庄市国开行棚改贷款统一平台，鲁南投资仍是枣庄市重要的基础设施投融资主体，得到了枣庄市政府的大力支持；受房地产调控政策影响，房地产开发业务面临一定的不确定性

公司全资子公司鲁南投资是枣庄市重要的市属城市基础设施建设投资主体，承担了为枣庄市各项重大基础设施项目融资的职能。

2012 年以来，鲁南投资负责从国家开发银行（以下简称“国开行”）统贷棚户区改造贷款，是枣庄市的国开行棚改贷款统一平台。鲁南投资从国开行获得贷款，再将贷款划拨给各区县的棚户区改造平台，中间无利息加成。各区县的棚户区改造平台负责国开行棚改贷款的还本付息，如各平台无法按时还本付息，则由同级财政代为偿还。截至 2016

年末，鲁南投资共承接国开行棚改贷款（包含已偿还金额）86.77 亿元，其中 2016 年新增 28.03 亿元。

近年来，枣庄市政府对鲁南投资支持力度较大，2016 年，鲁南投资获得城建补助 4.64 亿元；同期，鲁南投资收到枣庄市财政局定向置换资金 9.24 亿元，公开置换资金 6.05 亿元。截至 2016 年末，鲁南投资总债务为 83.33 亿元，其中转贷债务 78.33 亿元，由实际用款单位负责偿还，其余 5.00 亿元债务由鲁南投资负责实际偿还。

目前，鲁南投资在开发房地产项目包括西郊商贸综合服务设施、枣庄投资运营大厦和优山美地 3 个项目。其中，西郊商贸综合服务设施项目由鲁南投资本部负责，该项目为商业地产，用地面积 10.27 万平方米，建筑面积 5.95 万平方米，总投资 7.03 亿元，计划全部对外出售；截至 2016 年末，该项目已完成投资，累计实现房地产合同销售收入 0.48 亿元，累计现金回流 0.48 亿元。枣庄投资运营大厦由鲁南投资全资子公司枣庄市信达置业有限公司负责，该项目为写字楼，建筑面积 2.27 万平方米，总投资 0.93 亿元，计划全部对外出租，该项目预计于 2017 年底完工。此外，鲁南投资与枣庄万恒置业有限公司（以下简称“枣庄万恒”）合作开发优山美地项目，该项目以鲁南投资名义进行开发建设，合作双方共同组建项目部，鲁南投资以其拥有的土地使用权作为开发成本，枣庄万恒负责出资开发建设资金（除土地价款外所有资金），双方按照 55%、45% 比进行分成；截至 2016 年末，鲁南投资已收回土地出让款 2.50 亿元。总体上，鲁南投资房地产开发项目后续投资压力不大，但已完工的西郊商贸综合服务设施项目销售进度较为缓慢，考虑到宏观经济放缓以及国家房地产调控政策在未来一段时间仍将持续，公司房地产开发业务面临一定的不确定性。

表 10：截至 2016 年末鲁南投资房地产项目情况（万平方米、亿元）

项目	总建筑面积	总投资额	预计完工时间	拟对外出售建筑面积	已完成投资	累计合同销售面积	累计合同销售收入	累计销售回款
西郊商贸综合服务设施	5.95	7.03	已完工	5.95	7.03	0.37	0.48	0.48
枣庄投资运营大厦	2.27	0.93	2017 年	-	0.93	-	-	-

优山美地	42.90	8.50	2018年	31.70	6.70	25.40	12.70	2.50
合计	51.12	16.46	-	25.77	13.18	2.98	13.18	2.98

注：1、优山美地项目为鲁南投资与枣庄万恒合作开发的项目，2016年的财务报告中该项目的开发成本仅包含公司出资土地的金額。该项目结束后，公司将按照55%的比例获得项目收益，该项目的预售金額未在财务报告中体现。该项目的“累计销售回款”为鲁南投资实际收到的回款。2、上表中的“已完成投资”是根据财务口径统计，“预计完工时间”根据项目工程进度统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2016年末，鲁南投资共有土地126.91万平方米，账面价值32.07亿元，其中可出让土地价值10.56亿元，其余为划拨土地。未来，公司将根据枣庄市房地产市场行情以及公司自身发展规划，自行开发或转让土地。

总体来看，鲁南投资仍具有政府融资平台功能，且枣庄市财政局在公司经营、融资等方面给予大力支持。但同时中诚信国际关注到鲁南投资对枣庄市下属区、县棚户区改造和基础设施建设的转贷款金额较大，这些区域的发展和项目进展情况会对公司信用状况产生一定影响。

财务分析

以下分析基于泉兴能源提供的经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具了标准无保留意见的2014年~2015年审计报告以及经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年度审计报告。各年度财务报表均采用新会计准则，财务分析中财务数据均取自当期期末数。

跟踪期内，根据枣庄市人民政府2016年8月30日形成的《专题会议纪要》（专纪字[2016]30号）精神，鲁南投资全资子公司枣庄市同城一卡通有限公司全部移交枣庄市城市公共交通总公司经营管理。公司自2016年1月起，不再将其纳入合并财务报表范围。

盈利能力

水泥板块是公司最主要的收入来源，公司收入波动受水泥板块影响明显。2016年，公司实现营业总收入20.90亿元，较上年增加1.84亿元，增长9.66%，主要系煤炭、水泥和熟料销售收入回升所致。2016年，公司实现煤炭开采销售收入2.65亿元，较上年增加0.46亿元；水泥和熟料销售收入13.62亿元，较上年增加2.93亿元；电力和热力销售收入2.70亿元，较上年减少0.45亿元；骨料和混凝土销售收入1.16亿元，与上年持平；酒店业务0.32亿元，较上年略有增长。

毛利率方面，2016年，公司营业毛利率下滑至14.58%，较上年降低2.86个百分点，主要系煤炭、水泥和熟料、以及电力、热力业务毛利率下滑所致。具体来看，2016年下半年煤炭销售价格的大幅回升不足以抵消人力成本提高和上半年煤炭销售价格较低的影响，2016年煤炭业务毛利率较2015年下降3.72个百分点；水泥和熟料板块系原材料价格上涨和人力成本提高，2016年毛利率较上年下降2.62个百分点；电力和热力板块毛利率较上年下降15.31个百分点，主要由于煤炭价格上升使得成本提高以及直供电比例下降导致的售电价格下降；骨料、混凝土板块毛利率较上年下降5.97个百分点，主要是由于混凝土销售价格较上年降低。此外，由于入住率较低，近年来公司酒店业务持续亏损，但2016年亏损额有所缩减。

表 11：2014 年~2016 年公司营业总收入及毛利率情况

	2014		2015		2016	
	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)
煤炭开采销售	3.35	35.06	2.19	27.35	2.65	23.63
水泥和熟料	17.23	30.00	10.69	17.46	13.62	14.84
电力和热力	2.97	38.13	3.16	25.92	2.70	10.61
骨料、混凝土	-	-	1.16	37.75	1.16	31.78
酒店业务	0.26	-137.26	0.29	-120.02	0.32	-66.81

其他业务	1.73	29.77	1.57	-3.52	0.44	-9.51
合计	25.54	29.90	19.05	17.44	20.90	14.58

注：2014 年骨料、混凝土收入计入“其他”；2015 年“其他”中包含金庄煤矿托管劳务收入 1.11 亿元，自 2016 年起，公司对其不再进行托管；尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2016 年公司三费合计为 8.59 亿元，主要由管理费用和财务费用构成。作为枣庄当地大型国有企业，公司人员负担较重，2016 年，公司管理费用为 3.79 亿元，其中人员薪酬 1.69 亿元，2016 年管理费用增长主要系运营费用增加所致。财务费用方面，2016 年，公司利息支出与上年持平，财务费用的增加主要系当年利息收入减少所致。2016 年，由于营业总收入增加，公司三费收入占比降至 41.12%。总体上，公司三费收入占比高，导致公司盈利能力较差。

表 12: 2014 年~2016 年公司期间费用分析

	2014	2015	2016
销售费用(亿元)	0.64	0.59	0.51
管理费用(亿元)	3.59	3.60	3.79
财务费用(亿元)	4.31	3.86	4.29
三费合计(亿元)	8.54	8.06	8.59
营业总收入(亿元)	25.54	19.05	20.90
三费收入占比(%)	33.43	42.30	41.12

注：鲁南投资承接的国开行棚改贷款的利息支出未计入“财务费用”。

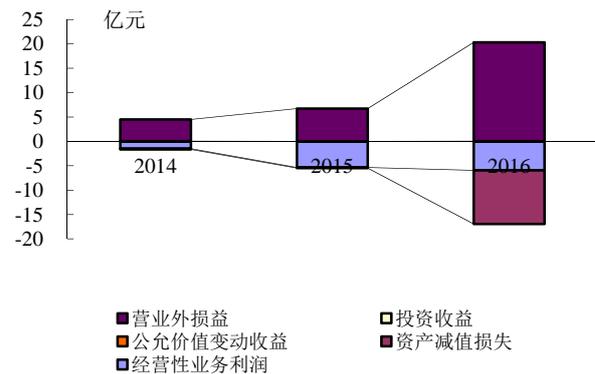
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2016 年，公司利润总额为 3.39 亿元，比上年增加 2.16 亿元。其中，经营性业务利润随着公司毛利率下滑呈逐年下降趋势，2016 年为 -5.94 亿元，亏损较 2015 年扩大 0.60 亿元。此外，公司 2016 年资产减值损失共计 11.01 亿元，包括坏账损失 0.36 亿元和商誉减值损失 10.65 亿元。

2013 年 5 月 14 日，子公司泉兴中联收购申丰水泥确认商誉 10.65 亿元。2013 年 12 月，公司与中联水泥签订了《委托管理协议书》；由于经营未达预期，2016 年 6 月公司与中联水泥解除委托管理。2016 年末，公司采用预计未来现金流现值的方法计算资产组的可收回金额。公司根据管理层批准的财务预算预计未来 5 年现金流量，其后年度采用的现金流量增长率预计为 5%，不超过资产组经营业务的长期平均增长率。根据减值测试的结果，本期期末商誉已发生减值，公司全额计提商誉减值 10.65 亿元。

2016 年，公司获得政府补助共计 20.64 亿元，其中，鲁南投资获得城建补助 4.64 亿元、定向置换资金 9.24 亿元、公开置换资金 6.05 亿元。

图 7: 2014 年~2016 年公司利润总额构成



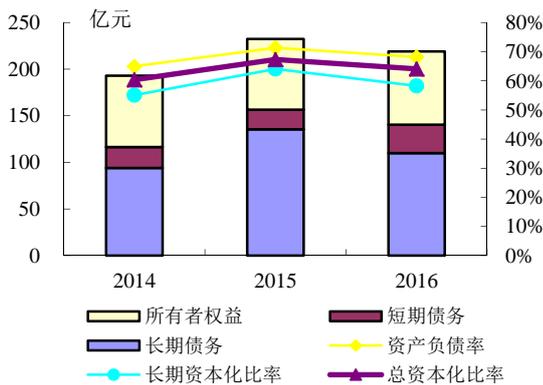
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，2016 年由于煤炭、水泥行业回暖，公司营业总收入较上年有所回升；但主要由于人力成本的不断提高以及原材料价格的上涨，公司毛利率延续下滑趋势。且公司期间费用规模较大，并计提了大额资产减值损失，严重削弱了公司的盈利能力。此外，公司利润对政府补助依赖增大，未来面临一定的不确定性。

偿债能力

2016 年，由于政府债务置换、往来款减少以及计提商誉减值损失，公司负债规模和资产规模较上年有所回落。截至 2016 年末，公司总资产为 247.21 亿元，较上年减少 17.89 亿元；总负债为 168.50 亿元，较上年减少 20.66 亿元。相应的，公司债务有所回落，截至 2016 年末，公司总债务为 140.44 亿元，较上年下降 16.04 亿元，其中长期债务 109.94 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.28 倍，债务结构较为合理。2016 年末，公司所有者权益合计增至 78.70 亿元，在债务规模下降的带动下，公司资产负债率和总资本化比率分别降至 68.16% 和 64.09%。

图 8: 2014 年~2016 年公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

全资子公司鲁南投资作为枣庄市国开行棚改贷款及其他财政资金的重要转贷平台，其业务特点导致公司其他应收款数额较大，截至 2016 年末，公司其他应收款为 116.60 亿元，较上年末减少 7.28 亿元，占总资产的 47.17%，其中鲁南投资对枣庄市下属区、县棚户区改造和基础设施建设的转贷款为 108.59 亿元。

2016 年，公司债务规模回落，利润的增加使得 EBITDA 增至 11.32 亿元，EBITDA 对债务本息的覆盖能力有所增强，EBITDA 利息保障系数为 2.44 倍，总债务/EBITDA 为 12.41 倍；同期，由于往来款净流入减少，公司经营活动净现金流较上年大幅降至 1.22 亿元，对债务本息的覆盖能力弱化。总体来看，作为枣庄市政府下属大型国有企业，公司得到政府支持力度较大，为债务的还本付息提供了很强保障。

表 13：2014 年-2016 年公司长期偿债能力指标

项目	2014	2015	2016
货币资金(亿元)	9.91	12.60	12.69
短期债务(亿元)	22.58	21.00	30.50
长期债务(亿元)	93.93	135.48	109.94
总债务(亿元)	116.51	156.48	140.44
长短期债务比(X)	0.24	0.15	0.28
资产负债率(%)	64.98	71.35	68.16
总资本化比率(%)	60.35	67.33	64.09
EBITDA(亿元)	10.94	9.07	11.32
经营净现金流(亿元)	-6.63	8.85	1.22
总债务/EBITDA(X)	10.65	17.25	12.41
经营净现金流/总债务(X)	-0.06	0.06	0.01
EBITDA 利息保障系数(X)	2.29	1.96	2.44
经营活动净现金流利息保障系数(X)	-1.39	1.91	0.26

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

截至 2016 年末，公司（未包括鲁南投资¹）累计获得银行综合授信额度为 15.90 亿元，其中未使用额度为 7,500 万元，备用流动性不足。

受限资产方面，截至 2016 年末，由于贷款抵押、信用证保证金等，公司受限资产账面价值共计 35.43 亿元，占总资产的 14.33%。

表 14：截至 2016 年末公司受限资产情况(万元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	54,788.89	定期存款质押、银行承兑保证金等
应收票据	300.00	贷款质押
存货	48,597.35	贷款质押
固定资产	47,299.33	贷款抵押
无形资产	169,350.29	贷款抵押
投资性房地产	33,984.54	贷款抵押
合计	354,320.40	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2016 年末，公司对外担保余额为 32.63 亿元，占净资产的比重为 41.46%，被担保对象均为政府融资平台，公司或有负债风险可控。

表 15：截至 2016 年末公司对外担保情况(万元)

被担保公司	担保金额
枣庄市金庄生建煤矿	25,500.00
枣庄金声文化产业发展有限公司	141,272.05
枣庄聚源高新技术投资有限公司	8,000.00
枣庄市汇泉供水有限责任公司	8,500.00
山东枣庄国家粮食储备库有限公司	3,000.00
滕州市城市国有资产经营有限公司	100,000.00
枣庄市金色城乡基础设施建设投资开发有限公司	40,000.00
合计	326,272.05

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

到期债务分布方面，2018 年为公司还款高峰期，需偿还债务 17.5 亿元，主要为 2015 年发行的 15 亿元 PPN，公司面临一定的偿债压力。

表 16：截至 2016 年末公司有息债务到期情况 (亿元)

	2017	2018	2019	2020 年及以后
到期金额	4.0	17.5	7.3	-

¹ 鲁南投资作为枣庄市政府融资平台，其自有业务有限，基本采取项目授信的模式，即当准备建设一个项目时，才会与金融机构商谈授信事宜。

注：上表中债务不包含鲁南投资债务和银行流贷。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

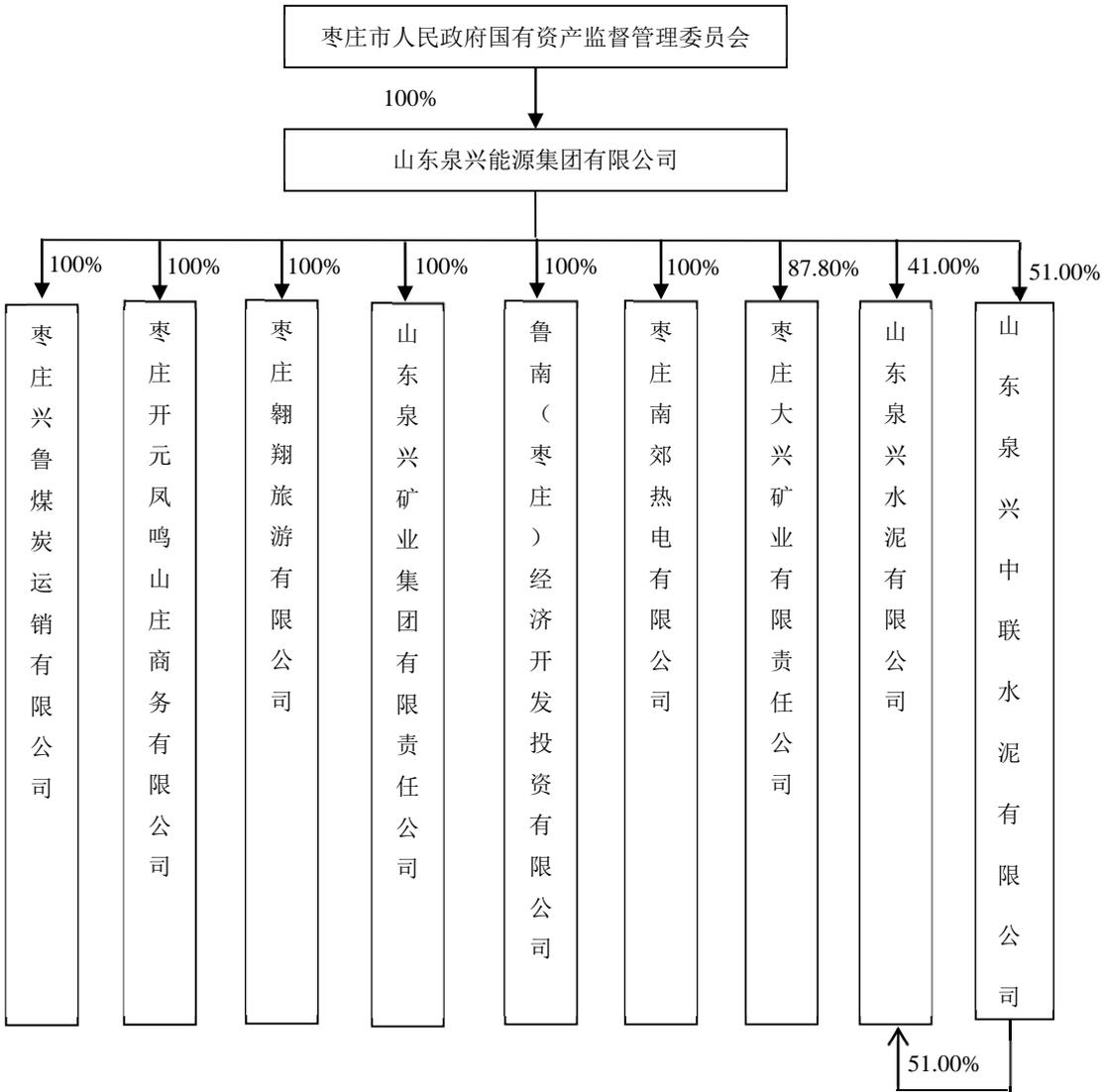
过往债务履约情况

根据公司提供的资料，截至2017年5月23日，公司未发生债务违约情况。

结论

综上，中诚信国际维持山东泉兴能源集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“12 泉矿债”债项信用等级为 **AA**。

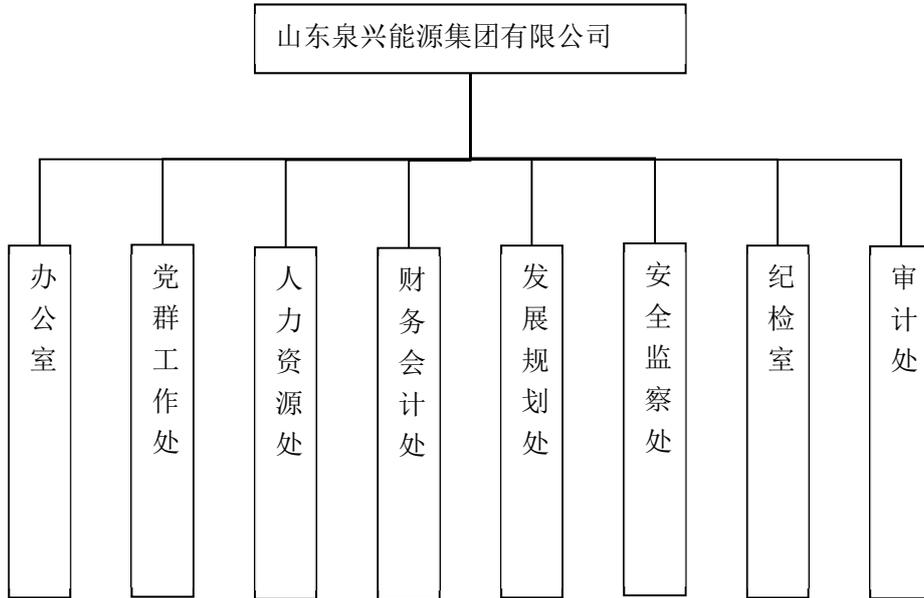
附一：山东泉兴能源集团有限公司股权结构图（截至 2016 年末）



注：公司直接持有泉兴水泥 41.00% 股权，泉兴中联持有泉兴水泥 51.00% 股权。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

附二：山东泉兴能源集团有限公司组织结构图（截至 2016 年末）



资料来源：公司提供

附三：山东泉兴能源集团有限责任公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016
货币资金	99,109.54	126,010.17	126,887.93
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	28,583.84	48,871.74	66,133.32
其他应收款	848,915.32	1,238,784.24	1,166,017.64
存货净额	84,349.64	102,433.62	128,860.84
可供出售金融资产	34,002.05	43,760.79	46,177.57
长期股权投资	11,037.71	11,159.62	10,884.96
固定资产	411,438.42	397,726.84	386,590.44
在建工程	12,699.56	14,679.08	9,974.56
无形资产	233,788.09	231,272.15	228,536.73
总资产	2,186,228.10	2,650,994.37	2,472,064.39
其他应付款	127,504.12	209,809.81	138,128.66
短期债务	225,756.00	209,965.83	304,988.65
长期债务	939,297.58	1,354,812.03	1,099,393.86
总债务	1,165,053.58	1,564,777.86	1,404,382.51
净债务	1,065,944.05	1,438,767.69	1,277,494.58
总负债	1,420,663.97	1,891,591.59	1,685,028.14
财务性利息支出	47,677.28	46,315.25	46,321.56
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
实收资本	49,000.00	49,000.00	49,000.00
少数股东权益	120,927.88	102,072.74	41,979.41
所有者权益合计	765,564.13	759,402.78	787,036.24
营业总收入	255,417.92	190,537.62	208,951.28
三费前利润	70,382.34	27,174.87	26,532.28
营业利润	-16,014.36	-54,591.01	-168,890.37
投资收益	419.42	343.06	573.87
营业外收入	46,222.01	67,530.50	206,789.14
净利润	20,333.15	11,256.72	31,837.65
EBIT	76,303.57	58,625.07	80,208.25
EBITDA	109,402.31	90,716.58	113,183.39
销售商品、提供劳务收到的现金	342,745.05	169,089.43	227,791.10
收到其他与经营活动有关的现金	63,011.93	187,339.58	127,087.19
购买商品、接受劳务支付的现金	158,825.02	176,893.29	160,828.99
支付其他与经营活动有关的现金	234,527.71	30,234.18	122,715.78
吸收投资收到的现金	600.00	0.00	0.00
资本支出	22,993.12	16,675.11	18,695.77
经营活动产生现金净流量	-66,279.56	88,552.41	12,194.33
投资活动产生现金净流量	-27,227.92	-25,638.57	-20,116.44
筹资活动产生现金净流量	79,763.79	-7,753.21	-393.02
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	29.90	17.44	14.58
三费收入比（%）	33.43	42.30	41.12
总资产收益率（%）	3.65	2.42	3.13
流动比率（X）	2.66	3.27	2.81
速动比率（X）	2.47	3.07	2.59
资产负债率（%）	64.98	71.35	68.16
总资本化比率（%）	60.35	67.33	64.09
长短期债务比（X）	0.24	0.15	0.28
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.06	0.06	0.01
经营活动净现金流/短期债务（X）	-0.29	0.42	0.04
经营活动净现金流/利息支出（X）	-1.39	1.91	0.26
总债务/EBITDA（X）	10.65	17.25	12.41
EBITDA/短期债务（X）	0.48	0.43	0.37
货币资金/短期债务（X）	0.44	0.60	0.42
EBITDA 利息倍数（X）	2.29	1.96	2.44

注1、各年度财务报表均按新会计准则编制；2、公司控股子公司鲁南投资作为转贷平台承接的贷款利息由实际用款公司承担，未在公司财务费用中体现；3、将2015年~2016年财务报表“长期应付款-融资租赁”纳入长期债务核算。

附四：报告所用基本财务指标的计算公式

短期债务 = 短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款+应付债券

总债务 = 长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润 = 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额+计入财务费用的利息支出

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

营业毛利率 = (营业收入-营业成本)/营业收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产-存货) / 流动负债

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

附六：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含 义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。