

2015 年山西凯嘉能源集团有限公司

公司债券 2018 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2018】跟踪第  
【823】号 01

债券简称: 15 凯嘉债

增信方式: 保证担保+个人无限连带责任保证担保

担保主体: 晋中市公用基础设施投资控股(集团)有限公司

债券剩余规模: 5 亿元

债券到期日期: 2021 年 11 月 30 日

债券偿还方式: 按年付息, 附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

分析师

姓名:  
梁绍勇 李君臣

电话:  
010-66216006

邮箱:  
liangshy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司煤炭开采和选洗行业企业主体长期信用评级方法, 该评级方法已披露于公司官方网站。

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

## 2015 年山西凯嘉能源集团有限公司公司债券 2018 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	2018 年 06 月 27 日	2017 年 06 月 26 日

### 评级观点:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对山西凯嘉能源集团有限公司(以下简称“凯嘉集团”或“公司”)及其 2015 年 11 月 30 日发行的公司债券(以下简称“本期债券”)的 2018 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资源储量丰富, 2017 年煤炭业务收入大幅增长, 且盈利状况继续改善, 随着瓦斯发电二期项目运营, 发电收入持续增长, 公司利润大幅增长, 晋中市公用基础设施投资控股(集团)有限公司(以下简称“晋中公投”)提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 以及自然人提供的无限连带责任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煤炭业务客户集中度较高, 小额贷款业务面临坏账损失, 资产流动性较弱, 以及有息债务规模大, 面临较大的刚性债务压力以及一定的或有负债等风险因素。

### 正面:

- 公司煤炭资源储量丰富, 2017 年煤炭业务收入快速增长, 且盈利状况继续改善。截至 2017 年末, 公司煤矿剩余可采储量达到 2.51 亿吨, 可为煤炭业务未来持续发展提供较好的保障; 受益于煤炭价格的上涨, 2017 年公司实现煤炭业务收入 28.86 亿元, 同比增长 63.28%, 毛利率为 51.32%, 较 2016 年上升 7.76 个百分点, 煤炭业务盈利能力持续改善。

- **随着瓦斯发电二期项目运营，发电收入持续增长。**随着瓦斯发电二期项目的建成运营，2017年瓦斯发电量及上网电量均有所增加，带动发电业务收入同比增长73.91%；同时，瓦斯发电三期项目预计于2018年7月建成，未来公司装机容量有望进一步提升。
- **公司利润大幅增长。**得益于煤炭销售价格上升，公司盈利能力有所增强，2017年公司实现营业收入31.08亿元，同比增长66.83%，综合毛利率上升7.64个百分点至50.32%，实现营业利润8.17亿元，利润总额8.22亿元。
- **第三方担保以及个人无限连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。**经鹏元2017年综合评定，晋中公投主体长期信用等级为AA，其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，以及公司实际控制人路斗恒先生与其妻子杨田秀女士提供的无限连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

#### 关注：

- **公司煤炭业务客户集中度较高。**2017年公司煤炭业务前十大客户销售占比接近50%，虽然有所下降，但是仍处于较高水平，存在一定的客户集中度风险。
- **公司小额贷款业务面临坏账损失。**截至2017年末，公司小额贷款业务对外贷款余额为4,395.52万元，账面价值3,406.01万元，大部分为关注和次级类，面临坏账风险。
- **房地产业务持续性仍有待观察。**截至2017年末，公司在售的三个房地产项目未售面积为2.18万平方米，且已售未结算收入规模不大，储备项目尚未开工或者土地手续尚未办妥，未来公司房地产业务的持续性仍有待观察。
- **公司资产流动性较弱。**公司流动资产占比较低，固定资产、在建工程 and 无形资产占比较高，且资产中受限资产占比13.58%，其他应收款部分账龄较长，面临坏账风险，公司整体资产流动性较弱。
- **公司有息债务规模大，面临较大的刚性债务压力。**截至2017年末，公司有息负债为44.90亿元，占负债总额的比重达69.27%，其中短期有息负债35.06亿元，流动及速动比率指标表现很弱，公司面临较大的短期刚性债务压力。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至2017年末，公司对外担保金额合计4.86亿元，占2017年末所有者权益的比重为16.38%，公司面临一定的或有负债风险。

#### 主要财务指标：

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	945,043.63	883,462.64	852,698.03
归属于母公司所有者权益合计（万元）	234,154.19	179,307.32	169,813.03
有息负债（万元）	448,959.12	460,733.36	437,516.07
资产负债率	68.58%	73.26%	73.82%
流动比率	0.55	0.51	0.46
速动比率	0.46	0.42	0.39
营业收入（万元）	310,794.89	186,292.11	137,708.15
营业利润（万元）	81,712.42	13,458.63	-14,033.58
净利润（万元）	64,272.00	11,664.34	-11,033.40
综合毛利率	50.32%	42.68%	37.36%
总资产回报率	11.30%	3.92%	1.01%
EBITDA（万元）	126,270.16	53,886.44	28,308.29
EBITDA 利息保障倍数	5.80	2.45	1.19
经营活动现金流净额（万元）	68,670.94	93,060.76	7,243.80

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

#### 晋中公投主要财务指标

项目	2017年	2016年	2015年
总资产（万元）	3,165,114.71	2,258,478.86	2,071,075.81
所有者权益合计（万元）	1,423,127.17	1,177,841.54	1,137,396.49
资产负债率	55.04%	47.85%	45.08%
营业总收入（万元）	125,979.20	120,718.63	87,715.59
利润总额（万元）	23,170.99	6,933.25	8,779.57
经营活动现金流净额（万元）	39,878.15	56,383.50	11,700.37

资料来源：晋中公投 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

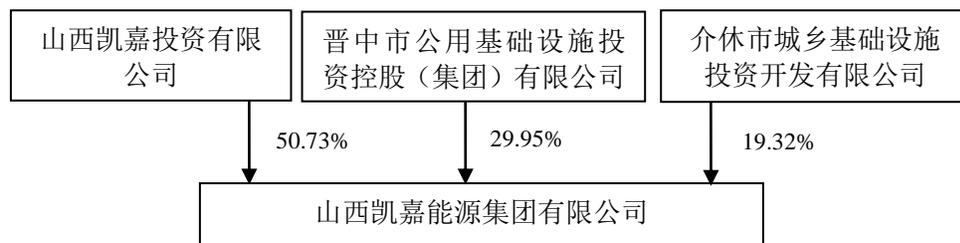
## 一、本期债券募集资金使用情况

经国家发展和改革委员会发改财金[2015]415号文批准，公司于2015年11月30日公开发行5亿元公司债券，发行利率为7.90%，期限为6年。本期债券计划用于山西介休义棠青云煤业有限公司90万吨/年矿井兼并重组整合项目、山西介休义棠城峰煤业有限公司90万吨/年矿井兼并重组整合项目、山西凯嘉煤层气发电有限公司瓦斯发电项目及补充营运资金。本期债券募集资金已使用完毕。

## 二、发行主体概况

2018年1月，公司将31,050.00万元未分配利润转增注册资本。截至2018年3月末，公司注册资本变更为51,750.00万元，实收资本为51,750.00万元。其中山西凯嘉投资有限公司出资额26,250.00万元，占注册资本的50.73%；晋中公投出资额15,500.00万元，占注册资本的29.95%；介休市城乡基础设施投资开发有限公司出资额10,000.00万元，占注册资本19.32%，公司实际控制人为自然人路斗恒。截至2018年3月末，公司的股权结构图如下：

图1 截至2018年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年末公司纳入合并报表的子公司无变化，共计12家，详见附录五。

截至2017年12月31日，公司总资产为94.50亿元，归属于母公司所有者权益合计23.42亿元，资产负债率为68.58%；2017年度，公司实现营业收入31.08亿元，净利润6.43亿元，经营活动产生的现金净流入6.87亿元。

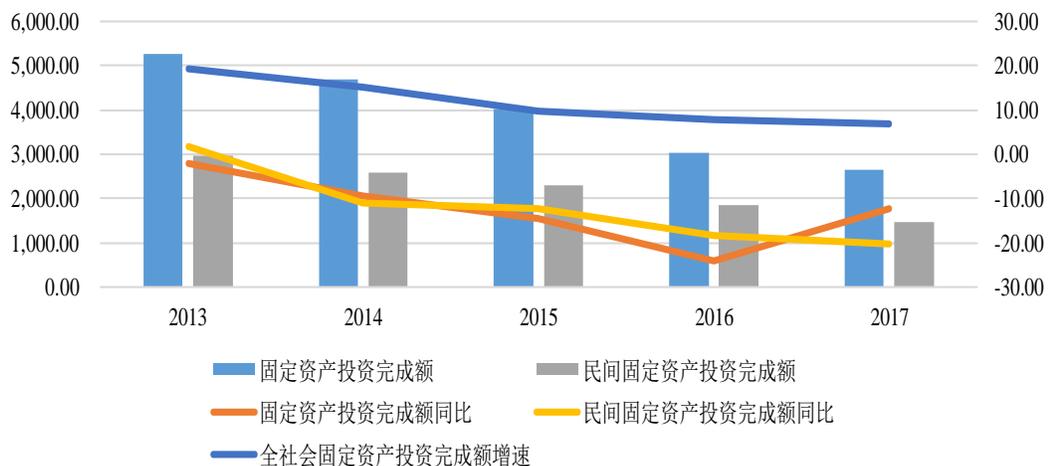
## 三、运营环境

2017年煤炭行业产能依然过剩，行业固定资产投资持续放缓，产量有所反弹，库存情况得到明显改善

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》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。2017 年计划退出产能 1.5 亿吨，实际退出 2.5 亿吨，连续两年超额完成目标，两年已合计退出 5.4 亿吨。根据中国煤炭工业协会披露的《2017 煤炭行业发展年度报告》，2017 年全国煤炭产能利用率为 68.2%，同比提高 8.7 个百分点，但是行业产能依然过剩。2018 年政府报告中提出，2018 年煤炭行业去产能目标为 1.5 亿吨，重点为僵尸企业，由“总量性去产能”转变为“结构性去产能、系统性优产能”。

自 2012 年以来煤炭采选业固定资产投资持续下降，2017 年投资总额为 2,648 亿元，同比下降 12.3%，降幅比上年收窄 11.9 个百分点；其中民间固定资产投资 1,471 亿元，同比下降 20.4%。

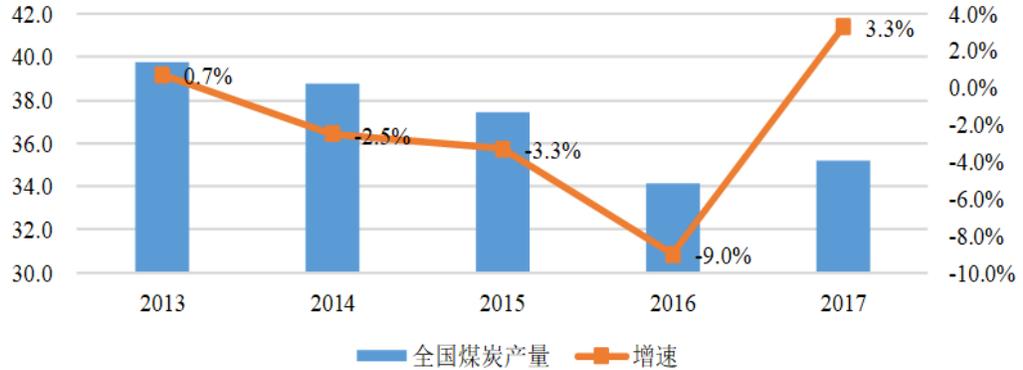
图 2 2013-2017 年我国煤炭行业固定资产投资及同比增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局，鹏元整理

产量方面，2017 年初，由于安全督查和环保约束要求，煤矿开工（复工）率较低，煤炭市场供给不足；二季度以来，国家有关部门采取多种手段增加煤炭产量释放，2017 年全国原煤产量自 2014 年以来首次出现恢复性增长，全年原煤产量 35.2 亿吨，较 2016 年增加 1.1 亿吨，同比增长 3.3%。

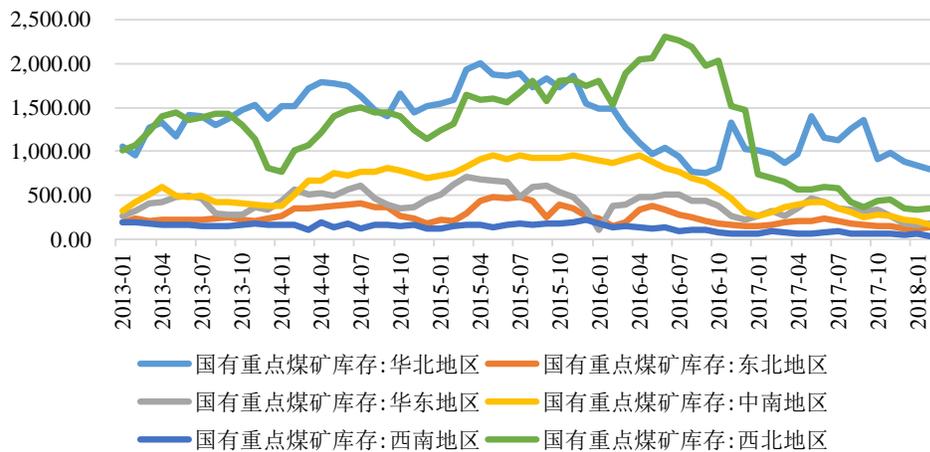
图3 2013-2017年全国煤炭产量（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局，鹏元整理

库存方面，2017年末重点煤炭企业存煤6,100万吨，同比减少2,284万吨，同比下降27.24%；重点发电企业煤炭库存6,499万吨，同比减少47万吨，库存可用天数15天；六大地区重点煤矿库存合计1,789万吨，同比下降44.75%。2018年以来，六大地区重点煤矿库存持续下降，2018年2月末合计为1,668.42万吨，全国煤炭库存情况持续得到改善。

图4 2013-2018年2月六大地区重点煤矿库存情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

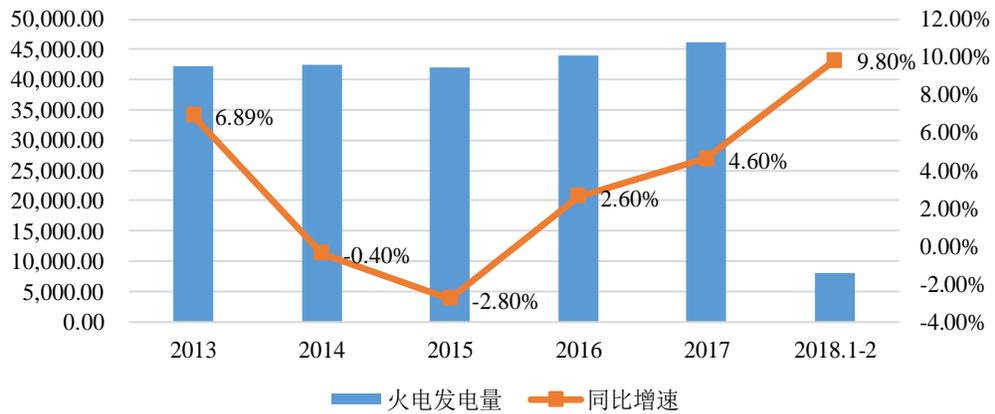
**下游行业增速明显反弹，煤炭消费阶段性回升，但随着环保趋严，未来需求面临抑制**

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、建材、化工等行业。2017年以来下游行业增速明显反弹，全年火力发电4.61万亿千瓦时，同比增长4.6%，为2014年以来最大增幅；生铁、粗钢及钢材产量分别为7.11亿吨、8.32亿吨和10.48亿吨，同比分别增长1.8%、5.7%和0.8%，生铁和粗钢产量增速较2016年分别提高1.1个和4.5个百分点，钢材产量增速较2016年下降1.5个百分点；水泥产量23.16亿吨，同比下降0.2%。

下游行业景气度持续回暖，带动煤炭消费呈阶段性回升。2017 全国累计原煤总消费量约 38.5 亿吨，同比增长 2.9%，结束了自 2014 年以来的连续三年煤炭消费量负增长局面。

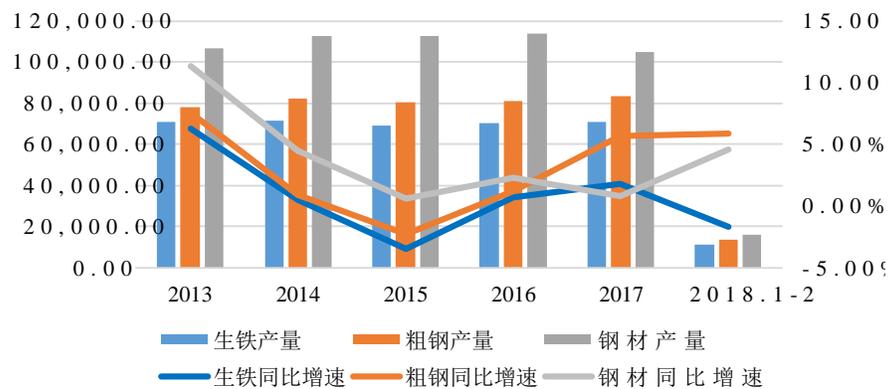
但 2017 年以来，我国环保政策持续发酵，或对部分地区下游需求形成一定影响，此外，煤炭下游行业淘汰落后产能及产能整合仍将继续，整体来看，未来煤炭消费需求将持续受到抑制。

图 5 近年我国火电发电量及累计同比（单位：亿千瓦时）



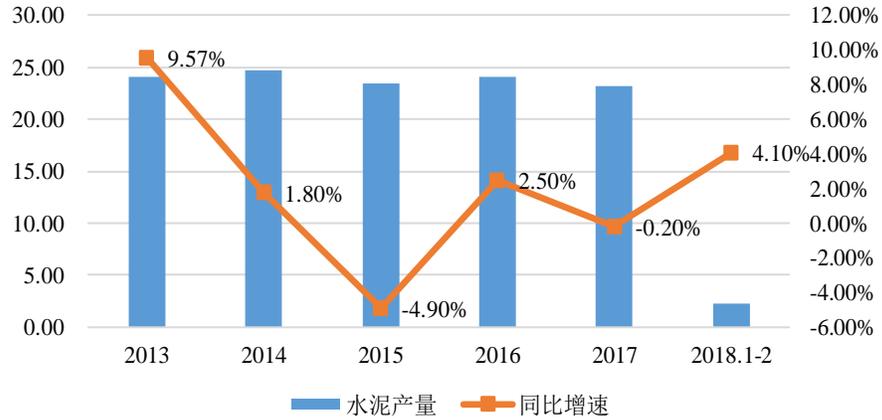
资料来源：Wind，鹏元整理

图 6 近年我国生铁、粗钢及钢材生产情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

图 7 近年我国水泥产量及累计同比（单位：亿吨）

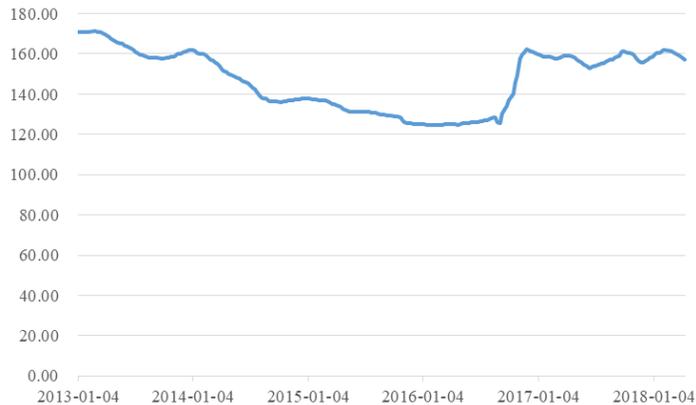


资料来源：Wind，鹏元整理

### 煤炭价格维持高位，在煤价利好下，煤炭行业盈利能力增强

2017 年全年煤炭产量释放不足，国内煤炭供需呈现紧平衡状态，虽有淡旺季起落，煤价整体呈高位运行态势。在煤价利好下，煤炭企业也普遍实现盈利增长或扭亏为盈，煤炭行业盈利能力增强。根据 Wind 数据，2017 年煤炭开采和洗选业实现主营业务收入 25,444.90 亿元，同比增长 25.90%；利润总额为 2,959.30 亿元，同比增长 290.50%；行业主营业务毛利率则上升至 27.7%，超过了 2011 年的水平。

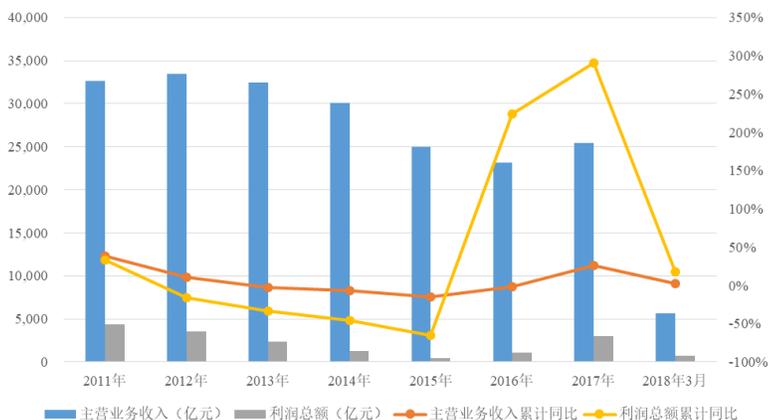
图 8 近年全国煤炭价格指数情况



注：2006 年 1 月 1 日全国煤炭价格指数为 100

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图9 近年煤炭行业主营业务收入、利润总额及其同比增速情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

国家继续出台多项产业政策促进煤炭行业持续健康发展，明确去产能仍是首要任务，要求严格执行落后产能的退出，调整优化产业结构以及产业格局，积极协调煤炭供需矛盾，维护煤炭价格稳定

为促进煤炭行业的持续、健康、有序、稳定的发展，2017 年以来相关部委继续出台了多条煤炭行业政策。从梳理政策情况来看，去产能仍是首要任务，而重点着眼于“破、调、改、安”四个方面，同时引导解决煤炭供需矛盾，维护煤炭价格稳定，并强调安全生产。具体来看，“破”是指继续破除无效供给；“调”是要调整优化行业结构，逐步实现从总量性去产能为主向结构性去产能、系统性优产能为主的转变；“改”是要推进企业兼并重组，加大“僵尸企业”破产清算和重整的力度，引导扭亏无望的企业主动退出；“安”是要发挥各方的积极性，做好职工安置工作。

表1 2017年1月-2018年3月我国主要煤炭产业政策

发布时间	政策名称	主要内容
2017年2月17日	工信部等十六部委《关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》	通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出。
2017年3月21日	人力资源社会保障部等五部门《关于做好2017年化解钢铁煤炭行业过剩产能中职工安置工作的通知》	确保分流职工就业有出路、生活有保障，确保不发生因职工安置引发的规模性失业和重大群体性事件。
2017年3月23日	环保部《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》	强调“2+26”城市实现煤炭消费总量负增长，2017年28城市重点实施煤改清洁能源。
2017年4月5日	国家发展改革委《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》	要求建立煤炭产能置换长效机制；鼓励跨省（市、区）实施产能置换、鼓励实施兼并重组。鼓励已批准（审批）的煤矿建设项目通过产能置换承担化解过剩产能任务，稳妥有序推进煤炭去产能。严格落实新建煤矿减量置换要求。支持地方统一实施产能置换。
2017年4月7日	国家发展改革委《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	要求进一步提高高协合同量，每月上报履约情况，并重点督查电煤合同的履约情况。

发布时间	政策名称	主要内容
2017年4月17日	国家发展改革委等二十三部委《关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》	加快推进兼并重组、转型升级，实现产业布局进一步优化。进一步明确了产能退出标准。各地区要着眼促进煤炭工业持续健康发展，将去产能与兼并重组、转型升级统筹考虑，同步推进，促进结构调整和布局优化，提升煤炭产业的整体素质和核心竞争力。
2017年4月24日	国家发展改革委、国家安全监管总局、国家煤矿安监局、国家能源局《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》	允许证照齐全、已形成生产能力超过核定生产能力且正常生产的露天煤矿和低瓦斯矿井申请产能核增，但需对应实施产能减量置换，置换、淘汰退出的产能不能小于核增产能的110%，对于一级安全生产标准化矿井和特级安全高效矿井（露天）申请核增的，置换、淘汰退出产能不小于核增产能的100%即可。
2017年5月26日	四部门《关于大力推进煤矿安全生产标准化建设工作的通知》	大力推进企业安全生产标准化建设；《安全生产法》中规定生产经营单位必须推进安全生产标准化建设。完善创建煤矿安全生产标准化工作激励机制。统筹协调推进煤矿安全生产标准化建设工作。
2017年6月7日	国家安全监管总局、国家煤矿安监局《煤矿安全生产“十三五”规划》	强调加快淘汰落后产能和9万吨/年及以下小煤矿，及采用国家明令禁止使用的采煤工艺且无法实施技术改造的煤矿。
2017年7月19日	国家安全监管总局、国家煤矿安监局《煤矿安全生产大检查实施方案》	此次安全大检查时间为7月至10月，检查范围为全国所有煤矿以及上一级公司，煤矿范围包括安全“体检”的正常生产煤矿，正常建设（新建、改扩建、技术改造、兼并重组）煤矿，责令停产停建整改煤矿，长期停产停建煤矿，列入淘汰落后、化解过剩产能退出规划（计划）尚未停产的煤矿。
2017年7月26日	十六部委《关于推进供给侧结构性改革 防范化解煤电产能过剩风险的意见》	从严淘汰落后产能。清理整顿违规项目。严控新增产能规模。2020年底前已纳入规划基地外送项目的投产规模原则上减半。加快机组改造提升。规范自备电厂管理。保障电力安全供应。
2017年8月21日	环保部《京津冀及周边地区2017-2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	压煤减排、提标改造、错峰生产。
2017年11月10日	国家发展改革委《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》	支持企业自主签订合同，鼓励供需双方直购直销，支持多签中长期合同，其中要求重要及各省区规模以上煤炭、发电企业集团签订中长期合同数量应达到自有资源量或采购量的75%以上。
2017年11月28日	国家发展改革委和能源局《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》及考核办法的通知	针对煤炭企业设立煤炭最低库存和最高库存标准，保障现阶段国家发展的煤炭需求。
2017年12月15日	《关于做好2016、2017年度碳排放报告与核查及排放监测计划制定工作的通知》	各省市组织石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸、电力、航空等重点排放行业进行碳排放的审核。
2017年12月19日	十二部委《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	要求通过兼并重组，实现煤炭企业平均规模显著扩大，中低水平煤矿数量明显减少，上下游产业融合度显著提高，经济活力得到增强，产业格局得到优化。
2018年2月8日	国家发展改革委、能源局、安监局、煤监局《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放促进落后产能有序退出的通知》	要求支持部分类型的煤矿产能加快退出（一是与自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区重叠煤矿，二是灾害严重煤矿，三是长期停工停产煤矿），另一方面支持优质产能加快释放。
2018年3月5日	《政府工作报告》	计划在2018年削减煤炭产能1.5亿吨。

发布时间	政策名称	主要内容
2018年3月7日	国家能源局《2018年能源工作指导意见》	2018年中国煤炭产量37亿吨左右，中国能源消费总量控制在45.5亿吨标准煤左右，煤炭消费比重下降到59%左右。

资料来源：公开资料，鹏元整理

## 四、经营与竞争

2017年公司仍主要从事煤炭开采与销售及瓦斯发电业务。随着煤炭行业景气度回升，煤价上涨，带动公司营业收入大幅增长。2017年公司实现营业收入310,794.89万元，同比增长66.83%，其中煤炭业务收入为288,575.52万元，同比增长63.28%，占营业收入的比重达92.85%；随着瓦斯发电二期项目投产，2017年公司煤层气发电收入为11,818.02万元，同比增长73.91%。2017年公司综合毛利率为50.32%，较2016年上升了7.64个百分点，主要系煤炭价格上升带动业务盈利能力增强所致。2016-2017年公司营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭	288,575.52	51.32%	176,732.33	43.56%
煤层气发电	11,818.02	43.72%	6,795.32	47.17%
房地产	7,972.45	28.28%	0.00	-
旅游	480.18	100.00%	364.44	100.00%
物业	369.07	34.42%	307.63	26.87%
小额贷款	0.93	-48057.14%	1.22	-29823.23%
<b>主营业务合计</b>	<b>309,216.17</b>	<b>50.34%</b>	<b>184,200.95</b>	<b>43.58%</b>
其他业务	1,578.72	45.34%	2,091.16	-36.04%
<b>合计</b>	<b>310,794.89</b>	<b>50.32%</b>	<b>186,292.11</b>	<b>42.68%</b>

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

公司煤炭资源储备丰富，煤炭产量有所增加，且受行业供给侧改革的推进，煤炭销售价格上升，公司煤炭业务收入大幅增长，毛利率有所上升，业务盈利能力改善，但是公司煤炭业务客户集中度较高

2017年度公司拥有的煤炭矿区未发生变化，仍为山西义棠煤业有限责任公司（以下简称“义棠煤业”）、山西介休义棠倡源煤业有限公司（以下简称“倡源煤业”）、山西介休义棠安益煤业有限公司（以下简称“安益煤业”）、山西介休义棠青云煤业有限公司（以下简称“青云煤业”）和山西介休义棠城峰煤业有限公司（以下简称“城峰煤业”），共五个煤炭矿区，煤种主要为瘦煤、焦煤和贫瘦煤。公司煤炭地质储量丰富，截至2017年末，五个煤炭矿区地质储量合计达到

44,328万吨，剩余可采储量合计达到25,104万吨。其中义棠煤业地质储量超过两亿吨，剩余可采储量超过1亿吨。

**表3 截至2017年末公司煤炭资源情况（单位：万吨）**

采矿权名称	所在位置	权益比例	煤种	地质储量	剩余可采储量	可采年限
义棠煤业	介休市义棠镇刘屯沟	100.00%	肥煤、瘦煤、焦煤	20,897	11,880	47
倡源煤业	介休市连福镇后崖头村	42.00%	焦煤	3,428	1,826	13
安益煤业	介休市义棠镇白岸村	44.44%	肥煤、瘦煤	8,999	5,092	39
青云煤业	介休市连福镇赵家窑村	91.00%	焦煤	6,914	4,056	30.5
城峰煤业	介休市绵山镇城寺村	51.00%	贫瘦煤、焦煤	4,090	2,250	17
<b>合计</b>	-	-	-	<b>44,328</b>	<b>25,104</b>	-

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司的五个煤矿全部正常生产，核定产能达到540万吨/年。2017年公司原煤产量为439.05万吨，同比增长6.96%，其中城峰煤业原煤产量为49.22万吨，同比下降了27.03%，主要是采煤工作台搬迁所致。

**表4 公司下属煤矿产能、产量情况（单位：万吨/年、万吨）**

矿区名称	2017年		2016年		备注
	产能	产量	产能	产量	
义棠煤业	180	164.39	180	157.64	正常生产
倡源煤业	90	60.95	90	56.23	正常生产
安益煤业	90	98.68	90	76.70	正常生产
青云煤业	90	65.81	90	41.91	正常生产
城峰煤业	90	49.22	90	67.45	正常生产
<b>合计</b>	<b>540</b>	<b>439.05</b>	<b>540</b>	<b>399.93</b>	-

资料来源：公司提供

煤炭洗选方面，公司煤炭洗选业务仍由子公司义棠煤业运营，义棠煤业旗下拥有年煤炭洗选能力为120万吨的洗煤系统和年洗选能力为180万吨的跳汰排矸系统（跳汰选煤），其中180万吨的跳汰排矸系统（跳汰选煤）于2014年建成投入使用。上述洗煤系统与义棠煤业相邻，义棠煤业在煤炭开采后，部分入洗的原煤直接通过皮带传送至洗煤车间进行煤炭洗选产出精煤。同时，倡源煤业的部分原煤也运送至义棠洗煤厂进行洗选。从入洗煤种来看，公司主要将贫瘦煤搭配少量焦煤入洗得到瘦精煤。精煤方面，2017年原煤入洗量为109.99万吨，精煤产量为77.04万吨，产出率为70.04%，入洗量较2016年增长10.08%，但产出率下降了2.87个百分点。瘦精煤方面，2017年入洗原煤量为144.02万吨，瘦精煤产量为114.08万吨，产出率为79.21%，产出率有

所提升。

**表5 公司煤炭洗选情况（单位：万吨/年、万吨）**

项目	2017年		2016年	
	瘦精煤	精煤	瘦精煤	精煤
洗选能力	300		300	
入洗量	144.02	109.99	135.75	99.92
精煤产量	114.08	77.04	106.62	72.85
产出百分比	79.21%	70.04%	78.54%	72.91%

资料来源：公司提供

2017年公司原煤（含中煤）销量为207.99万吨，同比下降了17.88%，销售均价为419.92元/吨，较2016年大幅增长。公司瘦精煤销量为113.01万吨，产销率达99.06%，均价为729.13元/吨，较2016年明显增长。2017年公司洗出精煤77.04万吨，同时子公司山西凯德能源有限公司（以下简称“凯德能源”）从事精煤贸易业务，合并口径统计2017年公司实现精煤销量115.47万吨，销量下降，但随着煤炭价格的反弹，公司精煤销售均价也由2016年的501.64元/吨上升至998.17元/吨，2017年公司精煤收入同比大幅增长。综合来看，2017年公司实现煤炭业务收入288,575.52万元，同比增长63.28%，毛利率为51.32%，较2016年均有所上升，煤炭业务盈利能力明显改善。

**表6 公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）**

项目		2017年	2016年
原煤（含中煤）	产量	439.05	423.19
	销量	207.99	253.27
	平均售价	419.92	263.78
精煤	产量	77.04	72.85
	销量	115.47	136.38
	平均售价	998.17	501.64
瘦精煤	产量	114.08	106.62
	销量	113.01	106.54
	平均售价	729.13	384.18

注：2016年中煤的产量为23.26万吨，2017年中煤的产量为22.96万吨

资料来源：公司提供

销售方面，公司原煤主要销售给介休当地其他洗煤厂、煤化工企业、煤炭贸易公司以及电厂等，销售区域以山西、山东、河北及湖北为主；公司通过洗选得到的精煤主要销售给煤化工企业等，销售区域包括山西省内、河北及江苏等；瘦精煤主要销售给钢厂及煤化工企业，销售区域主要包括东北等地。从下游客户来看，2017年公司原煤（含中煤）前五大客户销售金额合计占公司煤炭业务收入的比重为14.77%，占比有所下降；精煤与瘦精煤方面，2017年公司精煤与瘦精煤前五大客户销售金额合计占公司煤炭业务收入的比重为34.99%，占比亦有所下降。从

公司整体煤炭业务来看，公司前十大客户销售占比接近50%，存在一定的客户集中度风险。

**表7 公司煤炭业务前五大客户情况（单位：万元）**

原煤（含中煤）：					
2017年			2016年		
客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
介休市安益新昌煤化有限公司	29,264.00	10.14%	介休市安益新昌煤化有限公司	17,835.00	10.09%
国电菏泽发电有限公司	6,787.00	2.35%	山西漳泽电力股份有限公司 河津发电分公司	2,157.00	1.22%
山西漳泽电力股份有限公司 河津发电分公司	3,211.00	1.11%	华电湖北燃料有限公司	3,436.00	1.94%
河北大唐电力燃料有限公司	1,844.00	0.64%	国电山东燃料有限公司	2,853.00	1.61%
大唐保定热电厂	1,531.00	0.53%	山西省平遥煤化（集团）有 限责任公司	2,874.00	1.63%
<b>合计</b>	<b>42,637.00</b>	<b>14.77%</b>	<b>合计</b>	<b>29,155.00</b>	<b>16.50%</b>

精煤与瘦精煤：					
2017年			2016年		
客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
衢州元立金属制品有限公司	30,319.00	10.51%	鞍钢股份有限公司	19,574.00	11.08%
寿阳县昆鹏煤炭运销有限公司	27,003.00	9.36%	江苏沙钢煤焦投资有限公司	18,618.00	10.53%
鞍钢股份有限公司	19,753.00	6.85%	寿阳县昆鹏煤炭运销有限公司	15,236.00	8.62%
江苏沙钢煤焦投资有限公司	14,040.00	4.87%	江苏润源能源科技发展有限公司	6,316.00	3.57%
河南金马能源股份有限公司	9,857.00	3.42%	沈阳利铁贸易有限公司	5,969.00	3.38%
<b>合计</b>	<b>100,972.00</b>	<b>34.99%</b>	<b>合计</b>	<b>65,713.00</b>	<b>37.18%</b>

资料来源：公司提供

考虑到公司的股东包括晋中公投和介休市城乡基础设施投资开发有限公司，二者均为当地国有企业，目前山西省各级政府对国有煤炭企业的支持力度逐渐加大，国有企业的参股可能会对公司未来发展带来一定的促进作用。

随着瓦斯发电二期项目运营，公司装机容量大幅上升，2017年公司发电收入大幅增长；同时，瓦斯发电三期项目预计于2018年下半年建成投产，未来公司装机容量有望进一步提升

公司积极拓展煤炭产业链，从2013年开始建设瓦斯发电项目（本期债券募投项目之一），利用义棠煤业和安益煤业的矿井瓦斯进行发电。该项目位于介休市义棠镇北角头村，计划总投资为25,600.00万元，建设内容包括发电瓦斯输送存储预处理系统、发电机组及配套的电气、热控、土建等，建成后发电总装机容量将达到39.3兆瓦。其中，一期项目装机容量为21.3兆瓦，已于2015年1月试运行，3月份正式生产；二期项目于2016年底建成，公司装机容量提升至39.3兆瓦。2017年公司上网电价仍维持0.509元/度（含税），发电量28,842万度，上网27,222万度，发电收入

同比增长73.91%至11,818.02万元，毛利率为43.72%，较2016年有所下降。

**表8 公司瓦斯发电项目运营情况**

项目	2017年	2016年
装机容量（兆瓦）	39.3	39.3
发电量（万度）	28,842	16,456
其中：自用（万度）	1,620	941
上网（万度）	27,222	15,515
供电-上网电价（元/度）（含税价）	0.509	0.509

资料来源：公司提供

此外，公司于2017年4月开始建设瓦斯发电项目三期，该项目装机容量为16.5兆瓦，计划总投资12,000万元，截至2017年末已完成投资6,944万元，尚需投资5,056万元。该项目预计2018年7月建成，届时公司装机容量将达到55.8兆瓦，公司发电业务收入有望继续增长。

**表9 截至2017年末公司瓦斯发电项目情况（单位：兆瓦、万元）**

项目名称	规模	计划投资	已投资	开始日期	预计完工日期	后续投资
瓦斯发电项目一期	21	25,600	15,972	2013.4	2015.1	-
瓦斯发电项目二期	18.3		7,220	2016.4	2016.12	-
瓦斯发电项目三期	16.5	12,000	6,944	2017.4	2018.7	5,056
合计	55.8	37,600	24,292	-	-	5,056

资料来源：公司提供

**公司房地产项目未售面积较小，储备项目尚未办妥土地手续，房地产业务持续性仍较不确定**

公司房地产业务由子公司山西和实房地产开发有限公司（以下简称“和实地产”）运营。公司进行的房地产项目主要为嘉和园项目和嘉欣园一期。其中，嘉和园项目位于介休市新华北街，属于介休市规划中的商业居住新区，占地面积约为10万平方米，建设内容包括住宅、地下车库、商业、会所和幼儿园，其中计划建设住宅1,700户。该项目计划分为三期建设，其中一期、二期可售面积分别为5.43万平方米和7.80万平方；截至2017年末，已售面积分别为5.19万平方米和6.37万平方米，已售金额分别为27,235.19万元和33,227.96万元。嘉和园三期项目计划总投资1.90亿元，截至2017年末尚未开工。嘉欣园一期项目计划总投资2.14亿元，可售面积5.73万平方米，截至2017年末已完成投资1.63亿元，完成销售面积5.22万平米，已销售金额18,699.81万元。2017年公司实现房地产收入7,972.45万元，该年公司主要销售来自嘉欣园一期项目，但已结算金额较少。

**表10 截至2017年末公司房地产项目情况（单位：万平方米、万元）**

项目名称	计划总投资	已投资	可销售面积	已销售面积	已售金额	已结算金额
嘉和园一期	20,000	20,000	5.43	5.19	27,235.19	26,404.93

嘉和园二期	30,000	25,000	7.80	6.37	33,227.96	31,286.79
嘉和园三期	19,000	-	-	-	-	-
嘉欣园一期	21,416	16,344	5.73	5.22	18,699.81	1,771.40

资料来源：公司提供

除以上四个项目外，未来公司拟建设嘉欣园二期和嘉欣园三期，占地面积约 60 亩，但是公司尚未办妥土地手续。截至 2017 年末，公司在售的三个房地产项目未售面积为 2.18 万平米，且已售未结算收入规模不大，储备项目尚未开工或者土地手续尚未办妥，未来公司房地产业务的持续性仍有待观察。

#### 公司继续开展旅游及小额贷款业务，但收入规模较小，且小额贷款业务面临坏账损失

公司旅游业务由子公司山西凯嘉张壁古堡生态旅游有限公司（以下简称“凯嘉旅游”）运营，凯嘉旅游成立于 2009 年 3 月，注册资本 11,000 万元，2009 年 6 月正式接管张壁古堡旅游区。张壁古堡占地约 0.1 平方公里，是一处保存完好的古代军事设防村落，2006 年被国务院批准列入第六批全国重点文物保护单位名单，2015 年被评为 AAAA 级旅游景区。公司旅游业务收入主要来源于张壁古堡的门票收入，2017 年公司实现旅游门票收入 480.18 万元，同比增长 5.20%，规模仍较小，主要系该景区尚处于建设培育阶段。未来公司计划按照文物保护规划进行建设，将张壁古堡打造成具有特色的军事古堡。

公司小额贷款业务运营主体为子公司晋中市凯嘉同盛小额贷款有限公司（以下简称“同盛小贷”），同盛小贷成立于 2011 年 11 月，注册资本为 2 亿元，主要服务中小企业和个体工商户，专营贷款及票据贴现业务。近年同盛小贷贷款逾期较多，公司为了控制风险，逐步缩小集团外的贷款规模。截至 2017 年末，同盛小贷对外贷款余额为 4,395.52 万元，账面价值 3,406.01 万元，大部分为关注和次级类，目前为贷款清欠阶段，故收回的贷款利息较少。未来需关注同盛小贷存在的坏账风险。

## 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中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016-2017 年审计报告，报告采用新会计准则编制。截至 2017 年末，公司纳入合并报表范围的子公司较上年度无变化。

### 资产结构与质量

公司流动资产占比较低，固定资产、在建工程 and 无形资产占比较高，且部分资产受限，其他应收款部分账龄较长，整体资产流动性较弱

跟踪期内，公司资产规模有所增长，2017 年末为 945,043.63 万元，同比增长 6.97%；资产仍以非流动资产为主，2017 年末非流动资产占比为 70.50%。

表11 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	61,475.22	6.51%	65,932.35	7.46%
应收票据	57,360.31	6.07%	28,569.36	3.23%
应收账款	39,397.98	4.17%	24,153.55	2.73%
预付款项	18,404.22	1.95%	18,362.51	2.08%
其他应收款	50,118.86	5.30%	47,768.31	5.41%
存货	46,848.66	4.96%	41,161.86	4.66%
<b>流动资产合计</b>	<b>278,810.44</b>	<b>29.50%</b>	<b>233,581.68</b>	<b>26.44%</b>
发放贷款及垫款	3,406.01	0.36%	4,645.27	0.53%
可供出售金融资产	67,643.24	7.16%	69,683.24	7.89%
固定资产	374,172.51	39.59%	340,331.12	38.52%
在建工程	47,303.67	5.01%	58,758.86	6.65%
无形资产	150,357.34	15.91%	153,376.83	17.36%
商誉	20,129.00	2.13%	20,129.00	2.28%
<b>非流动资产合计</b>	<b>666,233.19</b>	<b>70.50%</b>	<b>649,880.96</b>	<b>73.56%</b>
<b>资产总计</b>	<b>945,043.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>883,462.64</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。2017 年末公司货币资金为 61,475.22 万元，其中票据保证金 45,000.00 万元，使用受限。公司应收票据全部为银行承兑汇票，2017 年末共计 57,360.31 万元。应收账款为应收的煤炭销售款，随着公司销售收入的增多，公司应收账款规模有所增长，2017 年末为 39,397.98 万元，同比增长 63.11%，应收对象主要为介休安益新昌煤化有限公司、山西大秦新昌物流有限公司及孝义市中惠煤业有限公司，金额前五单位欠款占应收账款总额的比重为 69.70%，且账龄均在 1 年以内。公司预付款项主要为预付工程款和土地款，2017 年末为 18,404.22 万元，较期初变化不大。公司其他应收款主要为往来款，2017 年末为 50,118.86 万元，规模仍较大，部分账龄较长，面临坏账风险；其中关联方西安益洪山陶瓷有限公司欠款 25,822.33 万元，占其他应收款期末余额的 49.40%，对公司资金占用较多。公司存货主要为房地产开发成本和库存商品（煤炭），2017 年末公司存货为 46,848.66 万元，其中库存商品 8,209.77 万元；房地产开发成本 32,688.05 万元，同比增长 31.33%。

公司非流动资产主要由发放贷款及垫款、可供出售金融资产、固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成。发放贷款及垫款主要为子公司同盛小贷发放的贷款，截至2017年末规模为4,395.52万元，账面价值3,406.01万元，同比大幅下降，需关注同盛小贷可能存在的坏账风险。可供出售金融资产主要为公司的对外股权投资，全部按成本计量，2017年末为67,643.24万元，小幅下降，主要是2017年4月安益煤业与李宏伟签订《股权转让协议》并转让所持有的山西安益洪山陶瓷有限公司51%的股权所致。公司固定资产主要包括房屋及建筑物、机器设备等，随着在建工程的不断转入，固定资产规模持续增长，截至2017年末为374,172.51万元，其中尚有52,253.60万元的自建房屋未办妥产权证书。随着完工项目转固定资产，公司在建工程下降至47,303.67万元。2017年公司无形资产变化不大，仍主要为煤炭资源价款。公司商誉主要系收购城峰煤业和青云煤业股权时所产生，近年来未发生变化。截至2017年末，公司受限资产共128,314.30万元，占总资产的比重为13.58%。

整体来看，公司流动资产占比较低，固定资产、在建工程和无形资产占比较高，且部分资产受限，其他应收款部分账龄较长，面临坏账风险，整体资产流动性较弱。

## 资产运营效率

### 公司资产运营效率进一步提升

随着业务规模的扩大，公司应收票据和应收账款增加明显，等2使得2017年应收账款周转天数升至86.57天。2017年随着公司业务规模的扩大，存货周转率有所提升。2017年公司应付账款周转天数下降至103.86天。2017年公司净营业周期为35.54天，尽管有所延长，但是仍表现较好。

从整体资产运营效率来看，随着营业收入的增长，公司流动资产、固定资产和总资产周转率进一步提升。

表 12 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2017年	2016年
应收账款周转天数	86.57	59.35
存货周转天数	102.60	122.75
应付账款周转天数	103.86	156.00
净营业周期	35.54	9.72
流动资产周转天数	296.76	433.18
固定资产周转天数	413.81	599.09
总资产周转天数	1,059.00	1,677.52

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

## 盈利能力

### 公司营业收入大幅增长，毛利率明显提升，盈利能力持续改善

2017年公司营业收入仍主要来自煤炭业务，受煤炭价格上升影响，2017年公司实现营业收入310,794.89万元，同比增长66.83%，其中煤炭业务收入为288,575.52万元，同比增长63.28%，占营业收入的比重达92.85%。随着瓦斯发电二期项目投入使用，2017年公司煤层气发电收入同比增长73.91%。

毛利率方面，随着煤炭价格的上升，公司煤炭业务毛利率较2016年上升了7.62个百分点，受益于此，2017年公司综合毛利率为50.32%，较2016年上升了8.36个百分点。尽管2017年公司期间费率有所下降，但仍维持在较高水平，一定程度上侵蚀了公司的利润。2017年公司实现营业利润81,712.42万元，大幅增长，公司业务盈利能力增强。此外，2017年公司实现投资收益5,398.31万元，主要来自可供出售金融资产的现金红利。

**表13 公司主要盈利能力指标（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
营业收入	310,794.89	186,292.11
投资收益	5,398.31	1,308.00
营业利润	81,712.42	13,458.63
营业外收入	858.33	1,669.09
利润总额	82,181.17	14,567.16
净利润	64,272.00	11,664.34
综合毛利率	50.32%	42.68%
期间费用率	19.16%	29.45%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

### 现金流

#### 公司经营活动现金流表现较好，但是仍面临较大的筹资压力

2017年公司经营收现比为1.40，表现较好，一方面由于公司经营回款较好，另一方面由于公司将票据贴现收到的银行存款现金流核算记为销售商品、提供劳务收到的现金。随着房地产存货的上升，公司存货规模有所增加，对资金占用增加；应收账款的增加使得经营性应收项目增加62,534.85万元；随着应付票据的大幅增长，经营性应付项目的增加32,625.36万元，2017年公司营运资本压力有所增大。2017年公司煤炭业务盈利好转，经营活动现金流入明显增加，但随着业务规模的扩大，公司购买商品、接受劳务支付的现金增加，使得2017年经营活动现金流净额下降为68,670.94万元。

投资活动方面，随着公司在建工程的推进，投资活动现金净流出规模为42,924.07万元。2017年公司通过借款取得现金236,268.00万元，但公司债务规模较大，该公司偿还债务支出现金

230,590.50 万元，使得筹资活动产生的现金净流出 20,724.99 万元。考虑到 2017 年末公司短期有息债务仍高达 457,219.62 万元，未来公司面临较大的筹资压力。

**表14 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.40	1.45
净利润	64,272.00	11,664.34
营运资本变化	-35,596.29	42,616.84
其中：存货减少（减：增加）	-5,686.80	-9,508.71
经营性应收项目的减少（减：增加）	-62,534.85	-1,512.19
经营性应付项目的增加（减：减少）	32,625.36	53,637.74
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>68,670.94</b>	<b>93,060.76</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-42,924.07</b>	<b>-28,683.13</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-20,724.99</b>	<b>-66,715.03</b>
现金及现金等价物净增加额	5,021.88	-2,337.40

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

### 资本结构与财务安全性

公司资产负债率高，有息负债规模大，且以短期有息负债为主，面临较大的短期刚性债务压力

随着利润的积累，公司所有者权益有所增长，2017 年末为 296,931.07 万元，同比增长 25.69%。2017 年末公司负债与所有者权益比率为 218.27%，权益对负债的覆盖程度仍较差。

**表 15 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2017 年	2016 年
负债总额	648,112.56	647,228.55
所有者权益	296,931.07	236,234.09
负债与所有者权益比率	218.27%	273.98%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

从公司负债结构来看，仍以流动负债为主，2017 年末流动负债占负债总额的比重为 78.42%，占比较 2016 年末上升了 7.44 个百分点。

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2017 年末公司短期借款为 196,368.00 万元，占负债的比重达 30.30%，其中包括委托借款 8,000.00 万元、保证借款 129,368.00 万元、抵押贷款 28,000.00 万元和质押借款 31,000.00 万元，抵押借款的抵押物为义棠煤业采矿权，质押借款的质押物为安益煤业和城峰煤业的股权，以及公司持有的凯嘉旅游的股权。公司应付票据全部为银行承兑汇票，2017 年末为 111,995.00

万元，占总负债的比重为 17.28%。公司应付账款主要为应付设备款与材料款，2017 年略有上升。2017 年末公司其他应付款为 43,507.21 万元，主要为与股东及其他单位的往来款。2017 年末公司一年内到期的非流动负债主要包括一年内到期的长期借款 42,227.50 万元和一年内到期的煤炭资源价款 8,179.01 万元。

**表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	196,368.00	30.30%	190,718.00	29.47%
应付票据	111,995.00	17.28%	129,526.00	20.01%
应付账款	47,622.09	7.35%	41,472.91	6.41%
其他应付款	43,507.21	6.71%	48,187.77	7.45%
一年内到期的非流动负债	50,488.01	7.79%	10,030.29	1.55%
<b>流动负债合计</b>	<b>508,228.88</b>	<b>78.42%</b>	<b>459,374.21</b>	<b>70.98%</b>
长期借款	48,740.00	7.52%	90,940.00	14.05%
应付债券	49,628.62	7.66%	49,549.36	7.66%
长期应付款	41,242.23	6.36%	47,001.23	7.26%
<b>非流动负债合计</b>	<b>139,883.68</b>	<b>21.58%</b>	<b>187,854.34</b>	<b>29.02%</b>
<b>负债合计</b>	<b>648,112.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>647,228.55</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息负债	448,959.12	69.27%	460,733.36	71.19%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2017 年末公司长期借款为 48,740.00 万元，同比下降了 46.40%，全部为保证借款。应付债券为公司于 2015 年发行的本期债券。2017 年末公司长期应付款为 41,242.23 万元，全部为煤炭资源价款。

截至 2017 年末，公司包括短期借款、应付票据、一年内到期的长期借款、长期借款和应付债券在内的有息负债为 448,959.12 万元，占负债总额的比重达 69.27%，有息负债规模依然较大，其中短期有息债务为 350,590.50 万元，公司面临较大的短期刚性债务压力。

从各项偿债指标来看，2017 年末公司资产负债率为 68.58%，较 2016 年末有所下降，但是仍处于较高水平。由于流动负债规模大，公司流动比率和速动比率指标均表现较弱。随着盈利的好转，公司 EBITDA 大幅增长至 126,270.16 万元，公司 EBITDA 利息保障倍数也上升至 5.80，对利息的覆盖程度有所增强。

**表17 公司主要偿债能力指标**

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	68.58%	73.26%

流动比率	0.55	0.51
速动比率	0.46	0.42
EBITDA（万元）	126,270.16	53,886.44
EBITDA 利息保障倍数	5.80	2.45
有息债务/EBITDA	3.62	8.55

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

晋中公投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，以及个人无限连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性

### 第三方保证担保

晋中公投为本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及利息，违约金、损害赔偿金和实现债权的费用和其他应付的费用。担保期限为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年。

晋中公投成立于2005年11月，是经《晋中市人民政府关于设立晋中市公用基础设施投资控股（集团）有限公司的通知》（市政发[2005]46号）批准，由晋中市人民政府以货币资金出资1,500万元、以晋中市城建系统下属单位的部分资产出资24,500万元设立的国有独资企业，注册资本为26,000.00万元。2014年10月，晋中公投名称变更为现名。2017年晋中公投注册资本增至5.00亿元，晋中市人民政府仍为公司的唯一股东和实际控制人。

晋中公投是晋中市主要的公用基础设施投融资、建设和经营主体，主要负责晋中市政府授权范围内的城乡公用基础设施规划、建设、经营管理和咨询服务，收入来源包括城市供暖、供水以及高速公路收费等。此外，晋中公投还通过子公司开展旅游表演、沥青销售等其他业务。2017年晋中公投实现主营业务收入107,021.50万元，主营业务毛利率为46.54%。2016-2017年，晋中公投营业收入构成及毛利率情况如下表所示。

表18 晋中公投营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
供暖费	46,815.48	38.73%	37,267.05	30.23%
过路费	30,057.58	66.85%	26,827.16	31.45%
旅游收入	10,769.62	65.38%	8,772.96	65.46%
销售自来水	8,373.41	5.56%	7,368.43	-15.79%
沥青及煤炭销售收入	423.64	4.10%	258.24	9.19%
其他	10,581.77	38.40%	18,691.89	21.41%

主营业务合计	107,021.50	46.54%	99,185.73	28.54%
其他业务	17,983.26	31.83%	21,532.91	25.30%
合计	125,004.76	44.43%	120,718.63	27.96%

资料来源：晋中公投 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

截至2017年12月31日，晋中公投资产总额为316.51亿元，所有者权益合计142.31亿元，资产负债率为55.04%；2017年度，晋中公投实现营业总收入12.60亿元，利润总额2.32亿元，经营活动产生的现金净流入3.99亿元。

表 19 晋中公投主要财务指标

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	3,165,114.71	2,258,478.86	2,071,075.81
所有者权益合计（万元）	1,423,127.17	1,177,841.54	1,137,396.49
有息负债（万元）	-	646,313.97	716,210.53
资产负债率	55.04%	47.85%	45.08%
流动比率	2.56	2.04	3.03
营业总收入（万元）	125,979.20	120,718.63	87,715.59
营业外收入（万元）	155.59	23,886.64	26,929.25
利润总额（万元）	23,170.99	6,933.25	8,779.57
综合毛利率	44.43%	27.96%	33.54%
EBITDA（万元）	-	63,558.07	65,989.46
EBITDA 利息保障倍数	-	1.39	1.95
经营活动现金流净额（万元）	39,878.15	56,383.50	11,700.37

资料来源：晋中公投 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

经鹏元综合评定，晋中公投主体长期信用等级为 AA。

### 个人无限连带责任保证担保

公司实际控制人路斗恒先生与其妻子杨田秀女士（以下简称“担保人”）出具了《无限责任担保函》，承诺为本期债券提供无限连带责任保证担保，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。

担保函的其他主要内容包括：

(1) 在本期债券到期时，如公司不能全部兑付债券本息，担保人应主动承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。债权人代理人有义务代理债券持有人要求担保人履行保证责任；

(2) 债券认购人或持有人依法将债权转让或出质给第三人的，担保人在担保函担保范围内

继续承担保证责任；

(3) 经国家发展和改革委员会批准，本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，不需另行经过担保人同意，担保人继续承担担保函项下的保证责任；

(4) 在本期债券到期之前，担保人发生足以影响债券持有人利益的重大事项时，公司应在一定期限内提供新的保证，公司不提供新的保证时，债券持有人有权要求公司与担保人提前兑付本期债券本息；

(5) 担保函自2014年4月23日起生效，除经本期债券持有人召开债券持有人会议审议同意外，担保人不得补充、修改、变更、解释或终止担保函。

综合来看，晋中公投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，以及公司实际控制人路斗恒先生与其妻子杨田秀女士提供的无限连带责任保证担保有效提升了本期债券的安全性。

## 七、或有事项分析

截至2017年末，公司对外担保金额合计48,640.00万元，占2017年末所有者权益的比重为16.38%，公司面临一定的或有负债风险。

**表20 截至2017年末公司对外担保情况**

被担保方	担保金额	担保形式
山西介休大佛寺煤业有限公司	18,000.00	保证
山西介休大佛寺小尾沟煤业有限公司	5,260.00	保证
山西介休大佛寺煤业有限公司	5,000.00	保证
山西安晟科技发展有限公司	4,000.00	保证
山西安晟科技发展有限公司	4,000.00	保证
山西安益洪山陶瓷有限公司	3,450.00	保证
山西介休大佛寺煤业有限公司	3,450.00	保证
山西介休大佛寺煤业有限公司	2,000.00	保证
山西安晟科技发展有限公司	2,000.00	保证
山西介休大佛寺煤业有限公司	1,000.00	保证
山西介休大佛寺桃园煤业有限公司	480.00	保证
<b>合计</b>	<b>48,640.00</b>	-

资料来源：公司2017年审计报告

## 八、评级结论

公司煤炭资源储量丰富，2017年煤炭业务收入大幅增长，且盈利状况持续改善；公司瓦斯发电二期项目运营，发电量及上网电量均有所增加，收入快速增长；公司利润大幅增加；晋中

公投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，以及自然人提供的无限连带责任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，公司煤炭业务客户集中度较高，面临一定的经营风险；房地产业务持续性仍有待观察；小额贷款业务面临坏账损失；公司流动资产占比较低，固定资产、在建工程和无形资产占比较高，且部分资产受限，其他应收款部分账龄较长，整体资产流动性较弱；有息债务规模大，面临较大的刚性债务压力及一定或有负债风险。

基于以上情况，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 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
流动资产：			
货币资金	61,475.22	65,932.35	41,740.74
应收票据	57,360.31	28,569.36	29,435.93
应收账款	39,397.98	24,153.55	20,323.17
预付款项	18,404.22	18,362.51	18,120.98
其他应收款	50,118.86	47,768.31	59,721.00
应收股利	0.00	2,642.93	6,000.00
存货	46,848.66	41,161.86	31,653.15
其他流动资产	5,205.19	4,990.81	7,745.58
<b>流动资产合计</b>	<b>278,810.44</b>	<b>233,581.68</b>	<b>214,740.55</b>
非流动资产：			
发放贷款及垫款	3,406.01	4,645.27	8,537.03
可供出售金融资产	67,643.24	69,683.24	58,661.24
固定资产	374,172.51	340,331.12	279,703.11
在建工程	47,303.67	58,758.86	111,935.07
工程物资	0.00	32.74	145.15
无形资产	150,357.34	153,376.83	156,362.99
商誉	20,129.00	20,129.00	20,129.00
长期待摊费用	2,184.36	1,880.23	1,719.80
递延所得税资产	1,037.07	1,043.68	764.08
<b>非流动资产合计</b>	<b>666,233.19</b>	<b>649,880.96</b>	<b>637,957.48</b>
<b>资产总计</b>	<b>945,043.63</b>	<b>883,462.64</b>	<b>852,698.03</b>
流动负债：			
短期借款	196,368.00	190,718.00	246,340.00
应付票据	111,995.00	129,526.00	63,000.00
应付账款	47,622.09	41,472.91	51,066.89
预收款项	28,285.81	9,835.30	4,021.45
应付职工薪酬	8,370.75	14,409.32	15,012.24
应交税费	21,262.84	14,865.45	8,373.83
应付利息	329.17	329.17	602.38
其他应付款	43,507.21	48,187.77	55,684.60
一年内到期的非流动负债	50,488.01	10,030.29	25,900.00
<b>流动负债合计</b>	<b>508,228.88</b>	<b>459,374.21</b>	<b>470,001.39</b>
非流动负债：			

项 目	2017 年	2016 年	2015 年
长期借款	48,740.00	90,940.00	58,800.00
应付债券	49,628.62	49,549.36	49,476.07
长期应付款	41,242.23	47,001.23	50,680.93
专项应付款	0.00	9.41	0.00
递延收益-非流动负债	272.83	354.33	517.33
<b>非流动负债合计</b>	<b>139,883.68</b>	<b>187,854.34</b>	<b>159,474.33</b>
<b>负债合计</b>	<b>648,112.56</b>	<b>647,228.55</b>	<b>629,475.72</b>
所有者权益(或股东权益):			
实收资本(或股本)	20,700.00	20,700.00	20,700.00
资本公积	38.18	0.00	0.00
专项储备	21,563.52	20,195.04	20,124.14
盈余公积金	10,350.00	7,323.97	7,224.87
一般风险准备	56.75	35.07	33.26
未分配利润	181,445.73	131,053.24	121,730.76
归属于母公司所有者权益合计	234,154.19	179,307.32	169,813.03
少数股东权益	62,776.88	56,926.77	53,409.28
<b>所有者权益合计</b>	<b>296,931.07</b>	<b>236,234.09</b>	<b>223,222.31</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>945,043.63</b>	<b>883,462.64</b>	<b>852,698.03</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	310,794.89	186,292.11	137,708.15
减：营业成本	154,406.44	106,774.52	86,259.53
营业税金及附加	20,816.54	12,684.11	9,017.04
销售费用	14,521.12	17,758.26	15,602.20
管理费用	17,412.94	12,999.04	13,969.61
财务费用	27,603.33	24,103.73	22,941.17
资产减值损失	1,182.10	-178.18	128.19
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	-5,773.98
投资收益	5,398.31	1,308.00	1,950.00
资产处置收益	49.38	-71.01	0.00
其他收益	1,412.31	0.00	0.00
<b>二、营业利润</b>	<b>81,712.42</b>	<b>13,387.62</b>	<b>-14,033.58</b>
加：营业外收入	858.33	1,475.70	3,448.88
减：营业外支出	389.57	296.16	541.15
<b>三、利润总额</b>	<b>82,181.17</b>	<b>14,567.16</b>	<b>-11,125.85</b>
减：所得税	17,909.17	2,902.82	-92.46
<b>四、净利润</b>	<b>64,272.00</b>	<b>11,664.34</b>	<b>-11,033.40</b>
减：少数股东损益	6,174.31	2,240.95	-7,687.94
归属于母公司所有者的净利润	58,097.70	9,423.39	-3,345.46

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

### 附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2017 年	2016 年	2015 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	434,998.49	269,351.26	158,487.62
收取利息、手续费及佣金的现金	0.00	94.53	364.42
客户贷款及垫款减少额	120.80	3,891.77	0.00
收到的税费返还	718.92	4.01	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	4,556.08	14,380.82	15,685.65
经营活动现金流入小计	440,394.29	287,722.38	174,537.69
购买商品、接受劳务支付的现金	219,400.66	85,786.03	76,260.69
客户贷款及垫款净增加额	0.00	0.00	539.06
支付给职工以及为职工支付的现金	59,349.62	40,759.97	36,797.76
支付的各项税费	65,045.54	27,109.26	27,417.12
支付其他与经营活动有关的现金	27,927.53	41,006.36	26,279.25
经营活动现金流出小计	371,723.35	194,661.62	167,293.89
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>68,670.94</b>	<b>93,060.76</b>	<b>7,243.80</b>
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金	2,040.00	300.00	-
取得投资收益收到的现金	8,633.00	2,308.00	1,950.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.19	0.89	1,739.62
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	81.14
投资活动现金流入小计	10,674.19	2,608.89	3,770.76
购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	52,644.75	21,570.02	38,341.85
投资支付的现金	953.51	9,722.00	-
投资活动现金流出小计	53,598.26	31,292.02	38,341.85
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-42,924.07</b>	<b>-28,683.13</b>	<b>-34,571.09</b>
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金	88.00	0.00	1,650.00
取得借款收到的现金	236,268.00	317,418.00	271,890.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	49,470.00
筹资活动现金流入小计	236,356.00	317,418.00	323,010.00
偿还债务支付的现金	230,590.50	360,800.00	272,960.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	26,278.19	22,150.37	24,007.45
支付其他与筹资活动有关的现金	212.30	1,182.66	1,834.82
筹资活动现金流出小计	257,080.99	384,133.03	298,802.27
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-20,724.99</b>	<b>-66,715.03</b>	<b>24,207.73</b>

四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			
五、现金及现金等价物净增加额	5,021.88	-2,337.40	-3,119.55
加：期初现金及现金等价物余额	11,453.35	13,790.74	16,910.29
六、期末现金及现金等价物余额	16,475.22	11,453.35	13,790.74

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

## 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	64,272.00	11,664.34	-11,033.40
加：资产减值准备	1,182.10	-178.18	-67.91
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	19,211.17	16,515.08	15,365.60
无形资产摊销	3,351.25	2,986.16	3,335.69
长期待摊费用摊销	427.63	342.97	1,144.24
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-49.38	-191.09	-198.72
公允价值变动损失	32.18	0.00	5,773.98
财务费用	21,231.98	20,602.94	19,588.62
投资损失	-5,398.31	-1,308.00	-1,753.90
递延所得税资产减少	6.61	-279.59	8.65
递延所得税负债增加	-5,686.80	0.00	-1,443.50
存货的减少	-62,534.85	-9,508.71	-16,382.44
经营性应收项目的减少	32,625.36	-1,512.19	3,909.69
经营性应付项目的增加	68,670.94	53,637.74	-11,002.81
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>68,670.94</b>	<b>93,060.76</b>	<b>7,243.80</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

指标名称	2017年	2016年	2015年
有息负债（万元）	448,959.12	460,733.36	437,516.07
资产负债率	68.58%	73.26%	73.82%
流动比率	0.55	0.51	0.46
速动比率	0.46	0.42	0.39
负债与所有者权益比率	218.27%	273.98%	281.99%
EBITDA（万元）	126,270.16	53,886.44	28,308.29
EBITDA 利息保障倍数	5.80	2.45	1.19
有息负债/EBITDA	3.62	8.55	15.46
应收账款周转天数（天）	36.81	99.02	127.59
存货周转天数（天）	102.60	122.75	98.15
应付账款周转天数（天）	103.86	480.56	466.85
净营业周期（天）	35.54	-258.79	-241.11
流动资产周转天数（天）	296.76	433.18	555.34
固定资产周转天数（天）	413.81	599.09	710.49
总资产周转天数（天）	1,059.00	1,677.52	2,201.06
综合毛利率	50.32%	42.68%	37.36%
期间费用率	19.16%	29.45%	38.13%
总资产回报率	11.30%	3.92%	1.01%
收现比	1.40	1.45	1.15

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

## 附录五 截至2017年末公司纳入合并范围的子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
		直接	间接	
山西和实房地产开发有限公司	房地产开发	51.00	-	投资设立
山西凯嘉物业服务有限公司	物业服务		51.00	投资设立
山西凯嘉张壁古堡生态旅游有限公司	旅游资源及文化开发	100.00	-	投资设立
山西德星隆文化交流有限公司	文化交流	-	60.00	投资设立
山西凯嘉煤层气发电有限公司	煤层气发电	100.00	-	投资设立
晋中市凯嘉同盛小额贷款有限公司	金融贷款、贴现	48.00	47.00	投资设立
山西凯德能源有限公司	煤炭贸易	65.00	-	投资设立
山西义棠煤业有限责任公司	煤炭生产、销售	100.00	-	同一控制控股合并
山西介休义棠倡源煤业有限公司	煤炭生产、销售	-	42.00	同一控制控股合并
山西介休义棠安益煤业有限公司	煤炭生产、销售	-	44.44	同一控制控股合并
山西介休义棠城峰煤业有限公司	煤炭生产、销售	-	51.00	非同一控制控股合并
山西介休义棠青云煤业有限公司	煤炭生产、销售	-	91.00	非同一控制控股合并

资料来源：公司 2017 年审计报告

## 附录六 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
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 / 所有者权益合计 $\times 100\%$
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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 应付债券

## 附录七 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。