

2013 年第一期、第二期忻州市资产经营管理中心

企业债券 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：



报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【57】号 01

债券简称：

第一期：13忻州债 01/PR
忻州 01；第二期：13忻
州债 02/PR 忻州 02

债券剩余规模：3.2 亿元
(其中 13 忻州债 01 剩
余 1.2 亿元，13 忻州债
02 剩余 2.0 亿元)

债券到期日期：

第一期：2020 年 12 月
18 日；第二期：2021 年
02 月 21 日

债券偿还方式：两期债
券均按年付息，在债券
存续期内第 3-7 个计息
年度分别偿还发行总额
的 20%

分析师

姓名：
刘玮 罗力
电话：
010-66216006
邮箱：
liuw@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
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

2013 年第一期、第二期忻州市资产经营管理中心企业债券 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	第一期：AA；第二期：AA	第一期：AA；第二期：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 05 月 26 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”）对忻州资产经营集团有限公司（以下简称“忻州资产经营集团”或“公司”）及其2013年12月18日发行的13忻州债01与2014年2月21日发行的13忻州债02的2020年度跟踪评级结果为：13忻州债01、13忻州债02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所属煤矿的煤炭储量丰富，代建项目待回购金额较大，该等业务持续性较好，获得一定的外部支持。同时中证鹏元也关注到受安全事故停产整顿影响公司原煤销售业务收入下滑，该业务未来面临一定安全生产风险，资产质量及流动性一般，有息债务规模较大，面临一定偿债压力及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司煤炭储量丰富，主要代建项目待回购金额较大，该等业务持续性较好。2019 年末公司煤炭资源可采储量约 1.6 亿吨，按 2019 年公司煤炭产量估算，公司剩余可采储量仍能开采约 20 余年；公司主要代建项目待回购金额合计 47.03 亿元，该等业务未来持续性较好。
- 2019 年度公司获得一定程度的外部支持。2019 年忻州市财政局拨付忻州市五馆一院文化广场发展有限公司的注册资金，增加公司资本公积 0.10 亿元。2019 年公司获得财政补助 0.18 亿元，有助于提高公司的利润水平。

¹ 2017 年公司名称由忻州市资产经营管理中心改为忻州资产经营集团有限公司。

关注:

- **公司煤矿发生安全事故，受此影响原煤销售业务收入规模有所下降，且该业务面临一定安全生产风险。**2019年6月15日庄旺煤矿发生安全事故，受此影响公司各煤矿停产整顿一段时间，2019年公司煤炭产销量均有所减少，原煤销售收入也随之同比减少23.07%至10.93亿元；考虑到煤炭开采要面临瓦斯、顶板、矿井水、发火、煤尘等灾害，公司原煤销售业务面临一定安全生产风险。
- **公司资产质量及流动性一般。**公司资产以预付款项、存货、固定资产和在建工程为主，预付款项账龄较长，存货中主要为土地资产，固定资产为经营性必备资产，资产变现能力不强，公益性资产占比较大，资产质量及流动性一般。
- **公司有息债务规模较大，面临一定偿债压力。**2019年末公司有息债务为38.76亿元，EBITDA利息保障倍数下降至2.73，有息债务为EBITDA的6.01倍，债务规模较大，偿债能力指标趋弱，将面临一定偿债压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**2019年末公司对外担保金额合计为7,500.00万元，均无反担保措施，其中对民营企业的担保金额为4,000.00万元，存在一定或有负债风险。

发行人主要财务指标（万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	3,350,503.43	3,102,247.22	2,843,655.04
所有者权益合计	1,098,386.67	1,095,359.40	1,033,783.50
有息债务	387,624.79	410,277.79	541,840.85
资产负债率	67.22%	64.69%	63.65%
现金短期债务比	3.56	3.43	2.73
营业收入	198,777.84	154,812.92	151,826.84
营业外收入	2,217.46	3,845.10	1,194.61
利润总额	17,097.52	35,099.59	36,368.74
综合毛利率	27.60%	50.24%	58.41%
EBITDA	64,537.89	82,402.35	85,650.57
EBITDA利息保障倍数	2.73	3.63	6.60
经营活动现金流净额	287,346.31	227,448.95	255,021.11
收现比	0.88	1.17	1.20

注：2017-2018年数据分别采用2018-2019年审计报告的期初数。

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

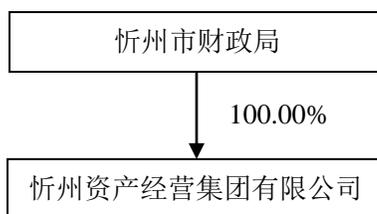
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年12月18日发行7年期6亿元公司债券（第一期），并于2014年2月21日发行7年期10亿元公司债券（第二期），两期公司债券的募集资金原计划用于云中河生态环境综合治理（一期）（原名为忻州市南云中河河道防洪与生态治理工程）和忻州市龙翔街道路工程等5条城市主干道工程。截至2019年12月21日，第一期和第二期公司债券的募集资金专项账户余额为40.59万元。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及其持股比例、实际控制人均未发生变化，公司注册资本仍为6.20亿元，忻州市财政局仍为公司唯一股东及实际控制人。

图1 截至2019年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司合并范围内的子公司情况未发生变化，2019末公司合并范围内的二级子公司共计7家，原三级子公司汇丰文旅产业投资集团有限公司变更为二级子公司。

公司按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规的要求制定了《公司章程》，并建立了公司治理结构和治理制度，跟踪期内，公司仍按照相关制度进行治理与管理，高管和主要部门未发生调整。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策加大调节力度，基础设施建设投资增速有望反弹

2019 年国内外风险挑战明显上升，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化

改革扩大开放，持续打好三大攻坚战，扎实做好“六稳”工作，经济运行总体平稳。2019年全年国内生产总值（GDP）99.09万亿元，比上年增长6.1%。新经济持续较快发展，战略性新兴产业增加值比上年增长8.4%，高于同期工业增加值增速2.7个百分点；战略性新兴产业服务业企业营业收入比上年增长12.7%。

然而我国仍处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，2019年末爆发的COVID-19疫情，进一步加大了经济下行压力。2020年，积极的财政政策将更加积极有为，稳健的货币政策将更加灵活适度。积极的财政政策将提质增效，更加注重结构调整，压缩一般性支出，财政赤字率预计将进一步升高。

2019年基建投资仍增长乏力，全国基础设施建设工程投资（不含电力）同比增长3.8%，增速与上年持平，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设工程投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的25%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设工程投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

2019年以来，在保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求的基础定调下，相关政策的陆续出台，城投公司融资环境仍相对顺畅

2019年以来，延续2018年下半年国务院常务会议提出的支持扩内需调结构促进实体经济发展定调，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，城投公司融资环境仍相对顺畅。此外，妥善化解地方政府存量隐性债务持续稳步推进，城投公司作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务，但严禁新增隐性债务仍然是政策红线，对于城投平台再融资的管控亦处于不断规范的过程。

2019年3月，政府工作报告中指出，鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性

债务，禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益，禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。5 月，国务院发布《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号），从提升开放型经济质量等 5 个方面对国家经开区做出下一步发展指引，并表示积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。6 月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。12 月，中证协发布《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》，表示非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，地方融资平台在负面清单之列。

2019 年末爆发 COVID-19 疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

表 1 2019 年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2019 年 3 月	政府工作报告	国务院	继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10 号）	财政部	切实防控假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务；禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益；明确禁止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019 年 5 月	《关于推进国家经济开发区创新提升工程打造改革开放新高地的意见》（国发[2019]11 号）	国务院	积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市；从提升开放型经济质量、赋予更大改革自主权、打造现代产业体系、完善对内对外合作平台功能和加强要素保障和资源集约利用五个方面对国家级经开区的发展提出指导意见
2019 年 6 月	《关于做好地方政府专项债发行及项目配	中共中央办公厅、国务院	合理保障必要在建项目后续融资；在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债

	套融资工作的通知》	办公厅	务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位；严禁项目单位以任何方式新增隐性债务
2019年12月	《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》	中证协	非公开发行公司债券项目承接实行负面清单管理，承销机构项目承接不得涉及负面清单限制的范围，其中，负面清单包括：地方融资平台公司，所指的地方融资平台公司是指根据国务院相关文件规定，由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

2019年忻州市经济及煤炭开采等支柱产业保持增长，但人均GDP仍相对偏低

忻州市，山西省地级市，地处中国黄土高原东缘，东邻河北，西至黄河，北踞雁门，南接太原，面积2.5万平方公里。忻州自然资源、自然禀赋极为丰富，全市耕地949.9万亩，植物200多种，野生动物184种，野生草种400多种，野生中药材300多种。忻州地质环境复杂，矿床成因多样，矿种繁多，潜在蕴藏量极为丰富，具有工业开采价值的地下矿产资源50余种，其中煤炭探明储量277亿吨、保有储量261亿吨，铁矿探明储量19.8亿吨、保有储量17.4亿吨，铝矿资源占全省的三分之一，铁矿资源占全省的一半以上，金矿储量占全省三分之二，还有钼、金红石、高岭岩、白云石、大理石等保有储量在全省均占较大份额。依托于资源优势，忻州市形成煤炭开采和洗选业，黑色金属矿采选业，电力、热力的生产和供应业，有色金属冶炼及压延加工业和通用设备制造业五大支柱产业，2019年1-7月五大支柱行业均同比分别增长3.1%、8.6%、3.6%、6.2%和5.8%。

2019年忻州市实现地区生产总值1,001.60亿元，按可比价格计算，同比增长5.4%，增速较2018年提高0.4个百分点。其中，第一产业实现增加值85.8亿元，同比增长3.4%；第二产业实现增加值435.6亿元，同比增长2.9%；第三产业增加值480.3亿元，同比增长7.7%。2019年忻州人均GDP为31,576元，低于全国平均水平。

2019年忻州市规模以上工业增加值同比增长2.1%，其中非煤工业增长5.3%，制造业同比增长6.9%。2019年忻州市固定资产投资同比增长9.3%，增速较上年降低0.3个百分点。分三次产业看，第一产业投资同比增长18.7%，第二产业投资同比增长8.7%；第三产业投资同比增长8.4%。全市民间投资同比增长24.5%，增速高于全市投资平均水平15.2个百分点。2019年忻州市实现社会消费品零售总额419.8亿元，同比增长7.3%，增速有所下降。

从销售单位所在地来看，城镇单位实现零售额290.1亿元，占全部零售额的比重为69.1%，同比增长7.0%；乡村单位实现零售额129.7亿元，占全部零售额的比重为30.9%，同比增长9.0%，快于城镇2个百分点。2019年忻州市进出口总额为2.52亿美元，同比增长2.1%，增速较上年大幅下降；其中，出口总额完成14.7亿元，同比减少7.1%；进口总额完成2.9亿元，同比增长100%。2019年忻州市实现公共财政收入90.9亿元，同比增长11.6%。

表 2 忻州市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2019 年		2018 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	1,001.6	5.4%	989.1	5.0%
第一产业增加值	85.8	3.4%	69.6	2.9%
第二产业增加值	435.6	2.9%	477.1	2.7%
第三产业增加值	480.3	7.7%	442.4	7.6%
固定资产投资	-	9.3%	493.1	9.6%
社会消费品零售总额	419.8	7.3%	390.2	8.2%
进出口总额（亿美元）	2.52	2.1%	2.51	24.2%
存款余额	-	-	2,137.3	8.8%
贷款余额	-	-	918.9	11.2%
人均 GDP（元）		31,576		31,209
人均 GDP/全国人均 GDP		44.54%		48.28%

注：2018 年忻州市固定资产投资不含跨市、农户。

资料来源：2018-2019 年数据分别来自于忻州市 2018 年国民经济与社会发展统计公报和忻州市统计局网站公布的《2019 年忻州市经济运行情况》，中证鹏元整理

（三）行业环境

“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时间脱困发展的意见》（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。2016-2018 年分别退出产能 2.9 亿吨、2.5 亿吨和 2.7 亿吨，已合计退出产能 8.1 亿吨。至此，“十三五”煤炭去产能主要目标任务基本完成，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，华北、西北地区（不含南疆）30 万

吨/年以下煤矿基本退出，其他地区 30 万吨/年以下煤矿数量原则上比 2018 年底减少 50% 以上。2019 年 22 个省份（全国 25 个产煤省，有 3 个未披露数据）合计淘汰落后产能约为 1.08 亿吨，产能结构实现进一步优化。

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，各地国有煤炭企业复产进度有所加快。鉴于短期内煤炭在一次能源消费结构中的主导地位不会变，且中证鹏元预计短期内煤炭需求仍有弱支撑，预计 2020 年全国原煤产量有望维持微增。

图 2 原煤产量连续实现正增长



图 3 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，主要原因在于：一方面，2018 年下半年进口煤政策收紧，四季度到港未通关的进口煤集中在 2019 年 1 月份通关；另一方面，2019 年上半年国内外动力煤价差逐步扩大。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。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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，下游需求恢复缓慢，预计 2020 年煤炭下游需求支撑将减弱

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。

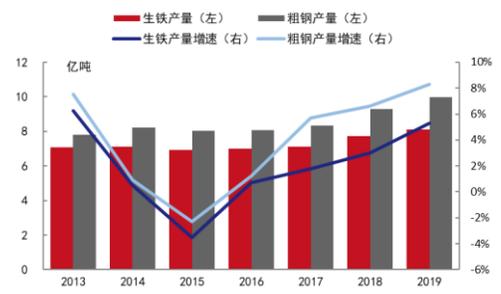
从下游各行业需求来看，我国煤炭消费主要集中在电力、钢铁、建材、化工等行业，并以电力行业为主。2018 年我国火电发电量达 4.98 万亿千瓦时，同比增长 6.0%，增速连续三年上升，但 2019 年增速降为 1.9%，主要系全国社会用电量增速大幅回落，以及水电、核电、风电和太阳能发电等清洁能源替代所致；2015-2019 年生铁产量连续 5 年上升，2019 年生铁产量同比增长 5.3%。2017-2019 年，我国煤炭消费量连续三年实现正增长，其中 2019 年增长 1.0%。受 COVID-19 疫情影响，2020 年春节后煤炭主消费地区复工复产周期延长，需求恢复时点进一步延后，但随着国内疫情得到控制以及“稳增长”刺激，下游需求或将逐步反弹。鉴于我国经济增速下行压力依然较大，中证鹏元预计 2020 年火电发电量增速难有明显改善，钢铁增速会回落，预计 2020 年煤炭下游需求的支撑力度有所减弱。

图 4 2019 年火电发电量增速回落

图 5 近年钢铁产量增速上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理



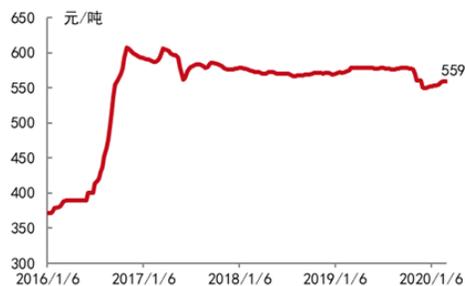
资料来源：Wind，中证鹏元整理

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。

2016 年下半年以来煤炭价格整体维持高位，预计中短期内煤价仍有望维持，但价格中枢或有下移，预计行业盈利将持续，但利润总额或有小幅回落，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，2018 年在 567 元/吨~578 元/吨之间波动，2019 年以来在 550 元/吨~579 元/吨之间波动。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 6 环渤海动力煤价格维持高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 7 2019 年山西产京唐港主焦煤库提价下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

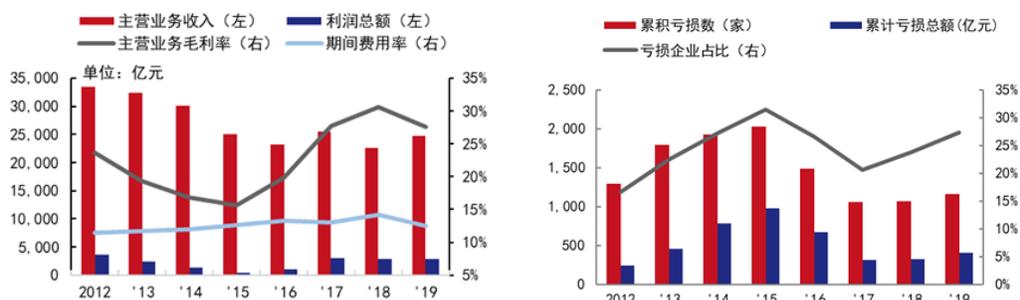
预计中短期内煤价仍有望维持高位，但价格中枢或有下移。2017 年底，国家发改委及国家能源局联合印发《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》和《煤炭最低库存和最高库存制度考核办法（试行）》，自 2018 年 1 月 1 日起施行，有效期至 2022 年 12 月 31 日，旨在通过库存标准将动力煤价格维持在 500~570 元/吨的绿色区间。2018 年 11 月 16 日，中煤集团与中国华能、中国大唐、中国华电、国家电力投资集团、华润电力、国投电力等 6 家电力央企签订中长期煤炭供需战略合作协议，中煤集团将在 2019-2023 年间，向上述 6 家电力企业供应煤炭 5 亿多吨，2019-2021 年下水煤长协价格以 535 元/吨为基础按月调整，后续价格由签约各方根据市场走势协商确定，如无重大政策调整则顺延前期定价机制，一年长协扩展到了五年长协。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，经过三年多的摸索，煤炭行业监管手段愈加丰富，中证鹏元预计中短期内动力煤价格仍有望维持高位，但鉴于动力煤价格仍在绿色区间的上限，预计价格中枢将会下移，动力煤价格有望在绿色区间（500 元/吨~570 元/吨）内波动。

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。考虑到中短期内煤价仍有望维持高位，中证鹏元预计中短期内煤炭行业盈利将持续，但鉴于价格中枢或有小幅下移，行业利润总额或将小幅回落。

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基本完成，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 8 2019 年行业盈利仍可观

图 9 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

2019年公司实现营业收入19.88亿元，同比增长28.40%，主要系公司新增代建收入所致。由于2019年公司较高毛利的原煤销售收入下降且新增代建业务毛利率较低，公司综合毛利率下降至27.60%。

表3 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
原煤销售	109,278.92	45.06%	142,044.40	52.69%
代建收入	75,352.07	4.22%	-	-
供水业务	6,669.85	11.44%	5,139.61	8.25%
市政工程	3,450.24	6.57%	3,502.77	9.89%
租赁收入	1,582.83	26.34%	1,645.39	26.34%
砖销售	1,268.56	32.16%	1,090.28	32.16%
服务业务	100.93	100.00%	420.55	100.00%
担保业务	-	-	198.99	100.00%
主营业务小计	197,703.40	27.48%	154,041.98	50.00%
其他业务	1,074.44	48.50%	770.94	99.23%
合计	198,777.84	27.60%	154,812.92	50.24%

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

公司煤炭储量丰富，业务可持续性较强；公司煤矿因发生安全事故停产整顿，煤炭生产受到一定影响，该业务收入规模有所下降，但盈利能力仍处于较高水平，未来仍需关注煤炭价格变动对公司收入和盈利水平的影响，该业务未来面临一定生产风险

公司原煤销售业务的经营主体为山西钜盛能源集团有限公司（以下简称“钜盛能源”），

钜盛能源由子公司忻州市汇丰投资有限公司100%控股，是山西省煤矿企业兼并重组整合成立的地方煤炭集团公司，管控山西宁武德胜煤业有限公司、山西宁武张家沟煤业有限公司、山西宁武大运华盛老窑沟煤业有限公司、山西宁武大运华盛南沟煤业有限公司和山西宁武大运华盛庄旺煤业有限责任公司五个子公司。钜盛能源下属的山西宁武大运华盛庄旺煤业有限公司于2019年6月19日在煤矿巷道中发生事故，造成人员伤亡，钜盛能源下属5家子公司的煤矿全部停产整顿，开展自查。各煤炭子公司在符合复产验收基本条件后，先后在2019年7月到2020年3月之间得到批准恢复生产的通知文件。

公司井田煤种以动力煤、焦煤为主，2019年末公司煤炭资源可采储量约1.6亿吨，按2019年公司煤炭产量估算，公司剩余可采储量仍能开采20余年，业务持续性较好。

表 4 截至 2019 年末公司拥有的矿产资源情况（单位：万吨/年）

子公司	煤矿名称	煤种	核定产量	批准恢复生产的时间
山西宁武大运华盛庄旺煤业有限公司	庄旺煤矿	动力煤	150	2020.3.6
山西宁武大运华盛南沟煤业有限公司	南沟煤矿	动力煤	180	2019.7.31
山西宁武大运华盛煤矿老窑沟煤业有限公司	老窑沟煤矿	动力煤	120	2019.8.2
山西宁武德盛煤业有限公司	德盛煤矿	动力煤	90	2019.8.10
山西宁武张家沟煤业有限公司	张家沟煤矿	焦煤	90	2020.3.19
合计	-	-	630	-

资料来源：公司提供

公司煤种以动力煤和焦煤为主，煤炭质量总体较差，市场竞争力不足。2019年公司煤炭产能为630万吨，但2019年6月15日庄旺煤矿发生安全事故，受此影响公司各煤矿停产整顿一段时间，2019年公司煤炭产量同比减少21.36%至445.07万吨；从主要煤矿来看，南沟煤矿、老窑沟煤矿和德盛煤矿停产整顿时间较短，生产受影响程度相对较小，2019年产量分别同比减少8.27%、9.07%和14.30%；庄旺煤矿产量为91.75万吨，同比减少38.74%，主要系该煤矿自2019年6月15日起停产整顿到2020年3月6日所致；张家沟煤矿产量为2.84万吨，同比减少89.55%，主要系该煤矿在2019年春节后迟迟未达到验收条件，加之因安全事故停产整顿，全年生产时间较短所致。

表 5 2018-2019 年公司煤矿生产和销售情况（单位：万吨、元/吨）

子公司	产量		销量		产销率		销售均价	
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
山西宁武大运华盛庄旺煤业有限公司	149.78	91.75	149.51	92.37	99.82%	100.68%	236.64	262.98
山西宁武大运华盛南沟煤业有限公司	179.88	165.01	180.14	162.18	100.14%	98.28%	211.2	218.91
山西宁武大运华盛煤矿老窑沟煤业有限公司	119.41	108.58	121.07	108.85	101.39%	100.25%	244.13	246.99
山西宁武德盛煤业有限公司	89.72	76.89	96.12	85.23	107.13%	110.85%	243.85	237.45
山西宁武张家沟煤业有限公司	27.19	2.84	35.34	4.97	129.97%	175.00%	442.09	475.29
合计	565.98	445.07	582.18	453.60	102.86%	101.92%	243.99	240.91

资料来源：公司提供

煤炭价格方面，近两年公司煤炭销售均价保持相对稳定，2019年为240.91元/吨。销量方面，2019年公司煤炭销量为453.60万吨，同比减少22.09%；2019年公司产销率101.92%，保持相对稳定，产销情况仍较好。

整体来看，受停产整顿影响，公司煤炭产销量同比有所下降，公司原煤销售收入规模随之下降，2019年公司实现原煤销售收入10.93亿元，同比减少23.07%；原煤销售业务毛利率为45.06%，同比下降7.63个百分点，但仍处于较高水平。目前，煤炭价格在高位波动，未来仍需关注煤炭价格变化对公司原煤销售业务收入水平和盈利能力的影响。此外，考虑到煤炭开采要面临瓦斯、顶板、矿井水、发火、煤尘等灾害，公司原煤销售业务面临一定安全生产风险。

从下游客户来看，2019年公司前五大客户有所变动，前五大销售客户占煤炭销售收入的比重同比有所提高至24.34%。

表 6 2019 年公司原煤销售前五大客户及销售情况（单位：万元）

前五大客户	销售额	占原煤销售收入的比重
辛集市澳森钢铁有限公司	8,173.35	7.48%
灵石县嘉杰能源有限公司	5,888.11	5.39%
阳泉煤业晋东物流有限公司	4,665.14	4.27%
介休市陆源选煤有限公司	4,163.45	3.81%
曲阳县恒德商贸有限公司	3,704.66	3.39%

合计	26,594.71	24.34%
----	-----------	--------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司新增代建收入规模较大，但盈利能力较弱；目前待回购金额较大，该业务持续性较好

根据公司及子公司忻州市汇丰投资有限公司与忻州市政府签订的文件，忻州市政府委托公司完成协议项下约定的投资、建设、移交，并作为项目的回购主体，采用分期付款的方式回购建成的项目。2019年公司实现代建收入7.54亿元，毛利率为4.22%，收入明细见下表。截至2019年末公司主要代建项目待回购金额合计47.03亿元，该业务未来持续性较好。

表 7 2019 年公司代建收入情况（单位：万元）

项目名称	收入	成本	待回购金额
云中河生态环境综合治理（一期）	51,080.22	49,274.10	197,096.40
云中河防洪与生态治理	9,708.74	9,159.19	138,659.41
城市主干道工程	14,563.11	13,738.79	134,558.34
合计	75,352.07	72,172.07	470,314.16

资料来源：公司提供

公司承担忻州市重点工程建设任务，包括河道治理、道路建设等方面。截至2019年末，公司主要在建工程项目预计总投资37.61亿元，尚需投资8.73亿元。

表 8 截至 2019 年末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	项目已投资	是否回购
城市主干道工程	21.90	14.83	是
忻州秀容古城旅游综合开发项目（二期建设工程）	13.81	7.59	否
云中水厂及配套管网建设工程	1.90	3.23	否
合计	37.61	25.65	-

注 1：云中水厂及配套管网建设工程的已投资额已超过项目预算，此投资缺口因未考虑云中水厂及配套管网建设工程；

注 2：2019 年城市主干道工程无新增投资。

资料来源：公司提供

本期债券募投项目中的云中河生态环境综合治理（一期）已建设完成，已投资24.64亿元。根据《2012年忻州市资产经营管理中心企业债券募集说明书》，云中河生态环境综合治理（一期）项目的建成后可通过废水处理、有机肥生产、沼气生产、垃圾处理等，每年实现直接经营收入356万元，2019年公司获得政府确认的该项目回购款5.11亿元。

忻州市政府拟在本期债券存续期内，每年从行政事业性收费收入中提取3%，以及从城市维护建设税收入中提取15%作为水利建设基金，拨付公司专项用于支持其从事云中河

河道防洪与生态治理工程。2019年，公司收到补助款100.00万元。

截至2019年末，城市主干道工程计划总投资21.90亿元，已投资14.83亿元。根据初步规划，城市主干道工程中5条道路两侧沿线的土地面积总计约1,000亩，按照2013年忻州市城市土地均价550万元/亩测算，该部分土地使用权出让收入预计为55亿元。忻州市政府拟将上述可出让土地的收入按规定扣除相关成本及提留基金后的60%部分拨付给公司，用于平衡项目建设支出。2019年公司未获得相关款项拨付，但获得政府回购款1.37亿元。

在建项目忻州秀容古城旅游综合开发项目（二期建设工程）规划建设南关组团、三庙组团、书院组团三个组团以及修建东城楼至南城楼段城墙，总占地面积约为497.9亩，总建筑面积121,000平方米。项目建成后由公司子公司忻州秀容文旅产业投资有限公司负责运营，未来每年通过商铺租赁费以及管理费用实现收入1.79亿元。需注意的是，公司自营项目未来能否如期完工和实现预期收入存在不确定性。

此外，公司还从事供水业务、市政工程等业务。公司供水业务由子公司忻州市水务有限责任公司（以下简称“忻州水务”）运营。忻州水务是忻州市城区内向社会提供供水服务、供水管道安装以及设备安装的国营公共事业企业。截至2019年末，忻州水务拥有南水厂、北水厂、三水厂和云中水厂共4座水厂以及配套的供水生产系统。2019年公司实现供水业务收入6,669.85万元，毛利率为11.44%。公司市政工程建设由子公司忻州市市政工程有限公司（以下简称“市政公司”）负责开展。市政公司主要负责忻州市市政工程建设，盈利能力一般；2019年市政公司分别实现收入3,450.24万元，毛利率为6.57%。这些业务丰富了公司收入来源，但收入规模较小。

2019年公司获得一定力度的外部支持

为支持公司发展，2019年忻州市财政局拨付忻州市五馆一院文化广场发展有限公司的注册资金，增加公司资本公积0.10亿元。2019年公司获得财政补助0.18亿元，一定程度上提高了公司的利润水平。

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亚太（集团）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2019年度审计报告，报告按照新会计准则编制，2018年数据采用2019年审计报告的期初数。

资产结构与质量

公司资产规模继续保持增长，但资产以预付款项、存货、固定资产和在建工程为主，预付款项账龄较长，对公司资金形成一定占用，以土地为主的存货变现能力不强，部分资产为公益性资产，资产质量及流动性一般

公司资产总额继续保持增长，2019年末为335.05亿元，同比增长8.00%。从资产结构来看，2019年末流动资产占比略有下降至51.62%，公司资产仍以流动资产为主。

2019年末公司货币资金为26.24亿元，主要包括银行存款24.03亿元和定期存款2.20亿元，其中银行保证金1.00万元使用受限。2019年末公司预付款项账面价值57.42亿元，主要为预付工程款；前五大预付对象为北京城建道桥建设集团有限公司、太原市康培园林绿化工程有限公司、山西五建集团有限公司、山西宇通高速路面材料公司、太原市市政工程总公司，预付上述对象的款项余额合计22.54亿元，占当期预付款项总额的39.26%；公司预付款项占总资产规模的17.15%，主要预付对象的相关款项账龄较长，对公司资金形成一定占用。

2019年末公司其他应收款账面价值为13.08亿元，主要为应收忻州师范学院、五台山飞机场、芦芽山路桥项目的往来款，同比增长8.33%，主要系公司应收的往来款有所增长所致。2019年末公司存货账面价值为73.19亿元，同比增长15.13%，主要系公司新增土地资产及锦兴园房地产开发项目所致，2019年末公司存货中拟开发土地账面价值53.83亿元，其中储备和划拨地账面价值合计8.79亿元，公司土地主要为商务金融用地和住宅用地；开发成本主要包括校安工程10.10亿元和锦兴园房地产开发项目4.61亿元，校安工程主要是针对忻州市中小学进行安全整治，对当地学校的房屋建筑进行全面排查、加固。

表 9 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	262,392.36	7.84%	282,329.53	9.10%
预付款项	574,156.35	17.15%	577,418.10	18.61%
其他应收款	130,803.42	3.91%	120,746.19	3.89%
存货	731,935.47	21.86%	635,731.20	20.49%
流动资产合计	1,729,367.32	51.62%	1,637,584.45	52.79%
可供出售金融资产	124,664.54	3.72%	53,486.80	1.72%
固定资产	348,287.12	10.40%	348,274.83	11.23%
在建工程	833,506.52	24.89%	770,908.72	24.85%
无形资产	80,676.14	2.41%	84,076.49	2.71%

其他非流动资产	131,722.63	3.93%	131,754.88	4.25%
非流动资产合计	1,621,136.11	48.38%	1,464,662.77	47.21%
资产总计	3,350,503.43	100.00%	3,102,247.22	100.00%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司可供出售金融资产账面价值为12.47亿元，同比增长133.08%，主要系公司增加对山西大原铁路客运专线有限责任公司和忻州市开发区太行产业投资基金的投资所致。2019年公司固定资产账面价值为34.83亿元，保持相对稳定，主要为公司用于煤矿开采的机器设备、井巷工程以及房产，其中账面价值0.58亿元的固定资产为公益性资产。随着公司对工程项目的投入，2019年末在建工程账面价值同比增长8.12%至83.35亿元，主要包括云中河生态环境综合治理（一期）、云中河防洪与生态治理以及忻州市城乡建设开发有限公司承担的工程项目等。此外，忻州市城乡建设开发有限公司承担的道路工程等项目为公益性资产，账面价值合计25.63亿元。公司无形资产主要为采矿权，2019年末账面价值为8.07亿元，同比减少4.04%，主要系无形资产计提摊销所致。2019年末公司其他非流动资产账面价值为13.18亿元，保持相对稳定，其中账面价值为12.54亿元的管网和水库属于公益性资产。

整体来看，公司资产规模继续保持增长，但资产以预付款项、存货、固定资产和在建工程为主，预付款项账龄较长，存货以土地资产为主，固定资产为经营性必备资产，在建工程主要是基础设施建设项目，资产变现能力不强，账面价值合计38.75亿元的资产为公益性资产，占2019年公司总资产的比重为11.56%，公司资产质量及流动性一般。

盈利能力

公司营业收入保持增长，但由于盈利能力继续降低，公司利润水平有所下降

主要由于公司新增代建收入，2019年公司营业收入同比增长28.40%至19.88亿元。2019年综合毛利率同比下降至27.60%，主要系公司较高毛利的原煤销售收入下降且新增代建业务毛利率较低所致。2019年公司实现原煤销售收入10.93亿元，同比减少23.07%；原煤销售业务毛利率为45.06%，同比下降7.63个百分点，但仍处于较高水平。目前，煤炭价格在高位波动，未来仍需关注煤炭价格变化对公司原煤销售业务收入水平和盈利能力的影响。

2019年公司获得政府补助0.18亿元，计入营业外收入。由于公司盈利能力下降，2019年公司营业利润下降43.90%至1.86亿元，利润总额下降51.29%至1.71亿元。

表 10 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
----	--------	--------

营业收入	198,777.84	154,812.92
营业利润	18,558.57	32,635.76
营业外收入	2,217.46	3,845.10
利润总额	17,097.52	35,099.59
综合毛利率	27.60%	50.24%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

2019年公司经营活动现金流表现较好，投资支出规模较大，短期资金压力不大

2019年公司收现比同比下降至为0.88，经营获现能力有所下降。公司销售商品、提供劳务收到的现金保持相对稳定，2019年为17.59亿元。2019年公司收到其他与经营活动有关的现金同比有所增长至63.26亿元，主要系公司收到的往来款增长所致。2019年公司购买商品、接受劳务支付的现金同比减少35.92%至13.85亿元，主要系公司煤炭成本及城乡建设支付的工程款减少所致。2019年公司支付其他与经营活动有关的现金同比显著增长至32.34亿元，主要系公司支付给财政局及其他公司的往来款增长所致。综合来看，由于公司收到其他与经营活动有关的现金增长较快，2019年公司经营活动现金净流入同比增长至28.73亿元。

投资活动方面，2019年公司投资活动现金流入增长至3.73亿元，主要系公司投资的理财产品到期收到的现金规模较大所致。2019年公司投资活动现金流出同比增长至27.30亿元，主要系公司加大对煤炭开采的机器设备和井巷工程的资金投入并新增山西大原铁路客运专线有限责任公司、忻州市开发区太行产业投资基金等的投资所致。由于公司投资活动现金流出规模增长较快，2019年公司投资活动现金净流出继续扩大至23.58亿元。

筹资活动方面，2019年公司筹资活动现金流入主要通过借款，筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息。由于公司偿还债务规模较少，筹资活动净流出规模减少至3.80亿元。

综合来看，公司经营活动现金获现能力有所下降，但经营活动现金流持续流入，表现仍较好；2019年公司投资支出规模较大，2019年末公司主要在建项目尚需投资规模较大，但账面货币资金较为充裕，短期资金压力不大。

表 11 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.88	1.17
销售商品、提供劳务收到的现金	175,892.73	181,140.89
收到的其他与经营活动有关的现金	632,562.15	425,571.17
经营活动现金流入小计	808,454.88	606,712.06

购买商品、接受劳务支付的现金	138,539.18	216,197.27
支付的其他与经营活动有关的现金	322,514.27	104,793.62
经营活动现金流出小计	521,108.58	379,263.11
经营活动产生的现金流量净额	287,346.31	227,448.95
投资活动产生的现金流量净额	-235,755.09	-151,632.35
筹资活动产生的现金流量净额	-37,971.39	-125,733.87
现金及现金等价物净增加额	13,619.83	-49,917.27

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，偿债能力指标趋弱，未来仍面临一定偿债压力

受其他应付款增长的影响，2019年末公司负债总额同比增长12.22%至225.21亿元。从负债结构来看，2019年末公司流动负债占比提高至83.60%，仍以流动负债为主。主要由于公司利润积累，公司所有者权益同比略有增长至109.84亿元。主要由于负债规模增长较快，2019年末公司产权比率有所提高至205.04%，所有者权益对负债的保障程度进一步减弱。

表 12 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
负债总额	2,252,116.76	2,006,887.82
所有者权益	1,098,386.67	1,095,359.40
产权比率	205.04%	183.22%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司短期借款为1.86亿元，主要包括保证借款1.00亿元，抵押借款0.86亿元。2019年末公司应付账款余额为4.47亿元，同比增长27.73%，主要系公司应付工程款增长所致。公司2019年末其他应付款余额同比增长15.42%至173.93亿元，主要系应付忻州市财政局的往来款增长所致。2019年末公司一年内到期的非流动负债余额为5.51亿元，包括一年内到期的应付债券3.20亿元和一年内到期的长期借款2.31亿元。

表 13 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	18,648.00	0.83%	24,500.00	1.22%
应付账款	44,674.17	1.98%	34,975.08	1.74%
其他应付款	1,739,296.09	77.23%	1,506,883.16	75.09%
一年内到期的非流动负债	55,082.00	2.45%	57,902.00	2.89%
流动负债合计	1,882,809.88	83.60%	1,642,379.01	81.84%

长期借款	293,894.79	13.05%	275,875.79	13.75%
应付债券	20,000.00	0.89%	52,000.00	2.59%
非流动负债合计	369,306.89	16.40%	364,508.81	18.16%
负债合计	2,252,116.76	100.00%	2,006,887.82	100.00%
其中：有息债务	387,624.79	17.21%	410,277.79	20.44%

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末，公司长期借款余额为29.39亿元，同比增长6.53%，主要系公司融资规模扩大所致，主要包括质押借款22.34亿元和抵押借款5.67亿元。2019年末公司应付债券余额2.00亿元，包括13忻州债01和13忻州债02，同比减少61.54%，主要系公司偿还债券部分本金所致；

随着公司偿还了部分借款和债券本金，2019年末公司有息债务为38.76亿元，同比减少5.52%。从债务偿还期限结构来看，公司以长期债务为主，长期偿债压力相对较大。

2019年末公司负债规模同比增长较快，资产负债率上升至67.22%。近年公司现金短期债务比保持稳定，2019年末为3.56，现金类资产对短期有息债务的保障能力较弱。由于公司利润总额减少，2019年公司EBITDA同比减少21.26%至6.45亿元，EBITDA利息保障倍数有所降低至2.73。由于EBITDA减少，2019年末公司有息债务/EBITDA提高至6.01，长期偿债能力指标趋弱，未来仍面临一定偿债压力。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	67.22%	64.69%
现金短期债务比	3.56	3.43
EBITDA（万元）	64,537.89	81,959.70
EBITDA 利息保障倍数	2.73	3.63
有息债务/EBITDA	6.01	5.01

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、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，自2017年1月1日到报告查询日（2020年5月15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7,500.00万元，均无反担保措施，其中对民营企业的担保金额为4,000.00万元，公司存在一定或有负债风险。

表 15 截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	企业性质	担保金额	担保到期日	是否有反担保
忻州市第一中学	事业单位	3,500.00	2025.10.20	否
山西云中河自驾车房车露营地有限公司	民营企业	4,000.00	2027.12.25	否
合计	-	7,500.00	-	-

资料来源：公司提供

七、评级结论

2019年末公司煤炭资源可采储量约1.6亿吨，储量丰富，主要代建项目待回购金额合计47.03亿元，该等业务持续性较好，当地政府给予公司一定力度的支持；同时中证鹏元也关注到受安全事故停产整顿影响，2019年公司原煤销售业务收入下滑，公司原煤销售业务面临一定安全生产风险；公司资产以预付款项、存货、固定资产和在建工程为主，公益性资产占比较大，资产质量及流动性一般；公司有息债务规模较大，偿债能力指标一般，面临一定偿债压力及存在一定或有负债风险等风险因素。

基于上述情况，中证鹏元维持13忻州债01和13忻州债02信用等级为AA，公司主体长期信用等级维持为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	262,392.36	282,329.53	298,688.81
预付款项	574,156.35	577,418.10	462,994.27
其他应收款	130,803.42	120,746.19	95,314.98
存货	731,935.47	635,731.20	621,696.68
固定资产	348,287.12	348,274.83	346,049.82
在建工程	833,506.52	770,908.72	709,305.94
总资产	3,350,503.43	3,102,247.22	2,843,655.04
短期借款	18,648.00	24,500.00	28,300.00
其他应付款	1,739,296.09	1,506,883.16	1,196,217.31
一年内到期的非流动负债	55,082.00	57,902.00	81,752.00
长期借款	293,894.79	275,875.79	326,714.00
应付债券	20,000.00	52,000.00	84,000.00
总负债	2,252,116.76	2,006,887.82	1,809,871.54
有息债务	387,624.79	410,277.79	520,766.00
所有者权益	1,098,386.67	1,095,359.40	1,033,783.50
营业收入	198,777.84	154,812.92	151,826.84
营业利润	18,558.57	32,635.76	36,401.32
营业外收入	2,217.46	3,845.10	1,194.61
利润总额	17,097.52	35,099.59	36,368.74
经营活动产生的现金流量净额	287,346.31	227,448.95	255,021.11
投资活动产生的现金流量净额	-235,755.09	-151,632.35	69,153.05
筹资活动产生的现金流量净额	-37,971.39	-125,733.87	-150,890.54
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	27.60%	50.24%	58.41%
收现比	0.88	1.17	1.20
产权比率	205.04%	183.22%	175.07%
资产负债率	67.22%	64.69%	63.65%
现金短期债务比	3.56	3.43	2.73
EBITDA（万元）	64,537.89	82,402.35	85,650.57
EBITDA 利息保障倍数	2.73	3.63	6.60
有息债务/EBITDA	6.01	4.98	6.08

注：2017-2018年数据分别采用2018-2019年审计报告的期初数。
 资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年12月31日纳入合并范围的二级子公司

公司名称	注册资本(万元)	持股比例	业务性质
忻州市市政工程有限公司	1,000.00	100.00%	市政工程建设
忻州市开发区融通投资有限公司	1,000.00	99.00%	基础设施建设投资管理、投资项目参股
忻州市水务有限责任公司	6,000.00	50.00%	城市供水、污水处理及其再生利用
忻州市汇丰投资有限公司	13,000.00	100.00%	对外投资,对所投资项目的咨询、管理服务
忻州市城乡建设开发有限公司	25,334.52	100.00%	城乡基础设施项目建设的投融资
忻州涌盈环境建设有限公司	10,000.00	51.00%	土地整治、固废处置、矿山修复、特色现代农业及前述项目设计、施工、监理、招投标、建设、评估
忻州汇丰文旅产业投资有限公司	20,000.00	100.00%	以自有资金进行文化旅游产业项目投资

资料来源:公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据
有息债务	短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

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。