

2015 年山西凯嘉能源集团有限公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
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：

谭璇

2015年山西凯嘉能源集团有限公司公司债券 2020年跟踪信用评级报告

报告编号:

中鹏信评【2020】跟踪
第【518】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、路斗恒夫妇

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:
马琳丽 胡长森
电话:
010-66216006
邮箱:

mall@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司煤炭开采和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

本次跟踪评级结果

上次信用评级结果

本期债券信用等级

AA

AA

发行主体长期信用等级

AA-

AA-

评级展望

稳定

稳定

评级日期

2020年06月29日

2019年06月27日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)对山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2020年度跟踪评级结果为:本期债券信用等级维持为AA,发行主体长期信用等级维持为AA-,评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司煤炭资源储量较为丰富,业务发展较有保障,经营活动现金流净额仍表现较好,同时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。但中证鹏元也关注到,公司煤炭业务仍面临较大的生产风险和环保压力,公司未能办妥本期债券的采矿权抵押登记手续,小额贷款业务面临坏账损失,资产流动性较弱,面临较大的短期流动性压力,以及一定的或有负债等风险因素。

正面:

- 公司煤炭资源储量较为丰富,业务发展较有保障,经营活动现金流仍表现较好。公司煤种以瘦煤和焦煤为主。截至2019年末,公司煤矿剩余可采储量为2.51亿吨,且可开采年限较长,未来煤炭业务持续发展较有保障。2019年公司FFO为7.16亿元,仍保持较大规模,经营活动现金净流入10.35亿元,表现较好。
- 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。经中证鹏元综合评定,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：

- **公司煤炭业务发生一起安全事故，未来仍面临较大生产风险和环保压力。**2019年3月，公司最大的产煤子公司山西义棠煤业有限责任公司（以下简称“义棠煤业”）因较大安全事故停产整顿，虽然经整顿后于2019年8月复产，但事故对公司生产经营及当年利润均产生了较大影响。考虑到煤炭开采要面临瓦斯、顶板、矿井水、发火、煤尘等灾害，公司煤炭业务仍面临较大生产风险；同时，近年环保政策趋严格，公司煤炭业务开展亦面临较大的环保压力。
- **公司未能办妥本期债券的采矿权抵押登记手续。**根据晋国土资发（2013）237号、晋国土资函（2014）123号两项文件的规定，山西省国土资源厅认定公司以城峰煤业采矿权为本期债券提供的抵押担保不符合上述两项文件的规定，暂时不予办理采矿权抵押登记手续。
- **公司小额贷款业务面临坏账损失。**截至2019年末，公司小额贷款业务对外贷款余额为4,299.42万元，账面价值为2,519.91万元，大部分列为关注和次级类，面临坏账风险。
- **公司资产流动性较弱。**公司资产以固定资产和无形资产为主，且截至2019年末，受限资产账面价值17.00亿元，占总资产的比重为17.84%，规模较大，其他应收款账面价值4.35亿元，部分账龄较长，回款时间存在一定的不确定性，整体资产流动性较弱。
- **公司短期有息债务规模大，面临较大的短期流动性压力。**截至2019年末，公司有息负债为42.42亿元，其中短期有息负债为29.19亿元，短期债务占比较高，且流动比率和速动比率指标均表现较弱，公司仍面临较大的短期流动性压力。
- **公司面临一定的或有负债风险。**截至2019年末，公司对外担保金额合计2.67亿元，占期末所有者权益的比重为8.24%，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	953,096.87	929,742.35	945,043.63
归属于母公司所有者权益合计	265,108.65	252,155.52	234,154.19
有息负债	424,196.28	428,672.32	448,959.12

资产负债率	65.95%	67.10%	68.58%
流动比率	0.50	0.52	0.55
速动比率	0.39	0.42	0.46
营业收入	372,648.23	383,931.10	310,794.89
营业利润	30,960.35	64,252.42	81,712.42
净利润	18,690.24	47,625.78	64,272.00
综合毛利率	37.25%	42.92%	50.32%
总资产回报率	5.85%	10.64%	11.30%
EBITDA	88,495.06	130,057.49	126,270.16
EBITDA 利息保障倍数	3.64	3.74	5.80
经营活动现金流净额	103,519.01	115,228.04	68,670.94

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

晋中公投主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	3,718,675.41	3,448,443.31	3,165,114.71
所有者权益合计	1,801,925.43	1,621,312.42	1,423,127.17
资产负债率	51.54%	52.98%	55.04%
营业总收入	188,842.38	169,362.59	125,979.20
利润总额	102,842.22	32,540.97	23,170.99
经营活动现金流净额	49,557.81	131,837.66	39,878.15

资料来源：晋中公投 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2015 年 11 月 30 日公开发行 6 年期 5 亿元公司债券，募集资金原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。截至 2020 年 5 月 31 日，本期债券募集资金专项账户余额为 3,974.98 元。

二、发行主体概况

2019 年公司注册资本和实收资本均未变更，仍为 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%，公司控股股东为山西凯嘉投资有限公司，实际控制人为自然人路斗恒¹。2019 年公司合并报表范围内子公司无变化，截至 2019 年末仍为 13 家，详见附录二。

三、运营环境

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

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

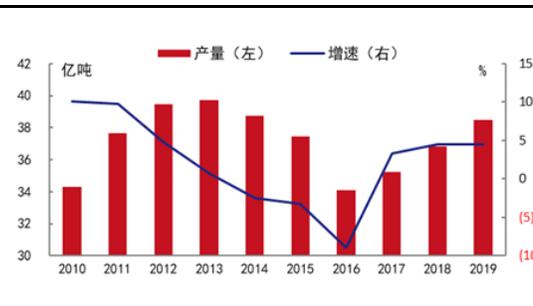
煤炭行业产能过剩的局面已大幅改善，行业整体去产能节奏将放缓。根据国家能源局发布的数据，截至 2018 年底，全国安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿 3,373 处，产能 35.3 亿吨

¹ 截至报告日，公司未能提供其实控人的个人征信报告。

/年；已核准（审批）、开工建设煤矿 1,010 处（含生产煤矿同步改建、改造项目 64 处）、产能 10.3 亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿 203 处，产能 3.7 亿吨/年，总产能规模为 45.6 亿吨，较 2015 年末有明显下降。而根据《煤炭工业发展“十三五规划”》，预计 2020 年我国原煤产量为 39 亿吨，煤炭消费量为 41 亿吨。近年环保及安全检查的力度很大，2019 年 11 月底，煤矿安监局发布《国家煤矿安全监察局关于开展煤矿安全集中整治的通知》，决定开展为期 3 个月的煤矿安全集中整治。环保及安检高压之下，行业产能很难做到完全释放，中证鹏元认为 45.6 亿吨的总产能规模相较于 39 亿吨的原煤产量而言，行业过剩的局面已经大幅改善。另外，国家统计局数据显示，煤炭行业产能利用率从 2016 年的 59.50% 已提升至 2019 年的 70.60%。未来煤炭行业发展由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能，预计行业去产能节奏进一步放缓。

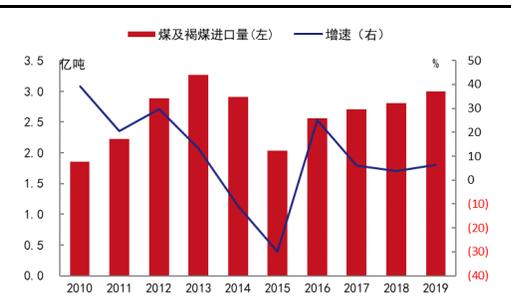
全国原煤产量连续实现正增长，供应地区集中度进一步提升，预计 2020 年原煤产量仍有望维持小幅增长。2017-2019 年原煤产量分别为 35.2 亿吨、36.8 亿吨和 38.5 亿吨，同比分别增长 3.3%、4.5% 和 4.0%，主要系下游需求超预期。就供应地区而言，“压缩东部、限制中部和东北、优化西部”为全国煤炭开发总体布局，2019 年山西、陕西及内蒙三省规模以上企业原煤产量占比达到了 70.5%，较去年上升 1.1 个百分点，产量进一步向“三西”集中。2020 年 COVID-19 疫情发生以来，煤炭供给短期收紧，随着保供政策陆续出台，国内煤炭企业产能已基本恢复。

图 1 原煤产量连续实现正增长



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 2 2019 年煤炭进口量增速上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

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

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

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

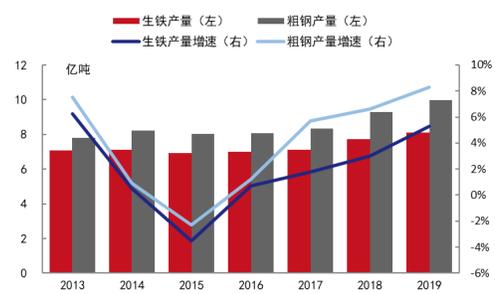
从下游各行业需求来看，我国煤炭消费主要集中在电力、钢铁、建材、化工等行业，并以电力行业为主。2018年我国火电发电量达4.98万亿千瓦时，同比增长6.0%，增速连续三年上升，但2019年增速降为1.9%，主要系全国社会用电量增速大幅回落，以及水电、核电、风电和太阳能发电等清洁能源替代所致；2015-2019年生铁产量连续5年上升，2019年生铁产量同比增长5.3%。2017-2019年，我国煤炭消费量连续三年实现正增长，其中2019年煤炭消费量增长1.0%。受COVID-19疫情影响，2020年春节后煤炭主消费地区复工复产周期延长，下游需求恢复进度较为缓慢，其中一季度煤炭消费量下降6.8%。鉴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

图3 2019年火电发电量增速回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 近年钢铁产量增速上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

从长期来看，随着石油和天然气资源的不断开采和利用，国内清洁能源、可再生能源、新能源的发展，我国能源消费结构将逐步改善，且环保政策持续加码，煤炭下游行业淘汰落后产能及产能整合仍将继续，未来煤炭消费增长将受到一定抑制，但是短期内煤炭在一次能源消费结构中的主导地位不会变。

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

2019年动力煤价格维持高位，炼焦煤价格出现回调。受益于行业供给侧改革，2016年下半年以来煤炭价格大幅回升，其中环渤海动力煤价格从2016年11月以来持续维持在高位，2019年在550元/吨~579元/吨之间波动，2020年二季度以来跌破550元/吨持续回落，截至5月上旬

跌至 526 元/吨。根据中国煤炭工业协会发布《2019 煤炭行业发展年度报告》，2020 年 1-4 月下水动力煤中长期合同（5,500 大卡）均价 543.5 元/吨，同比下降 11.8 元/吨，截至 5 月 6 日，下降为 475 元/吨，比年初下降 84 元/吨，较去年同期下降 142 元/吨，跌破中长期合同价格绿色区间。炼焦煤价格在 2016 年下半年快速上升，受环保限产政策以及钢铁行业回暖影响，2018 年 4 月以来焦炭价格涨势迅猛，支撑炼焦煤价格高位震荡上行。2019 年下游钢铁产业利润收缩，炼焦煤价格出现较大幅度回调。无烟煤价格亦于 2015 年下半年上涨，2017 年初达到峰值，随后由于下游化工行业景气度下降，无烟煤价格持续震荡下行，但是相较于 2016 年初仍处于相对高位。

图 5 环渤海动力煤价格高位回落

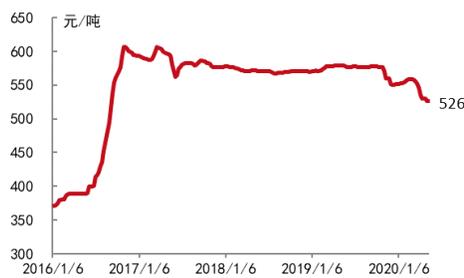
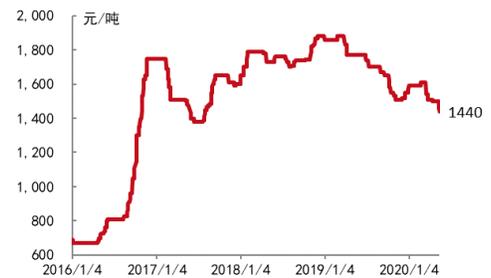


图 6 山西产京唐港主焦煤库提价继续下行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

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

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

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

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

图7 2019年行业盈利仍可观

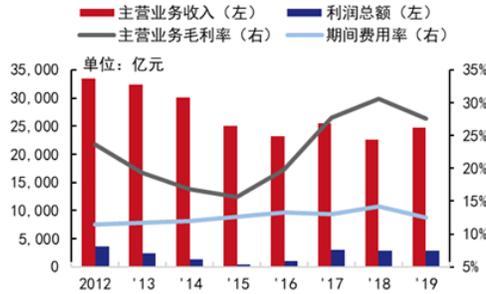
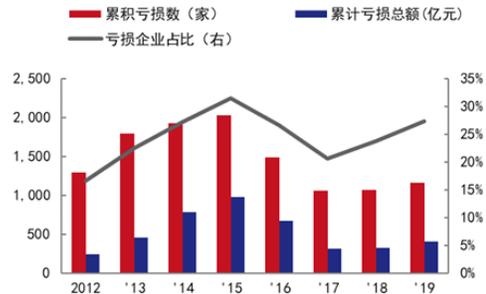


图8 2019年行业亏损面加大



注：2019年盈利指标按国家统计局公布的营业收入和营业成本等口径计算。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

公司仍主要从事煤炭开采与销售及瓦斯发电业务。2019年公司营业收入保持平稳，其中煤炭业务收入为354,004.81万元，是公司营业收入的主要来源；煤层气发电业务收入整体保持稳定。此外，由于当年结转规模较少，公司房地产业务收入大幅减少，2019年仅为1,191.09万元；公司其他类型业务收入规模仍较小。2019年公司综合毛利率为37.25%，同比有所下降，主要系煤炭业务毛利率下滑所致。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
煤炭	354,004.81	37.13%	352,400.37	44.06%
煤层气发电	11,325.31	38.94%	11,859.76	49.05%
房地产	1,191.09	48.97%	16,185.19	17.30%
旅游	1,289.08	100.00%	821.05	100.00%
物业	428.15	37.50%	416.50	41.07%
小额贷款	16.25	97.05%	6.46	85.25%
主营业务合计	368,254.69	37.44%	381,689.33	43.20%
其他业务	4,393.54	20.87%	2,241.77	-5.30%
合计	372,648.23	37.25%	383,931.10	42.92%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

公司煤炭资源储备丰富，销售均价维持高位，煤炭业务收入保持稳定，但受义棠煤业停产整顿影响，自产产量及毛利率有所下滑，且客户集中度较高

2019年公司拥有的煤炭矿区未发生变化，仍为义棠煤业、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2019年末，五个煤炭矿区地质储量合计达到41,362万吨，剩余可采储量合计达到25,080万吨。其中义棠煤业地质储量18,899万吨，剩余可采储量11,930万吨。

表2 截至2019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	18,899	11,930	47.00
倡源煤业	介休市连福镇后崖头村	42.00%	焦煤	2,916	1,830	15.60
安益煤业	介休市义棠镇白岸村	44.44%	肥煤、瘦煤	8,361	3,186	25.59
青云煤业	介休市连福镇赵家窑村	91.00%	焦煤	7,375	5,971	33.20
城峰煤业	介休市绵山镇城寺村	61.00%	贫瘦煤、焦煤	3,811	2,163	15.80
合计	-	-	-	41,362	25,080	-

资料来源：公司提供

2019年公司下属煤矿核定产能仍为540万吨/年。当年除义棠煤业发生安全事故后停产整顿5个月外，其余4个煤矿均正常生产。受事故影响，义棠煤业完成产量108.74万吨，同比大幅下降，此外，其他各煤矿中，安益煤业、青云煤业产量也呈不同程度下降，公司全年原煤产量合计为451.11万吨，同比下降17.75%。

表3 公司下属煤矿产能、产量情况（单位：万吨/年、万吨）

矿区名称	2019年		2018年		备注
	产能	产量	产能	产量	
义棠煤业	180	108.74	180	187.47	停产整顿5个月，后恢复正常生产
倡源煤业	90	68.29	90	63.64	正常生产
安益煤业	90	135.74	90	176.07	正常生产
青云煤业	90	64.05	90	71.18	正常生产
城峰煤业	90	74.29	90	50.09	正常生产
合计	540	451.11	540	548.45	-

资料来源：公司提供

煤炭洗选方面，公司煤炭洗选业务仍主要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。倡源煤业、城峰煤业分别配套90万吨/年坑口排矸车间，青云煤业拥有120万吨/年坑口跳汰选煤车间。从入洗煤种来看，义棠煤业在煤炭开采后，原煤全部直接通过皮带传送至洗煤车间进行煤炭洗选产出精煤，青云煤业、城峰煤业和倡源煤业的部分焦煤也运送至义棠洗煤厂进行洗选产出精煤。同时，公司主要将瘦煤搭配少量焦煤入洗得到瘦精煤。精煤方面，2019年入洗原煤量为82.24万吨，瘦精煤产量为54.54万吨，瘦精煤方面，2019年原煤入洗量为175.23万吨，瘦精煤产量为129.08万吨，产出率为73.66%；由于义棠煤业停产自产原煤减少，精煤入洗量显著减少，产出率亦有所下降。

表4 公司煤炭洗选情况（单位：万吨/年、万吨）

项目	2019年		2018年	
	瘦精煤	精煤	瘦精煤	精煤
洗选能力	300		300	
入洗量	175.23	82.24	171.66	117.93
精煤产量	129.08	54.54	132.97	81.60
产出百分比	73.66%	66.32%	77.46%	69.19%

资料来源：公司提供

原煤方面，由于义棠煤业停产自产原煤减少，2019年公司原煤（含中煤）产量、销量均显著下降，但受益于行业整体较为景气，售价仍有所提高。2019年公司洗出精煤54.54万吨，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，当年公司精煤销量89.53万吨；精煤销售均价方面，由于公司自产精煤煤质较好，且凯德能源的贸易业务对外销售均价较高，平均来看公司精煤售价达到1,346.70元/吨，同比显著提高。公司瘦精煤销量（含贸易销量）继续增长，平均价格保持稳定。综合来看，2019年公司实现煤炭业务收入354,004.81万元，同比保持稳定。但是煤炭业务毛利率下滑至37.13%，主要是义棠煤业停产自产原煤减少，公司需要外购煤炭销售以补足销量缺口，压缩了公司的毛利空间。

表5 公司煤炭产销情况（单位：万吨）

项目		2019年	2018年
原煤（含中煤）	产量	451.11	548.45
	销量	262.56	275.04
	平均售价（元/吨）	483.20	431.34
	销售收入（万元）	126,870.60	118,636.04
精煤	产量	54.54	81.60
	销量	89.53	139.47
	平均售价（元/吨）	1,346.70	973.52
	销售收入（万元）	120,576.33	135,777.52
瘦精煤	产量	129.08	132.97

销量	148.52	136.73
平均售价（元/吨）	717.46	716.64
销售收入（万元）	106,557.89	97,986.80

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，2019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23.17%；精煤与瘦精煤方面，2019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38.52%。从公司整体煤炭业务来看，公司前十大客户销售占比超过50%，存在一定的客户集中度风险。

表6 公司煤炭业务前五大客户情况（单位：万元）

原煤（含中煤）：					
2019年			2018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	54,437.57	15.38%	介休市安益新昌煤化有限公司	51,165.00	14.52%
河北大唐电力燃料有限公司	9,081.88	2.57%	四川他山石能源投资有限公司	7,595.54	2.16%
国电山东燃料有限公司	8,460.28	2.39%	国电山东燃料有限公司	6,935.02	1.97%
四川他山石能源投资有限公司	6,021.88	1.70%	国电菏泽发电有限公司	5,844.84	1.66%
国电菏泽发电有限公司	4,003.64	1.13%	河北大唐电力燃料有限公司	5,294.49	1.50%
合计	82,005.25	23.17%	合计	76,834.89	21.80%

精煤与瘦精煤：					
2019年			2018年		
客户名称	销售额	占比	客户名称	销售额	占比
宁波盈禾国际贸易有限公司	45,334.38	12.81%	本钢板材股份有限公司	27,252.41	7.73%
盛隆化工有限公司	28,692.28	8.11%	宁波盈禾国际贸易有限公司	26,768.15	7.60%
本钢板材股份有限公司	23,989.10	6.78%	鞍钢股份有限公司	22,496.53	6.38%
鞍钢股份有限公司	20,887.64	5.90%	盛隆化工有限公司	21,045.02	5.97%
山西万里鹏商贸有限公司	17,466.68	4.93%	鞍钢集团朝阳钢铁有限公司	16,037.76	4.55%
合计	136,370.08	38.52%	合计	113,599.86	32.24%

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。

2019年公司最大的产煤子公司义棠煤业发生安全事故并停产整改，公司煤炭产量、利润均

较同期减少，未来公司煤炭业务仍面临较大生产风险和环保压力

根据公司于 2019 年 3 月 21 日发布的《山西凯嘉能源集团有限公司关于下属子公司发生安全事故的公告》，2019 年 3 月 14 日 16 时左右，公司下属子公司义棠煤业在 020710 回采工作面进风顺槽（距切眼约 40m 处）施工溜煤眼时，放炮作业造成人员伤亡。当时现场共 9 人作业，其中 3 人死亡，5 人受伤，1 人自行升井。此次事故为较大安全事故，事故发生后，公司停产 5 个月（2019 年 3 月-8 月），期间公司召开反思教育整顿大会，提出“全面从严查处、全面彻底整改、全面大幅提升、全面根本好转”的工作导向；出台了煤炭主业常态化整改整顿 16 条措施和要求，推动安全生产状况逐步好转。义棠煤业于 2019 年 8 月 27 日复产，但受其停产影响，2019 年公司煤炭产量、利润均较同期减少。考虑到煤炭开采要面临瓦斯、顶板、矿井水、发火、煤尘等灾害，公司煤炭业务仍面临较大生产风险。同时，近年环保政策趋严格，公司煤炭业务开展亦面临较大的环保压力。

2019年公司瓦斯发电业务收入小幅减少，未来需关注发电机组的产能利用情况

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37,600.00万元，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。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，公司装机容量增至39.3兆瓦；三期项目于2018年9月底试运行，公司装机容量增至55.8兆瓦。2019年公司上网电价仍维持0.509元/度（含税），发电量26,880万度，上网25,297万度，发电收入小幅减少，毛利率下降。随着三期项目投产，公司总装机容量有所增加，但2019年发电量仍未有显著增加，主要原因是公司煤层气发电三期项目主要利用低浓度瓦斯发电，由于矿井低浓度瓦斯抽放及配套设备未完善，三期低浓度瓦斯发电机组2019年基本处于停机状态，后续需关注三期机组的产能利用情况。

表7 公司瓦斯发电项目运营情况

项目	2019年	2018年
装机容量（兆瓦）	55.8	55.8
发电量（万度）	26,880	29,487
其中：自用（万度）	1,583	1,714
上网（万度）	25,297	27,773
供电-上网电价（元/度）（含税价）	0.509	0.509

资料来源：公司提供

公司房地产项目未售面积较小，且已售未结算收入规模不大，未来房地产业务可实现收入有限

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三期项目和嘉欣园一期。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。2019年公司仅实现房地产收入1,191.09万元，主要结转的是嘉和园一期及二期项目剩余少量尾房。此外，当年公司嘉和园三期实现较多预售，截至2019年末已售面积5.12万平方米，已售金额20,541.00万元。

截至2019年末，公司房地产开发项目尚需投资规模不大，未售面积、已售未结算收入规模均不大，未来公司房地产业务可实现收入有限。

表8 截至2019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	5.46	5.22	28,000.00	28,000.00
嘉和园二期	30,000	30,000	7.80	6.99	34,400.00	33,691.00
嘉和园三期	19,000	11,993	5.21	5.12	20,541.00	871.32
嘉欣园一期	21,416	16,600	5.73	5.44	20,900.00	14,276.99
合计	90,416	78,593	24.20	22.77	103,841.00	76,839.31

资料来源：公司提供

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25,000万元，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，2019年公司实现旅游收入1,289.08万元，同比增长57%，主要系接待旅客人数增加，但规模仍较小，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2019年末，同盛小贷对外贷款余额为4,299.42万元，账面价值2,519.91万元，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2018-2019年审计报告，报告采用新会计准则编制。2019年公司纳入合并报表范围的子公司无变化，截至2019年末仍为13家，详见附录二。

资产结构与质量

公司资产以固定资产及无形资产为主，且部分资产受限，其他应收款部分账龄较长，回款时间存在一定的不确定性，整体资产流动性较弱

2019年公司资产规模有所增加，年末为953,096.87万元；资产仍以非流动资产为主，2019年末非流动资产占比75.06%。

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	44,089.74	4.63%	32,393.50	3.48%
应收票据	34,162.93	3.58%	36,626.77	3.94%
应收账款	54,176.63	5.68%	41,373.12	4.45%
预付款项	6,905.66	0.72%	15,217.23	1.64%
其他应收款	43,524.88	4.57%	52,478.33	5.64%
存货	48,740.61	5.11%	42,239.19	4.54%
流动资产合计	237,719.29	24.94%	225,047.50	24.21%
发放贷款及垫款	2,519.91	0.26%	2,633.09	0.28%
可供出售金融资产	75,643.24	7.94%	75,643.24	8.14%
固定资产	443,513.42	46.53%	429,818.03	46.23%
在建工程	19,054.99	2.00%	21,568.80	2.32%
无形资产	148,142.05	15.54%	151,195.40	16.26%
商誉	20,129.00	2.11%	20,129.00	2.17%
非流动资产合计	715,377.58	75.06%	704,694.85	75.79%
资产总计	953,096.87	100.00%	929,742.35	100.00%

资料来源：公司2018-2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司货币资金为44,089.74万元，其中票据保证金33,000.00万元，使用受限。2019年末，公司应收票据共计34,162.93万元，其中银行承兑汇票28,462.93万元，商业承兑汇票5,700.00

万元。应收账款为应收的煤炭销售款，2019年末为54,176.63万元，金额前五单位欠款占比为83.66%，账龄较短，但前五单位较上年进一步集中，仍需关注坏账风险。公司预付款项主要为预付工程款和土地款，2019年末为6,905.66万元，较期初有所下降。公司其他应收款主要为往来款，2019年末为43,524.88万元，同比有所减少，但规模仍较大，部分账龄较长，未来回款时间存在一定的不确定性；其中关联方山西安益洪山陶瓷有限公司欠款27,600.13万元，占其他应收款期末余额的60.62%，对公司资金占用较多。公司存货主要为房地产开发成本、开发产品和库存商品（煤炭），2019年末公司存货为48,740.61万元，其中库存商品11,594.95万元；房地产开发产品17,885.41万元、开发成本14,071.67万元。

公司发放贷款及垫款主要为子公司同盛小贷发放的贷款，截至2019年末账面余额为4,299.42万元，账面价值2,519.91万元，需继续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，2019年末为75,643.24万元，对山西介休义棠瑞东煤业有限公司股权投资实现一定规模投资收益；其中账面价值为41,462.00万元的股权已质押。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2019年末为443,513.42万元，其中尚有59,690.71万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19,054.99万元。公司无形资产变化不大，仍主要为采矿权，2019年末为148,142.05万元，其中4,161.10万元的集团办公用地未办妥产权证；且账面价值为39,371.77万元的采矿权已抵押。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2019年末，公司受限资产共169,986.77万元，占总资产的比重为17.84%。

整体来看，公司固定资产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。

资产运营效率

公司资产运营效率基本稳定

2019年公司营业收入较上年小幅下降，应收账款及应收票据周转天数、存货周转天数基本保持稳定，但应付票据及应付账款整体周转天数有所减少，净营业周期呈现增加，但整体来看，考虑应付票据后，公司净营业周期持续为负数。

此外由于收入下降，但资产规模仍保持增长，2019年公司固定资产周转天数和总资产周转天数分别增加至421.84天和909.47天，均有小幅增加。

表 10 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款及应收票据周转天数	80.35	81.93
存货周转天数	70.03	73.17
应付票据及应付账款周转天数	247.44	257.65
净营业周期	-97.06	-102.55
流动资产周转天数	223.53	236.23
固定资产周转天数	421.84	376.94
总资产周转天数	909.47	878.96

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入小幅下降，净利润下降较多，盈利能力显著下滑

2019年公司实现营业收入372,648.23万元，同比小幅下降；其中，煤炭业务收入为354,004.81万元，是营业收入的主要构成部分，同比保持稳定；房地产板块由于结转销售较少，收入显著减少，当年仅1,191.09万元，煤层气发电收入基本保持稳定。

毛利率方面，2019年受义棠煤矿停工影响，公司收入占比最大的煤炭业务毛利率较上年下降6.94个百分点，拖累公司综合毛利率同步下降5.67个百分点至37.25%；期间费用方面，2019年公司停工损失计入管理费用，管理费用大幅上涨，带动期间费用率上升，较大地侵蚀了公司的利润。此外，2019年公司实现投资收益5,557.63万元，主要来自可供出售金融资产的现金分红，同比显著减少。2019年公司实现营业利润30,960.35万元，同比显著下降，公司盈利能力显著下滑。

表11 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	372,648.23	383,931.10
投资收益	5,557.63	10,615.09
营业利润	30,960.35	64,252.42
利润总额	31,162.29	64,969.84
净利润	18,690.24	47,625.78
综合毛利率	37.25%	42.92%
营业利润率	8.31%	16.74%
期间费用率	24.70%	21.79%
总资产回报率	5.85%	10.64%
净资产收益率	5.93%	15.80%
营业收入增长率	-2.94%	23.53%
净利润增长率	-60.76%	-25.90%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，但是仍面临一定的筹资压力

2019 年公司经营收现比为 1.06，表现较好，但由于净利润的减少，公司 FFO 有所下降，2019 年为 71,584.10 万元，但是仍保持在较大规模。2019 年公司其他应收项目有所减少，且应付票据规模有所增加，公司经营活动现金流净额表现仍较好，全年净流入 103,519.01 万元，规模仍较大。

投资活动方面，公司继续推进各项工程建设，投资活动现金净流出规模为 22,506.57 万元。2019 年公司筹资活动产生的现金净流出 76,316.19 万元，主要为偿付到期债务及支付利息。但考虑到 2019 年末公司有息债务规模仍较大，且短期有息债务占比较高，未来公司仍面临一定的筹资压力。

表12 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年
收现比	1.06	1.53
净利润	18,690.24	47,725.78
非付现费用	33,690.19	30,899.01
非经营损益	19,203.67	27,515.13
FFO	71,584.10	106,139.92
营运资本变化	27,683.40	9,088.12
其中：存货减少（减：增加）	-5,875.68	4,609.47
经营性应收项目的减少（减：增加）	29,657.84	-2,517.33
经营性应付项目的增加（减：减少）	3,901.24	6,995.98
经营活动产生的现金流量净额	103,519.01	115,228.04
投资活动产生的现金流量净额	-22,506.57	-76,087.48
筹资活动产生的现金流量净额	-76,316.19	-49,222.28
现金及现金等价物净增加额	4,696.24	-10,081.72

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模仍较大，且短期有息债务占比较高，仍面临较大流动性压力

随着利润的积累，公司所有者权益有所增长，2019 年末为 324,547.63 万元。2019 年末公司产权比率为 193.67%，同比略有下降，但权益对负债的覆盖程度仍较弱。

表 13 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019 年	2018 年
------	--------	--------

负债总额	628,549.24	623,891.14
所有者权益	324,547.63	305,851.21
产权比率	193.67%	203.99%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

从公司负债结构来看，仍以流动负债为主，2019 年末流动负债占负债总额的比重为 76.13%，同比提高。

2019 年末公司短期借款为 175,892.00 万元，占负债的比重达 27.98%，包括信用借款 23,000.00 万元、保证借款 110,392.00 万元、委托借款 8,000.00 万元、抵押借款 7,000.00 万元和质押借款 27,500.00 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。公司应付票据全部为银行承兑汇票，2019 年末为 106,000.00 万元，占总负债的比重为 16.86%，规模较大。公司应付账款主要为应付设备款与材料款，2019 年略有上升。2019 年末公司其他应付款为 69,849.42 万元，主要为与股东及其他单位的往来款。2019 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 10,000.00 万元和一年内到期的煤炭资源价款 6,293.56 万元。

表14 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	175,892.00	27.98%	144,902.00	23.23%
应付票据	106,000.00	16.86%	98,800.00	15.84%
应付账款	61,388.58	9.77%	55,267.53	8.86%
其他应付款	69,849.42	11.11%	69,359.33	11.12%
一年内到期的非流动负债	16,293.56	2.59%	19,636.51	3.15%
流动负债合计	478,495.79	76.13%	431,190.25	69.11%
长期借款	82,500.00	13.13%	125,300.00	20.08%
应付债券	49,804.28	7.92%	49,714.32	7.97%
长期应付款	13,194.76	2.10%	14,095.66	2.26%
非流动负债合计	150,053.45	23.87%	192,700.89	30.89%
负债合计	628,549.24	100.00%	623,891.14	100.00%
其中：有息负债	424,196.28	67.49%	428,672.32	68.71%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司长期借款为 82,500.00 万元，同比有所下降，主要为保证借款。应付债券为公司于 2015 年发行的本期债券。2019 年末公司长期应付款为 13,194.76 万元，全部为煤炭资源价款。

截至 2019 年末，公司有息债务为 424,196.28 万元，占负债总额的比重达 67.49%，有息负债规模依然较大，其中短期有息债务为 291,892.00 万元，短期债务占比较高，公司面临较大的短期刚

性债务压力。

从各项偿债指标来看，2019年末公司资产负债率为65.95%，较上年末略有下降，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。随着盈利的下降，公司EBITDA下降至88,495.06万元，EBITDA利息保障倍数下降至3.64，对利息的覆盖程度略有减弱。

表15 公司主要偿债能力指标

指标名称	2019年	2018年
资产负债率	65.95%	67.10%
流动比率	0.50	0.52
速动比率	0.39	0.42
EBITDA（万元）	88,495.06	130,057.49
EBITDA 利息保障倍数	3.64	3.74
有息债务/EBITDA	4.79	3.30
债务总额/EBITDA	7.10	4.80
经营性净现金流/流动负债	0.22	0.27
经营性净现金流/负债总额	0.16	0.18

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

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年晋中公投资本公积转增实收资本5.00亿元。截至2019年末，晋中公投注册资本和实收资本均为10.00亿元，晋中市人民政府为晋中公投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。2019年晋中公投实现营业收入187,358.31万元，毛利率为45.90%。

表16 晋中公投营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
供暖费	64,291.58	34.30%	54,499.91	25.03%
过路费	48,519.42	67.28%	40,246.58	69.81%
旅游收入	4,450.63	71.85%	13,526.30	55.80%
销售自来水	12,904.83	33.40%	11,974.86	28.72%
商品房销售	8,318.44	20.57%	11,345.54	39.09%
其他	13,652.17	48.71%	10,382.13	27.95%
主营业务合计	152,137.07	46.38%	141,985.31	42.31%
其他业务	35,221.24	43.82%	26,029.62	51.86%
合计	187,358.31	45.90%	168,014.93	43.79%

资料来源：晋中公投 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，晋中公投资产总额为371.87亿元，所有者权益合计180.19亿元，资产负债率为51.54%；2019年度，其实现营业总收入18.88亿元，利润总额10.28亿元，经营活动产生的现金净流入4.96亿元。晋中公投资产规模较大，经营较为稳定，经中证鹏元综合评定，晋中公投主体长期信用等级为AA，其为本期债券提供的保证担保提升了本期债券的信用水平。

表 17 晋中公投主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
总资产	3,718,675.41	3,448,443.31
所有者权益合计	1,801,925.43	1,621,312.42
资产负债率	51.54%	52.98%
现金短期债务比	2.24	3.57
营业总收入	188,842.38	169,362.59
投资收益	62,206.89	13,327.73
利润总额	102,842.22	32,540.97
综合毛利率	46.33%	43.79%
EBITDA	169,787.67	96,768.14
经营活动现金净额	49,557.81	131,837.66

资料来源：晋中公投 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

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、其他事项分析

(一) 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年6月17日），公司本部不存在未结清不良类贷款记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务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，公司对外担保金额合计26,740.00万元，占期末所有者权益的比重为8.24%，公司面临一定的或有负债风险。

表18 截至2019年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保形式
------	------	------

山西安益洪山陶瓷有限公司	3,350.00	保证
山西安晟科技发展有限公司	4,000.00	保证
山西介休大佛寺煤业有限公司	19,390.00	保证
合计	26,740.00	-

资料来源：公司 2019 年审计报告

八、评级结论

公司尚有煤矿剩余可采储量2.51亿吨，煤炭资源储量丰富，业务发展较有保障，公司经营活动现金流仍表现较好；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。

同时中证鹏元也关注到，公司最大的产煤子公司义棠煤业发生较大煤矿安全生产事故并停产整顿，对公司生产经营及当年利润均产生了一定影响，公司煤炭业务仍面临较大生产风险和环保压力；公司未能办妥本期债券的采矿权抵押登记手续；公司小额贷款大部分列为关注和次级，小额贷款业务面临坏账损失；公司资产以固定资产及无形资产为主，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；2019年末公司有息债务规模较大，短期偿债指标表现较弱，面临较大的短期流动性压力；公司对外担保面临一定或有负债风险。

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

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	44,089.74	32,393.50	61,475.22
固定资产	443,513.42	429,818.03	374,172.51
无形资产	148,142.05	151,195.40	150,357.34
总资产	953,096.87	929,742.35	945,043.63
短期借款	175,892.00	144,902.00	196,368.00
应付票据	106,000.00	98,800.00	111,995.00
应付账款	61,388.58	55,267.53	47,622.09
其他应付款	69,849.42	69,359.33	43,836.38
一年内到期的非流动负债	16,293.56	19,636.51	50,488.01
长期借款	82,500.00	125,300.00	48,740.00
应付债券	49,804.28	49,714.32	49,628.62
长期应付款	13,194.76	14,095.66	41,242.23
总负债	628,549.24	623,891.14	648,112.56
有息债务	424,196.28	428,672.32	448,959.12
所有者权益合计	324,547.63	305,851.21	296,931.07
营业收入	372,648.23	383,931.10	310,794.89
营业利润	30,960.35	64,252.42	81,712.42
净利润	18,690.24	47,625.78	64,272.00
经营活动产生的现金流量净额	103,519.01	115,228.04	68,670.94
投资活动产生的现金流量净额	-22,506.57	-76,087.48	-42,924.07
筹资活动产生的现金流量净额	-76,316.19	-49,222.28	-20,724.99
财务指标	2019年	2018年	2017年
应收账款及应收票据周转天数（天）	80.35	81.93	86.57
存货周转天数（天）	70.03	73.17	102.60
应付票据及应付账款周转天数（天）	247.44	257.65	385.42
净营业周期（天）	-97.06	-102.55	-196.25
流动资产周转天数（天）	223.53	236.23	296.76
固定资产周转天数（天）	421.84	376.94	413.81
总资产周转天数（天）	909.47	878.96	1,059.00
综合毛利率	37.25%	42.92%	50.32%
期间费用率	24.70%	21.79%	19.16%
营业利润率	8.31%	16.74%	26.29%
总资产回报率	5.85%	10.64%	11.30%
净资产收益率	5.93%	15.80%	24.11%

营业收入增长率	-2.94%	23.53%	66.83%
净利润增长率	-60.76%	17.82%	451.01%
资产负债率	65.95%	67.10%	68.58%
流动比率	0.50	0.52	0.55
速动比率	0.39	0.42	0.46
EBITDA (万元)	88,495.06	130,057.49	126,270.16
EBITDA 利息保障倍数	3.64	3.74	5.80
有息债务/EBITDA	4.79	3.30	3.62
债务总额/EBITDA	7.10	4.80	5.13
经营性净现金流/流动负债	0.22	0.27	0.14
经营性净现金流/负债总额	0.16	0.18	0.11

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2019年末公司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	-	61.00	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	-	100.00	同一控制控股合并
介休义民投资有限公司	投资管理	100.00	-	非同一控制控股合并

资料来源：公司 2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录三 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据及应收账款 周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据及应收账款账面价值} + \text{期末应收票据及应收账款账面价值})] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付票据及应付账款 周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收票据及应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付票据及应付账款周转天数
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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 投资性房地产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 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
净资产收益率	净利润 / ((本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2) $\times 100\%$

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。