

开滦能源化工股份有限公司  
2012 年公司债券(第一期)、  
公开发行 2012 年公司债券(第二期)  
2019 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【2019】跟踪第【47】号 01

债券简称: 第一期: 12 开滦 01; 第二期: 12 开滦 02

增信方式: 保证担保

担保主体: 开滦(集团) 有限责任公司

债券剩余规模: 28.3 亿元(其中: 第一期 13.3 亿元, 第二期 15.0 亿元)

债券到期日期: 第一期: 2019 年 10 月 30 日; 第二期: 2020 年 09 月 26 日

债券偿还方式: 债券到期一次还本, 附第一期于第 5 年末和第二期于第 4 年末公司上调票面利率选择权和债券持有人回售选择权

分析师 姓名: 马琳丽 胡长森

电话: 010-66216006

邮箱: [mall@cspengyuan.com](mailto: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公司官方网站。

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](http://www.cspengyuan.com)

## 开滦能源化工股份有限公司 2012 年公司债券(第一期)、 公开发行 2012 年公司债券(第二期) 2019 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: AAA; 第二期: AAA	第一期: AAA; 第二期: AAA
发行主体长期信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 05 月 20 日	2018 年 05 月 11 日

### 评级结论:

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”) 对开滦能源化工股份有限公司(以下简称“开滦股份”或“公司”)及其 2012 年 10 月 30 日发行的第一期公司债券(以下简称“12 开滦 01”)与 2014 年 9 月 26 日发行的第二期公司债券(以下简称“12 开滦 02”)的 2019 年度跟踪评级结果为: 12 开滦 01 和 12 开滦 02 信用等级维持为 AAA, 发行主体长期信用等级维持为 AAA, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到 2018 年公司营业收入保持增长, 盈利水平较好, 经营业务资金回笼能力进一步提高, 经营活动现金流表现良好; 开滦(集团) 有限责任公司(以下简称“开滦集团”)为本期债券提供的保证担保仍有一定保障。同时中证鹏元也关注到, 公司煤化工业务受环保政策影响大, 且面临价格波动风险; 公司有息债务规模仍较大, 且存在一定的集中偿付压力, 同时面临一定的安全生产风险和环保监管风险等风险因素。

### 正面:

- 公司营业收入保持增长, 盈利水平较好。受焦化产品售价上涨以及聚甲醛项目投产影响, 2018 年公司实现主营业务收入 203.91 亿元, 同比增长 10.07%, 实现营业利润 20.75 亿元, 同比增长 147.21%, 综合毛利率为 16.42%, 较上年提升 5.41 个百分点, 盈利水平较好。
- 公司经营业务资金回笼能力进一步提高, 经营活动现金流净额表现良好。2018 年公司净营业周期为 21.69 天, 较 2017 年下降 8.73 天, 公司经营业务资金回笼能力进一步提高; 经营活动产生的现金净流入 33.20 亿元, 同比大幅增加, 经营活动现

金流净额表现良好。

- **开滦集团为本期债券提供的保证担保仍有一定保障。**开滦集团是河北省内特大型国有企业，中证鹏元评定其主体长期信用等级为 AAA，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仍有一定保障。

### 关注：

- **公司煤化工业务受环保政策影响大，且面临价格波动风险。**环保政策对公司煤化工业务产销影响大，京津冀及周边地区对煤化工企业环保限产政策仍未放松，未来公司煤化工业务或受影响；受石油价格波动影响，近年煤化工产品价格大幅波动导致公司煤化工业务收入规模和盈利能力出现波动，未来公司煤化工业务仍面临价格波动风险。
- **公司有息债务规模仍较大，且存在一定的集中偿付压力。**截至 2018 年末，公司有息债务合计 76.00 亿元，规模仍较大，且 2019 年需偿还债务 51.70 亿元，存在一定的集中偿付压力。
- **公司面临一定的安全生产风险和环保监管风险。**公司作为能源化工企业，长期面临瓦斯、矿井水等自然灾害及高温高压等不安全因素，如果发生重大安全事故，将影响公司的生产经营，造成公司一定时期内的经济效益下滑；此外，公司的煤炭产业和煤化工产业都是环保要求较高的行业，对公司的资本性支出和生产成本提出一定要求，2018 年公司环保投入共计 8.73 亿元。

### 公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	2,513,711.97	2,483,463.39	2,250,074.98	2,033,860.20
归属于母公司所有者权益合计	1,091,356.28	1,052,089.83	930,180.40	702,601.72
有息债务	757,792.15	760,000.01	765,609.78	829,949.17
资产负债率	48.29%	49.47%	50.71%	56.95%
流动比率	1.18	1.15	1.28	0.97
速动比率	1.08	1.01	1.12	0.71
营业收入	570,237.37	2,046,001.17	1,856,157.78	1,172,877.01
营业利润	55,624.04	207,470.14	83,924.26	61,641.66
净利润	42,514.26	161,401.32	57,447.77	56,431.03
综合毛利率	15.56%	16.42%	11.01%	15.02%
总资产回报率	-	10.05%	5.46%	4.75%
EBITDA	-	306,386.53	182,464.42	149,110.50

EBITDA 利息保障倍数	-	8.56	4.46	2.88
经营活动现金流净额	61,157.15	331,972.98	178,505.41	89,109.28

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

#### 开滦集团主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	8,323,582.64	8,096,417.65	7,947,085.53	8,084,012.76
归属于母公司所有者权益	1,155,035.49	1,150,536.63	1,210,237.80	1,489,122.08
资产负债率	71.87%	71.44%	70.75%	70.50%
营业收入	1,875,808.88	7,602,270.49	8,611,443.92	5,768,187.86
净利润	6,591.17	20,264.55	3,468.64	3,463.01
经营活动现金流净额	28,783.47	415,785.79	348,657.05	189,161.91

资料来源：开滦集团 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2012年10月30日及2014年9月26日分别发行“12开滦01”和“12开滦02”共计30亿元，募集资金计划用于偿还子公司原有债务和补充营运资金，截至2019年4月30日，“12开滦01”和“12开滦02”募集资金余额为0。

## 二、发行主体概况

2018年，公司注册资本及实收资本、控股股东及实际控制人、纳入合并报表范围的子公司均未发生变化。截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为15.88亿元，其中开滦集团持股44.12%，仍是公司控股股东，中国信达资产管理股份有限公司持股22.24%，是公司第二大股东，公司的实际控制人仍为河北省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“河北省国资委”）。

## 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，产量连续两年实现正增长，预计煤炭市场供给偏紧的状况在2019年有所缓解**

自2016年2月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（国发[2016]7号）起，本轮煤炭行业供给侧改革正式开始，“十三五”期间煤炭行业去产能目标为8亿吨。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。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45.6亿元，虽然较2015年末有明显下降，但总产能相对于2018年36.8亿吨的原煤产量仍然相对过剩。

由于下游需求超预期，且伴随先进产能逐渐释放，全国原煤产量连续两年实现正增长。2017-2018年原煤产量分别为35.2亿吨和36.8亿吨，同比分别增长3.3%和4.5%，2018年除7月份外，其余各月均实现正增长。考虑到2017-2018年行业供给偏紧，部分地区出现阶段性供给不足，预计2019年去产能的节奏趋缓。随着新增产能持续释放以及去产能节

奏放缓，预计煤炭市场供给偏紧的状况在 2019 年将有所缓解。

煤炭进口方面，2017 年行业供给偏紧，全年进口量同比增长 6.1%；2018 年 10 月以来进口煤政策逐渐收紧，全年煤炭进口量为 2.81 亿吨，同比增长 3.9%，增速较 2017 年回落 2.2 个百分点。预计 2019 年进口煤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重要砝码。

图 1 原煤产量连续两年实现正增长

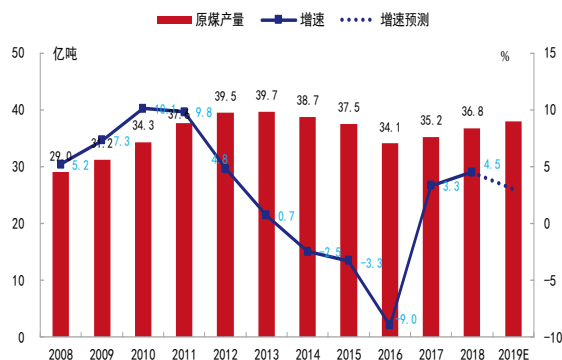
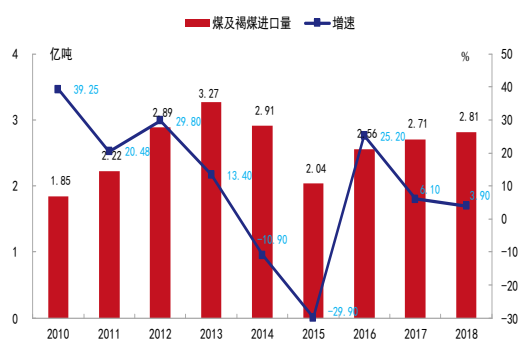


图 2 2018 年煤炭进口量增速回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

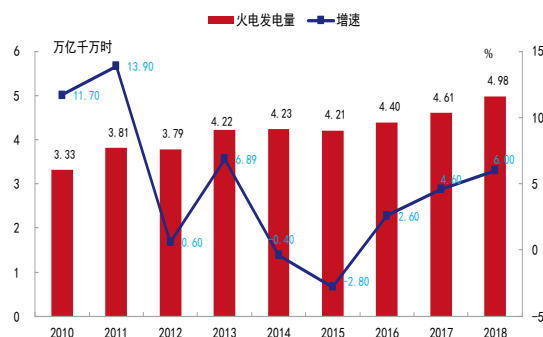
资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 煤炭消费量连续两年实现正增长，预计 2019 年煤炭需求仍有支撑，市场有望实现供需相对平衡

煤炭资源是我国重要的基础资源和能源原料，我国富煤、贫油、少气的资源特点决定了其在一次能源消费结构中处于主导地位。近年来煤炭占能源消费总量的比重虽有下降趋势，但是仍处于绝对主导地位。2018 年全国煤炭消费量占能源消费总量的 59.0%，比 2017 年下降 1.4 个百分点，占比首次低于 60%，根据《煤炭工业发展“十三五规划”》，预计到 2020 年，煤炭消费比重下降至 58% 左右。

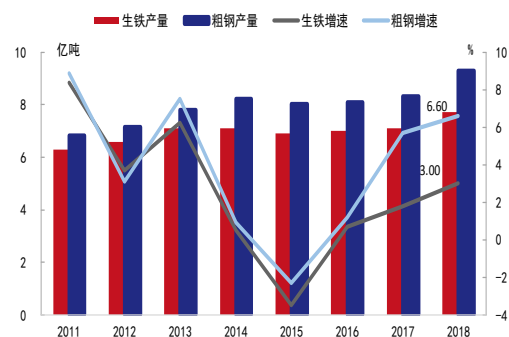
从需求来看，我国煤炭消费的行业结构呈现多元化的特点，但主要集中在电力、钢铁、建材、化工等行业，其中火电耗煤、钢铁耗煤、建材耗煤和化工耗煤约占煤炭总消费量的 47%、16%、13% 和 7%。2018 年，我国火电发电量达 4.98 万亿千瓦时，同比增长 6.0%，增速连续三年上升；生铁和粗钢产量分别为 7.71 亿吨和 9.28 亿吨，同比分别增长 3.0% 和 6.6%，增速亦连续三年上升。2017 年和 2018 年，我国煤炭消费量连续两年实现正增长。鉴于我国经济稳中向好的长期发展态势没有改变，经济增长正在向高质量发展转变，中证鹏元预计 2019 年火电、钢铁增速会回落，但是仍然会维持正增长，煤炭需求仍有支撑，煤炭市场有望实现供需相对平衡。

图3 近三年火电发电量增速上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图4 近三年钢铁产量增速上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

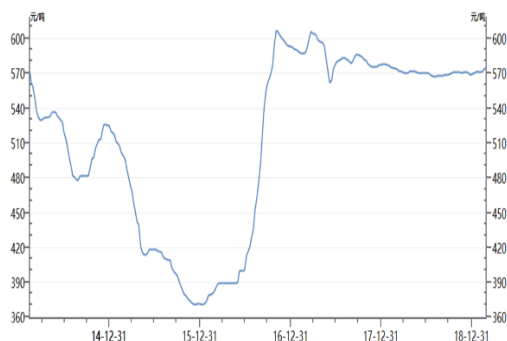
从长期来看，随着石油和天然气资源的不断开采和利用，国内清洁能源、可再生能源、新能源的发展，我国能源消费结构逐步改善，且环保政策持续发酵，煤炭下游行业淘汰落后产能及产能整合仍将继续，未来煤炭消费增长将受到一定抑制。

**2016年以来煤炭价格整体维持高位，行业盈利状况改善，但内部分化严重；短期内，煤炭价格仍有望维持在高位，行业盈利持续，但是利润总额或有小幅回落**

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由2016年初的371元/吨最高涨至11月的607元/吨，涨幅高达63.61%，之后价格维持在高位。其中，2017年环渤海动力煤价格在562元/吨~606元/吨之间波动，2018年在567元/吨~578元/吨之间波动，2018年价格中枢较2017年有所下移，但整体仍维持在高位。炼焦煤价格亦在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。从2016年实行供给侧改革以来，经过三年的摸索，煤炭行业监管手段愈加丰富，中证鹏元预计中短期内煤炭价格仍有望维持高位，但价格中枢或有下移，动力煤价格有望在绿色区间（500元/吨~570元/吨）内波动。



图5 环渤海动力煤价格维持高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图6 山西产京唐港主焦煤库提价上行

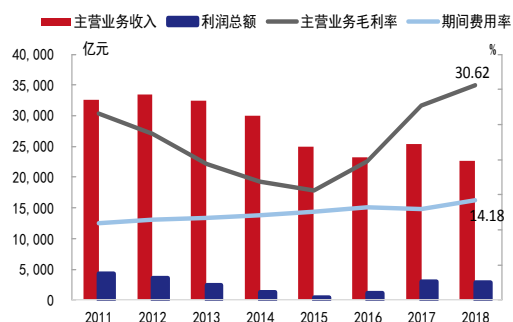


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018 年全年煤炭价格高位运行，带动行业盈利保持增长，但增速高位回落。2018 年煤炭行业实现主营业务收入 22,660.30 亿元，同比增长 5.5%，增速较 2017 年下降 20.4 个百分点；实现利润总额 2,888.20 亿元，同比增长 5.20%，2017 年增速为 290.5%。2016 年以来行业主营业务毛利率持续修复，2017 年首次超过 2011 年水平，2018 年进一步上升至 30.62%。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，但鉴于煤炭价格中枢或有小幅下移，行业利润总额或有小幅回落。

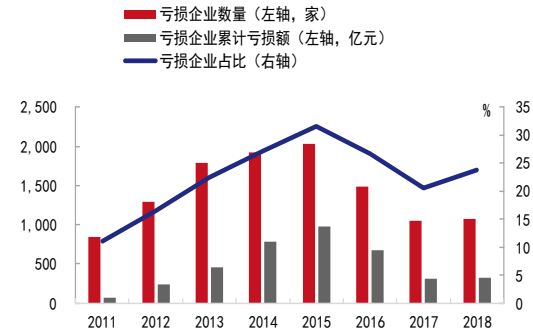
2018 年行业亏损面加大，行业内部分化加剧。2017 年煤炭行业亏损面有所改善，但 2018 年以来，受落实去产能政策和资源枯竭影响，部分企业煤炭产量下降，行业亏损面加大，内部分化加剧，2018 年亏损企业数量为 1,070 家，亏损企业占比 23.75%，较 2017 年上升了 3.13 个百分点，亏损企业累计亏损额为 327.50 亿元，较 2017 年上升 6.23%。

图7 近三年行业盈利能力持续改善



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图8 2018 年煤炭行业亏损面加大

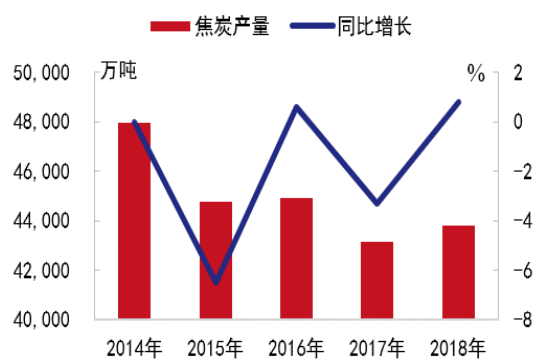


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018年焦炭价格震荡上行，行业产量略有增长，行业景气度持续回升

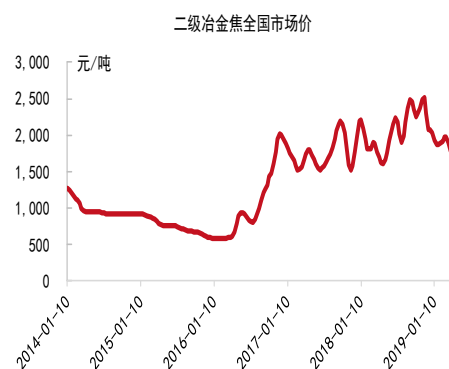
焦炭主要用于钢铁冶炼，其需求具有明显的周期性特征，与宏观经济环境及下游钢铁行业的发展密切相关。2018年钢铁行业各项去产能措施持续推进，钢铁产量实现增长，消费逐步回暖，钢铁价格震荡上行，钢企盈利水平大幅增长。钢铁行业景气度持续回升，需求增强，焦炭行业产能利用率有所提高，2018年全国焦炭产量累计为4.38亿吨，同比增长0.8%，其中钢铁焦化联合企业为1.11亿吨，同比增长0.4%，其他焦化企业为3.27亿吨，同比增长0.9%。

图9 2018年焦炭产量提升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图10 2018年冶金焦价格震荡上行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

国内焦炭行业集中度较低，与上游焦煤和下游钢铁的集中度相比过于分散，议价能力较差，焦炭价格波动较大。总体来看，2018年全年冶金焦价格震荡上行，二级冶金焦全年平均价格为2,072.81元/吨，较2017年的平均价格1,757.02元/吨增长17.97%，焦炭企业盈利能力进一步改善，行业景气度继续上行。

### 京津冀及周边地区内钢铁和煤化工企业环保政策仍未放松，或对焦炭企业产销产生较大影响

2018年京津冀及周边地区内钢铁和煤化工企业受到的环保监管力度不减，为加快改善环境空气质量，进一步引导和规范焦化行业健康发展，2018年6月27日，国务院印发了《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，要求调整优化产业结构，重点区域加大独立焦化企业淘汰力度，京津冀及周边地区实施“以钢定焦”，河北省配套出台《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》，明确了省内空气污染治理标准。进入秋冬季，随着《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》的公布，环保限产不再实施“一刀切”成为政策亮点，但对焦化企业排放标准并未放松，推动煤化工行业继续加快技术改造和设备升级。未来国家对京津冀及周边地区内的钢铁、煤化工产业的产能及污染控制要求会愈加严格，或对焦炭企业产销产生较大影响。

## 四、经营与竞争

2018年公司主营业务未发生改变，仍主要从事煤炭开采、原煤洗选加工、炼焦及化工产品的生产销售，主要产品包括洗精煤、冶金焦以及甲醇、纯苯、己二酸和聚甲醛等化工产品。2018年，受焦化产品售价上涨以及子公司唐山中浩化工有限公司（以下简称“唐山中浩”）聚甲醛项目投产影响，公司收入保持增长，全年实现主营业务收入203.91亿元，同比增长10.07%；主营业务毛利率为16.21%，较2017年上升5.34个百分点，主要系焦化产品售价上涨所致。

**表 1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
冶金焦	1,245,870.69	11.78%	1,155,932.68	7.54%
其他煤化工产品	725,366.48	3.18%	610,318.88	0.37%
洗精煤	363,001.12	41.24%	328,186.00	30.07%
贸易	27,497.21	2.41%	23,114.34	2.50%
其他洗煤	36,514.93	22.90%	45,784.40	17.96%
洗混块	12,382.83	26.33%	10,666.85	24.22%
汇总	2,410,633.25	13.77%	2,174,003.15	9.18%
内部抵销	371,555.50	0.38%	321,518.38	-0.60%
<b>合计</b>	<b>2,039,077.75</b>	<b>16.21%</b>	<b>1,852,484.76</b>	<b>10.87%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

**2018年公司煤炭业务收入进一步增长，且毛利率水平有所提升；公司在海外的墨玉河煤田股权转让工作尚在进行中**

2018年公司矿井个数没有发生变化，依旧为范各庄矿及吕家坨矿两个煤矿。截至2018年末，公司煤矿可开采储量为3.88亿吨，主要煤种为肥煤，生产能力为810万吨/年，较上年未发生变化。公司为每座煤矿均配备了一座洗煤厂，截至2018年末公司洗煤厂数量仍为2个，原煤年选煤能力依旧为875万吨/年，能满足公司原煤洗选需求。

**表 2 截至 2018 年末公司所属煤矿情况**

煤矿名称	主要煤种	持有权益	可采储量 (万吨)	生产能力 (万吨/年)	剩余可采年限 (年)
范各庄矿	肥煤	100%	16,949.70	480	25
吕家坨矿	肥煤	100%	21,853.70	330	44
<b>合计</b>	-	-	<b>38,803.40</b>	<b>810</b>	-

注：剩余可采年限按照自然资源部网站公布的最新数据填写。

资料来源：公司提供

2018年公司原煤产量为718.49万吨，同比减少11.30%，但由于两矿开采的主力煤层煤

质较高，精煤回收率较上年大幅提高，公司洗选出的精煤产量有所增长，2018年公司精煤产量为291.42万吨，同比增长5.37%。2018年公司对外销售精煤178.80万吨，同比增长2.87%，占精煤总产量的比重为61.35%，占比下降1.49个百分点。2018年煤炭平均价格较2017年略有上升，全年精煤平均售价为1,169.69元/吨，均价同比增长2.15%。2018年公司实现精煤业务销售收入36.30亿元，同比增长10.61%，毛利率为41.24%，同比上升11.17个百分点，主要系精煤回收率提升所致。

**表 3 公司煤炭经营情况（单位：万吨、元/吨）**

产品		2019年1-3月	2018年	2017年
原煤	年设计产能	810	810	810
	产量	202.47	718.49	810.00
	外销	-	-	-
	平均售价	-	-	-
精煤	产量	76.71	291.42	276.58
	外销	50.20	178.80	173.81
	平均售价	1,208.20	1,169.69	1,145.02

注：精煤平均售价为外销部分平均售价。

资料来源：公司提供及公开资料

目前，公司开拓的煤炭资源仍仅有盖森煤田。盖森煤田由子公司加拿大中和投资有限责任公司（以下简称“中和投资”）的子公司加拿大开滦德华矿业有限公司负责开发，该煤田共划分为四个矿区，其中已验证储量为2.55亿吨，另外还有5.31亿吨的推断储量，一期工程拟建设200万吨/年精煤生产能力的矿井及配套设施。截至2018年末，已完成并提交年度矿业投资统计报告、年度复垦工作报告、公司执照年审注册等合规性工作，但仍无明确的计划投产时间。

2011年4月，公司子公司中和投资出资510.00万美元设立加拿大布尔默斯矿业有限公司（以下简称“布尔默斯”），占其注册资本的51%。2012年11月，布尔默斯煤田勘探项目（加拿大墨玉河煤田勘探项目）施工完毕，经过对勘探成果的分析论证，公司认为该煤田不具备进一步开发的条件。根据《关于合资勘探加拿大bullmoos煤田协议》，公司决定将中和投资持有的布尔默斯股权转让给另一股东加拿大德华国际矿业集团公司（以下简称“德华国际”）。经布尔默斯股东协商，同意中和投资向德华国际转让其所持布尔默斯51%的股权，转让价款为510万美元。截至2018年末，该股权转让事宜尚在进行中。

**表 4 截至 2018 年末公司海外资源拓展情况**

煤矿名称	持股比例	储量 (亿吨)	预计年产能 (万吨)	项目进展
盖森煤田	51%	7.86	300	完成并提交年度矿业投资统计报告、年度复垦工作报告、公司执照年审注册等合规性工作。

注：加拿大盖森煤田200万吨/年为洗精煤设计产量，原煤的设计产能是300万吨/年；

资料来源：公司提供

**受焦化产品售价上涨和聚甲醛项目投产影响，公司煤化工产品收入规模大幅增长，且盈利能力有所提升，但仍需持续关注环保限产政策对公司煤化工业务的影响以及面临的价格波动风险**

2018年，公司“以煤为基，以焦为辅，以化为主”的产业格局并未发生变化。公司的主要煤化工产品除原有的冶金焦、甲醇、纯苯以及己二酸外，随着子公司唐山中浩聚甲醛项目的正式投产，2018年新增聚甲醛产品。2018年，公司冶金焦产能没有发生变化，仍为720万吨/年，主要包括：迁安中化煤化工有限责任公司330万吨/年、唐山中润煤化工有限公司220万吨/年、承德中滦煤化工有限公司170万吨/年；甲醇产能维持在20万吨/年，粗苯加氢精制的加工能力也维持在20万吨/年；己二酸产能为15万吨/年，新增聚甲醛产能4万吨/年。

受环保限产影响，2018年公司冶金焦产量和销量分别为627.70万吨和633.18万吨，同比分别减少2.88%和3.57%；公司所生产甲醇部分用于生产聚甲醛，2018年甲醇产量为19.46万吨，同比增长14.34%，对外销售甲醇15.31万吨，同比增长11.35%，生产聚甲醛3.09万吨，对外销售聚甲醛3.04万吨，产销比达98.38%，销售情况较好；公司所生产纯苯主要用于生产己二酸，小部分外销，2018年公司纯苯产量为17.10万吨，同比下降3.77%，对外销售纯苯6.29万吨，同比下降7.23%；己二酸产量为14.64万吨，同比下降3.05%，对外销售己二酸14.12万吨，同比下降6.05%。

2018年，全年冶金焦价格整体处于震荡上行；甲醇价格先升后降，波动较大，年末价格较年初价格整体降幅明显，但全年均价仍高于2017年均价；而纯苯价格先震荡上行后，10月初开始大幅回落，年末价格较年初价格整体降幅明显；己二酸价格全年波动较大，涨跌趋势几度转换，全年均价高于2017年均价；聚甲醛价格呈现震荡下行。从公司产品销售均价来看，2018年公司冶金焦、甲醇和己二酸销售均价较上年均有不同程度上涨，纯苯销售均价略有下降，冶金焦、甲醇和己二酸销售均价分别为1,967.63元/吨、2,389.63元/吨和8,733.02元/吨，同比分别增长11.77%、15.58%和5.11%，纯苯销售均价为5,297.13元/吨，聚甲醛销售均价为11,665.51元/吨。

2018年，冶金焦、甲醇、纯苯、己二酸和聚甲醛分别实现收入124.59亿元、3.66亿元（外销部分）、3.33亿元（外销部分）、12.33亿元和3.55亿元，占主营业务收入的比重分别为61.10%、1.79%、1.63%、6.05%和1.74%。总体来看，2018年公司分别实现冶金焦和其他煤化工产品销售收入124.59亿元和72.54亿元（未扣除内部抵销），同比分别增长7.78%

和18.85%，主要系冶金焦、甲醇和己二酸销售均价上升以及新增聚甲醛销售收入所致，毛利率分别为11.78%和3.18%，较2017年分别上升4.24和2.81个百分点，盈利能力有所提升，但后续仍需持续关注环保限产政策对公司煤化工业务的影响以及煤化工业务面临的价格波动风险。

**表 5 公司主要煤化工产品产能、产量及销售情况（单位：万吨、元/吨）**

产品		2019年1-3月	2018年	2017年
冶金焦	年设计产能	720	720	720
	产量	179.33	627.70	646.30
	销量	180.63	633.18	656.61
	销售均价	2,026.20	1,967.63	1,760.45
甲醇	年设计产能	20	20	20
	产量	4.58	19.46	17.02
	销量	4.19	15.31	13.75
	销售均价	1,920.63	2,389.63	2,067.59
纯苯	年设计产能	20	20	20
	产量	4.23	17.10	17.77
	销量	1.08	6.29	6.78
	销售均价	3,768.79	5,297.13	5,397.73
己二酸	年设计产能	15	15	15
	产量	4.04	14.64	15.10
	销量	3.85	14.12	15.03
	销售均价	7,097.49	8,733.02	8,308.57
聚甲醛	年设计产能	4	4	-
	产量	1.06	3.09	-
	销量	1.13	3.04	-
	销售均价	9,829.36	11,665.51	-

注：纯苯年设计产能 20 万吨，指的是粗苯加氢精制加工能力为 20 万吨/年；己二酸自 2017 年正式投产，聚甲醛自 2018 年 1 月正式投产；上述产品销量指对外部市场销售的销量。

资料来源：公司提供及公开资料，中证鹏元整理

#### 公司业务客户集中度高，重点客户需求相对稳定，未来销售收入相对有保障

2018年，公司信用政策没有发生变化。对大型重点客户，公司在销售结算方面会给予一定结算周期，一般为1-2个月。对于其他客户，公司的销售结算模式一般采用“预付全额，先款后货”的结算方式，货款支付方式为现汇或票据。2018年，前五大客户的销售收入占总销售收入的比重合计59.61%，较上年下降8.97个百分点，但客户集中度仍处于高位水平。公司前五大客户仍以国有大型钢铁企业为主，需求相对稳定，未来公司销售收入相对有保障。

**表 6 公司前五大销售客户情况**

2018年		2017年	
客户名称	收入占比	客户名称	收入占比

北京首钢股份有限公司	29.09%	北京首钢股份有限公司	31.92%
河钢股份有限公司	16.50%	河钢股份有限公司	19.55%
唐山中厚板材有限公司	8.25%	唐山中厚板材有限公司	8.39%
鞍钢股份有限公司	3.39%	鞍钢股份有限公司	5.00%
首钢集团有限公司	2.38%	首钢集团有限公司	3.72%
<b>合计</b>	<b>59.61%</b>	<b>合计</b>	<b>68.58%</b>

资料来源：公司提供

#### 目前公司在建项目较少，未来继续投资资金压力较小

公司发展能源化工的方向较为明确，将继续延伸煤焦化的产业链，陆续发展新材料、新能源、精细化工等产品。但目前市场不确定性仍较大，公司开拓项目较为谨慎，目前在建项目较少，主要为曹妃甸百万吨级焦油深加工项目一期工程、加拿大盖森煤田勘探项目、吕家坨矿煤场封闭工程、范各庄矿煤厂封闭工程以及迁安中化公司煤场改造筒仓项目。截至2018年末，公司主要在建工程总投资为17.01亿元，已投资11.83亿元，尚需投资5.18亿元。公司在建工程资金缺口规模不大，面临的资金压力较小。

**表 7 截至 2018 年末公司主要在建工程情况（单位：万元）**

在建工程名称	投资预算	累计已投资	工程进度
曹妃甸百万吨级焦油深加工项目一期工程	79,928.00	74,424.82	93.11%
加拿大盖森煤田勘探项目	41,568.00	34,804.39	89.60%
吕家坨矿煤场封闭工程	4,300.00	1,367.03	31.79%
范各庄矿煤厂封闭工程	8,297.89	1,980.98	23.87%
迁安中化公司煤场改造筒仓项目	36,000.00	5,748.90	15.97%
<b>合计</b>	<b>170,093.89</b>	<b>118,326.12</b>	-

注：加拿大盖森煤田勘探项目累计已投资较上年末减少主要系汇率变动所致

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年11月20日，公司第六届董事会第四次会议审议通过了《公司关于收购内蒙古开滦投资有限公司100%股权暨关联交易的议案》，公司拟以现金方式收购控股股东开滦集团所持内蒙古开滦投资有限公司100%股权。但考虑到本次交易所涉及的红树梁煤矿、乙二醇项目、科右中电厂处于在建阶段，目前实施存在不确定性，2019年1月14日，公司第六届董事会第五次会议审议通过了《公司关于终止收购内蒙古开滦投资有限公司100%股权暨关联交易的议案》，决定终止上述股权交易。后续仍需关注上述股权交易的进展情况以及对公司资金压力的影响。

#### 作为能源化工企业，公司长期面临一定的安全生产风险和节能环保监管风险

作为一家能源化工企业，公司安全生产的风险除煤炭企业共同面临的顶板、瓦斯、矿井水、火灾和煤尘五大自然灾害外，还存在煤化工企业存在的高温、高压、易燃易爆、有毒有害气体等不安全因素，如果发生重大安全事故，将影响公司的生产经营，造成公司一

定时期内的经济效益下滑。受国家对煤化工行业环保要求的提高影响，2018年公司环保投入共计8.73亿元，同比大幅增长75.30%，占公司营业收入的比重为4.27%；主要包括用于大气、废水治理设施的运行、监测、土壤及地下水保护、绿化等环保方面的投入3.47亿元，公司共缴纳环保税费0.20亿元，完成环保项目投资5.05亿元。2018年公司未发生重大环保违规事件。公司的煤炭产业和煤化工产业都是环保要求较高的行业，国家越来越严格的环保政策，将增加公司的资本性支出和生产成本。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告及未经审计的2019年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并报表范围未发生变化。公司拟自2019年4月1日起对煤化工行业部分机器设备的固定资产折旧年限进行变更，机器设备由5-38年变更为5-35年。

### 资产结构与质量

公司资产规模有所增长，但受行业特性影响，固定资产及在建工程规模较大，资产流动性一般

2018年公司资产规模有所增长，截至2018年末公司资产总额为248.35亿元，同比增长10.37%。货币资金、应收票据、应收账款及固定资产仍是公司最主要的资产，2018年末共计占总资产规模的79.99%。2019年3月末，公司总资产规模进一步增至251.37亿元。

表 8 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	542,506.05	21.58%	515,202.46	20.75%	307,466.82	13.66%
应收票据	202,215.51	8.04%	221,857.12	8.93%	257,867.46	11.46%
应收账款	274,171.27	10.91%	207,328.50	8.35%	199,621.55	8.87%
存货	97,810.55	3.89%	131,954.34	5.31%	114,955.72	5.11%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,144,777.86</b>	<b>45.54%</b>	<b>1,107,679.14</b>	<b>44.60%</b>	<b>907,621.80</b>	<b>40.34%</b>
长期股权投资	108,446.86	4.31%	106,146.69	4.27%	64,590.06	2.87%
固定资产	1,026,761.81	40.85%	1,042,013.56	41.96%	1,039,466.17	46.20%
在建工程	135,638.91	5.40%	130,957.82	5.27%	121,812.98	5.41%



无形资产	82,976.55	3.30%	80,185.04	3.23%	82,666.52	3.67%
其他非流动资产	5,370.39	0.21%	5,364.58	0.22%	25,132.28	1.12%
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,368,934.11</b>	<b>54.46%</b>	<b>1,375,784.25</b>	<b>55.40%</b>	<b>1,342,453.18</b>	<b>59.66%</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,513,711.97</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,483,463.39</b>	<b>100.00%</b>	<b>2,250,074.98</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。公司货币资金主要由银行存款构成，截至2018年末，公司货币资金共计51.52亿元，同比增长67.56%，主要系销售收入增长回款增加所致，其中受限货币资金合计5,658.87万元，包含票据保证金4,501.87万元以及子公司承德中滦煤化工有限公司涉诉被司法冻结资金1,157.00万元。截至2018年末，公司应收票据为22.19亿元，同比下降13.96%，其中银行承兑票据占比88.78%。公司应收账款主要为应收河钢股份有限公司、北京首钢股份有限公司、首钢集团有限公司、河钢集团有限公司和唐山中厚板材有限公司等单位的应收货款，从应收账款账龄来看，截至2018年末，公司应收账款主要集中在1年以内，前五大客户共计占应收账款的比重为94.20%，整体来看，公司应收账款账期不长，且主要应收账款客户均为公司长期大型客户，坏账风险较小，但鉴于其主要应收客户全部为钢铁企业，未来若受宏观经济增速放缓等因素的不利影响，应收账款可能出现拖欠风险。2019年3月末，随着一季度营业收入增长，应收货款增加，公司应收账款增至27.42亿元。公司存货主要由原材料及库存商品构成，2018年末账面价值为13.20亿元，累计计提跌价准备0.31亿元。公司存货中煤炭及煤化工等产品占比较大，其价值受市场行情影响较大，未来可能存在一定的跌价风险。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产及其他非流动资产构成。公司长期股权投资主要是对开滦集团财务有限责任公司（以下简称“财务公司”）、山西介休义棠倡源煤业有限公司等单位的投资，2018年公司对财务公司增资4.00亿元，带动2018年末公司长期股权投资同比增长64.34%至10.61亿元。2018年公司实现投资收益共计6,805.24万元，来源于财务公司和山西介休义棠倡源煤业有限公司按权益法确认的投资收益。公司固定资产主要由房屋建筑物及机器设备构成。截至2018年末，公司固定资产规模达104.20亿元，较2017年末规模变动不大，占总资产的比重达41.96%，仍是公司最主要的资产。公司在建工程主要为曹妃甸百万吨级焦油深加工项目一期工程、加拿大盖森煤田勘探项目等，2018年末规模为13.10亿元，同比增长7.51%。公司无形资产主要由土地使用权和采矿权构成，截至2018年末，公司无形资产账面价值为8.02亿元。截至2018年末，公司所有权或使用权受到限制的资产合计1.06亿元。

**表9 截至2018年末公司受限资产情况（单位：万元）**

项目	账面价值	受限原因
----	------	------

银行存款	1,157.00	子公司承德中滦煤化工有限公司涉诉被司法冻结资金
其他货币资金	4,501.87	票据保证金
应收票据	4,950.00	质押于银行，作为开具应付票据的担保
<b>合计</b>	<b>10,608.87</b>	-

资料来源：公司2018年年报，中证鹏元整理

总体来看，公司资产规模进一步增长，但由于公司所处行业特性，固定资产和在建工程规模较大，资产流动性一般。

## 资产运营效率

### 公司经营业务资金回笼能力进一步提高，资产运营效率有所改善

2018年度公司营业收入和营业成本保持增长，应收票据周转天数、应收账款周转天数以及应付账款周转天数均有所增加，存货周转天数和应付票据周转天数有所下降，整体来看，2018年公司净营业周期为21.69天，较2017年下降8.73天，公司经营业务资金回笼能力进一步提高。2018年，公司流动资产周转天数有所提升，固定资产周转天数有所下降，总资产周转天数略有增加，整体来看，公司资产运营效率有所改善。

**表 10 公司资产运营效率指标（单位：天）**

项目	2018年	2017年
应收票据周转天数	42.20	40.45
应收账款周转天数	35.80	34.66
存货周转天数	25.99	32.35
应付票据周转天数	13.74	15.48
应付账款周转天数	68.56	61.56
净营业周期	21.69	30.42
流动资产周转天数	177.30	153.80
固定资产周转天数	183.12	196.32
总资产周转天数	416.44	415.43

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 公司营业收入保持增长，盈利能力进一步增强

公司营业收入主要来源于洗精煤、冶金焦及其他煤化工产品的销售收入以及贸易业务收入。主要受益于焦化产品售价上涨以及聚甲醛项目投产，2018年公司实现营业收入204.60亿元，同比增长10.23%，综合毛利率由2017年的11.01%上升至16.42%。公司投资净收益来源于权益法核算的对财务公司和山西介休义棠倡源煤业有限公司的长期股权投资

收益，2018年公司共实现投资收益6,805.24万元。期间费用方面，2018年公司销售费用、管理费用有所增长，财务费用规模因外部银行利息支出减少及汇兑净损失减少而有所下降，期间费用整体规模较2017年变动不大，但由于营业收入保持增长，期间费用率进一步下降至5.31%。2018年公司实现营业利润207,470.14万元，同比增长147.21%，营业利润率为10.14%，较2017年提升5.62个百分点；公司净资产收益率为13.65%，较2017年提升7.86个百分点，公司总体盈利能力进一步增强。

**表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	570,237.37	2,046,001.17	1,856,157.78
资产减值损失	594.75	3,365.08	1,285.63
投资净收益	2,176.24	6,805.24	7,957.70
营业利润	55,624.04	207,470.14	83,924.26
利润总额	55,425.45	203,994.49	81,450.37
净利润	42,514.26	161,401.32	57,447.77
综合毛利率	15.56%	16.42%	11.01%
期间费用率	5.04%	5.31%	5.83%
营业利润率	9.75%	10.14%	4.52%
总资产回报率	-	10.05%	5.46%
净资产收益率	-	13.65%	5.79%
营业收入增长率	-	10.23%	58.26%
净利润增长率	-	180.95%	1.80%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 现金流

### 公司现金生成能力进一步增强，经营活动现金流表现良好

受焦化产品售价上涨以及聚甲醛项目投产等因素影响，2018年公司净利润大幅增长，带动FFO同比增长63.08%至25.72亿元，经营现金生成能力进一步增强。

2018年公司存货虽有所增加，但经营回款情况改善使得应收账款和应收票据等经营性应收项目减少，且对上游供应商资金占用规模增加，营运资本增加明显，2018年公司经营活动产生的现金净流入33.20亿元，较上年同期大幅增加，经营活动现金流净额表现良好。

2018年公司投资活动现金仍表现为净流出状态且流出规模较上年进一步扩大，主要系公司环保项目投资支出增加以及对财务公司增资4.00亿元所致。截至2018年末，公司主要在建工程总投资为17.01亿元，已投资11.83亿元，尚需投资5.18亿元，未来公司尚需投资压力较小。

从公司筹资活动来看，公司筹资渠道较多，2018年筹资方式主要包括银行借款和发行债券等。公司作为地方大型集团，对地方经济的影响和贡献较大，与各家银行都有较好的合作关系，银企关系良好，融资能力强。截至2018年末，公司获得银行授信合计74.38亿元，剩余可使用额度41.60亿元。2018年公司借款规模及偿还债务规模较上年均有所下降，筹资活动现金流入主要为通过银行借款以及发行超短期融资券“18开滦股SCP001”收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金、分配股利和偿付利息支付的现金，全年筹资活动现金净流出2.12亿元。

**表 12 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
收现比	0.78	0.90	0.75
净利润	42,514.26	161,401.32	57,447.77
FFO（经营所得现金）	-	257,208.26	157,723.17
营运资本变化	-	74,764.72	20,782.25
其中：存货减少（减：增加）	-	-18,863.78	67,040.09
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	48,193.81	-170,237.17
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	45,434.69	123,979.33
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>61,157.15</b>	<b>331,972.98</b>	<b>178,505.41</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-15,629.50</b>	<b>-108,224.92</b>	<b>-38,241.20</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-16,735.84</b>	<b>-21,235.23</b>	<b>20,081.13</b>
现金及现金等价物净增加额	28,460.59	202,076.77	159,962.46

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，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，存在一定的集中偿付压力

随着利润累积，公司所有者权益规模有所增长，2018年末为125.50亿元，同比增长13.16%；负债总额也有所增长，2018年末为122.85亿元，同比增长7.66%。截至2018年末，公司产权比率为97.88%，较2017年末下降5.00个百分点，所有者权益对负债的保障程度有所提升。

**表 13 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	1,213,886.20	1,228,459.41	1,141,011.54
所有者权益	1,299,825.76	1,255,003.98	1,109,063.45
产权比率	93.39%	97.88%	102.88%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、应交税费、一年

内到期的非流动负债和其他流动负债。2018年末，公司短期借款共计20.62亿元，其中保证借款11.61亿元，信用借款7.36亿元，委托借款1.64亿元。公司应付票据包括商业承兑汇票及银行承兑汇票，2018年末为4.69亿元，同比大幅下降43.86%，主要系货款采用票据结算规模减少所致。公司应付账款全部为应付货款及工程款，2018年末余额为34.85亿元，同比增长15.06%，占总负债的比重达28.37%。公司预收款项全部为预收的货款，2018年末为4.53亿元，同比增长59.38%，主要系公司预收焦炭款增加所致。2018年末公司一年内到期的非流动负债为19.39亿元，同比增长215.03%，其中一年内到期的长期借款3.83亿元，一年内到期的应付债券（12开滦01）13.30亿元，一年内到期的长期应付款2.26亿元。其他流动负债为公司于2018年8月16日发行的超短期融资券“18开滦股SCP001”，发行规模为7.00亿元，票面利率为4.90%，到期日为2019年5月17日。

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。2018年末公司长期借款共计7.65亿元，其中保证借款5.77亿元，信用借款1.87亿元。公司应付债券为12开滦02。公司长期应付款主要为应付中航国际租赁有限公司、中国外贸金融租赁有限公司等公司的融资租赁款，2018年末规模为1.65亿元，同比下降56.67%，主要系子公司售后融资租回业务按期还款所致。

**表 14 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	204,017.60	16.81%	206,166.85	16.78%	204,806.60	17.95%
应付票据	56,907.45	4.69%	46,935.53	3.82%	83,604.18	7.33%
应付账款	363,459.32	29.94%	348,473.36	28.37%	302,863.17	26.54%
预收款项	24,909.75	2.05%	45,317.87	3.69%	28,434.47	2.49%
应交税费	27,071.23	2.23%	42,421.35	3.45%	21,297.46	1.87%
一年内到期的非流动负债	190,166.81	15.67%	193,881.67	15.78%	61,544.51	5.39%
其他流动负债	80,000.00	6.59%	70,000.00	5.70%	0.00	0.00%
<b>流动负债合计</b>	<b>967,860.08</b>	<b>79.73%</b>	<b>963,914.50</b>	<b>78.47%</b>	<b>710,437.07</b>	<b>62.26%</b>
长期借款	61,983.24	5.11%	76,486.34	6.23%	94,837.67	8.31%
应付债券	149,994.20	12.36%	149,994.20	12.21%	282,657.37	24.77%
长期应付款	14,722.85	1.21%	16,535.42	1.35%	38,159.45	3.34%
<b>非流动负债合计</b>	<b>246,026.12</b>	<b>20.27%</b>	<b>264,544.91</b>	<b>21.53%</b>	<b>430,574.46</b>	<b>37.74%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,213,886.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,228,459.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,141,011.54</b>	<b>100.00%</b>
其中：有息债务	757,792.15	62.43%	760,000.01	61.87%	765,609.78	67.10%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表、公司提供，中证鹏元整理  
 截至2018年末，公司有息债务合计76.00亿元，规模仍较大；此外，从有息债务偿还

期限分布来看，2019-2021年公司分别需偿还债务51.70亿元、20.79亿元和2.79亿元，存在一定的集中偿付压力。

偿债能力方面，公司资产负债率变动不大，2018年末为49.47%，但随着一年内到期的非流动负债和其他流动负债等流动负债的增加，2018年末公司流动比率和速动比率较上年均略有下降。随着公司利润总额的增加，2018年公司EBITDA大幅增长，EBITDA利息保障倍数大幅提高。

**表 15 公司偿债能力指标**

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	48.29%	49.47%	50.71%
流动比率	1.18	1.15	1.28
速动比率	1.08	1.01	1.12
EBITDA（万元）	-	306,386.53	182,464.42
EBITDA 利息保障倍数	-	8.56	4.46
有息债务/EBITDA	-	2.48	4.20
债务总额/EBITDA	-	4.01	6.25
经营性净现金流/流动负债	0.06	0.34	0.25
经营性净现金流/负债总额	0.05	0.27	0.16

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

### 开滦集团为本期债券提供的保证担保仍有一定保障

开滦集团为本期债券提供保证担保，2018年开滦集团控股股东、控股股东持股比例以及实际控制人均未发生变化，截至2019年4月末，开滦集团实收资本和注册资本均为136.93亿元，河北省国资委持有开滦集团100.00%股权。

开滦集团是河北省内特大型国有企业，其主要经营范围包括煤炭开采、原煤洗选加工、炼焦及其产品的生产销售、煤化工产品的制造及销售、各类型矿山工程、地面建筑安装工程及矿区配套工程施工等。2018年，开滦集团实现营业收入760.23亿元，同比下降11.72%，综合毛利率为8.36%，较2017年提升1.98个百分点。

**表 16 开滦集团营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭	1,184,924.10	35.67%	1,165,988.91	35.45%
焦化产品	1,787,282.48	9.51%	1,621,451.81	5.60%
物流贸易	4,137,801.50	1.25%	5,382,160.82	1.06%

其他产品	427,301.82	2.82%	382,576.83	2.22%
<b>主营业务</b>	<b>7,537,309.90</b>	<b>8.71%</b>	<b>8,552,178.38</b>	<b>6.66%</b>
其他业务	64,960.59	-31.72%	59,265.54	-33.34%
<b>合计</b>	<b>7,602,270.49</b>	<b>8.36%</b>	<b>8,611,443.92</b>	<b>6.38%</b>

资料来源：开滦集团 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年12月31日，开滦集团资产总额为809.64亿元，归属于母公司的所有者权益合计115.05亿元，资产负债率为71.44%；2018年度，开滦集团实现营业收入760.23亿元，净利润2.03亿元，经营活动现金净流入41.58亿元。

**表 17 开滦集团主要财务指标**

项目	2019年3月	2018年	2017年
总资产（万元）	8,323,582.64	8,096,417.65	7,947,085.53
归属于母公司所有者权益合计（万元）	1,155,035.49	1,150,536.63	1,210,237.80
有息债务（万元）	-	4,269,993.24	4,194,356.25
资产负债率	71.87%	71.44%	70.75%
流动比率	0.82	0.76	0.88
速动比率	0.72	0.65	0.74
营业收入（万元）	1,875,808.88	7,602,270.49	8,611,443.92
营业利润（万元）	36,809.48	102,703.76	41,656.32
净利润（万元）	6,591.17	20,264.55	3,468.64
综合毛利率	8.89%	8.36%	6.38%
EBITDA（万元）	-	-	361,995.59
EBITDA 利息保障倍数	-	-	2.01
经营活动现金流净额（万元）	28,783.47	415,785.79	348,657.05

注：（1）标“-”数据表示暂未取得；（2）有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债+超短期融资券+其他流动负债中短期私募债券+长期借款+应付债券+长期应付款

资料来源：开滦集团 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

整体来看，开滦集团盈利稳步提升，中证鹏元评定其主体长期信用等级为AAA，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仍有一定保障。

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年4月22日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录，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。

## 八、评级结论

受焦化产品售价上涨以及聚甲醛项目投产影响，2018年公司实现主营业务收入203.91亿元，同比增长10.07%，实现营业利润20.75亿元，同比增长147.21%，综合毛利率较上年提升5.41个百分点，盈利水平较好；2018年，公司净营业周期为21.69天，较2017年下降8.73天，公司经营业务资金回笼能力进一步提高；经营活动产生的现金净流入33.20亿元，同比大幅增加，经营活动现金流表现良好；此外，开滦集团为本期债券提供的保证担保仍有一定保障。

同时中证鹏元也关注到，公司煤化工业务受环保政策影响大，且近年产品价格出现大幅波动，京津冀及周边地区对煤化工企业环保限产政策仍未放松，未来公司煤化工业务或受影响，同时仍面临价格波动风险；截至2018年末，公司有息债务合计76.00亿元，规模仍较大，且存在一定的集中偿付压力；此外，公司作为能源化工企业，长期面临一定的安全生产风险和环保监管风险。

基于以上情况，中证鹏元维持12开滦01和12开滦02信用等级为AAA，维持公司主体长期信用等级为AAA，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3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	542,506.05	515,202.46	307,466.82	154,162.54
应收票据及应收账款	476,386.78	429,185.62	457,489.01	317,055.78
其中：应收票据	202,215.51	221,857.12	257,867.46	159,220.11
应收账款	274,171.27	207,328.50	199,621.55	157,835.67
存货	97,810.55	131,954.34	114,955.72	181,914.13
长期股权投资	108,446.86	106,146.69	64,590.06	58,904.77
固定资产	1,026,761.81	1,042,013.56	1,039,466.17	984,992.25
在建工程	135,638.91	130,957.82	121,812.98	198,068.52
无形资产	82,976.55	80,185.04	82,666.52	78,278.28
其他非流动资产	5,370.39	5,364.58	25,132.28	25,659.97
总资产	2,513,711.97	2,483,463.39	2,250,074.98	2,033,860.20
短期借款	204,017.60	206,166.85	204,806.60	175,472.15
应付票据及应付账款	420,366.77	395,408.90	386,467.35	320,484.34
其中：应付票据	56,907.45	46,935.53	83,604.18	58,450.94
应付账款	363,459.32	348,473.36	302,863.17	262,033.40
预收款项	24,909.75	45,317.87	28,434.47	22,526.90
应交税费	27,071.23	42,421.35	21,297.46	10,426.15
一年内到期的非流动负债	190,166.81	193,881.67	61,544.51	149,954.79
其他流动负债	80,000.00	70,000.00	0.00	10,000.00
长期借款	61,983.24	76,486.34	94,837.67	129,327.82
应付债券	149,994.20	149,994.20	282,657.37	299,079.85
长期应付款	14,722.85	16,535.42	38,159.45	17,663.62
总负债	1,213,886.20	1,228,459.41	1,141,011.54	1,158,211.08
有息债务	757,792.15	760,000.01	765,609.78	829,949.17
所有者权益合计	1,299,825.76	1,255,003.98	1,109,063.45	875,649.12
营业收入	570,237.37	2,046,001.17	1,856,157.78	1,172,877.01
营业利润	55,624.04	207,470.14	83,924.26	61,641.66
净利润	42,514.26	161,401.32	57,447.77	56,431.03
经营活动产生的现金流量净额	61,157.15	331,972.98	178,505.41	89,109.28
投资活动产生的现金流量净额	-15,629.50	-108,224.92	-38,241.20	-10,036.99
筹资活动产生的现金流量净额	-16,735.84	-21,235.23	20,081.13	-222,623.26
<b>财务指标</b>	<b>2019年3月</b>	<b>2018年</b>	<b>2017年</b>	<b>2016年</b>
应收票据周转天数（天）	-	42.20	40.45	43.87
应收账款周转天数（天）	-	35.80	34.66	47.02

存货周转天数（天）	-	25.99	32.35	51.83
应付票据周转天数（天）	-	13.74	15.48	17.98
应付账款周转天数（天）	-	68.56	61.56	87.33
净营业周期（天）	-	21.69	30.42	37.41
流动资产周转天数（天）	-	177.30	153.80	209.83
固定资产周转天数（天）	-	183.12	196.32	256.32
总资产周转天数（天）	-	416.44	415.43	624.28
综合毛利率	15.56%	16.42%	11.01%	15.02%
期间费用率	5.04%	5.31%	5.83%	8.93%
营业利润率	9.75%	10.14%	4.52%	5.26%
总资产回报率	-	10.05%	5.46%	4.75%
净资产收益率	-	13.65%	5.79%	6.69%
营业收入增长率	-	10.23%	58.26%	12.56%
净利润增长率	-	180.95%	1.80%	206.03%
资产负债率	48.29%	49.47%	50.71%	56.95%
流动比率	1.18	1.15	1.28	0.97
速动比率	1.08	1.01	1.12	0.71
EBITDA（万元）	-	306,386.53	182,464.42	149,110.50
EBITDA 利息保障倍数	-	8.56	4.46	2.88
有息债务/EBITDA	-	2.48	4.20	5.57
债务总额/EBITDA	-	4.01	6.25	7.77
经营性净现金流/流动负债	0.06	0.34	0.25	0.13
经营性净现金流/负债总额	0.05	0.27	0.16	0.08

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收票据周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2 ] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付票据周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
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	应收票据周转天数+应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数-应付票据周转天数
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
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
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+一年内到期的非流动负债+其他流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款
FFO	净利润+资产减值准备+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+无形资产摊销+处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失+固定资产报废损失+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
营运资本变化	存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加

## 附录三 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。