



邹城市城资控股集团有限公司2021年公 司债券（第三期）信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



邹城市城资控股集团有限公司

2021年公司债券（第三期）信用评级报告

评级结果

| | |
|--------|------------|
| 主体信用等级 | AA+ |
| 评级展望 | 稳定 |
| 债券信用等级 | AA+ |
| 评级日期 | 2021-09-08 |

评级观点

- 中鹏元对邹城市城资控股集团有限公司（以下简称“邹城城资”或“公司”）本次拟发行总额 4.5 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
- 上述等级的评定是考虑到公司所处外部运营环境较好，业务较为多元化，且市政设施运营等业务具有较强的区域专营性；公司煤炭资源储备丰富，煤炭开采业务收入保持稳定；公司获得的外部支持力度较大。同时中证鹏元也关注到，公司在建项目预期收益存在一定不确定性，资产流动性较弱，偿债压力较大，以及存在较大的或有负债风险等风险因素。

债券概况

发行规模：4.5 亿元

发行期限：不超过 7 年

偿还方式：按年付息，并设置本金提前偿还条款，在债券存续期内第 3-7 年末分别按债券发行总额 20% 的比例偿还债券本金；同时附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

发行目的：偿还到期债务

未来展望

- 预计公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目 | 2021.06 | 2020 | 2019 | 2018 |
|---------------|---------|--------|---------|--------|
| 总资产 | 511.74 | 504.35 | 497.50 | 379.61 |
| 所有者权益 | 200.59 | 199.08 | 212.30 | 168.51 |
| 总债务 | 209.99 | 210.26 | 205.38 | 141.51 |
| 资产负债率 | 60.80% | 60.53% | 57.33% | 55.61% |
| 现金短期债务比 | 0.42 | 0.39 | 0.39 | 0.53 |
| 营业收入 | 32.43 | 65.71 | 60.17 | 51.49 |
| 其他收益 | 0.02 | 1.10 | 0.94 | 0.39 |
| 利润总额 | 1.90 | 4.11 | 3.87 | 3.26 |
| 销售毛利率 | 28.09% | 26.86% | 24.56% | 25.36% |
| EBITDA | -- | 17.31 | 14.36 | 12.04 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 1.60 | 1.85 | 2.00 |
| 经营活动现金流净额 | 4.96 | -71.02 | -29.44 | 26.86 |
| 收现比 | 123.89% | 88.75% | 103.70% | 87.65% |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张颜亭
zhangyt@cspengyuan.com

项目组成员：马琳丽
mall@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **邹城市煤炭资源丰富，主导产业优势较强，经济发展较好，为公司发展提供了良好基础。**邹城市煤炭资源丰富，主导产业以煤炭、电力为主，属于全国百强县，近年区域经济保持增长。
- **公司业务多元化，且市政设施运营等业务具有较强的区域专营性。**公司拥有煤炭、市政工程建设、其他经营类业务及公共事业等业务板块，业务较为多元化，且市政设施运营、工程建设、电力及热气等公共事业板块具有较强的区域专营性。
- **公司煤炭资源储备较多，煤炭开采业务收入保持稳定。**截至 2020 年末，公司共有两个在产煤矿，可采储量 2,919 万吨，尚有两个后备煤矿，可采储量 12,065 万吨，资源储备较多。近年公司煤炭开采业务收入较为稳定。
- **公司获得的外部支持力度较大。**自 2011 年以来，公司获得当地政府注入的土地、管网等资产累计增加公司资本公积 101.68 亿元，有效增强了公司的资本实力。此外，2018-2020 年公司持续收到税收返还及扶持资金、车辆购置补贴等补贴收入，对公司利润形成了较好的补充。

关注

- **公司在建项目预期收益存在一定不确定性。**公司已建成投产的山东圣琪生物有限公司（以下简称“圣琪生物”）一期项目产能利用不足，各主要产品产能利用率均较低。截至 2020 年末，在建的二期项目投资暂缓，未来该项目的产能利用情况尚待观察，预期收益实现存在不确定性。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2021 年 6 月末，公司资产中存货与其他应收款合计占总资产的 69.74%，其他应收款回收时间较不确定，存货中多为土地资产且部分已抵押，整体资产流动性较弱。
- **公司刚性债务规模较大，面临较大的偿债压力。**截至 2021 年 6 月末，公司总债务为 209.99 亿元，增长较快，且规模较大，现金短期债务比仅有 0.42，且经营活动现金流净额波动性较大，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2021 年 7 月末，公司对外担保金额合计 58.39 亿元，对单一主体担保金额较大，且均未设置反担保措施，存在较大的或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称 | 版本号 |
|---------------|--------------------|
| 城投公司信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2019V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法 | cspy_ff_2019V1.0 |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司成立于2003年7月，前身为邹城市城市资产经营公司，系由邹城市国有资产管理委员会出资设立，初始注册资本为11,000万元。2009年5月及2012年2月，公司分别以资本公积转增注册资本49,000万元和26,000万元。2012年4月，公司改制为国有独资公司，改制后的出资额为经评估确定的净资产，其中86,000万元作为注册资本，剩余部分计入资本公积，改制后新公司全部股权由邹城市国有资产管理委员会¹持有。2020年12月，公司出资人及股东名称变更为邹城市财政局。2021年6月，公司名称变更为现名。截至2021年6月末，公司注册资本及实收资本均为86,000万元，邹城市财政局持有公司100%股权，为公司控股股东和实际控制人。

公司是邹城市主要的城市基础设施建设主体，同时也是邹城市市内公交运营、燃气供应等公共事业的主要运营主体。此外通过子公司山东宏河控股集团有限公司（以下简称“宏河控股”）涉足煤炭、房地产等业务运营。截至2021年6月末，公司合并范围内一级子公司为11家，具体情况见附录四。

二、本期债券概况

债券名称：2021年邹城市城资控股集团有限公司公司债券（第三期）；

发行总额：4.5亿元；

债券期限：不超过7年；同时在本期债券存续期的第3个计息年度末附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；

债券利率：本期债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利；

还本付息方式：按年付息，同时设置提前偿还条款，在债券存续期的第3-7年末分别按债券发行总额20%的比例偿还债券本金。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额4.5亿元，募集资金在扣除发行费用后，全部用于偿还公司到期企业债券本金及利息。

四、运营环境

¹ 2016年12月，邹城市机构编制委员会下发《关于调整邹城市政务服务中心管理办公室性质等机构编制事项的通知》（邹编〔2016〕28号），邹城市国有资产管理委员会更名为邹城市国有资产监督管理局。

（一）宏观经济和政策环境

2020年面对疫情的严重冲击，宏观政策加大调节力度，我国经济呈现复苏向好态势

2020年，受新冠疫情（以下简称“疫情”）冲击，全球经济出现严重衰退，国际贸易显著萎缩，全球金融市场动荡加剧，政府债务水平快速攀升，全球动荡源和风险点显著增多。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，以深化供给侧结构性改革为主线，坚持统筹发展和安全，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加速构建双循环新发展格局，国内经济呈现复苏向好态势。2020年，我国实现国内生产总值（GDP）101.60万亿元，同比增长2.3%，成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体。分季度来看，一季度同比下降6.8%，二至四季度分别增长3.2%、4.9%和6.5%，自二季度实现转负为正以来，我国GDP增速逐季度回升。

从经济发展的“三驾马车”来看，投资、消费与出口表现不一。固定资产投资方面，全年固定资产投资同比增长2.7%，其中房地产投资表现强劲，基建投资力度保持稳健，制造业投资整体表现较疲弱。消费市场逐季改善，但修复缓慢，全年社会消费品零售总额同比下降3.9%。对外贸易方面，受益于外需持续恢复、海外疫情反复及出口替代效应，出口贸易逆势增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长1.9%，其中出口增长4.0%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。2020年，受疫情影响，经济下行税基规模收缩，叠加减税降费规模加大，全国一般公共预算收入18.29万亿元，同比下降3.9%；财政支出保持较高强度，疫情防控等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.56万亿元，同比增长2.8%。2021年，积极的财政政策将提质增效、更可持续，全年财政赤字率拟安排在3.2%左右，同比有所下降。稳健的货币政策灵活精准，不急转弯。保持市场流动性合理充裕，引导金融服务实体经济；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险的关系。

2020年在疫情冲击下，基建投资发挥托底经济的作用。在资金端，增加转移支付力度、延长阶段性提高地方财政资金留用比例政策、发行抗疫特别国债、建立财政资金直达基层机制等财政措施持续加码；资产端，重点加强信息网络等新型基础设施建设、新型城镇化建设及交通、水利等重大工程建设，加大公共卫生服务、应急物资保障等领域的重大项目投资，提供了丰富的项目增长点。受益于此，全年基建投资（不含电力）增长0.9%，起到托底经济的作用。但随着疫情得到有效控制和经济逐步恢复，通过加大基建投资刺激经济的边际需求下降，预计2021年基建投资整体表现平稳，在基数效应下增速将有所回升。

2018年下半年至2019年，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境有所改善。2020年疫情爆发以来，基建投资带动经济循环发展的需求大幅提高，相关政策陆续出台，城投公司融资环境更为宽松。2021年随着货币政策回归常态化，城投公

司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松

2018年上半年，国家对城投公司的监管较为严格，城投公司融资环境偏紧；下半年，随着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相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，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。10月，国办发[2018]101号文明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。5月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。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》，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。

2020年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境更为宽松。相关政策主要表现在鼓励债券发行和提供项目增长点两个方面。具体来看，自2月以来，发改委、沪深交易所等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”，并大力支持疫情地区企业的融资需求，原则上放开了企业借新还旧的限制。3月，中共中央政治局常务会议提出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

尽管目前经济增长好于预期，但国内外经济形势仍较为复杂，因而后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的平衡。随着货币政策回归常态化，城投公司融资环境将出现边际收紧，但基建稳增长背景下预计整体仍较为宽松。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司陆续发生非标违约等风险事件，需关注非标融资占比较高、短期债务压力较大地区城投公司的流动性风险。

（二）区域经济环境

邹城市煤炭资源丰富，主导产业优势较强，近年经济保持增长，但传统产业增长略显乏力

邹城市隶属于山东省济宁市，总面积1,616平方公里，下辖16个镇街、2个省级开发区。交通区位优势，京沪铁路纵贯南北，新石铁路横穿东西，104国道、京福高速等10余条公路干线遍布全境；境内白

马河与京杭大运河相连，水上运输可直达苏、沪、浙一带；京沪高速铁路穿过城区东部。

邹城市是著名思想家、教育家孟子的故里，素有孔孟桑梓之邦的称誉，是国家级历史文化名城，新兴能源工业城市，全国综合实力百强县。境内矿产资源丰富，以煤炭、花岗石、石灰石为主，其中藏煤面积357平方公里，地质储量41亿吨以上，年产原煤4,000多万吨，全国大型煤炭开采企业兖矿集团有限公司和全国最大坑口电厂邹城发电厂均在其境内。

近年邹城市经济保持增长，2018-2020年分别实现地区生产总值1,008.20亿元、807.64亿元及824.12亿元，其中2020年同比增长为4.0%，增速较上年略有回升。从三次产业结构来看，2020年邹城市第一产业增加值60.64亿元，增长2.6%；第二产业增加值394.27亿元，增长5.2%；第三产业增加值369.21亿元，增长2.9%。三次产业结构由2018年的5.5：51.8：42.7调整为7.4：47.8：44.8，第二产业比重下降，第三产业上升。

表1 邹城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目 | 2020年 | | 2019年 | | 2018年 | |
|---------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|-------|
| | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 | 金额 | 增长率 |
| 地区生产总值（GDP） | 824.12 | 4.0% | 807.64 | 3.1% | 1,008.20 | 6.5% |
| 第一产业增加值 | 60.64 | 2.6% | 58.57 | 1.6% | 55.40 | - |
| 第二产业增加值 | 394.27 | 5.2% | 391.91 | 0.1% | 522.20 | - |
| 第三产业增加值 | 369.21 | 2.9% | 357.15 | 7.2% | 430.50 | - |
| 固定资产投资 | - | 4.2% | - | -1.65% | - | 7.0% |
| 社会消费品零售总额 | 305.8 | -0.8% | - | 0.2% | 338.40 | 9.3% |
| 进出口总额（亿美元） | 41.37 | 23.2% | 33.57 | 39.3% | 24.10 | 13.3% |
| 存款余额 | 937.35 | 5.17% | 891.24 | 9.8% | 811.75 | 12.6% |
| 贷款余额 | 807.67 | 17.96% | 684.71 | 17.6% | 582.35 | 3.5% |
| 人均GDP（元） | 70,645.38 | | 69,928.00 | | 87,326.12 | |
| 人均GDP/全国人均GDP | 97.51% | | 98.64% | | 135% | |

注：表中“-”表示该数据未公开。2020年人均GDP为根据第七次人口普查数据，截至2020年11月1日邹城市常住人口为116.66万人计算。

资料来源：邹城市2018-2020年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

传统工业仍为邹城市的支柱产业，2020年全市规模以上工业增加值同比增长6.7%，增速较2019年有所回升，但规模以上工业企业及煤炭开采和洗选业等八大传统行业收入呈现下降。固定资产投资方面，2018-2020年邹城市固定资产投资同比分别增长7.0%、-1.65%及4.2%，2019年增速为负，2020年受益于第一产业投资同比增长193.1%、第二产业投资同比增长2.9%而投资增速回升。消费方面，近年邹城消费均呈增长，但2020年受疫情影响，邹城市消费增速有所下滑。进出口方面，近年回稳向好，其中2020年全市完成进出口总额41.37亿元，增长23.2%。各项存款余额、贷款余额均保持增长。

2020年邹城市实现公共财政收入80.17亿元，增长3.1%，其中，税收收入51.34亿元，增长0.6%；实现政府性基金收入19.99亿元，同比增长26.12%。

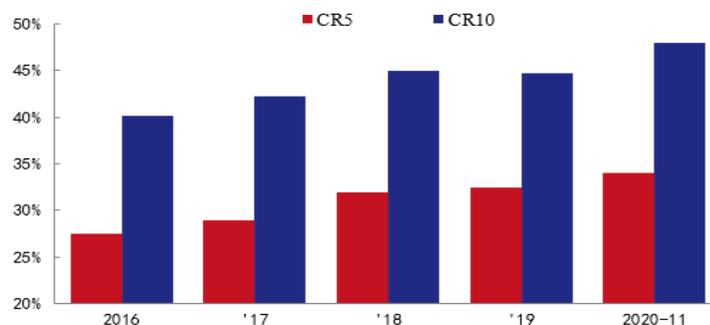
（三）行业环境

煤炭去产能目标任务超额完成，行业产能结构继续优化，兼并重组加速推动行业集中度上升；2020年全国原煤产量维持正增长，但增速有所下滑，预计2021年仍将实现小幅增长

煤炭去产能目标任务超额完成，行业产能结构继续优化。截至2020年底，全国累计退出煤矿5,500处左右，退出落后煤炭产能10亿吨/年以上，超额完成了《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》提出的化解过剩产能奋斗目标。“十三五”期间，我国煤炭生产中心加快向资源禀赋好、开采条件好的“晋陕蒙地区”集中，2020年西部地区煤炭产量占比为59.7%，较2015年提升5个百分点。2020年末，全国煤矿数量减少至4,700处以下，平均单井（矿）产能提高至110万吨/年以上，全国建成年产120万吨以上的大型现代化煤矿1,200处以上，产量占全国的80%左右，年产30万吨以下的小煤矿数量、产能分别下降到1000处以下、1.1亿吨/年左右。根据《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见（征求意见稿）》，到“十四五”末，全国煤矿数量控制在4,000处左右，煤炭行业供给侧改革转向系统性去产能、结构性优产能。据《山西省安全生产专项整治三年行动计划》，山西省计划2020年底前60万吨/年以下煤矿全部退出，全省煤矿减少至900座以内，大型煤矿产量占比达76%以上；2020年陕西省和内蒙古自治区也分别计划在年底前退出部分60万吨/年及以下产能。随着中小煤矿产能不断退出，预计煤炭行业产能结构继续优化。

政策推动行业整合加速，行业集中度进一步上升。2020年6月，《国企改革三年行动方案（2020-2022）》出台，国企改革驶入“快车道”。根据《煤炭工业“十四五”结构调整指导意见（征求意见稿）》，“十四五”期间“推进有条件的煤炭企业跨区域、跨所有制实施兼并重组，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业。”到“十四五”末，推动企业兼并重组组建10家亿吨级煤炭企业。在国企改革提速和煤炭行业供给侧结构性改革深化的双重背景下，煤炭行业兼并重组有望进一步加快，煤炭行业CR5、CR10产量占比将进一步提高，行业集中度进一步上升。

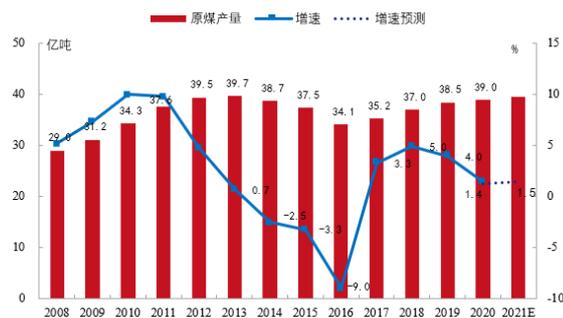
图1 “十三五”期间煤炭行业集中度提升



资料来源：国家煤炭工业网，中证鹏元整理

2020年原煤产量维持小幅增长，但增速有所下滑。受上半年COVID-19疫情、部分主产地煤管票限制以及内蒙古“倒查20年”等事件影响，2020年原煤产量增速有所下滑，全年实现原煤产量39.0亿吨，

同比增长1.4%，增速回落2.6个百分点。2021年一季度，全国规模以上工业原煤产量为9.7亿吨，同比增长16.0%，主要系去年同期受疫情影响基数较低，其中3月份生产原煤3.4亿吨，同比下降0.2%，增速放缓。随着2020年对供给端扰动较大的事件影响趋弱以及先进产能的不断释放，中证鹏元预计2021年原煤产量有望保持小幅增长。

图 2 原煤产量有望维持正增长


资料来源：Wind，中证鹏元整理

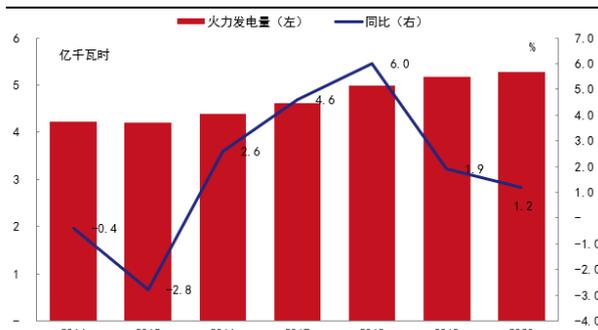
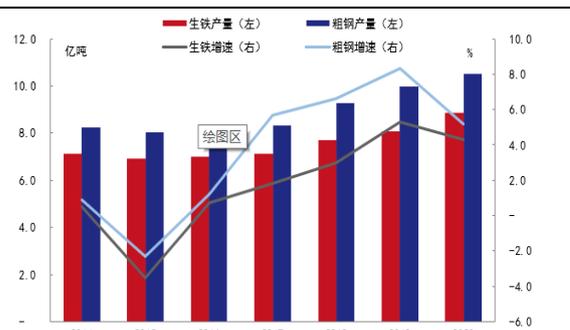
图 3 2020 年煤炭进口量增速下滑


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年煤炭进口政策不断收紧，进口量增速下滑。2020年以来煤炭进口政策不断收紧，全年煤炭进口量3.04亿吨，同比增速下滑至1.5%。预计2021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，煤炭进口量增速仍将处于低位。

短期内煤炭在一次能源消费结构中仍处主导地位，随着我国经济增速恢复，煤炭下游需求仍有支撑

煤炭占能源消费总量的比重虽有下降趋势，但预计短期内仍处于主导地位。2020年我国煤炭消费量增长0.6%，煤炭消费量占能源消费总量的57.7%，同比下降1.5个百分点，但比重仍然较高。从下游需求来看，主要耗煤行业火电、钢铁、建材、化工终端需求占比分别为54%、18%、12%、7%。长期来看，在中央经济工作会议提出“做好碳达峰、碳中和工作”背景下，未来煤炭消费增长将受到一定抑制，但短期内在一次能源消费结构中的主导地位不会变。

图 4 火电发电量维持正增长

图 5 钢铁产量维持高位


资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

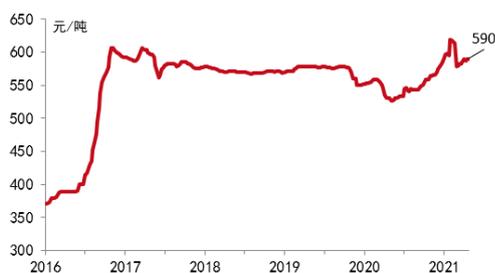
电力方面，2020年4月后，随着复工复产的持续推进，全社会用电量同比开始转正，各月火电发电量同比增速转正，全年同比增速1.2%，仍维持正增长，支撑动力煤需求。中证鹏元认为，在预期2021年我国经济增速恢复的前提下，电煤需求仍有支撑。钢铁方面，2020年生铁及粗钢产量同比增速仍较快，产量创历史新高，估算2020年钢铁耗煤增长3.3%。预计2021年钢铁产量持平或者微降，但是仍维持高位，钢铁煤耗仍有支撑。

总体来看，2020年4月以来随着下游需求逐步恢复，全年煤炭消费量保持微增，2021年随着我国经济恢复增长，煤炭需求或将仍有一定支撑。但是中证鹏元也关注到，目前全球疫情影响依然持续，外部环境存在诸多不确定性，煤炭需求恢复仍有可能面临全球疫情冲击导致的各类衍生风险。

2020年煤炭价格先抑后扬，行业盈利收窄，内部继续分化；2021年长协煤合同比例增加且定价机制延续，预计煤炭价格仍有望维持高位，行业盈利边际改善

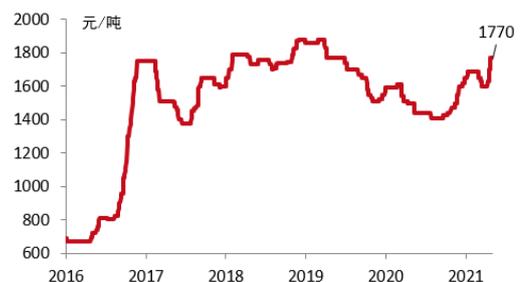
2021年长协煤合同比例增加且定价机制延续，预计长协价波动更加平缓。2020年煤炭价格整体呈现先抑后扬的走势，上半年受疫情影响，环渤海动力煤价格短暂下行至526元/吨，但随着下游需求恢复，供给端受“内蒙古倒查20年”、安全生产检查等因素影响，价格由下半年以来逐步回升，2021年一季度最高上涨至619元/吨。2020年四季度以来，焦煤受环保、安全检查等影响，焦煤供给受限，主焦煤价格持续回升。整体来看，2020年以来煤炭价格仍维持高位，但受上半年疫情影响，全年中枢有所下移。2021年一季度，煤炭供需整体偏紧，煤炭价格维持较高水平。根据国家发改委《关于做好2021年煤炭中长期合同签订履约工作的通知》，要求2021年进一步提高中长期合同签订比例，且在基准价方面，“下水煤合同基准价首先由双方协商确定，协商不一致的按2020年度水平执行”。总体而言，2021年的煤炭长协延续了2020年的定价机制不变，在此基础上，长协煤签订比例以及签订期限均有增加，长协价价格相对将更加稳定。从2016年实行供给侧改革以来，经过多年的摸索，煤炭行业监管手段愈加丰富，且预计随着行业供给维持小幅增长，需求具有一定支撑，2021年煤炭价格仍有望维持高位。

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 2020 年四季度以来山西产京唐港主焦煤库提价持续回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2020年煤炭价格中枢有所下移，行业主营业务收入及利润均有所下降。2020年煤炭行业实现营业收入20,001.9亿元，同比下降8.4%；实现利润总额2,222.7亿元，同比下降21.1%，利润水平下降。2021年一季度行业实现营业收入5,621.1亿元，同比增长29.6%，实现利润总额808.8亿元，同比增长94.3%。受2020年下半年以来煤炭价格持续上行影响，2021年一季度煤炭价格中枢上移，行业主营业务收入及利润总额均大幅增长，预计全年盈利水平或将边际改善。

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，2020年亏损企业数量1,400家，亏损企业占比32.98%，较2019年上升了5.62个百分点，亏损企业累计亏损额为617.10亿元。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 8 2020 年行业收入及利润均下降

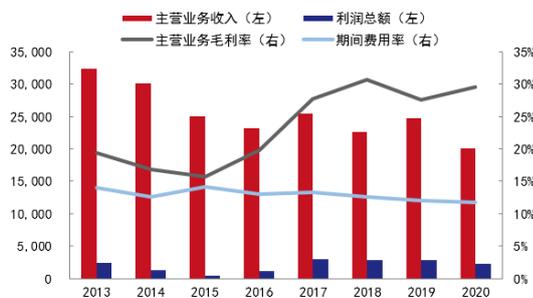
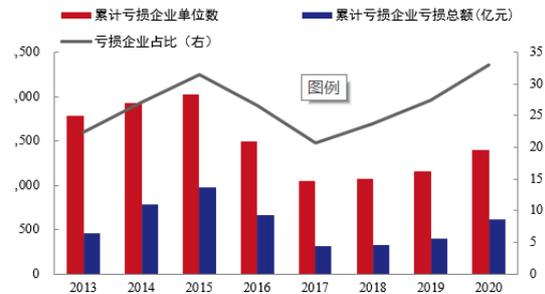


图 9 2020 年行业亏损面加大



注：2019-2020 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

五、公司治理与管理

依据《公司法》及有关法律、法规的规定，公司制定了《公司章程》等规章制度，并建立了较为健全的法人治理结构。公司系由邹城市国资局单独出资组建，由出资人²履行股东职责，并履行批准公司章程及章程修改方案、委派或更换公司监事，审核公司的战略发展规划、重大投融资计划等职能。公司设董事会，由7人组成，董事会设董事长1人，由出资人报邹城市政府批准后在董事会成员中指定。董事每届任期三年，任期届满可连任；董事会负责审定公司的经营计划和投资方案。公司设总经理，由董事会聘任或解聘，任期三年，总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作。公司设监事会，由5人组成，监事会设主席1名，由出资人报市政府批准后在监事会成员中指定。监事每届任期为三年，任期届满可连任。董事、总经理及财务负责人不得兼任监事；监事行使检查公司财务以及对董事、高级管

² 2020 年 12 月公司股东名称变更后，由邹城市财政局履行出资人职责。

理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司结合自身的实际情况，设置了办公室、财务室、工程管理部、投资发展部共4个职能部门，分别负责处理公司在生产经营活动中各项具体事务，基本可满足日常经营需要。

内部管理方面，公司建立了董事会议事规则、监事会议事规则、总经理工作细则，并从资金管理、内部控制、对外担保、对外投资管理以及子公司管理等方面制定了相关制度。在内部控制方面，公司制定了《内部控制管理制度》，从公司内部控制目标、内部控制制度的框架与执行、关联交易、募集资金等方面做了详细的规定。在资金管理方面，公司制定了《融资平台公司融资资金管理制度》，从总则、投资建设项目的计划管理、资金的拨付使用、工程结算等方面进行了详细的规定。

六、经营与竞争

公司主要从事邹城市基础设施建设以及国有资产经营等业务，具体来看，公司收入主要来源于煤炭、市政工程建设、其他经营类业务及公共事业等板块。2018-2020年公司主营业务收入分别为50.83亿元、58.85亿元及63.47亿元，保持增长，其中煤炭板块收入分别为25.42亿元、26.74亿元及27.77亿元，在公司主营业务中占比均最高，对主营业务贡献较大；市政板块、其他经营类业务中房地产、酵母系列产品经营稳定；公共事业板块包括燃气和公共交通等业务，规模较小且带有一定公益性，对公司收入形成一定补充。

毛利率方面，2018-2020年公司主营业务毛利率分别为24.96%、24.18%及27.40%，虽然各业务板块毛利率存在小幅波动，但受益于业务的多元化，公司整体毛利率保持稳定。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 板块 | 项目 | 2020年 | | 2019年 | | 2018年 | |
|--------|--------------------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|
| | | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 煤炭板块 | 煤炭 ³ | 27.77 | 22.26% | 26.74 | 20.43% | 25.42 | 20.48% |
| 市政板块 | BT收入 | 20.03 | 40.00% | 17.91 | 34.96% | 12.57 | 40.00% |
| | 工程收入 | 3.48 | 24.12% | 1.47 | 26.41% | 2.52 | 22.23% |
| | 房地产收入 ⁴ | 5.45 | 22.06% | 6.00 | 13.21% | 4.30 | 13.77% |
| 其他经营板块 | 酵母系列产品 | 3.59 | 31.84% | 3.59 | 29.54% | 3.24 | 30.69% |
| | 房租收入 | 0.25 | 63.90% | 0.09 | 72.37% | 0.09 | 61.28% |
| | 酒店管理收入 | 0.24 | 71.55% | 0.26 | 67.57% | 0.04 | 64.34% |
| 公共事业 | 电力和热气销售 | 1.06 | 31.47% | 0.67 | 32.63% | 0.90 | 13.66% |

³ 煤炭业务除包括子公司宏河控股的煤炭采掘及贸易收入外，还包括其铅银粉矿收入及其他业务收入中的部分贸易收入。

⁴ 公司房地产收入板块除子公司邹城市宏城置业有限公司的房地产开发收入外，还包含其他子公司从事的少量商品房销售业务收入。

| | | | | | | | |
|-----------|----------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 板块 | 煤气及天然气销售 | 0.76 | 0.01% | 0.70 | 2.51% | 0.83 | 26.28% |
| | 公交运营收入 | 0.16 | -432.10% | 0.41 | -125.58% | 0.40 | -85.38% |
| 其他 | 其他业务 | 0.68 | 35.50% | 1.01 | 29.95% | 0.51 | 44.69% |
| 合计 | | 63.47 | 27.40% | 58.85 | 24.18% | 50.83 | 24.96% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

► 煤炭板块

公司煤炭产能及产量规模不大，但近年经营较稳定，盈利状况较好

公司煤炭业务主要由子公司宏河控股运营，主要开采的是横河煤矿和红旗煤矿。横河煤矿1985年开始筹建，1993年12月矿井正式竣工投产。该矿井田面积约11.3平方公里，地质储量7,889万吨。横河煤矿煤炭资源赋存条件好，地质构造简单，煤层开采深度在600米左右，煤层厚，瓦斯含量低，适宜综合机械化生产，有利于集中、高效益的大规模开采，单位开采成本低。公司于2008年通过招标投资3.1亿元购买了山东嘉祥红旗煤矿（以下简称“红旗煤矿”）。红旗煤矿地处山东嘉祥县境内，2010年获得采矿许可证，煤田面积约71.22平方公里，煤炭地质储量7,011万吨，煤层埋深在200-450米，平均厚度约5.3米。红旗煤矿于2009年正式开工建设，2014年下半年开始投产。

公司主要开采煤种为气煤，具有低灰、低硫特点，可用作动力用煤、气化用煤和化工用煤等。截至2020年末，横河煤矿和红旗煤矿剩余可采储量分别为718万吨和2,201万吨，其中横河煤矿核定产能为78万吨/年，整体规模不大。

表3 截至2020年末公司运营矿井情况

| 项目 | 可采储量（万吨） | 核定产能（万吨/年） | 所在区域 | 煤种 |
|-----------|--------------|------------|----------|----------|
| 横河煤矿 | 718 | 78 | 山东省邹城市 | 气煤 |
| 红旗煤矿 | 2,201 | 未核定 | 山东省嘉祥县 | 气煤 |
| 合计 | 2,919 | - | - | - |

资料来源：公司提供

从煤炭产销情况来看，近年公司煤炭产量稳定，且煤炭销售渠道通畅，2018-2020年煤炭销量分别为161.88万吨、163.71万吨及153.87万吨，煤炭开采收入分别为7.59亿元、7.51亿元及7.73亿元，较为稳定。公司与山东裕隆煤电有限公司等大客户合作良好，产销率较高。

表4 公司煤炭开采业务的产销情况（单位：万吨）

| 煤矿 | 2020年 | | | 2019年 | | | 2018年 | | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 产量 | 销量 | 产销率 | 产量 | 销量 | 产销率 | 产量 | 销量 | 产销率 |
| 横河煤矿 | 76.84 | 76.04 | 98.96% | 78.00 | 77.98 | 99.97% | 78.09 | 78.32 | 100.30% |
| 红旗煤矿 | 79.34 | 77.83 | 98.10% | 85.81 | 85.73 | 99.91% | 84.56 | 83.56 | 98.82% |
| 合计 | 156.18 | 153.87 | 98.52% | 163.81 | 163.71 | 99.94% | 162.64 | 161.88 | 99.53% |

资料来源：公司提供

煤炭销售价格方面，由于公司地处山东省煤炭主产区，且周边钢铁、煤化工、电厂较多，煤炭需求量较大，煤炭价格较为透明，因此公司煤炭销售价格基本采用市场价。近年国内煤炭价格整体维持高位，公司煤炭均价保持相对平稳。由于煤炭开采业务固定成本占比较高，成本较为稳定；毛利率方面，近年煤炭售价较稳定，公司煤炭开采业务毛利率基本稳定，2020年受益于引入网上拍卖等销售形式，销售渠道进一步多样化，公司煤炭售价同比有所提高，毛利率略有提升。

表5 公司煤炭开采业务售价及毛利率情况（单位：元/吨）

| 项目 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|--------|--------|--------|--------|
| 平均销售价格 | 502.57 | 458.44 | 469.10 |
| 吨煤成本合计 | 217.66 | 203.49 | 221.98 |
| 毛利率 | 56.69% | 55.59% | 52.68% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

煤炭销售方面，公司除部分煤炭通过二级子公司山东恒屹工贸有限公司（以下简称“恒屹工贸”）的运输系统和销售网络统一出售外，其余大部分煤炭均自行对外销售。为提高销售煤炭的质量，近年公司均外购部分煤炭进行配煤后再对外销售。结算方式来看，公司以现款现货结算为主，但为保持销售市场份额，对部分电厂客户仍采取赊销模式，给予一定的信用期。公司结算方式包括银行转账及银行承兑汇票。

公司现有客户主要为山东地区电厂及周边地区煤化工企业。2018年以来煤炭市场行情较好，公司优先销售给收购价格相对较高的煤炭贸易商，近三年公司前五大客户销售占比在40%左右，客户集中度较高。

表6 公司煤炭开采业务前五大客户情况（单位：万元）

| 年份 | 客户名称 | 销售金额 | 占煤炭开采业务销售比重 |
|-------|----------------|------------------|---------------|
| 2020年 | 邹城市万汇聚丰商贸有限公司 | 8,626.58 | 11.16% |
| | 山东裕隆煤电有限公司 | 6,490.13 | 8.39% |
| | 鱼台强源商贸有限公司 | 6,399.54 | 8.28% |
| | 华电峰源（北京）贸易公司 | 6,257.51 | 8.09% |
| | 邹城市建信煤炭销售有限公司 | 4,529.70 | 5.86% |
| | 合计 | 32,303.46 | 41.77% |
| 2019年 | 山东裕隆煤电有限公司 | 9,386.13 | 12.50% |
| | 邹城市建信煤炭销售有限公司 | 8,289.87 | 11.05% |
| | 山东华刚恒业能源集团有限公司 | 7,827.48 | 10.43% |
| | 华电峰源（北京）贸易公司 | 5,573.83 | 7.43% |
| | 邹城市瑞和祥工贸有限公司 | 2,921.98 | 3.89% |
| | 合计 | 33,999.29 | 45.30% |
| 2018年 | 山东裕隆煤电有限公司 | 7,700.29 | 10.14% |

| | | |
|----------------|------------------|---------------|
| 邹城市建信煤炭销售有限公司 | 7,495.25 | 9.87% |
| 华电峰源（北京）贸易有限公司 | 6,201.64 | 8.17% |
| 邹城市瑞和祥工贸有限公司 | 6,189.09 | 8.15% |
| 山东华刚恒业能源集团有限公司 | 3,728.64 | 4.91% |
| 合计 | 31,314.92 | 41.24% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

安全生产方面，公司近年未发生安全事故，但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。同时我们也关注到，虽然2020年下半年以来煤炭价格持续上行，但煤炭价格影响因素众多，未来若煤炭价格大幅波动，仍将对公司盈利造成一定的不利影响。

公司煤炭资源储备较多，但后续开发时间有一定不确定性

公司后备煤炭资源主要为以1.5亿元购买的德州潘店煤田（以下简称“潘店煤田”）和通过资产划拨方式取得的山东兖州小孟煤田（以下简称“小孟煤田”），公司已取得上述两煤矿的探矿权。目前潘店煤田和小孟煤田尚处于探矿阶段。上述两个煤矿计划总投资11.50亿元，截至2020年末已投入2.39亿元，未来尚需投入9.11亿元，公司拟引入合作方共同开发以上项目，公司以探矿权进行出资，未来若合作方接洽不畅，公司自行开发，则将对公司造成一定资金压力。由于公司对上述煤矿的探矿目前尚未有实质性进展，投资均暂缓，后续开发时间存在不确定性。

表7 截至2020年末公司在建煤矿情况（单位：万元、万吨）

| 矿区名称 | 计划总投资额 | 已投资额 | 尚需投资 | 可采储量 |
|-----------|----------------|------------------|------------------|---------------|
| 潘店煤田 | 60,000 | 16,000.00 | 44,000.00 | 4,636 |
| 小孟煤田 | 55,000 | 7,930.00 | 47,070.00 | 7,429 |
| 合计 | 115,000 | 23,930.00 | 91,070.00 | 12,065 |

资料来源：公司提供

除煤炭开采外，公司通过恒屹工贸开展煤炭贸易。公司煤炭贸易主要模式为通过自身平台为中小煤炭贸易商提供采购服务，向周边煤炭运销公司等大批量采购煤炭。同时，公司凭借与电力企业的良好关系，以煤炭贸易方式为中小煤炭贸易企业提供向电力企业供货的渠道。定价方面，公司煤炭贸易业务经营模式简单，议价地位相对较低，整体销售加价幅度低，业务获利空间有限，近年煤炭市场行情较为平稳，煤炭价格整体维持高位运行，公司进销价差有所扩大，毛利率有所提高，但依然较低。由于公司煤炭贸易与自有业务销售煤种不同，因此销售均价高于公司自有煤炭。结算方面，公司一般要求实行先付款后发货，结算方式包括银行承兑汇票和银行转账。

表8 公司煤炭贸易销售情况

| | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 销量（万吨） | 160.73 | 205.44 | 227.15 |
| 销售均价（元/吨） | 653.85 | 650.17 | 559.92 |

| | | | |
|-----------|--------|--------|--------|
| 采购均价（元/吨） | 622.10 | 632.12 | 538.73 |
|-----------|--------|--------|--------|

资料来源：公司提供

公司煤炭贸易客户方面，近年公司前五大客户销售金额占比在30%左右，整体集中度不高。

表9 公司煤炭贸易前五大客户情况（单位：万元）

| 年份 | 客户名称 | 销售金额 | 金额占贸易业务销售比重 |
|-------|---------------------|------------------|---------------|
| 2020年 | 新泰市联泰物资有限公司 | 21,185.92 | 12.56% |
| | 兖矿集团博洋对外经济贸易有限公司 | 11,033.62 | 6.54% |
| | 新泰市永兴工贸有限公司 | 10,140.82 | 6.01% |
| | 山东中垠国际贸易有限公司 | 9,100.84 | 5.40% |
| | 华电集团北京燃料物流有限公司宁夏分公司 | 9,045.22 | 5.36% |
| | 合计 | 60,506.43 | 35.87% |
| 2019年 | 兖矿煤化供销有限公司 | 15,513.78 | 8.62% |
| | 华电集团北京燃料物流有限公司山东分公司 | 13,294.89 | 7.39% |
| | 山东鲁泰供应链物流有限公司 | 11,630.71 | 6.46% |
| | 山东冠世星能源有限公司 | 8,302.37 | 4.61% |
| | 山东恒信集团有限公司 | 6,675.18 | 3.71% |
| | 合计 | 55,416.93 | 30.79% |
| 2018年 | 华电集团北京燃料物流有限公司山东分公司 | 14,916.34 | 8.28% |
| | 兖矿煤化供销有限公司 | 12,592.67 | 6.99% |
| | 山东鲁泰供应链物流有限公司 | 11,205.56 | 6.22% |
| | 新泰市联物资有限公司 | 7,741.50 | 4.30% |
| | 鲁南中联水泥有限公司 | 7,530.22 | 4.18% |
| | 合计 | 53,986.29 | 29.97% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

除煤炭外，公司还开展了建筑材料、物资材料和机电设备的贸易，模式主要是为下游的发电厂及化工厂等客户按需购进上述材料和设备等，根据市场行情定价销售给客户，客户方面优先选择经营状况稳定、信誉较好的大型客户，公司一般给予其1-3个月账期。结算方式包括银行承兑汇票和银行转账，此类业务平均毛利水平高于公司煤炭贸易的毛利水平。

➤ 市政板块

公司主要从事邹城市基础设施及保障房等项目建设，业务具有较强的区域专营性，目前公司待政府回购项目尚有一定规模，但未来新增业务存在不确定性

公司作为邹城市最重要的基础设施建设主体，业务具有较强的区域专营性，业务范围主要在邹城市境内，近年主要承担了邹城市体育中心、三十米桥上跨铁路立交桥工程等邹城市重点基础设施项目和温田保障性住房建设等多个保障房项目。

公司基础设施及保障房建设业务由公司本部负责，项目均采用 BT 模式。公司与邹城市政府签订《项目投资建设委托（BT）协议书》，约定由公司作为代建方，通过自有资金和外部融资进行项目建设；待项目建成验收合格后，公司将移交至邹城市政府。邹城市政府委托邹城市财政局根据回购协议约定的金额分期向公司拨付回购资金，同时公司每年按照合同约定金额确认收入。2018-2020年公司分别实现BT收入12.57亿元、17.91亿元及20.03亿元，毛利水平较好。

市政工程方面，近年公司主要承担了邹城市南沙河综合治理改造工程项目和邹城市路网改造工程项目，项目总投资21.40亿元，根据公司与邹城市财政局签订的《关于邹城市南沙河综合治理改造工程项目和邹城市路网改造工程项目》的协议，政府对上述两个项目回购款总计为40.66亿元，自2012年起，前8年政府每年给予公司回购款3.5亿元，后两年每年回购6.33亿元。上述两个项目均已竣工，公司累计已确认收入34.33亿元，其中2018-2020年公司确认回购收入分别为3.50亿元、3.5亿元及6.33亿元，回购款项均已收到。

保障房建设方面，2012年、2013年根据公司与邹城市政府签订的相关协议，公司共承接了山东宏河矿业集团棚户区改造项目、怡馨家园工矿棚户区改造项目等共22个保障性住房建设项目，项目总投资合计为55.82亿元，上述项目均已建成，邹城市政府自2014年开始进行回购，截至2020年末，已回购金额62.24亿元，其中2018-2020年分别确认回购收入9.07亿元、11.57亿元及13.70亿元，回购款项均已收到，公司BT业务回款情况良好。

表10 近年公司主要BT项目收入确认情况（单位：万元）

| 项目 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|-----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 邹城市南沙河治理改造工程项目和路网改造工程项目 | 63,300.00 | 35,000.00 | 35,000.00 |
| 山东宏河矿业集团棚户区改造项目等11个项目 | 50,000.00 | 50,000.00 | 25,000.00 |
| 怡馨家园工矿棚户区改造项目等5个项目 | 44,721.00 | 33,769.00 | 33,769.00 |
| 温田保障性住房建设项目等4个项目 | 27,734.00 | 20,942.00 | 20,942.00 |
| 三兴家园国有工矿棚户区改造项目、龙山家园二期棚户区改造 | 14,537.00 | 10,977.00 | 10,977.00 |
| 合计 | 200,292.00 | 150,688.00 | 125,688.00 |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2020年末公司尚待政府回购的BT项目金额26.10亿元，未来公司仍可实现一定的收入规模。但值得关注的是公司近年无新增代建项目，未来会根据政府政策安排适当从事代建业务，但是规模和政策相关，尚存在不确定性。

表11 截至2020年末公司主要BT项目情况（单位：亿元）

| 项目 | 投资总额 | 已投资金额 | 已回购金额 | 待回购金额 |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| 邹城市南沙河综合治理和邹城市路网改造工程 | 21.40 | 21.40 | 34.33 | 6.33 |
| 温田、怡和等 22 个保障房项目 | 55.82 | 55.82 | 62.23 | 19.77 |

合计 77.22 77.22 96.56 26.10

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，子公司邹城市市政工程公司（以下简称“市政公司”）主要负责城市基础设施及公路建设，所形成收入列入公司工程收入。市政公司运作模式为：政府根据城市基础设施建设规划对项目进行招投标，公司主要负责建设项目资金的筹措，同时需配合邹城市建设局等政府部门开展项目前期审批、招标和建设管理等工作，并按工程进度收取建设费和管理费，市财政按工程建设进度付款，为市场化运作模式。2018-2020年公司分别实现工程收入2.52亿元、1.47亿元及3.48亿元，收入存在一定波动，主要是每年的工程项目建设进度差异造成。毛利率方面受工程项目成本影响存在一定波动，工程业务毛利率有小幅波动，但整体稳定。

➤ 其他经营板块

公司目前已建成房地产项目大部分实现销售，且无新建项目，未来可实现房地产开发收入有限

公司房地产开发业务主要由二级子公司邹城市宏城置业有限公司（以下简称“宏城置业”）负责运营，目前共有邹城文博苑小区、泉兴小区、红旗花园住宅小区和生态新城项目共4个房地产开发项目。截至2020年末，文博苑小区、红旗花园及泉兴小区均销售完毕。

生态新城项目包括集团办公楼、住宅小区和棚户区改造三个子项目。该项目中集团办公楼公司将部分自用，其余出租或出售；住宅小区部分将由内部员工认购；棚户区改造项目是公司为解决职工住房困难，改善职工居住环境而投资建设，2018年生态新城项目中办公楼、住宅楼和棚户区改造项目主体及装修全部完成，该项目可售部分29.36万平方米，预计可实现收入11.00亿元，其中住宅9.00亿元，门面房2.00亿元。2019年生态新城开始交房并结转收入，至2020年末累计结转面积14.71万平方米。

表12 截至2020年末公司房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目名称 | 性质 | 投资总额 | 已投资金额 | 可售面积 | 累计已结转销售面积 |
|-----------|------|--------------|--------------|---------------|---------------|
| 文博苑小区 | 商品房 | 15.00 | 15.00 | 43.93 | 43.93 |
| 红旗花园 | 商品房 | 2.20 | 2.20 | 10.11 | 10.11 |
| 生态新城 | 商住两用 | 6.00 | 5.80 | 29.36 | 14.71 |
| 泉兴小区 | 商品房 | 13.00 | 12.40 | 40.88 | 40.88 |
| 合计 | - | 36.20 | 35.40 | 124.28 | 100.34 |

资料来源：公司提供

整体来看，生态新城项目住宅部分收入确认时间有不确定性，未来两年内无其他新楼盘的开发计划，宏城置业未来经营模式将转型为承接政府房地产项目，代为建设及销售，并承建邹城市旧城改造、棚户区、公租房建设，未来公司可实现房地产开发收入有限。

公司酵母衍生物制造业务主要产品产量稳定、销量增长，但现阶段产能利用不足，圣琪二期项目

投资暂缓，未来收益实现存在不确定性

酵母衍生物制造业务由二级子公司圣琪生物运营，圣琪生物主要利用微生物发酵等方式生产酵母、调味粉以及饲料等产品。圣琪生物的甘薯淀粉业生物质废弃物资源综合利用项目（圣琪一期项目）于2014年建成投产。近年圣琪生物主要产品中，产量均较为稳定，除酵母及酵母抽提物系列外，销量均有所增长，且淀粉及淀粉制品系列销量增长较为明显，2020年该种产品实现销售9,842吨，较2018年显著增长。

但产能利用方面，近年公司酵母衍生物各主要产品产量与设计产能差距较大，产能利用率均较低。产能利用不足一方面受主要生产原料甘薯供应存在季节性影响，另外也与公司酵母衍生物相关产品仍处于销路拓展中有关。

表13 酵母衍生物制造业务产品产销量情况（单位：吨/年、吨）

| 项目 | 年产能 | 2020年 | | | 2019年 | | | 2018年 | | |
|-------------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|---------|
| | | 产量 | 销量 | 产销率 | 产量 | 销量 | 产销率 | 产量 | 销量 | 产销率 |
| 酵母系列 | 20,000 | 7,864 | 7,087 | 90.12% | 7,074 | 6,964 | 98.45% | 7,696 | 7,515 | 97.64% |
| 酵母抽提物系列 | 15,000 | 8,041 | 7,642 | 95.04% | 8,643 | 8,459 | 97.87% | 7,176 | 6,879 | 95.86% |
| 生物饲料系列 | 30,000 | 5,799 | 5,611 | 96.76% | 5,587 | 4,789 | 85.71% | 3,643 | 3,469 | 95.22% |
| 复配原辅料系列及改良剂 | 10,000 | 2,496 | 2,338 | 93.68% | 2,539 | 2,412 | 95.01% | 1,578 | 1,611 | 102.06% |
| 淀粉及淀粉制品系列 | 20,000 | 10,130 | 9,842 | 97.15% | 8,210 | 7,699 | 93.78% | 7,550 | 7,287 | 96.52% |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售情况看，公司主要通过参与国内外产销会拓展销售市场，现有客户群体主要为食品生产企业，目前已与“无棣正道”、“武藏野”等食品生产企业建立合作关系，客户较为分散，近年前五大客户占比在10%左右。结算方面，公司一般给予重点客户1至2个月的账期。从原材料采购情况看，公司原材料主要为甘薯，均采购自当地。得益于邹东山区以沙土地为主，种植甘薯具备一定天然优势，为公司原料供应提供有效保障，整体采购渠道顺畅。采购结算方面，公司一般与农户以现款结算。

在建项目方面，截至2020年末，公司在建的圣琪二期项目已投资5.22亿元，且由于已投产的圣琪一期项目产能利用不足，公司圣琪生物二期项目暂缓建设。未来该项目的产能利用情况尚待观察，预期收益实现存在不确定性。

表14 截至2020年末圣琪生物在建项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 项目位置 | 预计总投资 | 已投资 |
|-----------------|--------|------------|-----------|
| 圣琪现代农业生物科技园二期项目 | 邹城工业园区 | 102,000.00 | 52,200.00 |

资料来源：公司提供

公共事业板块

公共事业板块对公司收入形成一定补充，但整体规模较小

公司电力和热气业务由子公司邹城宏矿热电有限公司（以下简称“宏矿热电”）负责运营。宏矿热电为邹城市主要的热电供应公司，向邹城市居民用户和部分工商企业供应电力和蒸气。截至2020年末，宏矿热电用户总数达2.6万户。2018-2020年宏矿热电收入分别为9,049.05万元、6,666.96万元及10,615.23万元。

公司燃气业务由全资子公司邹城市燃气公司（以下简称“燃气公司”）负责运营，供气范围覆盖邹城市所有居民用户和部分工商企业用户。截至2020年末，已建成调压站164座，可满足现有用户需求。在入户接驳方面，燃气公司对新小区的接驳率达到100%，市区综合接驳率为90%。2018-2020年公司供气业务收入分别为8,335.53万元、7,048.01万元及7,551.00万元。近年收入下降，系部分对工商企业用户供气的业务划至与华润燃气投资（中国）有限公司合资新成立的联营公司邹城华润燃气有限公司进行。

公司公共交通业务由子公司邹城市国运公共交通有限公司（以下简称“邹城公交”）负责运营，邹城公交为邹城市唯一的公交运营单位，其运营线路覆盖邹城市内所有线路和部分城乡公交线路。2018-2020年公司公交业务收入分别为4,007.80万元、4,111.70万元及1,602.38万元，由于该业务具有一定公益性，毛利均处于亏损状态。

公司在资产注入方面获得较大外部支持

资产划拨方面，自公司成立以来邹城市政府先后将市政公司、燃气公司等公司的股权无偿划拨至公司；2011年，邹城市政府向公司注入价值50.14亿元的土地使用权；2017年，邹城市政府将价值为10.56亿元的管网资产划拨给公司；2019年子公司宏河控股接收了政府无偿划入的邹城恒益热力公司100%股权，增加资本公积10.08亿元；子公司山东正方实业有限公司（以下简称“正方实业”）接收政府划入的土地、管网等资产，增加公司资本公积30.90亿元，有效增强了公司的资本实力。2020年6月，邹城市国资局将公司持有的正方实业93.75%国有股权划转至国资局，在将正方实业股权划出的同时，根据邹城市国资局《关于同意山东正方实业发展有限公司部分资产无偿划转的批复》，政府将正方实业持有的价值26.70亿元资产无偿划回公司持有并经营管理。

2018-2020年公司收到税收返还及扶持资金、车辆购置补贴等补贴收入分别为0.52亿元、3.04亿元及2.21亿元，对公司利润形成了较好的补充。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2018年三年连审审计报告、2019年-2020年审计报告及未经审计的2021年1-6月财务报表，报告按照

新会计准则编制。2018年公司新增一级子公司2家、减少1家，2019年新增3家，2020年新增1家、减少2家，2021年1-6月无变化，截至2021年6月末，公司合并范围内一级子公司为11家，具体见附录四。

资产结构与质量

公司资产以其他应收款和存货为主，应收款项对公司资金形成较大占用，且部分土地资产已抵押，资产流动性较弱

近年公司资产规模持续增长，截至2021年6月末公司总资产为511.74亿元。从资产结构来看，近年均以流动资产为主，2021年6月末流动资产占比为81.44%。

截至2020年末，公司货币资金为33.03亿元，其中21.21亿元为票据保证金等，使用受限。公司其他应收款为往来款与应收借款，截至2020年末金额为161.37亿元，前5名单位金额合计占比44.24%，以政府部门为主，回收风险较小，但回收时间存在不确定性。2020年公司其他应收款同比显著增加，系对邹城市财税增收服务中心的往来款项增加所致。2020年末，公司存货为171.05亿元，存货中土地账面价值为101.34亿元，占比较高，主要是商住用地，性质以出让为主，其中已用于抵押的土地资产为13.25亿元；当年存货显著增加，系工程施工成本增加所致。

2020年末，公司可供出售金融资产9.37亿元，主要是对泰山玻璃纤维邹城有限公司、兖矿科澳铝业有限公司、邹城市人和城区路网项目投资运营有限公司等公司的权益投资，均采用成本法计量。2021年6月末，公司将权益类投资列示于其他权益工具投资科目，可供出售金融资产科目无余额。公司固定资产主要为房屋建筑物和机器设备、运输工具及市政设施等，2020年末为35.32亿元，其中8,298.00万元用于抵押；由于正方实业划出，固定资产科目余额较上年末有所下降。公司无形资产主要为采矿权和土地使用权，2020年末分别为23.63亿元和10.16亿元。

表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2021年6月 | | 2020年 | | 2019年 | | 2018年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 37.35 | 7.30% | 33.03 | 6.55% | 42.73 | 8.59% | 19.64 | 5.17% |
| 其他应收款 | 185.28 | 36.21% | 184.49 | 36.58% | 159.41 | 32.04% | 136.52 | 35.96% |
| 存货 | 171.57 | 33.53% | 171.05 | 33.92% | 139.15 | 27.97% | 118.12 | 31.12% |
| 流动资产合计 | 416.75 | 81.44% | 410.51 | 81.39% | 369.00 | 74.17% | 294.76 | 77.65% |
| 可供出售金融资产 | 0.00 | 0.00% | 9.37 | 1.86% | 8.39 | 1.69% | 5.07 | 1.33% |
| 其他权益工具投资 | 9.37 | 1.83% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% | 0.00 | 0.00% |
| 固定资产 | 35.69 | 6.97% | 35.35 | 7.01% | 53.42 | 10.74% | 31.06 | 8.18% |
| 无形资产 | 36.17 | 7.07% | 35.84 | 7.11% | 38.73 | 7.79% | 30.54 | 8.04% |
| 非流动资产合计 | 94.98 | 18.56% | 93.83 | 18.61% | 128.49 | 25.83% | 84.85 | 22.35% |
| 资产总计 | 511.74 | 100.00% | 504.35 | 100.00% | 497.50 | 100.00% | 379.61 | 100.00% |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

收入质量与盈利能力

公司收入稳定增长，利润总额保持稳定，整体盈利状况较好，但利润对补贴的依赖上升

2018-2020年公司营业收入保持增长，其中煤炭业务为公司最重要的收入贡献板块，BT业务收入方面存在一定波动，房地产、酵母系列产品及公共事业板块收入整体规模较小，对公司收入形成一定补充。盈利水平方面，近年公司销售毛利率较为稳定。公司投资收益主要来自委托贷款收益及股权转让收益，对公司利润有一定贡献；股权转让方面，公司2018年的投资收益规模较大，主要是其中1.1亿元为自来水公司股权以评估值转让产生的收益；委托贷款方面，公司2016年发行“16邹城小微债”，将募集资金通过中国民生银行济南分行，以委托贷款形式发放给邹城市境内小微企业，该部分收益计入公司投资收益，随着“16邹城小微债”于2020年10月到期，截至年末，公司发放小额贷款的账面价值显著下降至260万元。近年公司收到的计入其他收益的补贴金额显著增加，补贴占利润总额的比重增加。

2021年1-6月，公司实现营业收入32.43亿元，利润总额1.90亿元，同比均保持增长。

表16 公司主要盈利指标（单位：亿元）

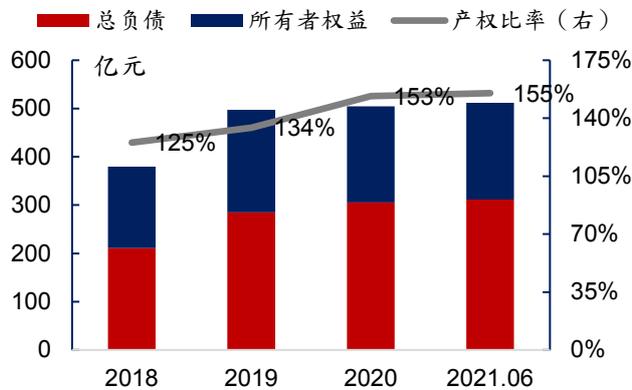
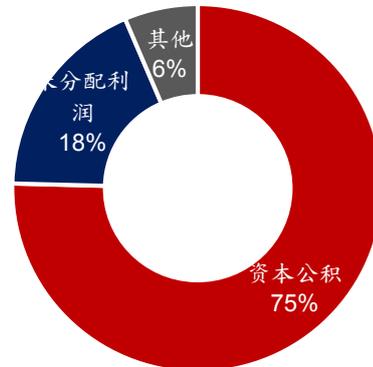
| 指标名称 | 2021年1-6月 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|-------|-----------|--------|---------|--------|
| 营业收入 | 32.43 | 65.71 | 60.17 | 51.49 |
| 收现比 | 123.89% | 88.75% | 103.70% | 87.65% |
| 营业利润 | 1.88 | 3.04 | 1.94 | 3.21 |
| 其他收益 | 0.02 | 1.10 | 0.94 | 0.39 |
| 利润总额 | 1.90 | 4.11 | 3.87 | 3.26 |
| 销售毛利率 | 28.09% | 26.86% | 24.56% | 25.36% |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司有息负债规模较大，面临较大的偿债压力

随着借款的增加及债券融资的增加，公司负债规模持续增长；由于子公司划出，公司所有者权益规模略有下降；2021年6月末，公司产权比率为155%，较2018年末有所提高，权益对负债的保障能力有所削弱。

图 10 公司资本结构

图 11 2021 年 6 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

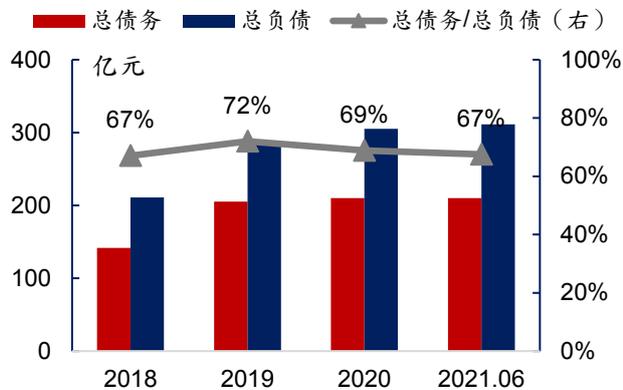
从负债结构来看，截至 2021 年 6 月末，公司流动负债占比为 60.93%，较 2018 年末有所下降。截至 2020 年末，公司短期借款 21.53 亿元，近年规模较稳定。公司应付票据均为银行承兑汇票，近年规模有所波动，系子公司宏河控股的银行承兑汇票规模波动所致。公司其他应付款主要为应付信托借款及其他单位暂借款，其中有息部分为 17.46 亿元。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、应付债券及长期应付款。2021 年 6 月末，公司应付债券为 68.35 亿元，较 2018 年末大幅增加，系公司近三年新发行多期债券所致。公司长期应付款为融资租赁款项。

表 17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

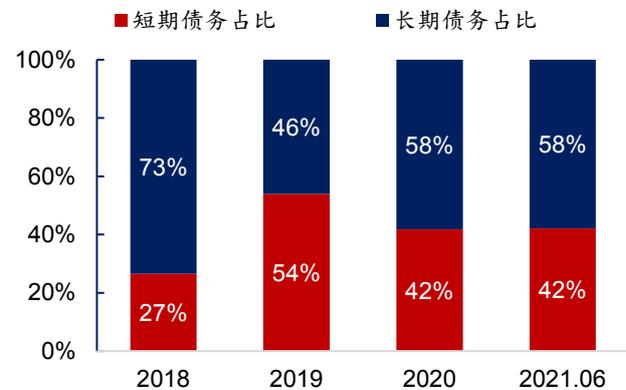
| 项目 | 2021 年 6 月 | | 2020 年 | | 2019 年 | | 2018 年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 23.24 | 7.47% | 21.53 | 7.05% | 20.38 | 7.15% | 15.79 | 7.48% |
| 应付票据 | 20.48 | 6.58% | 16.07 | 5.27% | 32.64 | 11.45% | 15.66 | 7.42% |
| 其他应付款 | 84.65 | 27.21% | 79.85 | 26.16% | 91.87 | 32.21% | 85.19 | 40.36% |
| 一年内到期的非流动负债 | 19.30 | 6.20% | 32.83 | 10.75% | 26.63 | 9.34% | 6.13 | 2.90% |
| 流动负债合计 | 189.59 | 60.93% | 195.11 | 63.91% | 188.35 | 66.04% | 138.16 | 65.45% |
| 长期借款 | 29.66 | 9.53% | 22.18 | 7.27% | 18.50 | 6.49% | 24.12 | 11.43% |
| 应付债券 | 68.35 | 21.97% | 67.65 | 22.16% | 44.02 | 15.44% | 22.59 | 10.70% |
| 长期应付款 | 23.53 | 7.56% | 19.51 | 6.39% | 34.28 | 12.02% | 26.16 | 12.39% |
| 非流动负债合计 | 121.56 | 39.07% | 110.16 | 36.09% | 96.84 | 33.96% | 72.93 | 34.55% |
| 负债合计 | 311.15 | 100.00% | 305.27 | 100.00% | 285.19 | 100.00% | 211.09 | 100.00% |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

截至 2021 年 6 月末，公司总债务 209.99 亿元，较 2018 年末显著增加，其中短期债务占比 42%，与 2019 年相比长短期债务结构有所优化，但考虑到公司总债务负担仍较重，面临较大的债务压力。

图 12 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 13 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，截至2021年6月末，公司资产负债率为60.80%，近年资产负债率持续攀升。现金短期债务比方面，2021年6月末为0.42，公司现金对短期债务覆盖较弱。2018-2020年公司EBITDA利息保障倍数持续下降，EBITDA对公司债务利息的保障程度较弱。

同时，公司与银行等金融机构长期以来保持良好的合作关系，截至2020年末，公司获得各银行授信额度合计184.00亿元，已使用授信额度59.01亿元，剩余授信额度124.99亿元。

表18 公司偿债能力指标

| 指标名称 | 2021年6月 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|---------------|---------|--------|--------|--------|
| 资产负债率 | 60.80% | 60.53% | 57.33% | 55.61% |
| 现金短期债务比 | 0.42 | 0.39 | 0.39 | 0.53 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 1.60 | 1.85 | 2.00 |

资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

八、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2018年1月1日至报告查询日（2021年9月2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；各项公开发行的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。

根据公司提供的子公司宏河控股的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年7月1日），

宏河控股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；各项公开发行的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2021年7月末，公司对外担保金额合计58.39亿元，其中邹城市利民建设发展有限公司和山东正方实业发展有限公司均为国有控股企业，2021年7月末公司对两家企业的担保金额分别为27.01亿元和9.46亿元，金额较大。此外，公司对外担保均无反担保，存在较大的或有负债风险。

表19 截至 2021 年 7 月末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保人名称 | 担保金额 | 担保期间 | |
|---------------|-----------|------------|------------|
| | | 起 | 止 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 10,980.00 | 2017/2/4 | 2027/2/3 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 28,000.00 | 2019/12/16 | 2022/12/1 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 13,500.00 | 2020/7/1 | 2022/6/22 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 7,538.00 | 2016/3/30 | 2024/3/29 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 4,600.00 | 2020/7/7 | 2022/7/6 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 16,000.00 | 2016/12/9 | 2024/12/9 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 39,553.00 | 2017/12/29 | 2032/12/30 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 31,200.00 | 2019/11/28 | 2024/11/2 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 30,000.00 | 2018/10/31 | 2023/9/5 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 30,000.00 | 2019/11/15 | 2021/11/15 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 10,000.00 | 2020/12/24 | 2021/12/24 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 11,723.01 | 2019/2/1 | 2024/2/1 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 10,000.00 | 2020/12/21 | 2023/12/21 |
| 山东正方实业发展有限公司 | 12,000.00 | 2020/3/26 | 2027/3/25 |
| 山东正方实业发展有限公司 | 10,075.00 | 2020/4/1 | 2025/3/30 |
| 山东正方实业发展有限公司 | 29,571.00 | 2020/7/1 | 2023/6/30 |
| 山东正方实业发展有限公司 | 15,000.00 | 2020/9/2 | 2023/8/31 |
| 邹城市华源医药科技有限公司 | 9,500.00 | 2020/6/30 | 2035/6/23 |
| 邹城市国运公共交通有限公司 | 6,243.00 | 2018/12/19 | 2024/12/19 |
| 邹城市国运公共交通有限公司 | 3,046.00 | 2018/9/26 | 2023/9/25 |
| 邹城市国运公共交通有限公司 | 13,695.00 | 2019/4/3 | 2024/4/3 |
| 邹城太平港务有限公司 | 5,000.00 | 2020/2/26 | 2028/2/25 |
| 山东至澄农业发展有限公司 | 12,000.00 | 2019/12/3 | 2027/2/3 |
| 山东至澄农业发展有限公司 | 4,590.00 | 2020/5/27 | 2023/2/5 |
| 山东至澄农业发展有限公司 | 24,000.00 | 2020/7/15 | 2024/7/15 |
| 山东至澄农业发展有限公司 | 2,550.00 | 2020/12/22 | 2021/12/21 |
| 邹城市城建实业发展有限公司 | 23,787.00 | 2016/6/28 | 2026/6/28 |
| 邹城市恒泰建设发展有限公司 | 4,590.00 | 2020/7/7 | 2023/2/5 |
| 山东正方实业发展有限公司 | 20,000.00 | 2020/11/23 | 2021/11/23 |

| | | | |
|-------------------|-------------------|------------|------------|
| 邹城市住宅建筑有限公司 | 6,800.00 | 2020/4/20 | 2023/4/20 |
| 山东正方实业发展有限公司 | 8,000.00 | 2015/6/28 | 2023/6/29 |
| 邹城市利民建设发展有限公司 | 10,000.00 | 2019/10/9 | 2021/10/9 |
| 山东正方智能机器人产业发展有限公司 | 7,950.00 | 2018/10/30 | 2023/2/28 |
| 山东省微山湖矿业集团有限公司 | 7,900.00 | 2020/12/17 | 2021/11/11 |
| 山东省微山湖矿业集团有限公司 | 5,500.00 | 2020/9/29 | 2021/9/29 |
| 山东省微山湖矿业集团有限公司 | 7,000.00 | 2020/11/10 | 2021/11/10 |
| 邹城市恒泰建设发展有限公司 | 30,000.00 | 2019.12.23 | 2026.12.24 |
| 邹城市恒泰建设发展有限公司 | 43,000.00 | 2020.7.27 | 2027.6.26 |
| 合计 | 583,891.01 | - | - |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、本期债券偿还保障分析

首先，公司经营产生的现金流是本期债券本息偿付的主要来源。公司业务板块较多，煤炭及其他经营板块发展较好，可贡献稳定的现金流入，但受往来款项影响，公司经营现金流净额波动性较大，若未来经营活动现金持续流出，则可能无法及时提供本期债券还本付息所需资金。

其次，必要时公司可通过资产抵押及处置获取必要的偿债资金。截至2020年末，公司存货中土地使用权账面价值101.34亿元，无形资产中土地使用权账面价值10.16亿元，主要为商住用地；无形资产中采矿权账面价值23.63亿元，必要时可通过土地资产的抵押、处置或采矿权抵押获取必要的偿债资金。但需关注的是采矿权抵押办理、土地资产抵押融资或处置变现易受未来市场环境变化而存在不确定性。

十、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

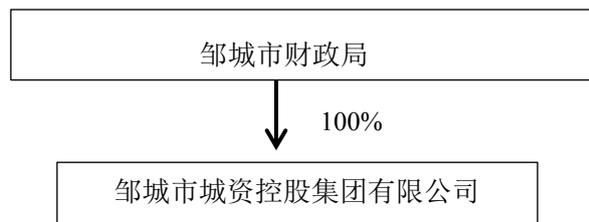
本评级机构将及时在本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。

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：亿元） | 2021年6月 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
|---------------|---------|--------|---------|--------|
| 货币资金 | 37.35 | 33.03 | 42.73 | 19.64 |
| 其他应收款 | 185.28 | 184.49 | 159.41 | 136.52 |
| 存货 | 171.57 | 171.05 | 139.15 | 118.12 |
| 流动资产合计 | 416.75 | 410.51 | 369.00 | 294.76 |
| 非流动资产合计 | 94.98 | 93.83 | 128.49 | 84.85 |
| 资产总计 | 511.74 | 504.35 | 497.50 | 379.61 |
| 短期借款 | 23.24 | 21.53 | 20.38 | 15.79 |
| 其他应付款 | 84.65 | 79.85 | 91.87 | 85.19 |
| 一年内到期的非流动负债 | 19.30 | 32.83 | 26.63 | 6.13 |
| 流动负债合计 | 189.59 | 195.11 | 188.35 | 138.16 |
| 长期借款 | 29.66 | 22.18 | 18.50 | 24.12 |
| 应付债券 | 68.35 | 67.65 | 44.02 | 22.59 |
| 长期应付款 | 23.53 | 19.51 | 34.28 | 26.16 |
| 非流动负债合计 | 121.56 | 110.16 | 96.84 | 72.93 |
| 负债合计 | 311.15 | 305.27 | 285.19 | 211.09 |
| 总债务 | 209.99 | 210.26 | 205.38 | 141.51 |
| 所有者权益 | 200.59 | 199.08 | 212.30 | 168.51 |
| 营业收入 | 32.43 | 65.71 | 60.17 | 51.49 |
| 营业利润 | 1.88 | 3.04 | 1.94 | 3.21 |
| 其他收益 | 0.02 | 1.10 | 0.94 | 0.39 |
| 利润总额 | 1.90 | 4.11 | 3.87 | 3.26 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 4.96 | -71.02 | -29.44 | 26.86 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -1.99 | -7.39 | -3.03 | 2.21 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -2.82 | 66.03 | 43.48 | -26.16 |
| 财务指标 | 2021年6月 | 2020年 | 2019年 | 2018年 |
| 销售毛利率 | 28.09% | 26.86% | 24.56% | 25.36% |
| 收现比 | 123.89% | 88.75% | 103.70% | 87.65% |
| 资产负债率 | 60.80% | 60.53% | 57.33% | 55.61% |
| 现金短期债务比 | 0.42 | 0.39 | 0.39 | 0.53 |
| EBITDA（亿元） | -- | 17.31 | 14.36 | 12.04 |
| EBITDA 利息保障倍数 | -- | 1.60 | 1.85 | 2.00 |

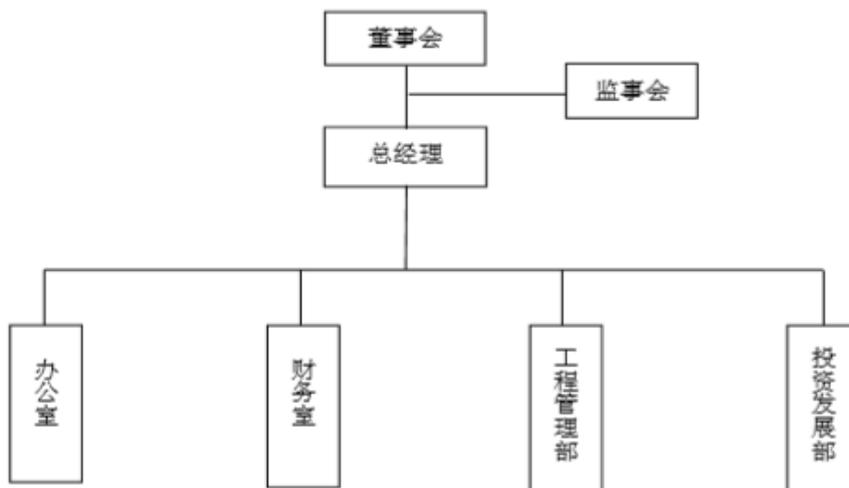
资料来源：公司 2016-2018 年三年连审审计报告、2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 2021年6月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

| 单位名称 | 注册资 本 | 持股比例 (%) | 营业范围 |
|-----------------|------------|-------------|--|
| 邹城市燃气总公司 | 5,688.00 | 100.00 | 天然气、液化气零售（凭许可证经营，有效期限以许可证为准）。 |
| 邹城市市政工程公司 | 2,185.20 | 100.00 | 市政公用工程施工总承包二级；房屋建筑工程施工总承包叁级；园林工程施工；工程机械租赁；钢筋混凝土排水管生产；房地产开发及商品房的销售；劳保用品的销售。 |
| 邹城市圣土阳光农业发展有限公司 | 50.00 | 100.00 | 蔬菜、谷物、园林花卉种植；初级农产品销售。 |
| 邹城市圣城文化旅游开发有限公司 | 60,200.00 | 100.00 | 文化旅游投资开发；旅游文化传播；旅游宣传促销策划；旅游会展策划；旅游企业形象设计；代订票务服务；会展服务； |
| 邹城市万融实业开发有限公司 | 10,000.00 | 100.00 | 资本运营、项目投资；水利工程建设；国有资产运营；城市重点项目与基础设施建设；市政工程；新农村及城市道路建设；旅游项目开发；建材销售。 |
| 山东宏河控股集团有限公司 | 160,000.00 | 100.00 | 授权范围内的国有资产经营、管理及投资；煤炭开采（限经批准的分支机构经营）及销售； |
| 邹城市择邻山庄有限公司 | 12,000.00 | 100.00 | 大型餐馆；含凉菜、不含裱糊花蛋糕、不含生食海产品（凭餐饮服务许可证经营）；住宿、美容、歌舞厅；会务服务；厨师、服务员培训；农作物种植；农产品加工。 |
| 邹鲁融资租赁有限公司 | 5,000.00 | 100.00 | 融资租赁业务；向国内外购买租赁财产；租赁财产的残值处理及维修；租赁交易咨询和担保；企业管理咨询。 |
| 邹鲁商业保理有限公司 | 5,000.00 | 100.00 | 国内保理业务（非银行融资类）；应收账款管理；商业票据管理；资信审查咨询；信用风险咨询；投资管理咨询；从事担保业务（不含融资类担保）；机器设备租赁（不含融资类租赁业务）。 |
| 邹城市财金物业管理有限公司 | 6,000.00 | 100.00 | 物业管理；绿化养护；保洁服务；建筑物清洗；会展服务；停车场服务；房屋中介服务。 |
| 邹城市智慧停车运营管理有限公司 | 1,000.00 | 100.00 | 一般项目：停车场服务；汽车租赁；电动汽车充电基础设施运营； |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|--|
| 销售毛利率 | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 收现比 | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 资产负债率 | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$ |
| 现金短期债务比 | $\text{现金类资产} / \text{短期有息债务}$ |
| 现金类资产 | $\text{未受限货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$ |
| EBITDA | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$ |
| 短期债务 | $\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$ |
| 长期债务 | $\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$ |
| 总债务 | $\text{短期债务} + \text{长期债务}$ |

附录六 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。 |