



# 邹城市城资控股集团有限公司及相关债券 2022年跟踪评级报告

---

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.

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员、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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等级的变化情况。

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及相关债券 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	首次/上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
21 邹城债 01/21 邹城 01	AA+	AA+
21 邹城债 02/21 邹城 02	AA+	AA+
21 邹城债 03/21 邹城 03	AA+	AA+

## 评级观点

- 中证鹏元维持邹城市城资控股集团有限公司（以下简称“公司”）的主体信用等级为 AA+，维持评级展望为稳定；维持“21 邹城债 01/21 邹城 01”、“21 邹城债 02/21 邹城 02”、“21 邹城债 03/21 邹城 03”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到：邹城市煤炭资源丰富，支柱产业优势较强，经济发展较好，为公司发展提供了良好基础，公司业务较为多元化，市政设施运营等业务具有较强的区域专营性，煤炭开采业务收入持续增长，公司继续获得较大力度外部支持。同时中证鹏元也关注到，公司酵母衍生物制造业务未来面临不确定性，在建项目面临较大减值风险，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。

## 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，且有望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。

## 评级日期

2022年6月10日

## 联系方式

项目负责人：张颜亭  
zhangyt@cspengyuan.com

项目组成员：郑丽芬  
zhenglf@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	561.21	557.15	504.35	497.50
所有者权益	211.93	212.35	199.08	212.30
总债务	248.63	249.57	210.26	205.38
资产负债率	62.24%	61.89%	60.53%	57.33%
现金短期债务比	0.44	0.42	0.39	0.39
营业收入	14.25	73.22	65.71	60.17
其他收益	0.01	0.04	1.10	0.94
利润总额	-0.13	4.76	4.11	3.87
销售毛利率	26.65%	30.97%	26.86%	24.56%
EBITDA	-	19.44	17.31	14.36
EBITDA 利息保障倍数	-	1.53	1.60	1.85
经营活动现金流净额	11.28	4.93	-71.02	-29.44
收现比	124.10%	94.72%	88.75%	103.70%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **邹城市煤炭资源丰富，支柱产业优势较强，经济发展较好，为公司发展提供了良好基础。**邹城市依托丰富的煤炭资源发展了煤炭、电力等支柱产业，同时新能源新材料等新兴产业初具规模，经济体量位居济宁市第一。
- **公司业务较为多元化，且市政设施运营等业务具有较强的区域专营性。**公司拥有煤炭、市政工程建设、其他经营类业务及公共实业等业务板块，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，煤炭开采业务收入持续增长。**截至 2021 年末，公司共有两个在产煤矿，可采储量 2,796 万吨，尚有两个后备煤矿，可采储量 12,065 万吨，资源储备较多，2021 年公司煤炭开采业务收入持续增长。
- **公司继续获得较大力度外部支持。**2021 年公司获得当地政府注入的股权等资产，有效增强了公司的资本实力。此外公司继续获得政府补贴。

## 关注

- **公司酵母衍生物制造业务未来面临不确定性，在建项目面临较大减值风险。**子公司山东圣琪生物有限公司（以下简称“圣琪生物”）2021 年出售部分资产，未来酵母衍生物制造业务发展存在不确定性，在建的二期项目存在较大的减值风险。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2022 年 3 月末，公司资产中存货与其他应收款合计占比较大，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。
- **公司刚性债务规模较大，面临较大的偿债压力。**截至 2022 年 3 月末，公司总债务规模较大，现金短期债务比仅为 0.44，同时经营活动现金流净额波动性较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额规模较大，对单一主体担保余额较大，且均未设置反担保措施。

## 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

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域风险状况	较低	财务风险状况	有效净资产规模	6
	GDP 规模	3		资产负债率	3
	GDP 增长率	5		EBITDA 利息保障倍数	6
	地区人均 GDP/全国人均 GDP	4		现金短期债务比	2
	公共财政收入	3		收现比	6
	区域风险状况调整分	0			
	经营状况	非常强			
	业务竞争力	7			
	业务持续性和稳定性	7			
	业务多样性	4			
<b>业务状况等级</b>		<b>非常强</b>	<b>财务风险状况等级</b>		<b>较小</b>



指示性信用评分		aa
调整因素	无 调整幅度	0
独立信用状况		aa
外部特殊支持调整		1
公司主体信用等级		AA+

### 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	AAA	2022-3-15	张颜亭、郑丽芬	<a href="#">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)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	AA+	2020-05-26	马琳丽、张颜亭	<a href="#">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)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
21 邹城债 01/21 邹城 01	4.00	4.00	2021-6-29	2028-03-09
21 邹城债 02/21 邹城 02	4.00	4.00	2021-6-23	2028-08-03
21 邹城债 03/21 邹城 03	4.50	4.50	2021-9-8	2028-12-31

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2021年3月9日发行7年期4.00亿元“21邹城债01/21邹城01”；于2021年8月3日发行7年期4.00亿元“21邹城债02/21邹城02”；于2021年12月31日发行7年期4.50亿元“21邹城债03/21邹城03”，募集资金原计划均用于偿还公司到期企业债券本息。截至2022年5月23日，“21邹城债01/21邹城01”、“21邹城债03/21邹城03”募集资金专项账户余额为559.33元；截至2022年5月24日，“21邹城债02/21邹城02”募集资金专项账户余额为13,206.51元。

## 三、发行主体概况

2021年6月2日，公司名称变更为邹城市城资控股集团有限公司；2022年1月，公司注册资本增至10,2000万元。截至2022年3月末，公司注册资本为102,000万元，实收资本为101,000万元，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。

2021年4月，公司职工监事由刘文浩变更为时永华。

2021年公司合并范围内一级子公司新增1家，2021年1-3月无变化，截至2022年3月末，公司合并范围内一级子公司为12家，具体见附录四。

**表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 2021年新纳入公司合并范围的一级子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
邹城市正洁环境服务有限责任公司	100.00%	7,000.00	城市生活垃圾经营性服务；城市建筑垃圾处置（清运）；餐厨垃圾处理；道路货物运输（不含危险货物）；餐饮服务。	划转

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升**

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经

济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

**2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势**

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商



协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。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，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

## 行业及区域经济环境

**邹城市为鲁南经济圈<sup>1</sup>“强县”代表，经济体量位居济宁市第一，依托丰富的煤炭资源发展了煤炭、电力等支柱产业，新能源新材料等新兴产业初具规模**

**区位特征：**邹城市历史文化底蕴深厚，交通区位优势，煤炭资源丰富。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。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。邹城市交通区位优势，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，煤炭资源丰富。截至2021年末，邹城市常住人口116万人，位居全市第一。

---

1. 指临沂、枣庄、济宁、菏泽4市。



**图 1 邹城市空间格局**


资料来源：邹城市政府网站

**经济发展水平：**邹城市经济体量位居济宁市第一，经济发展水平较高，为鲁南经济圈“强县”代表。近年邹城市经济保持增长，2021年地区生产总值960.55亿元，位居全市第一，GDP位列全国百强县第46名，山东省县级市的第4名，为鲁南经济圈“强县”代表。2021年邹城市三次产业结构达到6.8:48.3:44.9，与上年相比，第二、三产业比重分别提高0.5个、0.1个百分点。从拉动经济增长的三大动力来看，近年邹城市固定资产投资增速回升，2021年投资增速达13.3%，其中房地产开发投资增长15.5%，对经济的带动作用明显；消费方面，2021年邹城市消费市场复苏提速，限额以上企业（单位）社会消费品零售总额增速达34.0%；出口方面，近年邹城市进出口总额增速较快。2021年邹城市人均GDP为全国人均的101.95%，和全国平均水平持平。

**表2 2021年济宁市部分区县经济财政指标情况（单位：亿元）**

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
邹城市	<b>960.55</b>	<b>8.7%</b>	<b>82,559.00</b>	<b>84.18</b>	<b>20.47</b>
任城区	592.06	8.1%	55,044.63	75.45	-
兖州区	587.74	7.9%	117,383.66	49.72	-
汶上县	250.54	8.6%	36,442.18	18.26	34.99
嘉祥县	246.65	8.6%	35,230.68	17.52	33.47
金乡县	245.83	8.8%	38,768.33	18.21	-
鱼台县	219.55	9.3%	52,273.81	12.53	-
泗水县	203.30	8.0%	37,447.04	12.26	-

注：1、除邹城市外各区县人均GDP以当地第七次人口普查常住人口数据（时点为2020年11月1日零时）计算；

2、“-”为数据未获得。

资料来源：各区县政府网站、2021年国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

**表3 邹城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2021年		2020年		2019年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	960.55	8.7%	824.12	4.0%	807.64	3.1%
固定资产投资	-	13.3%	-	4.2%	-	-1.65%
社会消费品零售总额	360.6	17.9%	305.8	-0.8%	-	0.2%
进出口总额	63.5	53.5%	41.37	23.2%	33.57	39.3%
人均 GDP（元）	82,559.00		70,645.38		69,928.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	101.95%		97.51%		98.64%	

注：2020年人均GDP为根据第七次人口普查数据计算。

资料来源：2019-2021年邹城市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：以煤炭为主的传统工业仍为邹城市的支柱产业，同时新能源新材料、健康医药、机器人等新兴产业初具规模。**邹城为工业强县，全国大型煤炭开采企业兖矿能源集团股份有限公司和国内装机容量最大的燃煤电厂之一华电国际邹县发电厂均在其境内，主导产业为煤炭、电力等传统工业。从重点行业产值看，2021年煤炭开采和洗选业同比增长21.5%，煤炭及其他燃料加工业增长20.8%，化学原料和化学制品制造业增长47.2%，装备制造业增长45.9%，传统工业仍保持增长。近年邹城市新能源、新材料、健康医药、机器人等新兴产业初具规模，形成多元支撑、多点突破的发展新格局。培育了荣信集团、泰山玻纤、太阳宏河纸业等一批行业龙头企业，其中荣信集团入选中国制造业民营企业500强、山东省工业企业100强。同时，实施“专精特新”中小企业培育工程，87家企业纳入科技部科技型中小企业信息库。健康医药产业围绕打造生物医药技术研发、生产制造等全产业链条，重点项目包括孔圣堂中医药产业园、山东省工业生物技术产业转化平台、高精新医药园区孵化中心、鲁抗医药循环经济产业园等。机器人产业方面，制定实施机器人“产业强链行动计划”，目前已集聚了近30家相关企业，成为全省规模最大的工业机器人生产基地。

**发展规划及机遇：**根据《邹城市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，邹城市将努力打造资源型城市转型发展示范区，传统产业高端高质高效发展，新兴产业规模持续培育壮大，力争煤电产业占比降到30%，高新产业占比达到40%，基本形成以园区经济、城市经济、生态经济为重要支撑的现代产业体系。率先建成内陆城市开放型经济样板区，在更深层次改革、更高水平开放上走在前列。

**财政及债务水平：**邹城市财政实力较强，但地方政府债务持续扩张。近年邹城市财政运行情况较为平稳，其中2021年一般公共预算收入完成84.18亿元，占济宁市比重达到19.1%，收入总量在济宁各县市区中位居第一。从税收情况来看，近年税收收入占一般公共预算收入的比重在65%左右。近年邹城市财政自给率均超过90%，财政自给能力强。但需要关注的是，邹城市税收对传统资源型产业依赖度仍较高，受经济环境和行业景气度变化等因素影响，未来煤炭等传统资源型产业的波动仍可能导致邹城市税收收入的波动。债务方面，近年邹城市地方政府债务余额有所增加，截至2021年末为90.54亿元，较2019年

末增长27.97%。

**表4 邹城市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2021年	2020年	2019年
一般公共预算收入	84.18	80.17	77.79
税收收入占比	65.3%	64.04%	65.61%
财政自给率	95.57%	98.03%	90.83%
政府性基金收入	20.47	19.99	15.85
地方政府债务余额	90.54	79.69	70.75

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：邹城市预算执行情况的报告等，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至2021年末，邹城市主要投融资平台共2家，控股股东均为邹城市财政局。其中，公司为核心平台，承担邹城市基础设施建设及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，此外还开展了煤炭开采等产业类业务。邹城市利民建设发展集团有限公司为邹城市次要平台，主要承担邹城市孟子湖新区重点工程及基础设施建设项目。

**表5 截至2021年末邹城市主要投融资平台（单位：亿元）**

企业名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业收入	总债务余额	职能定位
公司	邹城市财政局	199.08	60.53%	65.71	210.26	邹城市最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
邹城市利民建设发展集团有限公司	邹城市财政局	52.28	64.50%	13.26	68.91	承担孟子湖新区重点工程及基础设施建设项目

注：财务数据为2020年度数据；本表总债务未考虑其他债务调整项。

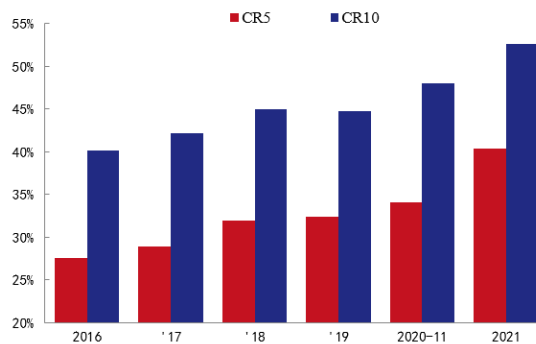
资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

**“十三五”期间退出落后煤炭产能 10 亿吨/年以上，行业产能结构得到优化，产业集中度进一步上升；2021 年煤炭供给整体较为紧张，随着保供政策继续护航，预计 2022 年原煤产量保持小幅增长**

煤炭去产能目标任务超额完成，行业产能结构得到优化。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》，到“十四五”末，全国煤矿数量控制在 4,000 处以内，煤炭行业供给侧改革转向系统性去产能、结构性优产能。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。

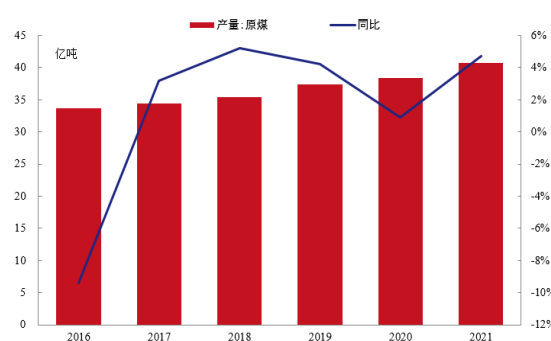
政策推动行业整合加速，行业集中度进一步上升。2020年6月，《国企改革三年行动方案（2020-2022）》出台，国企改革驶入“快车道”。根据《煤炭工业“十四五”结构调整指导意见》，“十四五”期间“推进有条件的煤炭企业跨区域、跨所有制实施兼并重组，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业。”到“十四五”末，“培育3-5家具有全球竞争力的世界一流煤炭企业”。在国企改革提速和煤炭行业供给侧结构性改革深化的双重背景下，煤炭行业兼并重组有望进一步加快，煤炭行业CR5、CR10产量占比将进一步提高，行业集中度进一步上升。

**图2 煤炭行业集中持续上升**

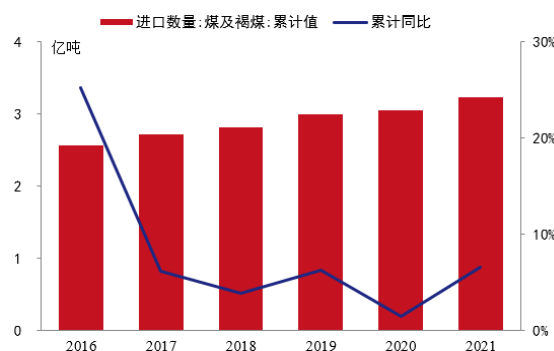


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2021年原煤产量保持小幅增长，但全年供应整体偏紧。2021年，全国原煤产量40.71亿吨，同比增长4.7%。具体来看，2021年1-2月，全国原煤产量6.18亿吨，同比增长25%，主要系受冷冬及下游需求旺盛影响，产地煤矿开工率高，同时2020年年初受疫情影响原煤产量偏低。3月份冬季保供结束以后，主产地安全环保检查频繁，包括山西省的煤矿安全大排查，陕西榆林煤矿超产检查，山西晋北地区中央环保组督查等，且内蒙古反腐、煤管票影响持续。2021年3-9月，全国原煤月产量基本低于去年同期，煤炭实际供给持续受限。2021年四季度，随着增产保供政策的持续加码，原煤产量同比增速水平明显抬升。进口方面，2021年煤及褐煤进口量为3.2亿吨，同比增长6.6%，上半年因澳煤禁运导致进口量大幅低于去年同期，下半年受国内供应形势紧张影响进口政策有所放开，全年进口量回归正增长。但预计随着国内保供稳产的逐步落实，对于进口煤的政策放松难以延续。

**图 3 2021 年原煤产量增速回升**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**图 4 2021 年煤炭进口增速回升**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

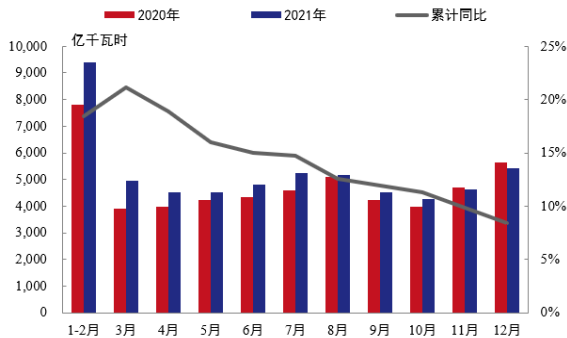
保供政策继续护航，2022 年原煤产量预计保持小幅增长。两会期间中央进一步强调要立足“以煤为主”的国情、纠正运动式减碳，预计短期内保供稳价仍将处于相对优先级。2022 年 2 月 20 日，全国煤炭日产量 1,218 万吨，已恢复至去年四季度日均产量水平。国家发展改革委 3 月 9 日称将会同相关部门、煤炭主产区和重点企业持续加大工作力度，力争全国煤炭日产量稳定在 1,200 万吨以上。叠加稳增长政策的发力，中证鹏元预计 2022 年煤炭供应仍将相应维持充裕，原煤产量保持小幅增长。

### 短期内煤炭仍将在我国一次能源消费结构中占据主导，2021 年以来煤炭消费需求旺盛

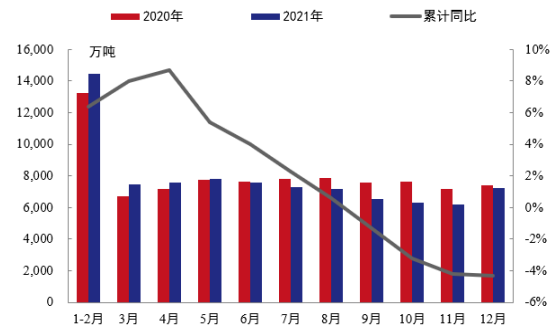
煤炭行业下游需求主要来源于火电、钢铁、建材、化工四大行业，合计占总煤炭消费量的 80% 左右，其中电煤消费占比超过 50%。截至 2021 年末，全国全口径发电装机容量为 23.77 亿千瓦，其中火电装机 12.97 亿千瓦，占比为 55%，在目前的发电量结构中占据主导地位。中证鹏元认为受我国资源禀赋条件影响，国内能源结构的转型调整并不会一蹴而就，短期来看煤炭仍将在我国一次能源消费结构中占据主导。

2021 年火力发电量增速较快，钢铁等非电耗煤需求减弱。随着我国经济继续复苏，2021 年工业企业生产整体用电负荷高，电厂日耗处于高位，同时下游非电耗煤需求仍有支撑，全年煤炭消费同比增长 4.6%。电力方面，2021 年火电发电量 5.77 万亿千瓦时，同比增长 8.4%，一方面 2021 年以来我国社会用电量保持较高增速，全社会总用电量为 8.32 万亿千瓦时，同比增长 10.3%。另一方面，受气候影响，水电发电量全年同比下降 2.50%。钢铁方面，2021 年我国生铁产量为 8.69 亿吨，同比下降 4.3%，6 月以来产量低于去年同期。建材方面，2021 年全国水泥产量 23.63 亿吨，同比下降 1.2%，年内增速由正转负。



**图 5 2021 年火电产量增速保持高位**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**图 6 2021 年生铁产量增速回落**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

预计 2022 年煤炭消费依旧保持增长。考虑火电在目前的发电量结构中占据主导地位，预计短期内电煤消费的基本盘依然稳固。叠加稳增长政策发力，中证鹏元预计 2022 年电煤需求仍将保持稳定增长。

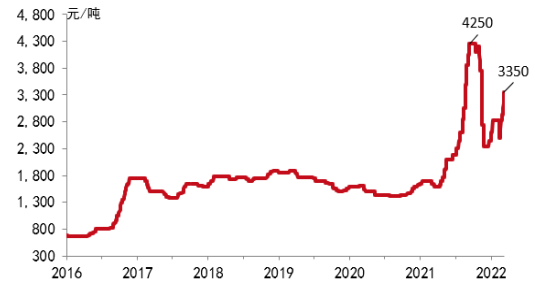
### 2021 年煤炭价格大幅波动，全年价格中枢显著抬升，预计 2022 年煤炭价格维持高位

2021 年煤炭价格大幅波动，全年价格中枢显著抬升。2021 年春节前受供给偏紧以及寒冬采暖需求旺盛影响，动力煤价格形成首轮上涨；随着春节期间下游需求减弱，动力煤价格迅速回归至全年低点；随后开工季需求快速恢复，叠加晋陕蒙主产地安全环保检查频繁，动力煤价格开启上涨。至 2021 年 10 月中旬，秦皇岛动力煤市场价（Q5500K，山西产）最高攀升至 2,593 元/吨，较年内低点涨幅达到 356.83%。2021 年 10 月下旬以来，动力煤价格大幅回落，由最高点下跌至年末的 800 元/吨左右。炼焦煤方面，以京唐港山西产主焦煤为例，由于山西省环保检查频繁，炼焦煤供给紧张，下游需求较为旺盛，价格持续上涨至 10 月中旬的 4,250 元/吨，较年内低点涨幅超过 165%，随后跌至年末的 2,350 元/吨。整体来看，全年价格中枢显著抬升。我们认为 2021 年煤价剧烈波动主要包括以下原因：（1）下游火电需求旺盛，2021 年长期保持两位数的增速；（2）安全生产和环保检查力度加大，叠加自然灾害等影响，产地供应持续受限；（3）行业形成一致上涨预期，市场报价短期内一路走高；（4）国际大宗商品价格上涨。煤炭价格出现暴涨后，国家发改委等部门高频开展保供稳价工作，煤价迅速高位回落，一方面高频的政策干预强势打压了价格上涨的一致预期；另一方面，政策推动保供增产收效，煤炭供应出现明显好转，社会库存也有一定增长。



**图7 秦皇岛动力煤（Q5500K，山西产）市场价大幅波动**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

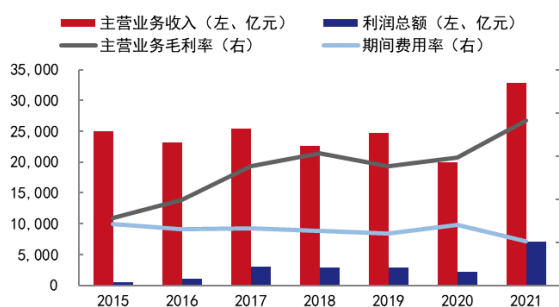
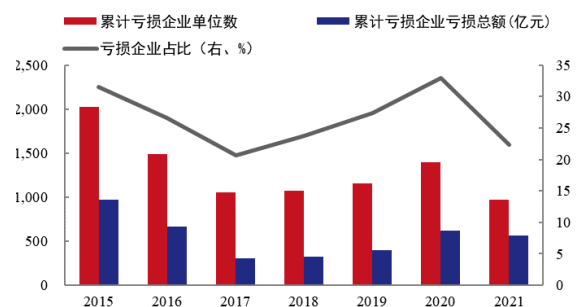
**图8 京唐港山西产主焦煤价格近期有所反弹**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计 2022 年煤炭价格将继续维持高位。在“两会”明确了绿色转型要立足资源禀赋，坚持先立后破、通盘谋划的指导方针下，2022 年稳产保供政策有望继续延续，预计短期内煤炭供给较为充裕。需求方面，预计 2022 年稳增长政策发力，下游需求继续保持增长，煤炭消费量仍有增长空间。整体来看，中证鹏元预计 2022 年煤炭供需格局将相对平衡，上年供应紧张的局面将会有所缓解，煤炭价格将继续维持高位。

随着2021年煤炭价格大幅上涨，行业营业收入及利润均大幅提升。2021年煤炭行业实现营业收入32,896.60亿元，同比增长58.3%；实现利润总额7,023.10亿元，同比增长212.7%。预计2022年煤炭价格仍将维持高位，行业营业收入及利润总额仍将较为可观。

行业亏损面收窄，若未来煤价出现回调，预计内部或将重新分化。“十三五”期间，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，2021年随着煤炭价格大涨，行业亏损企业数量大幅下降至970家，亏损企业占比22.33%，较2020年下降了10.65个百分点，亏损企业累计亏损额为560.9亿元，整体收窄。考虑到目前煤炭价格处于历史高位，若未来价格回调，行业内部盈利能力或将重新分化。

**图9 2021 年行业收入及利润均上升**

**图10 2021 年行业亏损面收窄**


注：2019-2021 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

## 五、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。2021 年公司主营业务收入为 72.45 亿元，保持增长，其中煤炭板块收入为 35.95 亿元，在公司主营业务中占比最高，对主营业务贡献较大；市政板块、其他经营类业务中酵母系列产品经营稳定；公共事业板块包括燃气等业务，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，2021 年公司主营业务毛利率为 31.05%，受益于占比较高的煤炭、市政板块毛利率上升，公司整体毛利率呈上升趋势。

表6 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

板块	项目	2021 年		2020 年	
		金额	毛利率	金额	毛利率
煤炭板块	煤炭 <sup>2</sup>	35.95	23.56%	27.77	22.26%
市政板块	BT 收入	20.03	43.16%	20.03	40.00%
	工程收入	2.57	33.85%	3.48	24.12%
其他经营板块	房地产收入 <sup>3</sup>	2.52	15.10%	5.45	22.06%
	酵母系列产品	2.88	29.75%	3.59	31.84%
	房租收入	1.97	73.83%	0.25	63.90%
	酒店管理收入	0.19	60.70%	0.24	71.55%
	公园及景区运营管理	1.50	58.50%	-	-
公共事业板块	电力和热气销售	1.44	15.12%	1.06	31.47%
	煤气及天然气销售	0.93	-0.01%	0.76	0.01%
	公交运营收入	-	-	0.16	-432.10%
其他	其他业务	2.48	24.75%	0.68	35.50%
<b>合计</b>		<b>72.45</b>	<b>31.05%</b>	<b>63.47</b>	<b>27.40%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### ➤ 煤炭板块

公司煤炭业务经营保持稳定，盈利状况较好

- 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。
- 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。

公司煤炭业务主要由子公司宏河控股运营，跟踪期内，公司主要开采的是横河煤矿和红旗煤矿，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2021年末，横河煤矿和红旗煤矿剩余可采储量分别为653万吨和2,143万吨，其中横河煤矿核定产能为78万吨/年，整体规模不大。

**表7 截至2021年末公司运营矿井情况（单位：万吨、万吨/年）**

项目	可采储量	核定产能	所在区域	煤种
横河煤矿	653	78	山东省邹城市	气煤
红旗煤矿	2,143	未核定	山东省嘉祥县	气煤
<b>合计</b>	<b>2,796</b>	-	-	-

资料来源：公司提供

从煤炭产销情况来看，因煤矿生产受地质构造影响，为保证安全生产公司按计划进行设备检修、搬家撤面而停产，2021年公司煤炭产量有所下降，进入2022年该影响已基本消除，公司两煤矿正常生产，2021年煤炭开采收入为9.49亿元，同比增长；公司煤炭销售渠道通畅，与大客户合作良好，产销率较高。

**表8 公司煤炭开采业务的产销情况（单位：万吨）**

煤矿	2021年			2020年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
横河煤矿	66.02	65.06	98.55%	76.84	76.04	98.96%
红旗煤矿	57.12	55.81	97.71%	79.34	77.83	98.10%
<b>合计</b>	<b>123.14</b>	<b>120.87</b>	<b>98.16%</b>	<b>156.18</b>	<b>153.87</b>	<b>98.52%</b>

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，公司煤炭均价上升。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，受益于近年引入网上拍卖等销售形式，销售渠道进一步多样化，同时公司煤炭售价同比提高，2021年毛利率提升较大。

**表9 公司煤炭开采业务售价及毛利率情况（单位：元/吨）**

项目	2021年	2020年
平均销售价格	785.04	502.57
吨煤成本合计	219.70	217.66
毛利率	72.01%	56.69%

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。近年煤炭市场行情较好，公司优先销售给收购价格相对较高的煤炭贸易商，2021年公司前五大客户销售占比为50.11%，占比较高。

**表10 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
2021年	邹城市万汇聚丰商贸有限公司	12,601.06	13.28%
	山东强瑞经贸有限公司	12,449.24	13.12%
	邹城市建信煤炭销售有限公司	9,887.28	10.42%
	山东灏博新能源有限公司	8,909.93	9.39%
	邹城市瑞和祥工贸有限公司	3,700.61	3.9%
	<b>合计</b>	<b>47,548.12</b>	<b>50.11%</b>
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%
	<b>合计</b>	<b>32,303.46</b>	<b>41.77%</b>

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2021年3月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，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2021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11 截至2021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
<b>合计</b>	<b>115,000</b>	<b>23,930.00</b>	<b>91,070.00</b>	<b>12,065</b>

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，毛利率较低。由于公司煤炭贸易与自有业务销售煤种不同，因此销售均价有所不同。结算方面，公司一般要求实行先付款后发货，但为保持销售市场份额，与公司自产煤炭销售类似，也对部分长期合作客户给予一定的信用期，一般在1-3个月。结算方式包括银行承兑汇票和银行转账。

**表12 公司煤炭贸易销售情况**

项目	2021年	2020年
销量（万吨）	207.77	160.73
销售均价（元/吨）	778.08	653.85
采购均价（元/吨）	774.63	622.10

资料来源：公司提供

公司煤炭贸易客户方面，2021年公司前五大客户销售金额占比为51.17%，销售集中度上升。

**表13 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
2021年	兖矿集团博洋对外经济贸易有限公司	39,041.75	15.35%
	山东中垠国际贸易有限公司	35,404.64	13.92%
	新泰市联泰物资有限公司	24,595.03	9.67%
	山东鲁泰供应链物流有限公司	22,789.19	8.96%
	国家能源集团宁夏煤业有限责任公司	8,317.04	3.27%
	<b>合计</b>	<b>130,147.66</b>	<b>51.17%</b>
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%
<b>合计</b>	<b>60,506.43</b>	<b>35.87%</b>	

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规模较为有限，且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。2021 年公司实现 BT 收入 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 40.66 亿元，其中 2021 年公司确认回购收入 6.33 亿元。

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 2021 年末，已回购金额 75.93 亿元，其中 2021 年确认回购收入 13.70 亿元。

**表14 近年公司主要 BT 项目收入确认情况（单位：万元）**

项目	2021 年	2020 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	63,300.00
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
怡馨家园工矿棚户区改造项目等5个项目	44,719.00	44,721.00
温田保障性住房建设项目等4个项目	27,734.00	27,734.00
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	14,535.00	14,537.00
<b>合计</b>	<b>200,288.00</b>	<b>200,292.00</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2021 年末公司尚待政府回购的 BT 项目金额 6.07 亿元，未来公司可实现收入规模较有限。同时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15 截至 2021 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	40.66	0.00
温田、怡和等 22 个保障房项目	55.82	55.82	75.93	6.07
<b>合计</b>	<b>77.22</b>	<b>77.22</b>	<b>116.59</b>	<b>6.07</b>

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。2021 年公司实现工程收入 2.57 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。毛利率方面受工程项目成本影响存在一定波动。

#### ➤ 其他经营板块

**公司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，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。2021 年公司实现房地产开发收入2.52亿元，截至2021年末，文博苑小区、红旗花园及泉兴小区均销售完毕，在售房地产项目仅生态新城。

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，截至2021年末累计结转面积18.91万平方米。

**表16 近年公司房地产项目收入成本结转情况（单位：万元、万平方米）**

时间	项目名称	生态新城
2021 年	结转面积	4.20
	结转收入	25,227.74
	结转成本	21,418.32
2020 年	结转面积	9.29
	结转收入	54,503.78
	结转成本	42,478.74

资料来源：公司提供

整体来看，公司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现阶段产能利用不足，2021年部分资产转让，未来该业务发展存在不确定性，在建项目面临较大的减值风险**

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产量均较为稳定，其中生物饲料系列销量持续增长。

但产能利用方面，各主要产品产量与设计产能差距仍较大，产能利用率仍较低。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17 酵母衍生物制造业务产品产销量情况（单位：吨）**

项目	年产能	2021年			2020年		
		产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
酵母系列	20,000	7,577	6,895	91.00%	7,864	7,087	90.12%
酵母抽提物系列	15,000	8,342	8,280	99.25%	8,041	7,642	95.04%
生物饲料系列	30,000	5,679	5,663	99.72%	5,799	5,611	96.76%
复配原辅料系列及改良剂	10,000	2,418	2,320	95.92%	2,496	2,338	93.68%
淀粉及淀粉制品系列	20,000	9,853	9,762	99.08%	10,130	9,842	97.15%

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，2021年前五大客户占比为20.83%。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。

根据2021年7月安琪酵母股份有限公司（以下简称“安琪酵母”）的公告，安琪酵母与山东鲁发控股有限公司共同设立的安琪酵母（济宁）有限公司（以下简称“安琪济宁”），收购圣琪生物酵母及酵母抽提物相关资产组（包含圣琪生物已取得的及在申请的除圣家及圣家乐购系列以外的全部商标权），标的资产目前建有年产1.5万吨酵母制品生产设施，标的资产评估价格为3.11亿元，目前已完成资产转让。圣琪生物在资产转让后，该等资产所对应的业务、市场均归安琪济宁所有，不得再从事任何与安琪济宁业务相同或类似的业务活动，圣琪生物保留非酵母类产品生产线（主要是红薯淀粉及其深加工）。商标转让后，对于圣琪生物在淀粉、粉条产品上已使用的商标继续使用事宜，安琪济宁可给予两年期限的许可使用权，具体后续授权事宜可按非酵母类产品销售收入对许可权进行定价。

在建项目方面，截至2021年末，公司在建的圣琪二期项目已投资5.29亿元，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，考虑到公司未来该项业务的不确定性，该项目

面临较大的减值风险。

**表18 截至 2021 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	52,900.00

资料来源：公司提供

公司房租收入主要来源于出租财金大厦、钜鑫大厦、商务中心等，由于新增公安局大楼和商务中心等租赁收入，2021 年公司房租收入有所增长。

公司公园及景观运营管理业务由子公司邹城市圣城文化旅游开发有限公司负责，收入主要来源于邹城市园林服务中心委托的对全市城区范围内公园进行管理和维护，以及下辖 3 个 4A 级景区的运营管理。2021 年公司实现公园及景观运营管理收入 1.50 亿元。

### ➤ 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二级子公司邹城恒益热力有限公司（以下简称“恒益热力”）负责运营，恒益热力主要负责邹城市内居民小区的供热业务。2021 年公司热力和电气销售收入为 1.44 亿元。

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。2021 年公司供气业务收入为 0.93 亿元。

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。由于该业务具有一定公益性，毛利均处于亏损状态。随着公司将持有的山东正方控股集团有限公司（以下简称“正方控股”）93.75%的股权划出，邹城公交作为正方控股的子公司亦不再纳入公司合并范围，公司自 2021 年开始未实现该业务收入。

#### 公司继续获得外部支持

2021 年公司接受划转的邹城市正洁环境服务有限责任公司股权，增加资本公积 0.37 亿元。2021 年公司新增公安局大楼、商务中心资产，增加资本公积 7.55 亿元。

2021 年公司收到各项补贴收入 0.04 亿元。

## 六、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

2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年新增1家合并范围一级子公司，2022年1-3月无变化，截至2022年3月末，公司合并范围内一级子公司为12家，详见附录四。

## 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2022年3月末公司总资产为561.21亿元。从资产结构来看，近年均以流动资产为主，2022年3月末流动资产占比为79.83%。

截至2021年末，公司货币资金为55.04亿元，其中32.50亿元为票据保证金及质押定期存单等，使用受限；2021年末同比增加较多主要系公司发行债券及取得借款所致。公司其他应收款为工程代建款及垫付款等，截至2021年末金额为192.58亿元，前五名单位金额合计占比41.53%，以政府部门为主，回收风险较小，但回收时间存在不确定性。2021年末公司存货为170.65亿元，存货中土地账面价值为94.70亿元，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22.46亿元。

2021年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；2021年末公司其他权益工具投资8.98亿元，主要是对济宁银行股份有限公司、泰山玻璃纤维邹城有限公司、山东邹城农村商业银行股份有限公司、山东财信融资担保集团股份有限公司等公司的权益投资。2021年末公司投资性房地产20.26亿元，主要为房屋建筑物及土地使用权，其中10.77亿元用于抵押，2021年同比增加主要系新增的商务中心和公安局大楼等。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，2021年末为33.00亿元。公司无形资产主要为采矿权和土地使用权，2021年末分别为23.79亿元和10.05亿元。

**表19 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	57.66	10.27%	55.04	9.88%	33.03	6.55%
其他应收款	186.41	33.22%	192.58	34.57%	184.49	36.58%
存货	175.00	31.18%	170.65	30.63%	171.05	33.92%
<b>流动资产合计</b>	<b>448.01</b>	<b>79.83%</b>	<b>447.12</b>	<b>80.25%</b>	<b>410.51</b>	<b>81.39%</b>
可供出售金融资产	0.00	0.00%	0.00	0.00%	9.37	1.86%
其他权益工具投资	8.98	1.60%	8.98	1.61%	0.00	0.00%
投资性房地产	20.22	3.60%	20.26	3.64%	3.87	0.77%
固定资产	32.94	5.87%	33.00	5.92%	35.35	7.01%
无形资产	35.73	6.37%	35.88	6.44%	35.84	7.11%
<b>非流动资产合计</b>	<b>113.20</b>	<b>20.17%</b>	<b>110.03</b>	<b>19.75%</b>	<b>93.83</b>	<b>18.61%</b>

资产总计	561.21	100.00%	557.15	100.00%	504.35	100.00%
------	--------	---------	--------	---------	--------	---------

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 收入质量与盈利能力

### 公司收入及利润水平稳定增长，整体盈利状况较好

2021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业务收入较为稳定，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有所上升。公司投资收益主要来自委托贷款及处置金融资产，对利润有一定贡献。2021年公司收到的计入其他收益的补贴金额较往年显著减少，补贴占利润总额的比重较往年下降。整体来看，公司营业利润及利润总额均保持增长。

2022年1-3月，公司实现营业收入14.25亿元，利润总额-0.13亿元。

**表20 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

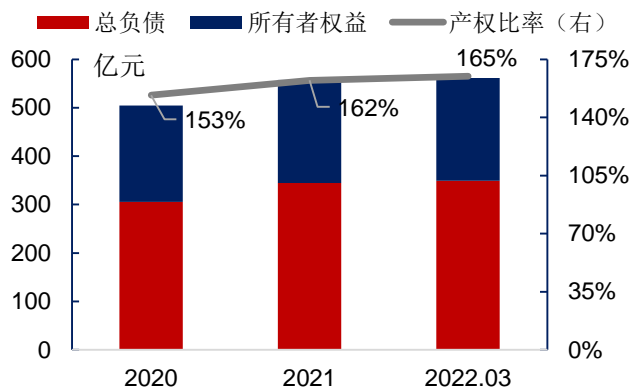
指标名称	2022年1-3月	2021年	2020年
营业收入	14.25	73.22	65.71
收现比	124.10%	94.72%	88.75%
营业利润	-0.13	4.81	3.04
其他收益	0.01	0.04	1.10
投资收益	0.20	0.48	0.62
利润总额	-0.13	4.76	4.11
销售毛利率	26.65%	30.97%	26.86%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

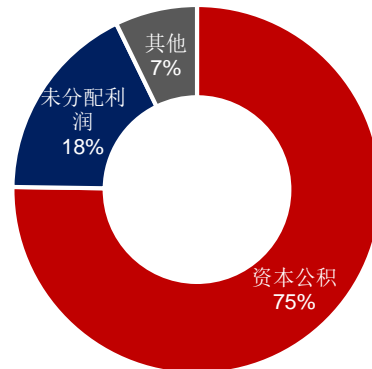
## 资本结构与偿债能力

### 公司总债务规模较大，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；公司所有者权益亦小幅增长；2022年3月末，公司产权比率为165%，较2020年末有所提高，权益对负债的保障能力有所削弱。

**图 11 公司资本结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 12 2022 年 3 月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从负债结构来看，截至2022年3月末，公司流动负债占比为66.07%。截至2021年末，公司短期借款28.98亿元，主要为质押借款、抵押借款和保证借款。公司应付票据主要为银行承兑汇票，近年规模有所波动。公司其他应付款主要为应付信托借款及往来款等，其中有息部分17.50亿元。公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款、长期应付款及应付债券。2021年末公司长期借款为8.93亿元，主要为质押借款和保证借款。2021年末公司应付债券为99.83亿元，同比大幅增加，系公司近年持续新发行多期债券所致。公司长期应付款主要为融资租赁款项。

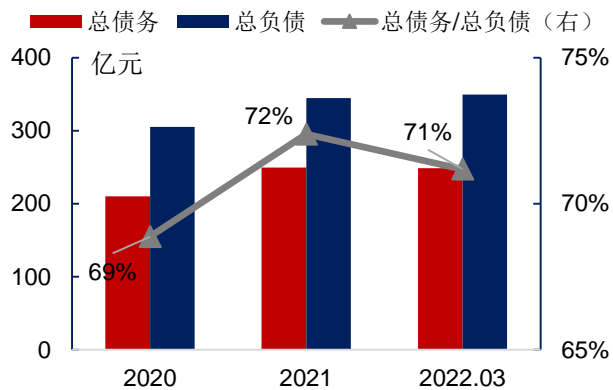
**表21 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2022 年 3 月		2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	20.83	5.96%	28.98	8.41%	21.53	7.05%
应付票据	18.08	5.18%	21.28	6.17%	16.07	5.27%
其他应付款	104.44	29.90%	95.68	27.75%	82.83	27.13%
一年内到期的非流动负债	61.76	17.68%	56.17	16.29%	32.83	10.75%
<b>流动负债合计</b>	<b>230.78</b>	<b>66.07%</b>	<b>224.38</b>	<b>65.07%</b>	<b>195.11</b>	<b>63.91%</b>
长期借款	12.36	3.54%	8.93	2.59%	22.18	7.27%
应付债券	94.51	27.06%	99.83	28.95%	67.65	22.16%
长期应付款	11.64	3.33%	11.66	3.38%	20.31	6.65%
<b>非流动负债合计</b>	<b>118.50</b>	<b>33.93%</b>	<b>120.42</b>	<b>34.93%</b>	<b>110.16</b>	<b>36.09%</b>
<b>负债合计</b>	<b>349.28</b>	<b>100.00%</b>	<b>344.80</b>	<b>100.00%</b>	<b>305.27</b>	<b>100.00%</b>

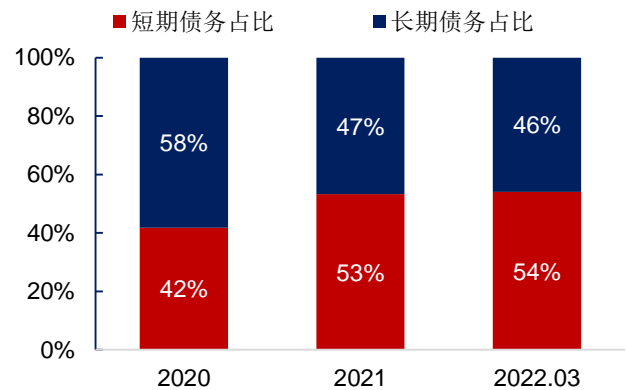
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

截至2022年3月末，公司总债务248.63亿元，其中短期债务占比54%，债务结构有待优化，公司面临较大的债务压力。



**图 13 公司债务占负债比重**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

**图 14 公司长短期债务结构**


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

从偿债能力指标来看，截至2022年3月末，公司资产负债率为62.24%，近年资产负债率持续攀升。现金短期债务比方面，2022年3月末为0.44，公司现金对短期债务覆盖较弱。2021年公司EBITDA利息保障倍数同比下降，EBITDA对公司债务利息的保障程度较弱。

**表22 公司偿债能力指标**

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	62.24%	61.89%	60.53%
现金短期债务比	0.44	0.42	0.39
EBITDA 利息保障倍数	-	1.53	1.60

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 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，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月6日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，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企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年4月2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；宏河控股公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保余额合计58.20亿元，其中对邹城市利民建设发展有限公司和正方控股的担保余额分别为27.32亿元和26.93亿元，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23 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

被担保方	担保余额	担保期间	
		起	止
邹城市利民建设发展集团有限公司	9,118.00	2017/2/4	2027/2/3
邹城市利民建设发展集团有限公司	26,000.00	2019/12/16	2022/12/1
邹城市利民建设发展集团有限公司	10,500.00	2020/7/1	2022/6/22
邹城市利民建设发展集团有限公司	37,415.00	2017/12/31	2032/12/29
邹城市利民建设发展集团有限公司	5,384.00	2016/3/30	2024/3/30
邹城市利民建设发展集团有限公司	4,560.00	2020/7/7	2022/7/6
邹城市利民建设发展集团有限公司	14,000.00	2016/12/9	2024/12/9
邹城市利民建设发展集团有限公司	23,400.00	2019/11/27	2024/11/27
邹城市利民建设发展集团有限公司	20,000.00	2018/10/31	2023/9/5
邹城市利民建设发展集团有限公司	34,870.00	2020/1/10	2024/1/15
邹城市利民建设发展集团有限公司	8,628.19	2019/2/1	2024/2/1
邹城市利民建设发展集团有限公司	8,000.00	2020/12/21	2023/12/21
邹城市利民建设发展集团有限公司	20,000.00	2021/7/27	2022/7/28
邹城市利民建设发展集团有限公司	19,690.00	2021/6/4	2023/12/30
邹城市利民建设发展集团有限公司	15,000.00	2019/5/16	2022/5/16
邹城市利民建设发展集团有限公司	6,000.00	2018/11/16	2023/8/16
邹城市利民建设发展集团有限公司	10,620.00	2021/8/6	2023/12/24
山东正方控股集团有限公司	12,000.00	2020/3/26	2027/2/19
山东正方控股集团有限公司	8,722.37	2020/4/1	2025/4/2
山东正方控股集团有限公司	18,280.43	2020/7/1	2023/6/30
山东正方控股集团有限公司	12,000.00	2020/9/2	2023/12/21
山东正方控股集团有限公司	20,000.00	2021/11/12	2022/11/12
山东正方控股集团有限公司	31,509.35	2021/1/20	2024/1/20
山东正方控股集团有限公司	2,000.00	2021/3/26	2022/3/26
山东正方控股集团有限公司	10,000.00	2021/8/5	2024/8/5
山东正方控股集团有限公司	19,980.00	2021/7/27	2023/7/27
山东正方控股集团有限公司	2,100.00	2021/10/22	2023/4/29
邹城太平港务有限公司	5,000.00	2020/2/26	2028/1/17
邹城市正方园区运营管理有限公司	14,803.45	2020/6/30	2035/6/23
邹城市国运公共交通有限公司	5,558.67	2018/12/19	2024/12/19
邹城市国运公共交通有限公司	2,031.24	2018/9/26	2023/9/26
邹城市国运公共交通有限公司	9,772.15	2019/4/3	2024/4/3
邹城市圣福园实业有限公司	1,000.00	2021/3/30	2022/3/29
邹城市圣福园实业有限公司	800.00	2021/3/24	2022/3/23
山东至澄农业发展集团有限公司	10,000.00	2019/12/3	2024/11/3

山东至澄农业发展集团有限公司	4,570.00	2020/5/27	2023/2/5
山东至澄农业发展集团有限公司	30,000.00	2020/7/15	2025/1/6
山东至澄农业发展集团有限公司	1,370.00	2020/9/30	2028/7/30
山东至澄农业发展集团有限公司	1,117.24	2021/2/1	2035/6/23
邹城市城建实业发展有限公司	800.00	2021/5/26	2022/5/20
邹城市城建实业发展有限公司	19,462.50	2016/6/28	2026/6/28
邹城市恒泰控股集团有限公司	4,580.00	2020/7/7	2023/2/5
邹城市恒泰控股集团有限公司	1,000.00	2021/9/9	2022/9/29
邹城市恒泰控股集团有限公司	2,000.00	2021/11/16	2026/11/16
邹城市龙腾实业发展有限公司	800.00	2021/3/5	2022/3/4
邹城市公路工程有限公司	4,560.00	2020/7/7	2022/7/6
山东正方控股集团有限公司	3,531.24	2015/6/28	2023/6/29
山东正方控股集团有限公司	10,000.00	2021/9/30	2033/8/25
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	4,400.00	2021/3/31	2022/3/31
山东省微山湖矿业集团有限公司	7,900.00	2021/10/12	2022/9/6
山东省微山湖矿业集团有限公司	5,400.00	2021/9/29	2022/9/29
山东省微山湖矿业集团有限公司	7,000.00	2021/5/28	2022/5/27
邹城市住宅建筑有限公司	6,770.00	2020/4/20	2023/4/20
<b>合计</b>	<b>581,953.83</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 八、抗风险能力分析

邹城市煤炭资源丰富，支柱产业优势较强，经济发展较好，为公司发展提供了良好基础；公司业务较为多元化，且市政设施运营等业务具有较强的区域专营性；煤炭资源储备较多，煤炭开采业务收入增长，公司继续获得较大力度外部支持。同时中证鹏元也关注到，公司酵母衍生物制造业务未来面临不确定性，在建项目面临较大减值风险；公司资产流动性较弱；偿债压力较大；以及对外担保余额达58.20亿元，存在较大的或有负债风险。

综上所述，从区域环境、经营竞争力和偿债能力等方面综合考虑，公司抗风险能力良好。

## 九、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定；维持“21邹城债01/21邹城01”、“21邹城债02/21邹城02”、“21邹城债03/21邹城03”的信用等级为AA+。

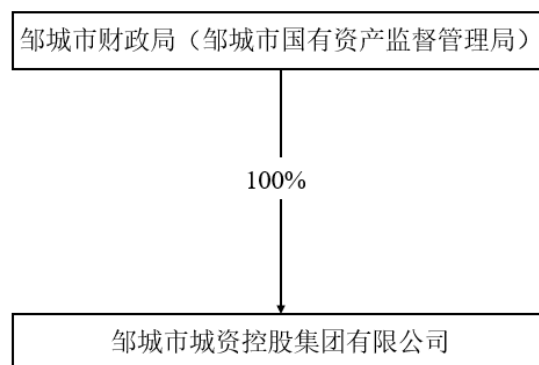
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	57.66	55.04	33.03	42.73
应收账款	11.88	12.23	8.58	12.62
应收款项融资	1.13	0.32	0.00	0.00
预付款项	13.74	13.84	10.15	10.33
其他应收款	186.41	192.58	184.49	159.41
存货	175.00	170.65	171.05	139.15
流动资产合计	448.01	447.12	410.51	369.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	9.37	8.39
其他权益工具投资	8.98	8.98	0.00	0.00
投资性房地产	20.22	20.26	3.87	14.31
固定资产	32.94	33.00	35.35	53.42
在建工程	12.24	10.05	8.17	7.85
无形资产	35.73	35.88	35.84	38.73
非流动资产合计	113.20	110.03	93.83	128.49
资产总计	561.21	557.15	504.35	497.50
短期借款	20.83	28.98	21.53	20.38
应付票据	18.08	21.28	16.07	32.64
应付账款	7.24	6.71	7.09	8.14
预收款项	0.05	0.00	6.00	7.49
合同负债	7.54	4.63	0.00	0.00
其他应付款	104.44	95.68	82.83	91.87
一年内到期的非流动负债	61.76	56.17	32.83	26.63
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	9.61	9.54	28.00	0.01
流动负债合计	230.78	224.38	195.11	188.35
长期借款	12.36	8.93	22.18	18.50
应付债券	94.51	99.83	67.65	44.02
长期应付款	11.64	11.66	20.31	34.28
非流动负债合计	118.50	120.42	110.16	96.84
负债合计	349.28	344.80	305.27	285.19
总债务	248.63	249.57	210.26	205.38
营业收入	14.25	73.22	65.71	60.17
所有者权益	211.93	212.35	199.08	212.30
营业利润	-0.13	4.81	3.04	1.94
其他收益	0.01	0.04	1.10	0.94
利润总额	-0.13	4.76	4.11	3.87

经营活动产生的现金流量净额	11.28	4.93	-71.02	-29.44
投资活动产生的现金流量净额	-1.06	-5.38	-7.39	-3.03
筹资活动产生的现金流量净额	0.58	4.23	66.03	43.48
<b>财务指标</b>	<b>2022年3月</b>	<b>2021年</b>	<b>2020年</b>	<b>2019年</b>
销售毛利率	26.65%	30.97%	26.86%	24.56%
收现比	124.10%	94.72%	88.75%	103.70%
资产负债率	62.24%	61.89%	60.53%	57.33%
现金短期债务比	0.44	0.42	0.39	0.39
EBITDA (亿元)	-	19.44	17.31	14.36
EBITDA 利息保障倍数	-	1.53	1.60	1.85

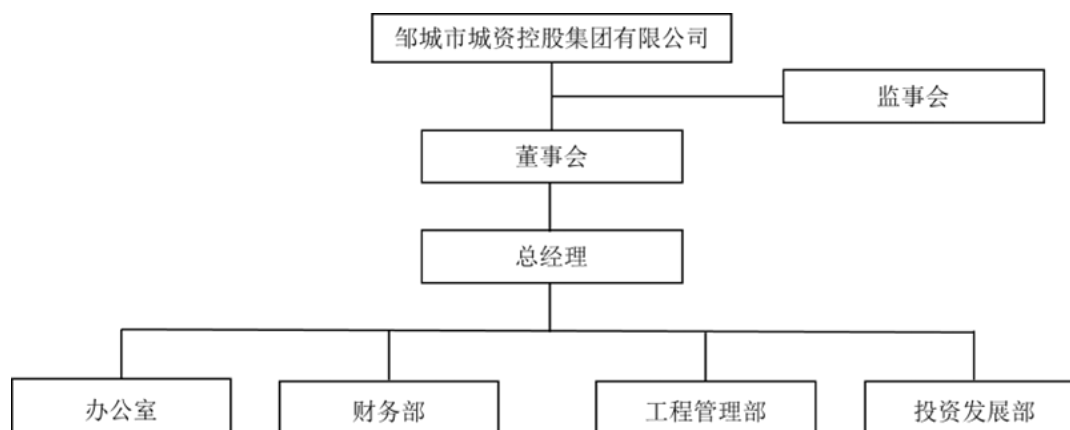
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 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 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供，中证鹏元整理



## 附录四 2022年3月末公司合并报表范围一级子公司情况（单位：万元，%）

序号	公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
1	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）
2	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
3	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
4	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
5	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
6	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
7	邹城市择邻山庄有限公司	12,000.00	71.43	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
8	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
9	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）
10	邹城市财金物业管理有限公司	6,000.00	71.43	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
11	邹城市智慧停车运营管理有限公司	1,000.00	71.43	停车场服务；汽车租赁；电动汽车充电基础设施运营
12	邹城市正洁环境服务有限责任公司	7,000.00	100.00	城市生活垃圾经营性服务；城市建筑垃圾处置（清运）；餐厨垃圾处理；道路货物运输（不含危险货物）；餐饮服务

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	$\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$
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。