



2023年邹城市城资控股集团有限公司公司债券2023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：

2023年邹城市城资控股集团有限公司公司债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
23 邹城资/23 邹城债	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：邹城市煤炭资源丰富，支柱产业优势较强，经济发展较好，为区域内公司发展提供了良好基础，邹城市城资控股集团有限公司（以下简称“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，且继续获得一定外部支持，煤炭行业市场行情较好，公司收入及利润均持续增长。同时中证鹏元也关注到，公司目前煤炭产量和可采储量相对较低，后备煤矿建设存在一定不确定性，公司资产以存货和其他应收款为主，资产整体流动性较弱，部分业务未来面临不确定性，在建项目面临较大减值风险，公司刚性债务规模较大，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

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司业务持续性较好，业务在区域内仍将保持专营性，且有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年6月20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	2023.3	2022	2021	2020
总资产	534.17	554.92	557.15	504.35
所有者权益	216.66	215.70	212.35	199.08
总债务	232.92	245.17	249.57	210.26
资产负债率	59.44%	61.13%	61.89%	60.53%
现金短期债务比	0.38	0.34	0.42	0.39
营业收入	18.82	87.48	73.22	65.71
其他收益	0.01	0.02	0.04	1.10
利润总额	-0.22	5.54	4.76	4.11
销售毛利率	23.84%	24.85%	30.97%	26.86%
EBITDA	-	18.21	19.44	17.31
EBITDA 利息保障倍数	-	1.83	1.53	1.60
经营活动现金流净额	2.76	9.22	4.93	-71.02

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 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。**邹城市交通区位优势，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，同时继续获得一定外部支持。**公司是邹城市主要的城市基础设施建设主体，业务规模在区域排名靠前，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、电力及热气等公共事业板块具有较强的区域专营性。2022 年公司收到各项补贴收入 3.58 亿元。
- **近年煤炭行业市场行情较好，公司收入及利润均持续增长。**受益于煤炭价格持续高位运行，公司煤炭板块收入及毛利率均呈上升趋势，对公司营业收入及盈利能力有较大贡献，近年公司营业收入及利润总额均持续增长。

关注

- **公司目前煤炭产量和可采储量相对较低，且后备煤矿建设存在一定不确定性。**2020-2022 年公司平均原煤产量 138.89 万吨，在行业内相对较小，截至 2022 年末，公司两个在产煤矿合计剩余可采储量相对不高，虽已通过购买及划拨获得一定煤炭资源储备，但由于公司对后备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。
- **公司以存货和其他应收款为主，资产整体流动性较弱。**截至 2023 年 3 月末，公司资产以存货和其他应收款为主。其他应收款回收时间较不确定，对公司资金形成较大占用，存货中土地资产占比较高，且部分土地资产已抵押，同时存在一定规模受限资产，资产整体流动性较弱。
- **公司部分业务未来面临不确定性，在建项目面临较大减值风险。**2023 年 2 月，子公司邹城市圣城文旅集团有限公司（以下简称“圣城文旅”）划出公司合并范围，圣城文旅主要负责公园及景区运营管理业务，未来公司该项业务存在不确定性；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，未来公司酵母衍生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。
- **公司刚性债务规模较大，面临较大的偿债压力。**截至 2023 年 3 月末，公司总债务规模仍较大，现金短期债务比仅为 0.38，同时经营活动现金流净额波动性较大，偿债压力较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2022 年末，公司对外担保余额规模较大，其中对邹城市利民建设发展集团有限公司（以下简称“利民建设”）、山东正方控股集团有限公司（以下简称“正方控股”）和山东至澄农业发展集团有限公司（以下简称“至澄农发”）的担保余额较大，且均未设置反担保措施。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
公司	邹城市最主要的城市基础设施建设主体，同时开展煤炭开采等产业类业务	554.92	215.70	87.48
利民建设	承担孟子湖新区重点工程及基础设施建设项目	212.36	82.46	16.36
正方控股	主要承担邹城经济开发区的基础设施建设任务以及邹城市城市公交运营	162.49	67.83	21.42
隆城投资	承担邹城经济开发区少量的基础设施建设和房屋租赁等业务	16.64	5.50	0.02
恒泰控股	从事邹城市棚户区改造项目和城市基础设施项目的建设及运营的主体	106.80	58.65	8.87
天成发展	主要从事邹城市棚户区改造和保障性住房项目的建设	70.43	52.76	8.43

注：（1）“利民建设”为邹城市利民建设发展集团有限公司的简称、“正方控股”为山东正方控股集团有限公司的简称、“隆城投资”为邹城市隆城投资发展有限责任公司的简称、“恒泰建设”为邹城市恒泰控股集团有限公司的简称、“天成发展”为邹城市天成建设发展有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：Wind、中证鹏元数据库、公开评级报告等，中证鹏元整理

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_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

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
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	7/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	5/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				-1
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是邹城市最主要的城市基础设施建设主体，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，邹城市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与邹城市政府的联系非常紧密以及对邹城市政府非常重要。同时，中证鹏元认为邹城市政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

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	AA+/"23 邹城资/23 邹城债"	2022-12-21	张颜亭、郑丽芬	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0) 、 外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)	阅读全文

AA+/稳定	AA+ “20 邹城 资产 MTN002”	2020-05-26	马琳丽、张颜 亭	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)	阅读全文
--------	-----------------------------	------------	-------------	---	----------------------

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
23 邹城资/23 邹城债	2.70	2.70	2022-12-21	2030-1-20

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2023年1月20日发行7年期2.70亿元“23邹城资/23邹城债”，募集资金拟全部用于邹城市亚圣文化博览园建设项目。截至2023年4月27日，募集资金专项账户余额为0元。

表1 截至2022年末“23邹城债/23邹城资”募投项目已投资情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
邹城市亚圣文化博览园建设项目	12.20	0.71

注：本次已投资数据与前次提供数据统计口径不一致，本次以账面价值统计。

邹城市亚圣文化博览园建设项目建设主体为公司子公司圣城文旅，2023年圣城文旅划出公司合并范围，根据邹城市国有资产监督管理局2023年2月《关于同意划转邹城市圣城文化旅游开发有限公司资产的批复》，同意将圣城文旅名下的邹城市亚圣文化博览园建设项目相关资产划转至公司；根据公司2023年5月《关于“23邹城债/23邹城资”募投项目实施主体变更的公告》，项目后续建设运营由公司负责实施，后续公司将陆续办理项目其他证照的变更工作。

三、发行主体概况

2022年1月，公司注册资本增至10,2000万元。截至2023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，仍为公司控股股东和实际控制人。

2022年，公司合并范围一级子公司增加1家，邹城市城资置业有限公司（以下简称“城资置业”）；2023年1-3月，公司合并范围一级子公司减少1家，圣城文旅，截至2023年3月末，公司合并范围一级子公司共12家，详见附录四。

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。

具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020年，城投公司融资环境相对宽松；2021年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020年，为了缓解经济下行压力，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，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发

[2022]20号), 要求加强地方政府债务管理, 明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级, 降低市县偿债负担, 有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”, 推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一, 并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”, “坚决遏制增量、化解存量”, “守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险, 加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看, 此政策背景下, 城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧, 优质地区、高级别城投债依然受市场追捧; 对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区, 以及其他低评级为主的地区, 未来融资难度上升, 或面临较大流动性和偿债压力; 而对于实力偏弱、债务高企地区而言, 非标违约事件可能持续增加, 非标违约所涉地区范围扩大。

行业及区域经济环境

邹城市为鲁南经济圈¹“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, 但邹城市税收对传统资源型产业依赖度较高, 且债务规模持续扩张

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2022年末, 邹城市常住人口115.2万人, 位居全市第一。

图1 邹城市空间格局

¹指临沂、枣庄、济宁、菏泽4市。



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，2022年地区生产总值突破千亿大关，位居全市第一，山东省县级市的第4名，为2022年赛迪百强县第49名，鲁南经济圈“强县”代表。2022年邹城市第一产业增加值68.9亿元，比上年增长5.8%；第二产业增加值470.5亿元，增长7.9%；第三产业增加值469.7亿元，增长2.3%。从拉动经济增长的三大动力来看，2022年全市固定资产投资同比下降9%，高技术产业投资同比增长64%，全年全市计划总投资10亿元以上工业项目完成投资同比增长43.1%，对经济的带动作用明显；消费方面，2022年邹城市消费市场保持平稳，全市社会消费品零售总额同比增长0.4%；出口方面，近年邹城市进出口总额增速较快。2022年邹城市人均GDP8.76万元，为全国人均的102.21%，和全国平均水平持平。

表2 2022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	1,009.1	5.0	87,592.01	85.70	28.90
任城区	612.82	3.6	56,974.76	71.49	3.38
兖州区	600.14	4.3	111,000.96	50.26	-
汶上县	266.94	4.5	38,825.15	18.81	37.99
嘉祥县	259.51	3.7	37,064.97	18.05	31.04
金乡县	259.37	4.3	40,900.80	20.03	24.38
鱼台县	233.17	4.4	55,515.34	13.6	22.26
泗水县	216.07	4.4	39,799.59	13.31	13.46

注：1、邹城市人均 GDP 以截至 2021 年末常住人口数据计算，其余地区人均 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、2022 年财政预决算报告等，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	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,009.1	5.0%	960.55	8.7%	824.12	4.0%
固定资产投资	-	-9.0%	-	13.3%	-	4.2%
社会消费品零售总额	362.0	0.4%	360.6	17.9%	305.8	-0.8%
进出口总额	-	-	63.5	53.5%	41.37	23.2%
人均 GDP（元）	87,592.01		82,559.00		70,645.38	
人均 GDP/全国人均 GDP	102.21%		101.95%		97.51%	

注：2020 人均 GDP 根据第七次人口普查数据计算，2021-2022 年人均 GDP 根据截至 2021 年末常住人口数据计算。

资料来源：2020-2021 年邹城市国民经济和社会发展统计公报、邹城市 2022 年 1-12 月经济运行概述等，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，2022年煤炭开采和洗选业产值同比增长38.7%，化学原料和化学制品制造业增长15.4%，电力、热力生产和供应业增长13.3%。从重点产品产量看，玻璃纤维纱同比增长14.7%，服装增长15.4%，矿山专用设备增长13%，铝材增长7.7%。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。同时实施国家高新、科技型中小企业“双百”梯次培育工程，国家级高新技术企业达到87家、国家级科技型中小企业达到123家。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，逐步形成以鲁抗医药、中再生华惠、孔圣堂制药等企业为龙头、山东嘉珂生物科技有限公司等企业为上下游，集研发、中试、成果转化、生产等流程的生物医药产业集群。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全省前列。

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2022年一般公共预算收入完成85.70亿元，占济宁市比重达到19.14%，收入总量在济宁各县市区中位居第一。从税收情况来看，2022年税收占比同比下降，但近年税收收入占一般公共预算收入的比重均在60%以上。近年邹城市财政自给率均超过90%，2022年上升至101.07%，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2022年末为102.63亿元，较2020年末增长28.54%；2021年末邹城市广义政府债务率²为372.50%。

表4 邹城市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	85.70	84.18	80.17
税收收入占比	60.45%	65.3%	64.04%
财政自给率	101.07%	95.57%	98.03%
政府性基金收入	28.90	20.47	19.99
地方政府债务余额	102.63	90.54	79.69

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2022年末，邹城市主要投融资平台共6家，其中公司为核心平台，是邹城市最主要的城市基础设施建设主体，此外还开展了煤炭开采等产业类业务；利民建设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；正方控股主要承担邹城经济开发区的基础设施建设任务以及邹城市城市公交运营；邹城市隆城投资发展有限责任公司（以下简称“隆城投资”）为正方控股子公司；邹城市恒泰控股集团有限公司（以下简称“恒泰控股”）主要从事邹城市棚户区改造项目和城市基础设施项目的建设及运营；邹城市天成建设发展有限公司（以下简称“天成发展”）为恒泰建设子公司。

增产保供为当前煤炭行业政策的主基调，2022年全国原煤产量显著增长，预计2023年原煤产量有望保持在较高水平，但增速或将放缓

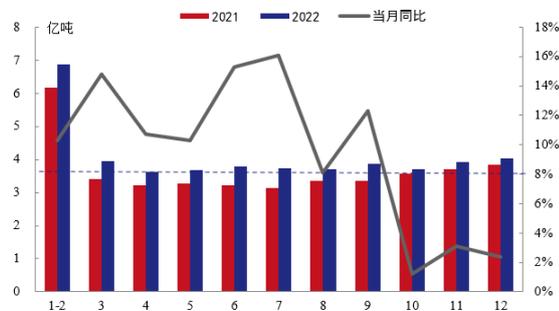
增产保供仍为当前行业政策的主基调。2022年两会期间中央再次强调双碳目标要“立足国情”、“先立后破”、“不能搞运动式减碳”，进一步明确了双碳目标下的减碳路径，这体现出煤炭仍将是我国能源体系的压舱石，中短期内将继续肩负国家能源安全保障的重任。2022年3月，国家发改委在《关于成立工作专班推动煤炭增产增供有关工作的通知》中，要求主要产煤省区和中央企业全力挖潜扩能增供，年内释放煤炭产能3亿吨以上，其中1.5亿吨来自新投产煤矿，另外1.5亿吨增量则通过产能核增、停产煤矿复产等方式实现。在各项增产保供政策的发力下，2021年四季度以来我国煤矿产能利用率达到供给侧改革以来的峰值，日均产量处于高位。

保供增产政策继续收效，2022年原煤产量明显增长。2022年全国原煤产量45.6亿吨，同比增长10.5%。具体来看，2022年1-2月，全国煤炭产量6.87亿吨，同比增加10.3%，受供暖季及保供增产政策影响，较上年同期明显增长。2022年3月份原煤日均产量达到1,277万吨，3月份以后，全国原煤月产量均高于上年同期，全年产量显著增长。进口方面，2022年煤炭进口数量为2.93亿吨，同比下降9.2%。受全球能源产能供给不足和俄乌冲突影响，全球油气价格持续上涨，欧洲多国宣布重启燃煤电厂，俄罗斯煤炭禁运又进一步加剧了全球煤炭供应紧张的局面，叠加年初印度尼西亚阶段性暂停煤炭出口等

² 广义债务率=（地方政府债务余额+发债城投有息债务）/（一般公共预算收入+政府性基金收入+上级补助收入）

事件扰动，全年煤炭进口量规模大幅缩减。由于海外事件的影响持续时间较长，进口煤调节作用受限。

图 2 2022 年以来原煤产量大幅增长



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图 3 2022 年煤炭进口量大幅缩减



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

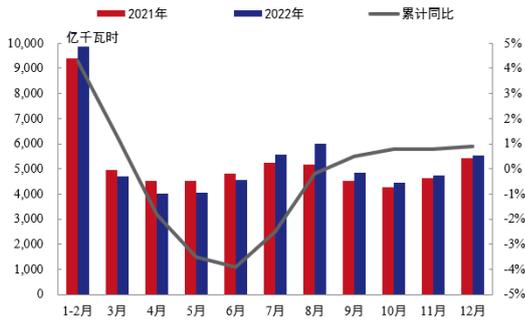
预计 2023 年原煤产量有望保持在较高水平，但增速或将有所放缓。根据中国煤炭市场网，2022 年 11 月有关部门再次强调保供稳价，加快煤矿核增产能相关手续办理，主产地补发新一批保供煤矿名单和核增计划。从供应端来看，2023 年随着保供政策持续，原煤产量有望保持在较高水平。但同时也考虑到新批复矿井产能释放尚需时间和产能核增继续挖潜的空间有限，后期供给端增量不大。中证鹏元预计 2023 年原煤产量有望保持在较高水平，但增速或将有所放缓。

2022 年火力发电增速先降后升，非电耗煤需求整体较低迷，煤炭锚定国内能源基本盘，预计 2023 年煤炭消费需求仍可保持增长

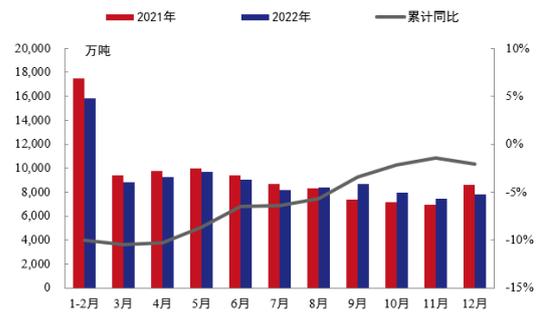
2022 年火电增速先降后升，钢铁等非电耗煤需求低迷。煤炭行业下游需求主要来源于火电、钢铁、建材、化工四大行业，合计占总煤炭消费量的 80% 左右，其中电煤消费占比超过 50%。电力方面，2022 年火电发电量为 5.85 万亿千瓦时，基本同上年持平，其中 3 月份以后出现明显回落，三季度受持续高温影响火电增速有所回升。一方面受宏观环境影响，2022 年上半年我国社会用电量出现回落，三季度全社会总用电量同比增速回升；另一方面，受气候影响，上半年水电发电量同比增长 20.3%，而三季度受干旱天气影响水电出力大幅萎缩，其中 8-9 月分别下滑 11.0% 和 30.0%。钢铁方面，2022 年我国累计粗钢产量为 10.13 亿吨，同比下降 2.10%，但自年初以来降幅已大幅收窄。建材方面，2022 年全国水泥产量 21.2 亿吨，同比下降 10.8%。整体来看，受气候因素影响，全年电煤需求整体呈先降后升；钢铁、水泥等非电用煤需求整体较为低迷，但年末呈现边际改善的态势。

图 4 2022 年火电产量增速先降后升

图 5 2022 年以来粗钢产量增速降幅收窄



资料来源：Wind，中证鹏元整理

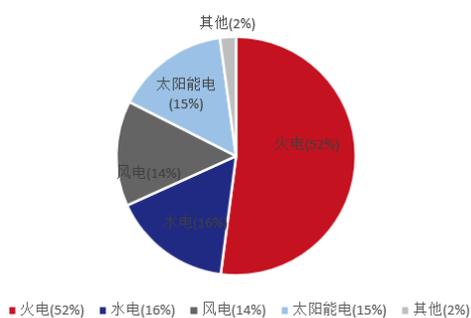


资料来源：Wind，中证鹏元整理

煤炭锚定国内能源基本盘，预计 2023 年煤炭消费保持增长。截至 2022 年末，全国全口径发电装机容量为 25.64 亿 kw，其中火电装机 13.32 亿 kw，占比为 52%，在目前的发电量结构中占据主导地位。虽然双碳目标下煤电装机规模将被严控，但相较于水电和新能源发电，现阶段煤电仍具备经济、高效且不受气候季节影响等多重优势，其电量供应仍是目前保证电力系统稳定安全的压舱石，因此中短期内电煤消费的基本盘依然稳固。中证鹏元预计，2023 年电煤需求仍将保持增长。钢铁方面，预计钢铁行业中长期需求进入峰值平台期，钢铁行业产能过剩压力将长期存在，控产量政策有望延续，叠加短期内钢材需求整体下行，供给端有望延续自发性减产，预计 2023 年钢铁行业的煤炭消费需求难有增长。总体来看，煤炭下游行业终端需求涉及制造业、房地产等宏观经济主要领域，二十大后国家出台多项稳增长政策，预计下游需求有望得到支撑，2023 年煤炭消费仍将继续增长。

图 6 我国电力装机结构仍以火电为主

图 7 煤炭消费增速与全社会用电量增速关联度高



资料来源：Wind，中证鹏元整理



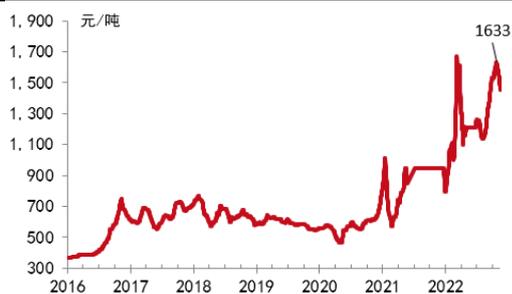
资料来源：Wind，中证鹏元整理

2022 年煤炭行业供需偏紧，煤炭价格高位宽幅震荡，预计 2023 年供需维持紧平衡，煤炭价格维持高位

2022 年煤炭价格高位运行。2022 年初受春节保供要求以及寒冬采暖影响动力煤需求旺盛，同时供给端受印尼出口禁令、俄乌冲突爆发等海外事件扰动，动力煤价格形成首轮上涨；二季度随着供暖季结

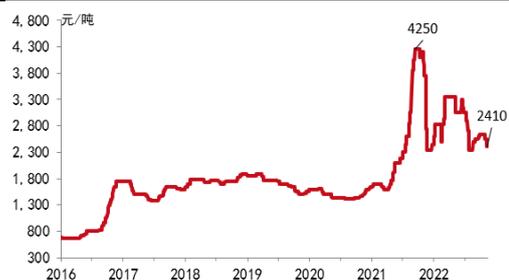
束，居民用电进入淡季，同时国内下游制造业用电需求低迷，煤炭价格持续回调。三季度受我国夏季持续高温干旱影响，一方面居民用电增速大幅上升，另一方面干旱导致水电出力断崖式下滑，电煤日耗走高，煤价持续上行。至三季度末，非电煤需求开始接力，叠加供给端仍受大型会议管控等因素影响整体收紧，动力煤价格仍继续攀升，至2022年10月下旬，京唐港动力末煤平仓价（Q5500K，山西产）最高攀升至1,633元/吨，较年内低点涨幅达到105.93%。炼焦煤方面，以京唐港山西产主焦煤为例，一季度受钢厂复产补库需求提振，叠加国内外煤价倒挂，进口煤规模缩减，炼焦煤价格持续上涨至4月中旬的3,350元/吨，较年内低点涨幅超过36.7%，随后受房地产等因素影响，钢铁下游需求疲软、钢价下跌，炼焦煤价格不断回调至11月中旬的2,410元/吨，整体来看，全年价格呈先涨后跌。我们认为2022年以来煤炭价格上涨的原因主要包括以下因素：（1）自上年四季度保供政策发力后，煤炭产能利用率居于高位，增量产能释放尚需时日，供给端弹性减弱；（2）海外因素扰动加大，国际煤价大幅上涨；（3）极端天气导致一季度和三季度火电需求大幅增加。

图8 京唐港动力末煤（Q5500K，山西产）市场价格大幅波动



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图9 京唐港山西产主焦煤价格先涨后跌



资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计2023年煤炭价格将继续维持高位。二十大报告中再次强调了“立足我国能源资源禀赋，坚持先立后破”，在全球煤炭供应紧张、国际煤炭价格高企的背景下，预计2023年保供增产仍将是政策重心，但考虑到产能核增的潜能已大部分释放，新增产能投放短期内无法立竿见影，预计煤炭供给水平难以显著抬升。需求方面，预计2023年稳增长政策发力，下游需求有望形成支撑，煤炭消费量仍有增长空间。2022年2月，国家发改委下发《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》，明确秦皇岛港下水煤（5500千卡）价格合理区间为每吨570-770元，价格区间自2022年5月1日起执行。2022年10月，国家发改委发布了《2023年电煤中长期合同签订履约工作方案的通知》，方案整体延续了2022年长协定价机制，确定了2023年的年度长协基准价维持不变，仍为675元/吨。整体来看，中证鹏元预计2023年煤炭供需格局仍将维持紧平衡，煤炭价格将继续维持高位。

五、经营与竞争

公司是邹城市最主要的城市基础设施建设主体，同时开展煤炭开采等产业类业务，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

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。2022年公司主营业务收入为86.43亿元，保持增长，其中煤炭板块收入为47.50亿元，在公司主营业务中占比仍较高，对主营业务贡献较大；同时市政板块、其他经营类业务亦有一定规模；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，2022年公司主营业务毛利率为24.63%，受占比较高的市政板块和其他经营板块毛利率下降影响，公司主营业务毛利率有所下降。

表5 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

板块	项目	2022年			2021年		
		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
煤炭板块	自营煤炭销售	9.57	11.07%	61.52%	9.49	13.10%	72.01%
	煤贸销售	31.30	36.21%	10.52%	25.43	35.10%	5.22%
	采掘劳务	4.60	5.32%	38.94%	1.96	2.71%	18.58%
	铅银矿开采与销售	1.03	1.19%	29.75%	1.02	1.41%	30.13%
	石灰石开采销售	1.00	1.16%	38.81%	0.00	0.00%	-
	小计	47.50	54.95%	24.56%	37.91	52.32%	23.30%
市政板块	基础设施建设收入	20.04	23.18%	20.20%	20.03	27.64%	43.16%
	工程收入	7.24	8.38%	37.28%	2.57	3.55%	33.85%
	小计	27.28	31.56%	24.73%	22.60	31.19%	42.10%
其他经营板块	房地产销售	2.53	2.92%	14.62%	2.52	3.48%	15.10%
	酵母系列产品销售	1.79	2.08%	33.04%	2.88	3.98%	29.75%
	租赁	1.05	1.22%	74.64%	1.97	2.71%	73.83%
	酒店管理	0.17	0.20%	57.59%	0.19	0.27%	60.70%
	有色金属贸易	2.12	2.45%	0.00%	0.00	0.00%	-
	公园及景区运营管理	0.93	1.07%	36.68%	1.50	2.07%	58.50%
	小计	8.59	9.94%	25.44%	9.07	12.51%	40.65%
公共事业板块	电力和热气销售	1.36	1.57%	11.22%	1.44	1.98%	15.12%
	煤气及天然气销售	0.43	0.50%	0.00%	0.93	1.28%	-0.01%
	小计	1.79	2.07%	8.51%	2.37	3.26%	9.18%
其他	其他	1.27	1.47%	42.28%	0.51	0.71%	48.35%
合计		86.43	100.00%	24.63%	72.45	100.00%	31.05%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）煤炭板块

公司煤炭开采业务经营保持稳定，煤炭销售渠道通畅，产销率高，受益于煤炭市场行情较好，业

务盈利状况较好；但目前公司的原煤产量和可采储量相对不高，虽已通过购买及划拨获得一定煤炭资源储备，但后续开发时间有一定不确定性

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2022年末，横河煤矿和红旗煤矿剩余可采储量分别为563万吨和2,060万吨，其中横河煤矿核定产能为78万吨/年，整体规模不大。

表6 截至2022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	563	78	山东省邹城市	气煤
红旗煤矿	2,060	未核定	山东省嘉祥县	气煤
合计	2,623	-	-	-

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，2022年有所回升，但公司的煤炭产量在行业内相对较小；公司煤炭销售渠道通畅，与大客户合作良好，产销率较高。

表7 公司煤炭开采业务的产销情况（单位：万吨）

煤矿	2022年			2021年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
横河煤矿	71.32	71.24	99.89%	66.02	65.06	98.55%
红旗煤矿	66.02	64.48	97.67%	57.12	55.81	97.71%
合计	137.34	135.72	98.82%	123.14	120.87	98.16%

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，同时受益于引入网上拍卖等销售形式，销售渠道进一步多样化，公司煤炭均价整体呈上升趋势，2022年受保供政策影响，煤炭均价同比有所下降。近年随着工资及员工福利提升，公司煤炭开采业务成本有所上升。

表8 公司煤炭开采业务售价及毛利率情况（单位：元/吨）

项目	2022年	2021年
平均销售价格	705.29	785.04
吨煤成本合计	271.41	219.70
毛利率	61.52%	72.01%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

煤炭销售方面，公司煤炭通过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或自行对外销售。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。2022年公司前五大客户销售占比为39.76%，占比有所下降。

表9 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
2022年	山东华刚恒业能源集团有限公司	8,626.23	9.01%
	邹城市万汇聚丰商贸有限公司	8,225.42	8.59%
	山东汶达新能源有限公司	7,985.38	8.34%
	邹城市瑞和祥工贸有限公司	7,751.58	8.10%
	山东东东能源有限公司	5,470.86	5.72%
	合计	38,059.47	39.76%
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	3.90%
		合计	47,548.12

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2022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10 截至2022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	4,636.00
小孟煤田	55,000	7,930.00	47,070.00	7,429.00
合计	115,000	23,930.00	91,070.00	12,065.00

注：公司正在办理潘店煤矿探矿权证的续期工作。

资料来源：公司提供

公司贸易业务经营模式简单，以煤炭贸易为主，有一定渠道优势，近年贸易收入持续增长，2022

年毛利率上升明显

除煤炭开采外，公司通过恒屹工贸开展煤炭及其他产品的贸易业务。从品种构成来看，以煤炭品种为主，近年煤炭贸易占比均在60%以上，且占比持续上升。

表11 公司贸易业务各品种收入构成情况（单位：万元）

品种	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
煤炭	220,602.29	70.48%	161,660.84	63.56%
其他	92,397.55	29.52%	92,682.83	36.44%
合计	312,999.84	100.00%	254,343.67	100.00%

资料来源：公司提供

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。公司煤炭贸易业务经营模式简单，主要采用“以销定采”方式，根据下游客户需求进行代理采购，从中赚取差价，议价地位相对较低；公司借助自身渠道优势，筛选供应商和客户，适度调整贸易策略，扩大利差，2022年业务毛利率有所提升。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	2022年	2021年
销量（万吨）	239.22	207.77
销售均价（元/吨）	922.17	778.08
采购均价（元/吨）	863.62	774.63

资料来源：公司提供

公司煤炭贸易客户方面，2021-2022年公司前五大客户销售金额占比分别为51.17%和39.55%。

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
2022年	华能嘉祥发电有限公司	31,127.28	9.94%
	山东济矿民生热能有限公司	30,931.30	9.90%
	兖矿集团博洋对外经济贸易有限公司	26,216.47	8.38%
	山东鲁泰供应链物流有限公司	23,961.23	7.65%
	山东中垠国际贸易有限公司	11,528.63	3.68%
	合计	123,764.91	39.55%
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%
合计	130,147.66	51.17%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021-2022年公司分别实现贸易收入25.43亿元和31.30亿元，规模上升；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。2021-2022年公司销售建筑材料、物资材料和机电设备的金额分别为9.27亿元和9.24亿元。

公司凭借自身生产管理经验，自2020年开展煤矿托管业务，受煤炭行情较好影响，近年托管业务收入及毛利率均上升

公司自2020年开展煤矿托管业务，主要由子公司鄂尔多斯市宏河能源科技有限公司负责，托管内蒙古鑫泰煤炭开采有限公司（以下简称“鑫泰煤炭”）文玉煤矿，文玉煤矿矿区面积9.359平方公里，核定生产规模为120万吨/年，产出煤种为动力煤。具体托管范围包括：文玉煤矿安全生产组织机构建设，人员培训；文玉煤矿井下矿建工程、设备安装、煤炭开采等一切符合国家和行业标准建设、生产、安全、环保活动的组织、实施与管理；文玉煤矿V煤层大巷开拓和采掘生产；矿井建设、生产期间的技术方案优化与技术管理；煤矿井下及地面主要生产系统的安全生产管理、安全制度建设；文玉煤矿产出商品煤的销售。根据托管合同，文玉煤矿从商品煤销售回款中留存鑫泰煤炭相应收益（包括固定收益和变动收益），扣除经双方确认的托管期间应由文玉煤矿承担的相关税费、政府规费、采矿权使用费、罚款等支出后的金额作为托管费用，由文玉煤矿按月向公司支付相关款项。

近年受煤炭行情较好影响，托管煤矿产量持续提升，公司煤矿托管业务收入及毛利率均上升，2022年实现采掘劳务收入4.60亿元。

表14 托管煤矿运营情况（单位：万吨）

项目	2022年	2021年
产量	103.29	51.10

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）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，目前公司待确认项目金额较为有限，且未来新增业务存在不确定性；工程收入则受结算规模等影响，规模呈上升趋势

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，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。同时，公司与邹城市各镇政府、邹城市市容环境维护中心等就具体项目签订《委托代建协议书》，约定由公司作为受托方，进行相关项目的建设，委托代建投资额（合同标的额）采用成本加成计算，加成比例以 20% 为基准，结算时根据建设期原材料、融资成本等市场因素经双方协商后确定最终加成比例。2021-2022 年公司分别确认基础设施建设收入 20.03 亿元及 20.04 亿元，受与镇政府等签订的委托代建协议加成比例降低影响，2022 年该业务毛利率下降。

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 BT 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，收入已确认完毕，其中 2021-2022 年公司确认回购收入分别为 6.33 亿元及 0 元。

同时，根据公司与邹城市城前镇人民政府就岚济路改造提升工程、与邹城市峰山镇人民政府就尧王线改建工程、与邹城市大束镇人民政府就三年攻坚道路建设工程等签订的委托代建协议约定，项目完工后，委托建设费用在 7 年内支付完毕。2022 年公司确认上述项目代建收入 17.00 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，总回购金额合计 82.00 亿元，截至 2022 年末，已回购金额 78.96 亿元，其中 2021-2022 年分别确认回购收入 13.70 亿元及 3.04 亿元。

表15 公司主要基础设施及保障房项目收入确认情况（单位：万元）

项目	2022 年	2021 年
邹城市南沙河治理改造工程项目和路网改造工程项目	0.00	63,300.00
山东宏河矿业集团棚户区改造项目等11个项目	30,355.90	50,000.00
怡馨家园工矿棚户区改造项目等5个项目	0.00	44,719.00
温田保障性住房建设项目等4个项目	0.00	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	0.00	14,535.00
岚济路改造提升工程	33,347.80	0.00

文化产业园项目	2,227.47	0.00
三年攻坚道路建设	23,886.28	0.00
省级示范园项目	22,145.05	0.00
畜禽养殖小区建设	20,101.53	0.00
城乡环卫一体化项目	1,109.51	0.00
产业基金项目	16,661.33	0.00
尧王线改建工程	24,183.72	0.00
和圣文化园项目	7,969.79	0.00
亚圣临时市场项目	11,869.13	0.00
富太路东段工程	6,520.60	0.00
合计	200,378.10	200,288.00

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2022 年末公司尚待确认的项目金额 7.47 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大额代建项目，代建项目相对零散，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16 截至 2022 年末公司主要基础设施及保障房项目情况（单位：亿元）

项目	投资总额	已投资金额	已确认金额	待确认金额
温田、怡和等 22 个保障房项目	55.82	55.82	78.97	3.04
泗河综合开发堤防工程	3.69	3.69	0.00	4.43
合计	59.51	59.51	78.97	7.47

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。2021-2022 年公司分别实现工程收入 2.57 亿元和 7.24 亿元，收入呈上升趋势，主要受结算规模和项目进度影响；毛利率方面受工程项目成本影响存在一定波动。

（三）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，短期内可实现房地产开发收入有限

公司房地产开发业务主要由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。2021-2022 年公司分别实现房地产开发收入2.52亿元和2.53亿元，截至2022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。

表17 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
2022年	结转面积	3.80
	结转收入	25,280.65
	结转成本	21,583.83
2021年	结转面积	4.20
	结转收入	25,227.74
	结转成本	21,418.32

资料来源：公司提供

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，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2022年末累计结转面积22.71万平方米。

公司未来或通过子公司城资置业适时开展房地产业务，但目前已建成房地产项目大部分实现销售，短期内公司可实现房地产开发收入有限。

公司生态农业业务收入规模缩减，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

生态农业业务由子公司山东圣琪生物有限公司（以下简称“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。该业务原材料主要为甘蔗糖蜜、甘薯等，公司采购甘薯一般与农户以现款结算，采购甘蔗糖蜜一般与供应商以现款结算；销售结算方面，对于长期合作的重点客户，公司一般给予30天至45天的账期，对于其他中小客户，公司一般采用现款结算或预收账款的方式结算。

圣琪生物在2021年对酵母及酵母抽提物相关资产组转让之后，保留非酵母类产品生产线（主要是红薯淀粉及其深加工），2021-2022年公司该业务收入分别为2.88亿元和1.79亿元，规模缩减。

在建项目方面，截至2022年末，公司在建的圣琪二期项目已投资5.29亿元，未来视情况开展后续投入，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2022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，2021-2022年房租收入分别为1.97亿元和1.05亿元。

公司公园及景区运营管理业务由子公司圣城文旅负责，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，2023 年圣城文旅划出公司合并报表范围，未来公司该项业务收入存在不确定性。

公司 2022 年新增有色金属贸易业务，由公司本部负责，贸易经营产品主要为锌、锭，公司选取质较好、实力较强且与公司有良好合作关系的客户作为供应商和销货商，在销售过程中根据市场情况自主定价。

（四）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。2021-2022 年公司热力和电气销售收入分别为 1.44 亿元和 1.36 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。2021-2022 年公司供气业务收入分别为 0.93 亿元和 0.43 亿元，收入减少，主要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，2022 年公司供气收入主要为尚未履约完毕的存量业务收入。

公司继续获得一定外部支持

财政补贴方面，2022 年公司收到各项补贴收入合计 3.58 亿元，有效提升了公司的利润水平。

六、财务分析

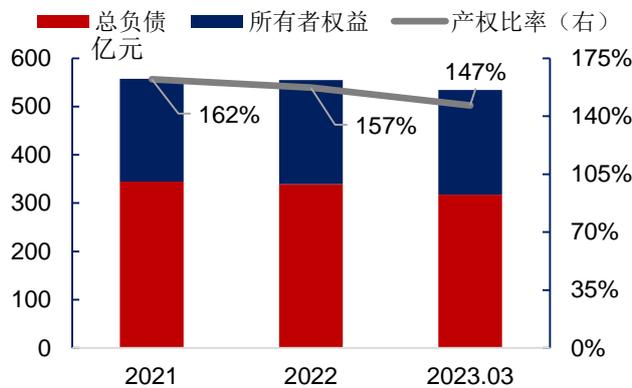
财务分析基础说明

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 2021 年审计报告、经北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022 年新增 1 家一级子公司，2023 年 1-3 月减少 1 家，截至 2023 年 3 月末，公司合并范围内一级子公司为 12 家，详见附录四。

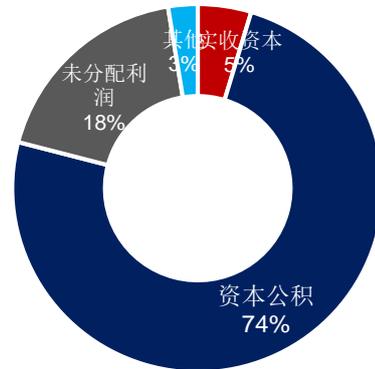
资本实力与资产质量

公司权益对负债的保障程度仍较弱，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，同时存在一定规模受限资产，资产整体流动性较弱

公司所有者权益规模持续增长，2023 年 3 月末为 216.66 亿元，较 2021 年末略有增长，2022 年公司负债规模下降，综合导致 2023 年 3 月末公司所有者权益下降至 147%，权益对负债的保障程度仍较弱。

图 10 公司资本结构


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产呈下降趋势，2023年3月末公司资产总额534.17亿元，从资产结构来看，近年均以流动资产为主，2023年3月末流动资产占比为78.20%。

公司资产主要为货币资金、其他应收款和存货，2022年末公司货币资金49.62亿元，其中35.36亿元为质押定期存单、票据保证金等使用受限；公司其他应收款为工程代垫款及垫付款等，2022年末前五名单位金额合计占比44.75%，以政府部门为主，回收风险较小，但回收时间存在不确定性；2022年末公司存货主要为工程施工成本和土地资产，其中土地资产账面价值98.30亿元，占比较高，主要是商住用地，性质以出让为主，2023年3月末公司存货规模较上年末大幅下降主要系划出圣城文旅所致。

其他资产方面，2022年末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，2023年3月末规模较上年末增长主要系新增政府划入的人防工程及房产；2022年末公司投资性房地产主要为房屋建筑物及土地使用权，其中10.93亿元用于抵押，规模同比上升主要系购入图书馆、档案馆房地产；2023年3月末公司投资性房地产规模较上年末下降主要系划出圣城文旅所致；2022年末公司无形资产主要为采矿权24.25亿元和土地使用权13.89亿元，同比增加主要系土地使用权增加。

截至2022年末，公司包括货币资金、存货、投资性房地产和无形资产在内的受限资产合计51.87亿元，占期末资产总额的9.35%。

表19 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	54.70	10.24%	49.62	8.94%	55.04	9.88%
其他应收款	188.71	35.33%	183.28	33.03%	192.58	34.57%
存货	141.29	26.45%	170.02	30.64%	170.65	30.63%
流动资产合计	417.71	78.20%	436.40	78.64%	447.12	80.25%
固定资产	47.40	8.87%	36.00	6.49%	33.00	5.92%

投资性房地产	13.37	2.50%	22.21	4.00%	20.26	3.64%
无形资产	39.88	7.47%	40.13	7.23%	35.88	6.44%
非流动资产合计	116.46	21.80%	118.52	21.36%	110.03	19.75%
资产总计	534.17	100.00%	554.92	100.00%	557.15	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

公司收入及利润保持增长，整体盈利状况较好，市政板块、其他经营板块收入亦有一定规模，政府补助对公司利润贡献较大，但受区域财政政策调整影响存在波动性

2021-2022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，市政板块、其他经营板块收入亦有一定规模，公共事业板块收入规模整体较小，对公司收入形成一定补充。截至2022年末，公司待确认基础设施建设项目金额较小，新增业务存在不确定性，其他应收款中形成的工程代垫款及垫付款规模较大，基础设施建设业务回款存在一定滞后性。

盈利水平方面，2022年公司销售毛利率受占比较高的市政板块和其他经营板块毛利率下降影响，有所下降，但整体仍处于较高水平；公司收到的政府补贴计入其他收益和营业外收入，2022年占当期利润总额的64.62%，占比较高，政府补贴对公司利润贡献较大。总体来看，近年公司利润总额保持增长。

表20 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2023年 1-3月	2022年	2021年
营业收入	18.82	87.48	73.22
营业利润	-0.20	2.06	4.81
其他收益	0.01	0.02	0.04
营业外收入	0.01	3.62	0.04
利润总额	-0.22	5.54	4.76
销售毛利率	23.84%	24.85%	30.97%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司负债以刚性债务为主，总债务规模较大，同时偿债能力指标表现较弱，公司面临较大的偿债压力

截至2023年3月末，公司总债务规模232.92亿元，占负债总额的73.36%，其中短期债务占比63.70%，债务结构有待优化，公司面临较大的债务压力。公司短期债务包括短期借款、应付票据、其他应付款中有息部分、一年内到期的非流动负债和其他流动负债中有息部分，2022年末公司短期借款主要为质押借款、保证借款和抵押借款；应付票据为银行承兑汇票、商业承兑汇票以及信用证；其他应付款主要为应付信托借款及往来款等，其中2022年末有息部分22.29亿元；一年内到期的非流动负债为一年内到期的应付债券、长期应付款、长期借款和租赁负债；其他流动负债主要为短期应付债券6.20亿元，规模持续

减少主要受其中债券规模减少影响。公司长期债务主要为长期借款、应付债券和长期应付款中有息部分，2022年末公司长期借款主要为信用借款、质押借款和抵押借款；应付债券规模较大，主要为公司债、PPN和企业债等；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	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	24.52	7.72%	25.39	7.49%	28.98	8.41%
应付票据	28.26	8.90%	23.13	6.82%	21.28	6.17%
其他应付款	87.33	27.50%	99.25	29.26%	95.68	27.75%
一年内到期的非流动负债	74.44	23.45%	71.85	21.18%	56.17	16.29%
其他流动负债	3.71	1.17%	6.48	1.91%	9.54	2.77%
流动负债合计	230.40	72.56%	240.25	70.82%	224.38	65.07%
长期借款	12.56	3.95%	15.97	4.71%	8.93	2.59%
应付债券	70.12	22.08%	75.35	22.21%	99.83	28.95%
长期应付款	4.35	1.37%	7.57	2.23%	11.66	3.38%
非流动负债合计	87.11	27.44%	98.98	29.18%	120.42	34.93%
负债合计	317.51	100.00%	339.22	100.00%	344.80	100.00%
总债务	232.92	73.36%	245.17	72.28%	249.57	72.38%
其中：短期债务	148.36	46.73%	148.87	43.89%	133.09	38.60%
长期债务	84.55	26.63%	96.30	28.39%	116.48	33.78%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 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2023年3月末，公司资产负债率59.44%，总体变化不大。现金短期债务比方面，近年公司现金短期债务比持续位于较低水平，2023年3月末为0.38，现金类资产对短期债务覆盖能力较弱。2022年公司EBITDA利息保障倍数略有上升。

公司资金需求主要来自债务还本付息和项目开支，公司作为邹城市最主要的城市基础设施建设主体，必要时可获得当地政府的支持，公司与多家金融机构建立了良好合作关系，截至2023年3月末授信总额111.94亿元，剩余额度62.33亿元，尚有一定流动性储备，但仍需关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表22 公司偿债能力指标

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	59.44%	61.13%	61.89%
现金短期债务比	0.38	0.34	0.42
EBITDA 利息保障倍数	-	1.83	1.53

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

公司面临一定的安全生产及环保风险

环境因素

根据公司提供的《公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》（以下简称“说明”），过去一年公司未因空气污染或温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据公司提供的说明，过去一年公司未因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚，不存在拖欠员工工资、社保、发生员工安全事故的情况。

安全生产方面，公司近年未发生重大安全事故，百万吨煤死亡率显著低于全国均值，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一定生产风险；同时煤炭开采也面临土壤污染、水体污染等环境问题，存在一定环保压力。

根据公开查询，子公司宏河控股近一年因违反安全生产行为、未依法履行职责等被处罚合计 23.50 万元，相关个人被处罚合计 2.30 万元。

治理因素

根据公司提供的说明，过去一年公司不存在尚未了结的或可预见的诉讼、仲裁或行政处罚，公司及高级管理人员最近 36 个月内不存在违法违规而受到行政、刑事处罚及其他处罚。

2022 年 12 月，公司董事会成员张文、盛来变更为郭慨、金曼。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月3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2020年1月1日至报告查询日（2023年5月6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2022年末，公司对外担保余额合计57.37亿元，其中对利民建设、正方控股和至澄农发的担保余额分别为20.23亿元、19.56亿元和6.21亿元，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 2022 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	
		开始日期	到期日期
邹城市利民建设发展集团有限公司	35,277.00	2017/12/31	2032/12/29
邹城市利民建设发展集团有限公司	4,510.00	2022/7/6	2024/7/3
邹城市利民建设发展集团有限公司	15,600.00	2019/11/27	2024/11/27
邹城市利民建设发展集团有限公司	10,000.00	2018/10/31	2023/9/5
邹城市利民建设发展集团有限公司	6,580.90	2020/1/10	2024/1/15
邹城市利民建设发展集团有限公司	5,336.59	2019/2/1	2024/2/1
邹城市利民建设发展集团有限公司	5,000.00	2020/12/21	2023/12/21
邹城市利民建设发展集团有限公司	19,590.00	2021/6/4	2023/12/30
邹城市利民建设发展集团有限公司	2,950.00	2021/11/16	2026/5/16
邹城市利民建设发展集团有限公司	3,000.00	2018/11/16	2023/8/16
邹城市利民建设发展集团有限公司	11,270.00	2021/8/6	2023/12/24
邹城市利民建设发展集团有限公司	9,000.00	2022/1/4	2023/1/4
邹城市利民建设发展集团有限公司	20,000.00	2022/7/29	2023/7/27
邹城市利民建设发展集团有限公司	19,000.00	2022/6/29	2023/6/29
邹城市利民建设发展集团有限公司	10,000.00	2022/2/28	2023/2/22
邹城市利民建设发展集团有限公司	3,490.00	2022/8/19	2024/8/19
邹城市利民建设发展集团有限公司	21,740.00	2021/6/18	2023/6/18
山东正方控股集团有限公司	11,184.00	2020/3/26	2027/2/19
山东正方控股集团有限公司	5,400.00	2022/8/3	2034/7/1
山东正方控股集团有限公司	12,233.43	2020/4/1	2025/4/2
山东正方控股集团有限公司	30,000.00	2022/10/14	2025/10/15
山东正方控股集团有限公司	8,443.63	2022/6/24	2025/6/15
山东正方控股集团有限公司	18,000.00	2022/11/23	2023/11/23
山东正方控股集团有限公司	9,226.25	2021/6/23	2024/6/23
山东正方控股集团有限公司	6,666.67	2021/8/5	2024/8/5
山东正方控股集团有限公司	19,970.00	2021/7/15	2023/7/15
山东正方控股集团有限公司	9,000.00	2021/7/27	2023/7/22
山东正方控股集团有限公司	2,100.00	2021/10/22	2023/4/29
山东正方控股集团有限公司	9,982.12	2022/3/15	2025/3/15
山东正方控股集团有限公司	8,000.00	2022/4/21	2023/4/20
山东正方控股集团有限公司	500.00	2022/5/20	2023/5/18
山东正方控股集团有限公司	2,000.00	2022/3/18	2023/8/18
山东正方控股集团有限公司	19,950.00	2021/4/9	2023/4/9
山东正方控股集团有限公司	8,200.00	2022/12/16	2024/2/16
邹城市正方园区运营管理有限公司	14,741.38	2020/6/30	2035/6/23

邹城市国运公共交通有限公司	3,332.91	2018/12/19	2024/12/19
邹城市国运公共交通有限公司	912.90	2018/9/26	2023/9/26
邹城市国运公共交通有限公司	5,597.30	2019/4/3	2024/4/3
邹城市圣福园实业有限公司	500.00	2022/3/16	2023/3/16
邹城市圣福园实业有限公司	1,000.00	2022/3/29	2023/3/29
山东至澄农业发展集团有限公司	7,000.00	2019/12/3	2024/11/3
山东至澄农业发展集团有限公司	4,560.00	2020/5/27	2023/2/5
山东至澄农业发展集团有限公司	15,562.50	2021/1/1	2025/1/6
山东至澄农业发展集团有限公司	11,812.50	2020/8/27	2024/7/15
山东至澄农业发展集团有限公司	9,131.70	2022/3/11	2027/3/11
山东至澄农业发展集团有限公司	10,000.00	2022/11/10	2037/10/24
山东至澄农业发展集团有限公司	4,000.00	2022/10/27	2037/10/24
邹城市恒泰控股集团有限公司	4,560.00	2020/5/27	2023/2/5
邹城市天润装配式建筑科技有限公司	1,000.00	2022/9/30	2023/10/16
邹城市公路工程有限公司	4,510.00	2022/7/6	2024/7/3
邹城市城建实业发展有限公司	17,300.00	2016/6/28	2026/6/28
邹城市住宅建筑有限公司	6,770.00	2020/4/20	2023/4/19
山东正方控股集团有限公司	1,765.62	2015/6/28	2023/6/29
山东正方控股集团有限公司	13,000.00	2021/8/30	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	4,900.00	2022/9/2	2023/9/2
山东省微山湖矿业集团有限公司	5,100.00	2022/9/21	2023/9/2
山东省微山湖矿业集团有限公司	7,500.00	2022/11/22	2023/11/21
微山崔庄煤矿有限责任公司	28,000.00	2022/11/21	2023/5/17
合计	573,707.40	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是邹城市政府下属重要企业，邹城市财政局直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，邹城市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

(1) 公司与邹城市政府的联系非常紧密。公司由邹城市财政局全资拥有，没有迹象表明其会在可预见的未来降低持股比例，其对公司的经营战略和业务经营拥有绝对控制权，公司的一大部分业务来源于政府及其相关单位，近五年内受到邹城市政府支持的次数多且支持力度较大，展望未来，公司与邹城市政府的联系将比较稳定。

(2) 公司对邹城市政府非常重要。公司提供一些公共产品和服务，但其也有相当一部分业务是市场化的，邹城市政府在付出一定的努力和成本的情况下是可以取代公司的，公司作为邹城市最主要的城

市基础设施建设主体，在税收、就业、基础设施建设等方面，对邹城市政府的贡献很大，同时公司作为已发债平台，若违约将会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响，或者会导致中断提供基本的公共产品和服务，或者造成严重的失业率。

九、结论

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。虽然公司目前煤炭产量和可采储量相对较低，后备煤矿建设存在一定不确定性，公司资产以存货和其他应收款为主，资产整体流动性较弱，部分业务未来面临不确定性，在建项目面临较大减值风险，公司刚性债务规模较大，面临较大的偿债压力，以及存在较大的或有负债风险，但公司是邹城市主要的城市基础设施建设主体，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，且继续获得一定外部支持，受益于煤炭价格持续高位运行，公司煤炭板块收入及毛利率均呈上升趋势，对公司营业收入及盈利能力有较大贡献，近年公司营业收入及利润总额均持续增长。整体来看，公司抗风险能力较强。

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“23邹城资/23邹城债”的信用等级为AA+。

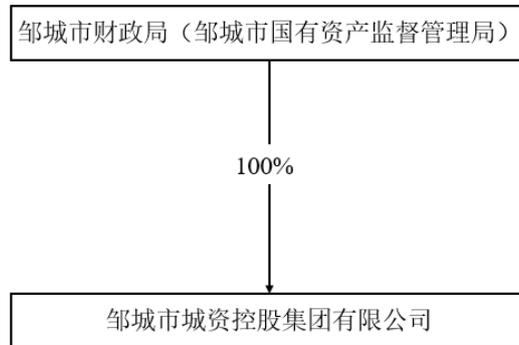
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	54.70	49.62	55.04	33.03
应收账款	13.69	14.95	12.23	8.58
应收款项融资	0.59	0.65	0.32	0.00
预付款项	16.04	15.82	13.84	10.15
其他应收款	188.71	183.28	192.58	184.49
存货	141.29	170.02	170.65	171.05
其他流动资产	2.10	1.88	2.11	2.09
流动资产合计	417.71	436.40	447.12	410.51
固定资产	47.40	36.00	33.00	35.35
在建工程	6.18	9.40	10.05	8.17
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	9.37
其他权益工具投资	8.04	9.57	8.98	0.00
投资性房地产	13.37	22.21	20.26	3.87
无形资产	39.88	40.13	35.88	35.84
非流动资产合计	116.46	118.52	110.03	93.83
资产总计	534.17	554.92	557.15	504.35
短期借款	24.52	25.39	28.98	21.53
应付账款	7.45	8.45	6.71	7.09
应付票据	28.26	23.13	21.28	16.07
预收款项	0.00	0.00	0.00	6.00
合同负债	2.91	3.27	4.63	0.00
其他应付款	87.33	99.25	95.68	82.83
一年内到期的非流动负债	74.44	71.85	56.17	32.83
其他流动负债	3.71	6.48	9.54	28.00
流动负债合计	230.40	240.25	224.38	195.11
长期借款	12.56	15.97	8.93	22.18
应付债券	70.12	75.35	99.83	67.65
长期应付款	4.35	7.57	11.66	20.31
非流动负债合计	87.11	98.98	120.42	110.16
负债合计	317.51	339.22	344.80	305.27
租赁负债	0.03	0.03	0.00	0.00
总债务	232.92	245.17	249.57	210.26
所有者权益	216.66	215.70	212.35	199.08
营业收入	18.82	87.48	73.22	65.71
营业利润	-0.20	2.06	4.81	3.04
其他收益	0.01	0.02	0.04	1.10

利润总额	-0.22	5.54	4.76	4.11
经营活动产生的现金流量净额	2.76	9.22	4.93	-71.02
投资活动产生的现金流量净额	-2.96	-6.76	-5.38	-7.39
筹资活动产生的现金流量净额	0.01	-10.85	4.23	66.03
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	23.84%	24.85%	30.97%	26.86%
资产负债率	59.44%	61.13%	61.89%	60.53%
短期债务/总债务	63.70%	60.72%	53.33%	41.80%
现金短期债务比	0.38	0.34	0.42	0.39
EBITDA (亿元)	-	18.21	19.44	17.31
EBITDA 利息保障倍数	-	1.83	1.53	1.60

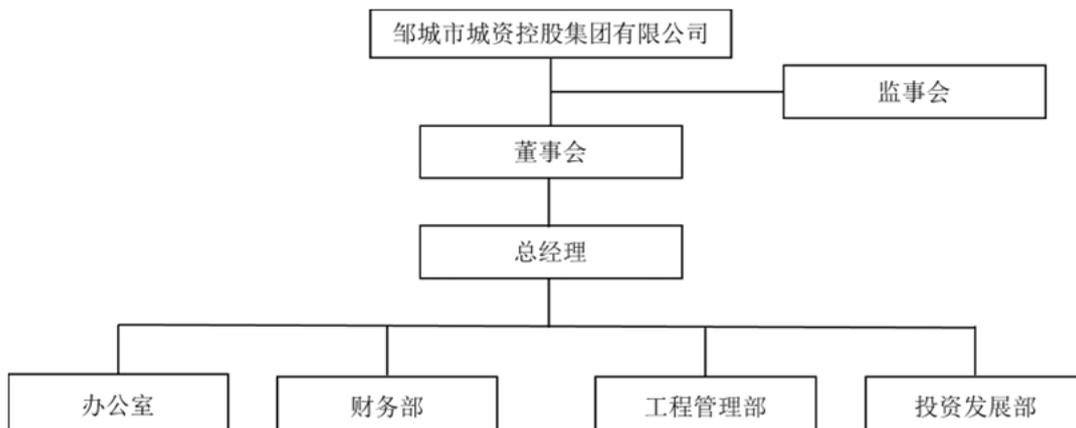
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2023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
5	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
6	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
7	邹鲁融资租赁有限公司	17,000.00	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。
8	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）
9	邹城市财金物业管理有限公司	8,400.00	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
10	邹城市智慧停车运营管理有限公司	1,400.00	71.43	停车场服务；汽车租赁；电动汽车充电基础设施运营
11	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
12	邹城市城资置业有限公司	10,000.00	100.00	房地产开发经营；建设工程施工；住宅室内装饰装修；房屋建筑和市政基础设施项目工程总承包

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
现金类资产	未受限货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据 + 其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 使用权资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他短期债务调整项
长期债务	长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务调整项
总债务	短期债务 + 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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。