

# 2021年邹城市城市资产经营有限公司公司 债券（第一期）、2021年邹城市城资控股集 团有限公司公司债券（第二期）、（第三期） 2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 2021年邹城市城市资产经营有限公司<sup>1</sup>公司债券（第一期）、2021年邹城市城资控股集团有限公司公司债券（第二期）、（第三期）2024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
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+

## 评级日期

2024年7月28日

## 联系方式

项目负责人：郑丽芬  
zhenglf@cspengyuan.com

项目组成员：孙剑  
sunj@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 评级观点

- 本次等级的评定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”）是邹城市最主要的城市基础设施建设主体，业务较为多元化，近年煤炭市场行情较好，公司煤炭及其他采矿板块整体经营较为稳定，为公司收入增长提供了支撑，跟踪期内公司仍获得一定外部支持。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，且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，整体流动性较弱，受划出子公司股权、无权证资产等影响，公司净资产、净利润规模同比明显下降，所有者权益对负债的保障程度减弱，公司总债务规模较大，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。我们认为公司业务较为多元化，且煤炭及其他采矿板块整体经营较为稳定。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	532.03	520.67	554.92	557.15
所有者权益	172.18	172.30	215.70	212.35
总债务	271.61	272.98	245.17	249.57
资产负债率	67.64%	66.91%	61.13%	61.89%
现金短期债务比	-	0.32	0.34	0.42
营业收入	23.41	88.82	87.48	73.22
其他收益	0.00	0.10	0.02	0.04
利润总额	0.22	3.58	5.54	4.76
销售毛利率	16.21%	22.20%	24.85%	30.97%
EBITDA	-	13.58	18.21	19.44
EBITDA 利息保障倍数	-	1.16	1.83	1.53
经营活动现金流净额	14.00	7.64	9.22	4.93

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

<sup>1</sup> 2021 年，公司名称由邹城市城市资产经营有限公司变更为邹城市城资控股集团有限公司。

## 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，经济发展水平较高，财政实力较强。
- **公司业务较为多元化，近年煤炭市场行情较好，煤炭及其他采矿板块整体经营较为稳定，为公司收入增长提供支撑。**公司是邹城市最主要的城市基础设施建设主体，业务规模在区域排名靠前，且同时拥有煤炭及其他采矿、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；煤炭及其他采矿板块是公司最重要的收入贡献板块，受益于近年煤炭行情较好，公司在产煤矿及托管煤矿产量均持续增长，煤炭开采、煤炭贸易和煤矿托管业务收入均增长；石灰石开采业务 2023 年步入正轨，石灰石加工线正式投入运营，近年业务收入亦有明显增长，综合带动公司煤炭及其他采矿板块收入同比提升，为公司营业收入增长提供了支撑。
- **跟踪期内公司仍获得一定外部支持。**跟踪期内公司仍在资金注入、财政补贴方面，获得一定外部支持。

## 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。**2021-2023 年公司平均原煤产量 135.57 万吨，在行业内相对较小，截至 2023 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。
- **公司资产以存货和其他应收款为主，资产整体流动性较弱。**截至 2023 年末，公司资产以存货和其他应收款为主。其他应收款规模和占比均上升，且回收时间较不确定，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，同时公司存在一定规模受限资产，资产整体流动性较弱；另外，2021 年子公司山东圣琪生物有限公司（以下简称“圣琪生物”）出售部分资产，在建的二期项目存在较大的减值风险。
- **受划出子公司股权、无权证资产等影响，公司净资产、净利润规模明显减少，权益对负债的保障程度减弱。**2023 年末公司净资产同比减少达 20.12%，主要体现在资本公积规模减少，减少原因主要系无偿划出邹城市圣城文旅集团有限公司（以下简称“圣城文旅”）等子公司股权（合计减少资本公积 13.28 亿元）以及划出无权证资产（减少资本公积 32.79 亿元）所致；同期受公司发行多期债券等影响，公司负债规模整体呈现明显上升，综合导致 2024 年 3 月末公司产权比率跳升至 208.99%；同时公司无偿划出子公司致使 2023 年合并口径获得财政补贴金额大幅减少，净利润同比明显下降。
- **公司总债务规模较大，面临较大的偿债压力。**截至 2024 年 3 月末，公司总债务规模较大且较 2022 年末明显增加，债务结构有待优化，同时各项偿债能力指标表现较弱，未来随着债务滚续以及业务开展等，预计公司对资金需求较大，公司偿债压力较大。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至 2023 年末，公司对外担保中借款担保余额合计 54.66 亿元，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”）、山东至澄农业发展集团有限公司（以下简称“至澄农发”）和圣城文旅的担保余额较大；除借款担保外，公司对外担保中债券发行担保余额合计 44.15 亿元，公司包含借款担保和债券发行担保在内的对外担保规模合计 98.81 亿元，占同期末所有者权益的比重为 57.35%，且公司对外担保均无反担保措施。

## 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	520.67	172.30	88.82
利民建设	主要从事邹城市孟子湖新区、部分城区基础设施及保障房建设，同时经营房地产开发和道路施工等业务	221.61	86.73	18.27

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	180.58	75.08	22.76
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	15.78	5.52	0.33
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	118.56	59.93	8.13
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	74.38	48.65	6.84

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、“恒泰控股”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 2023 年/年度数据。

资料来源：Wind，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
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	7/7
				财务状况	4/7
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				0
<b>个体信用状况</b>					<b>aa-</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>2</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA+</b>

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，主要从事邹城市基础设施建设以及国有资产经营等业务，此外还通过子公司涉足煤炭等业务，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，体现为：一方面，公司控股股东及实际控制人为邹城市财政局（邹城市国有资产监督管理局），邹城市政府对公司的经营战略有绝对控制权；另一方面，公司在邹城市的基础设施建设等工作对当地不可或缺，在该方面对邹城市政府来说贡献很大，公司作为当地已发债主体，若违约会对邹城市地区金融生态环境产生实质性影响。同时，中证鹏元认为邹城市政府提供支持的能力很强，主要是考虑到邹城市煤炭资源丰富，支柱产业优势较强，近年经济保持增长，2023 年地区生产总值位居全

市第一，山东省县级市的第 4 名，同时财政运行情况较为平稳，财政自给能力强，综合来看拥有很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

#### 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	3.0080	2023-6-20	2028-03-09
21 邹城债 02/21 邹城 02	4.00	4.00	2023-6-20	2028-08-03
21 邹城债 03/21 邹城 03	4.50	4.50	2023-6-20	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2024年5月20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662.29元；截至2024年5月13日，“21邹城债02/21邹城02”募集资金专项账户余额为13,293.22元。

## 三、发行主体概况

2024年2月，公司注册资本由10.20亿元增至13.00亿元，截至2024年3月末，公司注册资本为13.00亿元，实收资本为10.60亿元，邹城市财政局（邹城市国有资产监督管理局）持有公司100%股权，仍为公司控股股东和实际控制人。

2023年，公司无偿划出子公司圣城文旅、邹城市燃气总公司（以下简称“燃气总公司”）、邹城市宏城置业有限公司（以下简称“宏城置业”）和山东宏河矿业集团邹城恒翔纸业有限公司（以下简称“恒翔纸业”）<sup>2</sup>，上述划出子公司主要负责公司的公园及景区运营管理、煤气及天然气销售以及房地产销售业务，在2022年公司主营业务中，上述业务收入占比4.49%、毛利润占比3.34%。

根据公司2024年7月《邹城市城资控股集团有限公司无偿划转资产的公告》，无偿划出的圣城文旅2022年末总资产51.77亿元、净资产13.88亿元，2022年营业收入0.93亿元、净利润0.27亿元；宏城置业2022年末总资产12.96亿元、净资产3.15亿元，2022年营业收入2.53亿元、净利润0.12亿元；恒翔纸业2022年末总资产1.12亿元、净资产-0.76亿元，2022年营业收入0元、净利润-0.22亿元；燃气总公司2022年末总资产1.46亿元、净资产1.27亿元；2022年营业收入0.44亿元、净利润-0.04亿元。2023年公司无偿划出上述子公司合计减少资本公积13.28亿元，且无偿划出子公司圣城文旅致使公司2023年营业外收入中政府补助金额大幅减少，净利润同比明显下降。

## 四、运营环境

<sup>2</sup>截至本报告出具日，2023年划出公司合并范围的山东宏河矿业集团邹城恒翔纸业有限公司、邹城市宏城置业有限公司工商信息尚未完成变更。

## 宏观经济和政策环境

### 2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。

本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

### 区域经济环境

**邹城市为鲁南经济圈<sup>3</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，但邹城市税收对传统资源型产业依赖度较高，且地方政府债务规模持续扩张**

**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2023年末，邹城市常住人口114.40万人，位居全市第一。

<sup>3</sup> 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，2023年投资和消费对经济的带动作用提升。近年邹城市经济持续增长，GDP稳居千亿级别，2023年实现地区生产总值1,041亿元，位居全市第一，山东省县级市的第4名，为2023年赛迪百强县第47名，鲁南经济圈“强县”代表；2023年GDP增速7.0%，高于山东省和全国水平。2023年邹城市三次产业占比为6.91：45.68：47.41。从拉动经济增长的要素来看，2023年全市固定资产投资同比增长6.3%，2023年省市重点项目完成投资116亿元，投资完成率120%，集中开工总投资253.6亿元重点项目38个；消费方面，2023年邹城市消费市场复苏，全市社会消费品零售总额同比增长9.5%，投资和消费对于经济的带动作用提升。2023年邹城市人均GDP9.10万元，为全国人均的101.83%，和全国平均水平持平。

**表1 2023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	1,041	7.0	90,997	91.28	22.75
任城区	628	5.7	58,218	73.03	2.48
兖州区	615	6.5	113,594	53.79	44.75
曲阜市	442	6.3	71,064	24.31	-
梁山县	301	6.6	41,194	17.68	24.65
金乡县	275	6.7	43,909	21.94	22.66
鱼台县	246	6.2	59,064	14.76	29.87
泗水县	227	5.6	42,446	14.34	-

注：1、除邹城市人均GDP以2023年末常住人口数据计算，曲阜市、梁山县人均GDP以第七次全国人口普查常住人口数据计算外，其余地区人均GDP均以2022年末常住人口数据计算；2、“-”为数据未获得。

资料来源：各区县政府网站、2023年财政预决算报告等，中证鹏元整理

**表2 邹城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	1,041	7.0%	1,009.1	5.0%	960.55	8.7%
固定资产投资	-	6.3%	-	-9.0%	-	13.3%
社会消费品零售总额	396.2	9.5%	362.0	0.4%	360.6	17.9%
进出口总额	-	-	-	-	63.5	53.5%
人均 GDP（元）	90,996.50		87,595.49		82,559.00	
人均 GDP/全国人均 GDP	101.83%		102.21%		101.95%	

注：2021-2023 年人均 GDP 根据当年末常住人口数据计算。

资料来源：2021-2022 年邹城市国民经济和社会发展统计公报、邹城市 2023 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、生物医药、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电力股份有限公司邹县发电厂均在其境内，主导产业为煤炭、电力等传统工业。从重点行业来看，2023年煤电企业营业收入占规模以上工业企业营业收入比重为43%，制造业总产值占规模以上工业总产值比重达55%。近年邹城市新能源、新材料、生物医药、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。培育了山东荣信集团有限公司（以下简称“荣信集团”）、泰山玻璃纤维邹城有限公司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182家、国家科技型中小企业入库数量达到242家。生物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，以山东鲁抗医药股份有限公司为龙头，依托合成生物聚合平台、高精新医药孵化园，加快高端绿色植保产业园、鲁抗反式乌头酸、山东蔚扬药业有限公司抗病毒新药等项目建设。机器人产业方面，依托机器人检验平台、省智能机器人应用技术研究院，发挥珞石（山东）机器人集团有限公司、山东天河科技股份有限公司、山东达野智能装备有限公司等链主企业带动作用，加快天河矿山重型机器人、珞石工业机器人核心零部件等项目建设进度，做强工业机器人、矿山机器人、医疗机器人三个产业链。

**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2023年一般公共预算收入完成91.28亿元，占济宁市比重达到19.22%，收入总量在济宁各县市区中位居第一。从税收情况来看，近年税收收入占比存在波动但均在60%以上。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2023年末为116.27亿元，较2021年末增长28.42%。

**表3 邹城市主要财政指标情况（单位：亿元）**

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	91.28	85.70	84.18
税收收入占比	62.44%	60.45%	65.3%
财政自给率	99.94%	101.07%	95.57%
政府性基金收入	22.75	28.90	20.47
地方政府债务余额	116.27	102.63	90.54

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

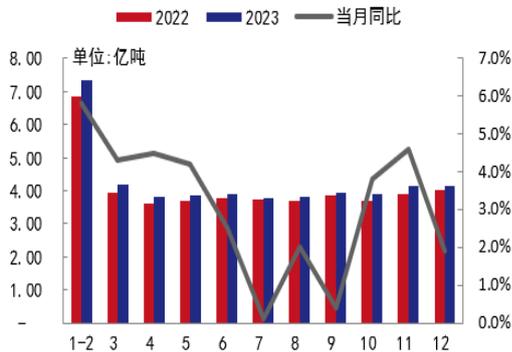
资料来源：邹城市预算执行情况的报告等，中证鹏元整理

## 行业环境

**2023年国内煤炭保供与安监再平衡，受产地供给约束影响，2023年全国原煤产量增速有所放缓，但煤炭进口量超预期，预计2024年供给增量空间有限**

保供压力逐步缓解，2023年以来煤炭行业安监力度加码。随着核增产能有效释放，2022年全国原煤日均产量基本维持在1,200万吨以上的历史高位水平，2023年以来相关部门虽仍强调增产保供稳价，但保供压力逐步缓解。由于煤矿长期高强度生产，2023年国内煤矿安全事故频发，引发安全监管力度升级。2023年9月，中央办公厅、国务院办公厅发布《关于进一步加强矿山安全生产工作的意见》，提出严格矿山安全生产准入，“停止新建产能低于90万吨/年的煤与瓦斯突出、冲击地压、水文地质类型极复杂的煤矿”，严格审批矿山安全生产许可；同时对矿山企业主体，要求“主要负责人应当定期到生产现场督促检查安全生产工作，严禁下达超能力生产计划或者经营指标”。2024年2月国务院公布了《煤矿安全生产条例》，于5月1日起实施。受产地供给约束影响，2023年前三季度行业产能利用率波动回落，四季度进入旺季后有所回升。

受产地供给约束影响，2023年原煤产量持续增长但增速放缓。根据国家统计局数据，2023年全国原煤产量46.58亿吨，同比增长2.90%。具体来看，2023年1-2月，全国煤炭产量7.34亿吨，同比增加5.8%，其后上半年增速呈现缓慢下降趋势，7-9月煤矿事故频发导致安监趋严，煤炭产量增速大幅下降，但各月同比增速仍为正值，四季度进入需求旺季后原煤产量增速有所回升。整体来看，原煤产量保持小幅增长，但增速较2022年的9%降幅明显。进口方面，进入2023年后，受益于零关税政策续期、通关便利及外部环境改善，煤炭进口量大幅增长，进口增长叠加2022年低基数因素影响，2023年煤炭进口同比增长61.8%。

**图2 2022年以来原煤产量有所放缓**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

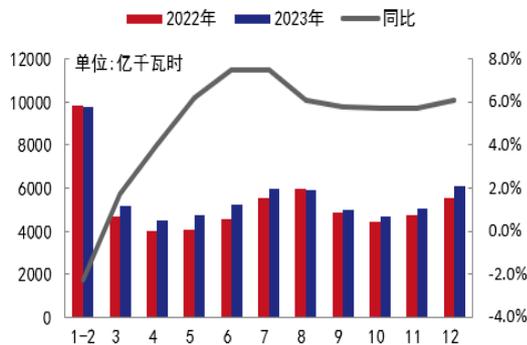
**图3 2023年煤炭进口量超预期**


资料来源：Wind，中证鹏元整理

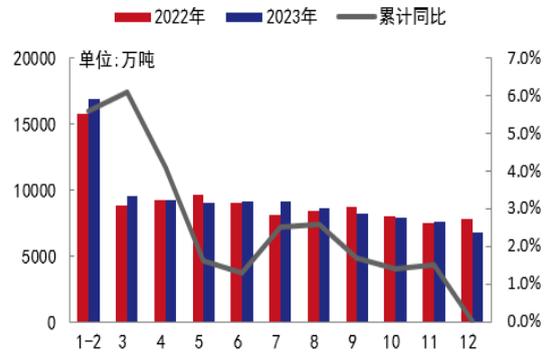
预计2024年我国煤炭供应端增长空间有限。一方面，此新一轮保供政策下的核增产能已陆续释放，在煤炭供需结构持续改善至基本平衡的环境下，煤炭新增产能或将减少。存量产能利用方面，近两年煤炭保供压力已经得到一定程度缓解，再加上安全事故影响下安监常态化，使产能利用率难以在高位长期保持。此外，2024年我国恢复煤炭进口关税，同时海外主要煤炭出口国产量、出口量难以大幅增长，但印度等国需求较为旺盛；预计进口煤价格优势减弱，进口煤高增长难以为继。

**2023年下游电煤需求仍具韧性，非电用煤需求整体有所企稳，预计2024年煤炭消费需求保持增长，中短期内煤炭锚定国内能源基本盘**

2023年火电产量保持增长，钢铁等非电耗煤需求有所企稳。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，2023年火电发电量为6.23万亿千瓦时，同比增长6.1%，与全社会用电量同期同比增速6.7%基本相当。钢铁方面，2023年我国累计粗钢产量为10.19亿吨，与上年度产量基本持平，在连续两年下降后企稳。一方面受2023年废钢供应短缺影响，高炉减产压力减轻；另一方面，2023年需求结构改变，板材需求增长拉动高炉产品的需求。建材方面，2023年全国水泥产量20.23亿吨，同比下降0.7%，降幅较去年明显收窄。整体来看，2023年全年电煤需求整体较有韧性；非电用煤需求相较于2022年整体低迷的状态已有所企稳。

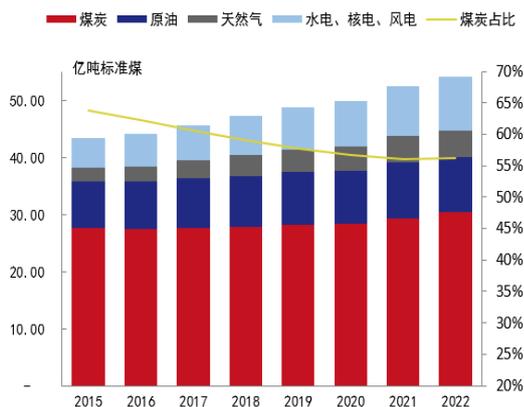
**图4 2023年火电产量保持增长**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

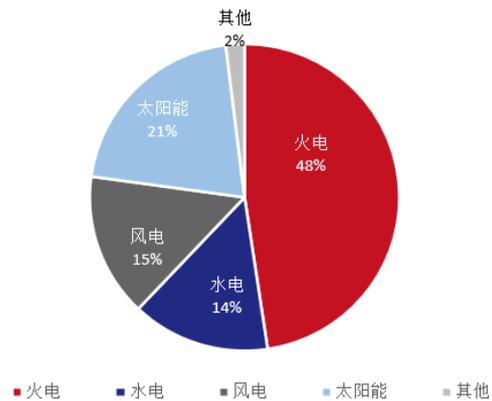
**图5 2023年粗钢产量较上年基本持平**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

煤炭锚定国内能源基本盘，预计2024年煤炭消费保持增长。从电煤装机来看，中短期内电煤消费的基本盘依然稳固。截至2023年末，全国全口径发电装机容量为29.20亿kw，其中火电装机13.90亿kw，占比为48%，在电力结构中占据主导地位。近年来受保供形势影响，火电项目核准开工全面提速，2022年以来煤电项目密集上马。2023年国内新增火电装机容量约5,800万千瓦，同比增长4%。同时2023年国内火电电源基本建设投资完成额1,029亿元，同比增长15%，预计未来两年内将有一定规模煤电机组集中投产。在保障电力系统稳定安全的目标下，同时考虑到清洁能源的消纳问题，我们认为煤电的压舱石作用进一步凸显，中短期内电煤消费的基本盘依然稳固，2024年电煤需求仍将保持增长。炼焦煤方面，预计2024年粗钢产量在控产基调下将维持在高位水平，炼焦煤需求整体保持稳定。

**图6 我国煤炭在一次能源消费的占比**


资料来源: 公开资料, 中证鹏元整理

**图7 我国电力装机结构仍以火电为主**


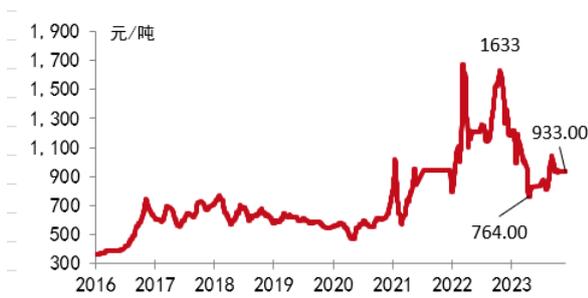
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**2023年煤炭行业供需偏宽松，煤炭价格高位宽幅震荡，价格中枢有所下移；2024年长协基准价不变，但签订量及范围要求缩小；预计2024年煤炭供需保持适度平衡，煤价将继续维持相对高位运行**

2023年煤炭价格高位宽幅震荡，价格中枢有所下移。动力煤方面，2023年上半年，由于进口量增长

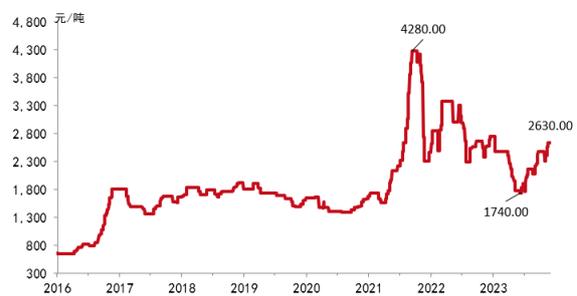
较快、社会库存高企等因素，供需整体偏宽松，港口动力煤价格明显回落，4月下旬下降至764元/吨，其后在840元/吨以下小幅波动；三季度煤矿相关事故较多导致安监加强，短期供给走弱，同时进口煤量高位回落，叠加非电需求回暖，动力煤价波动回升，最高涨至1,035元/吨，进入四季度后随原煤产量恢复，价格逐步稳定至930元/吨上下。炼焦煤方面，以京唐港山西产主焦煤为例，2023年上半年受蒙古和俄罗斯炼焦煤进口增量冲击，国内焦煤价格出现显著下跌，下半年起受焦煤进口冲击大幅减弱、海外炼焦煤需求强劲以及山西煤矿安全事故供给扰动的支撑，炼焦煤价格大幅反弹。整体来看，全年价格呈先跌后涨，价格中枢较2022年有所下移。

**图8 京唐港动力末煤（Q5500K，山西产）市场价大幅波动**



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跌后涨**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计2024年煤炭价格将继续维持相对高位。随着增产保供以来，产能潜力的充分挖掘，国内煤矿产能利用率触顶，近两年煤炭保供压力已经得到一定程度缓解；国内新建产能规模有限，中东部地区产能继续衰竭并退出；再加上安全事故影响下安监常态化，或将对供给持续形成扰动；预计2024年仍是煤炭保供与安监政策的相互平衡，供给水平难以显著抬升。需求方面，预计2024年稳增长政策发力，终端需求有望形成支撑，中短期内电煤消费的基本盘依然稳固，煤炭消费量仍有增长空间。整体来看，中证鹏元预计2024年煤炭供需格局仍将维持适度平衡，煤炭价格将继续维持相对高位。长协煤方面，2023年11月，国家发改委发布了《关于做好2024年电煤中长期合同签订履约工作的通知》，相较于2023年，方案将需求方范围缩小且签约量要求有所降低，预计2024年长协煤供应量将有所下降。2024年的年度长协基准价维持不变，仍为675元/吨。整体而言，2024年煤炭中长期合同价格仍维持稳定，预计市场煤供应或将提高。

## 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

及其他采矿、市政工程建设、其他经营类业务及公共事业等板块，收入构成较为多元。2022-2023年公司主营业务收入分别为86.43亿元和87.59亿元，保持增长，其中煤炭及其他采矿板块收入分别为47.50亿元和52.16亿元，近年在公司主营业务中占比均较高且持续提升，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；公共事业板块包括电力和热气销售等业务，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，2022-2023年公司主营业务毛利率分别为24.63%和21.87%，受占比较高的煤炭板块、市政板块毛利率下降影响，公司主营业务毛利率同比下降。

**表4 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

板块	项目	2023年			2022年		
		金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
煤炭及其他采矿板块	自营煤炭销售	10.01	11.43%	57.91%	9.57	11.07%	61.52%
	煤贸销售	32.96	37.63%	4.91%	31.30	36.21%	10.52%
	采掘劳务	4.74	5.41%	39.03%	4.60	5.32%	38.94%
	石灰石开采销售	3.43	3.92%	34.08%	1.00	1.16%	38.81%
	铅银矿开采与销售	1.02	1.17%	26.52%	1.03	1.19%	29.75%
	<b>小计</b>	<b>52.16</b>	<b>59.55%</b>	<b>20.52%</b>	<b>47.50</b>	<b>54.95%</b>	<b>24.56%</b>
市政板块	基础设施建设收入	20.02	22.86%	18.75%	20.04	23.18%	20.20%
	工程收入	5.32	6.07%	31.45%	7.24	8.38%	37.28%
	<b>小计</b>	<b>25.34</b>	<b>28.92%</b>	<b>21.41%</b>	<b>27.28</b>	<b>31.56%</b>	<b>24.73%</b>
其他经营板块	房地产销售	0.87	0.99%	17.33%	2.53	2.92%	14.62%
	酵母系列产品销售	1.71	1.95%	40.41%	1.79	2.08%	33.04%
	租赁	2.03	2.31%	72.02%	1.05	1.22%	74.64%
	酒店管理	0.22	0.26%	55.44%	0.17	0.20%	57.59%
	有色金属贸易	2.24	2.56%	0.06%	2.12	2.45%	0.00%
	公园及景区运营管理	0.02	0.03%	5.39%	0.93	1.07%	36.68%
	农产品贸易	0.18	0.20%	0.01%	0.00	0.00%	-
<b>小计</b>	<b>7.27</b>	<b>8.30%</b>	<b>33.41%</b>	<b>8.59</b>	<b>9.94%</b>	<b>25.44%</b>	
公共事业板块	电力和热气销售	1.29	1.47%	10.50%	1.36	1.57%	11.22%
	煤气及天然气销售	0.00	0.00%	-	0.43	0.50%	0.00%
	<b>小计</b>	<b>1.29</b>	<b>1.47%</b>	<b>10.50%</b>	<b>1.79</b>	<b>2.07%</b>	<b>8.51%</b>
其他	其他	1.53	1.75%	29.93%	1.27	1.47%	42.28%
	<b>合计</b>	<b>87.59</b>	<b>100.00%</b>	<b>21.87%</b>	<b>86.43</b>	<b>100.00%</b>	<b>24.63%</b>

资料来源：公司2023年审计报告，中证鹏元整理

#### （一）煤炭及其他采矿板块

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，受吨煤成本上升等影响，2023年业务毛利率有所下降，但业务盈利状况仍较好；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，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2023年末，横河煤矿和红旗煤矿剩余可采储量分别为955.38万吨和1,990.88万吨，其中横河煤矿核定产能为78万吨/年，整体规模不大。

**表5 截至2023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	955.38	78	山东省邹城市	气煤
红旗煤矿	1,990.88	未核定	山东省嘉祥县	气煤
<b>合计</b>	<b>2,946.26</b>	-	-	-

注：2022年末横河煤矿可采储量563.00万吨，2023年末可采储量同比增加，主要系横河煤矿2023年勘探出新储量。

资料来源：公司提供

从煤炭产销情况来看，近年公司两个在产煤矿产量均有所上升，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6 公司煤炭开采业务的产销情况（单位：万吨）**

煤矿	2023年			2022年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
横河煤矿	77.10	71.64	92.92%	71.32	71.24	99.89%
红旗煤矿	69.12	70.88	102.55%	66.02	64.48	97.67%
<b>合计</b>	<b>146.22</b>	<b>142.52</b>	<b>97.47%</b>	<b>137.34</b>	<b>135.72</b>	<b>98.82%</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，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。受执行保供政策以及煤炭市场价格中枢有所下移影响，近年公司煤炭均价有所下降；随着工资及员工福利等成本费用提升，近年公司煤炭开采业务成本持续上升。

**表7 公司煤炭开采业务售价及毛利率情况（单位：元/吨）**

项目	2023年	2022年
平均销售价格	702.27	705.29
吨煤成本合计	296.31	271.41
毛利率	57.81%	61.52%

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。2022-2023年公司前五大客户销售占比分别为39.76%和39.87%。

**表8 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
2023年	新泰市联泰物资有限公司	7,365.12	7.36%
	山东华刚恒业能源集团股份有限公司	6,088.90	6.08%
	国家电投集团协鑫滨海发电有限公司	9,948.39	9.94%
	江西益汇贸易有限公司	8,318.00	8.31%
	南京硕成贸易有限公司	8,182.33	8.18%
	<b>合计</b>	<b>39,902.74</b>	<b>39.87%</b>
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%
	<b>合计</b>	<b>38,059.47</b>	<b>39.76%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

同时我们也关注到，2023年煤炭价格高位宽幅震荡，价格中枢有所下移，预计2024年煤炭价格将继续维持相对高位，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，2023年项目未新增投入，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9 截至2023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
<b>合计</b>	<b>115,000</b>	<b>23,930.00</b>	<b>91,070.00</b>	<b>12,065.00</b>

注：公司正在办理潘店煤田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，但毛利率水平下降

除煤炭开采外，公司主要通过恒屹工贸和公司本部开展煤炭及其他产品的贸易业务。从品种构成来看，以煤炭贸易为主。

恒屹工贸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；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；2023年恒屹工贸煤炭贸易业务销售均价同比下滑，当年业务毛利率亦同比下降。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。

公司本部经营的煤炭贸易业务由公司采购部门询价定价，并由销售部门对外进行销售，商品自供应商采购取得控制权后再转让，销售一般采用现汇结算的方式。

**表10 恒屹工贸煤炭贸易销售情况**

项目	2023年	2022年
销量（万吨）	259.19	239.22
销售均价（元/吨）	730.09	922.17
采购均价（元/吨）	701.71	863.62

资料来源：公司提供

煤炭贸易客户方面，2022-2023年公司前五大客户销售金额占比分别为39.55%和45.39%。

**表11 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
2023年	山东华刚恒业能源集团股份有限公司	57,324.95	17.39%
	府谷县亚博兰炭镁电有限公司	24,182.20	7.34%
	新泰市永兴工贸有限公司	23,348.48	7.08%
	华能济宁运河发电有限公司	22,650.57	6.87%
	华能嘉祥发电有限公司	22,112.99	6.71%
	<b>合计</b>	<b>149,619.19</b>	<b>45.39%</b>
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%
	<b>合计</b>	<b>123,764.91</b>	<b>39.55%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022-2023年公司分别实现贸易收入31.30亿元和32.96亿元，规模持续上升，但近年业务毛利率下降。

公司凭借自身生产管理经验，自2020年开展煤矿托管业务，近年煤炭行情较好，托管煤矿逐步达

## 产

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。根据2019年10月签订的《煤矿经营托管合同》，托管期限为自合同签订之日起六年，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的建设、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，截至2023年末，公司应收账款中应收托管费2.67亿元，公司托管费回收存在一定时滞。

近年煤炭行情较好，公司托管的文玉煤矿产量逐步达产，煤炭托管业务收入及毛利率逐年提升。

**表12 托管煤矿运营情况（单位：万吨）**

项目	2023年	2022年
产量	120.46	103.29

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**公司石灰石业务2023年步入正轨，加工线正式投入运营，当年石灰石业务收入、毛利率同比明显增长**

公司石灰石开采与销售业务主要由子公司山东宏河百利矿业有限公司（以下简称“百利矿业”）经营，百利矿业鳊山灰岩矿位于邹城市石墙镇和峰山镇交界处鳊山，矿区勘查面积为3.51平方公里，划定矿区范围0.7847平方公里，矿山服务年限38.98年。百利矿业于2019年12月成立全资子公司邹城宏河百利新型建材有限公司负责对矿山开采原石进行加工破碎，该加工线位于峰山镇苗庄村南首，2023年3月正式投入运营，以石灰石、花岗岩、鹅卵石、矿山废弃尾矿等为主要原料，主要产品为石子、机制砂、石灰石钙粉，下游客户主要为山东省内的建材公司和贸易公司。

2023年公司实现石灰石开采业务收入3.43亿元，毛利率为34.08%，2022年该业务试运营，2023年该业务步入正轨，加工线正式运营，收入规模、毛利率同比明显增长。

**表13 截至2023年末公司运营石灰石矿情况（单位：万吨、万吨/年）**

项目	可采储量	核定产能	所在区域	品种
鳊山灰岩矿	9,356.43	240	山东邹城	石灰石矿石

## （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，规模存在一定波动

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。

公司基础设施及保障房建设业务由公司本部负责，早期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，公司每年按照合同约定金额确认收入。近年，公司与邹城市各镇政府、邹城市市容环境维护中心、邹城市城建实业发展有限公司（以下简称“城建实业”，控股股东及实际控制人均为邹城市财政局（邹城市国有资产监督管理局））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。2022-2023 年公司分别确认基础设施建设收入 20.04 亿元及 20.02 亿元，近年该业务毛利率下降，主要系公司早期承接的部分代建项目回购加成比例较高所致。

早期公司承担的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 项目以及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，目前收入已基本确认完毕，2022-2023 年分别确认回购收入 3.04 亿元及 0 元；近年公司与邹城市各镇政府、邹城市市容环境维护中心、城建实业等签订委托代建协议，2022-2023 年公司分别确认上述项目（包含岚济路改造提升工程、尧王线改建工程、三年攻坚道路建设工程和路网工程等）代建收入 17.00 亿元、20.02 亿元。

**表14 近年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	2023 年	2022 年
邹城市南沙河综合治理改造工程项目和路网改造工程项目	0.00	0.00
山东宏河矿业集团棚户区改造项目等11个项目	0.00	30,355.90
怡馨家园工矿棚户区改造项目等5个项目	0.00	0.00
温田保障性住房建设项目等4个项目	0.00	0.00
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	0.00
岚济路改造提升工程	0.00	33,347.80
文化产业园项目	0.00	2,227.47
三年攻坚道路建设	0.00	23,886.28
省级示范园项目	0.00	22,145.05
畜禽养殖小区建设	0.00	20,101.53

城乡环卫一体化项目	0.00	1,109.51
产业基金项目	0.00	16,661.33
尧王线改建工程	0.00	24,183.72
和圣文化园项目	0.00	7,969.79
亚圣临时市场项目	0.00	11,869.13
富太路东段工程	0.00	6,520.60
泗河综合开发堤防工程	44,325.75	0.00
路网工程	136,680.05	0.00
城区西北片区污水管网工程	19,192.14	0.00
<b>合计</b>	<b>200,197.94</b>	<b>200,378.10</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至 2023 年末公司主要基础设施及保障房项目已投资金额中尚待确认的金额规模较小，未来公司可实现的收入规模较有限。同时公司近年新增代建项目相对零散，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15 截至 2023 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
路网工程	26.00	10.97	13.67
城区西北片区污水管网工程	3.00	1.60	1.92
<b>合计</b>	<b>29.00</b>	<b>12.57</b>	<b>15.59</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。2022-2023 年公司分别实现工程收入 7.24 亿元和 5.32 亿元，规模变动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

公司负责房地产业务、公园及景区运营管理业务的子公司已划出，**2023年业务收入同比减少；同时需关注公司生态农业业务在建项目面临的减值风险**

2022-2023年公司房地产开发业务分别实现收入2.53亿元和0.87亿元，均来自于子公司宏城置业的生态新城项目，规模呈下降趋势，主要系2023年负责房地产业务的子公司宏城置业划出公司合并范围，未来公司预计通过子公司邹城市城资置业有限公司（以下简称“城资置业”）适时开展房地产开发业务。

公司生态农业业务由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。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），2022-2023年公司该业务收入分别为1.79亿元和1.71亿元。

在建项目方面，2023年公司在建的圣琪二期项目未新增投入，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16 截至2023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，2022-2023年房租收入分别为1.05亿元和2.03亿元。

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，该项收入规模同比减少，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，公司选取质量较好、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；2023年负责煤气及天然气销售业务的子公司划出，当年未实现该项业务收入

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。2022-2023年公司电力和热气销售收入分别为1.36亿元和1.29亿元。

公司煤气及天然气销售业务由全资子公司燃气总公司负责运营，2023年该公司划出公司合并范围，公司未实现该项业务收入。

#### （五）外部支持

2023年，邹城市财政局（邹城市国有资产监督管理局）以货币资金增资0.50亿元，公司实收资本

相应增加；同期公司无偿划出子公司圣城文旅、燃气总公司、宏城置业、恒翔置业股权合计减少资本公积 13.28 亿元；无偿划出无权证资产减少资本公积 32.79 亿元。

财政补贴方面，2023 年公司收到各项补贴收入 0.10 亿元。

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

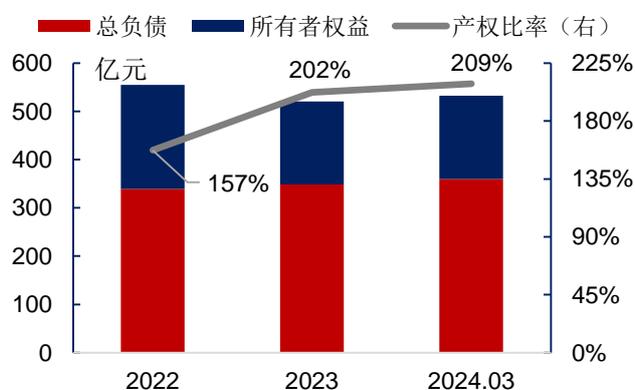
以下分析基于公司提供的经北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年新增4家一级子公司：邹城市国学餐饮配送服务有限公司、邹城市国景园林有限公司、邹城市国源能源有限公司、邹城城投控股香港有限公司，减少2家：圣城文旅、燃气总公司；2024年1-3月，公司合并范围一级子公司无变化，截至2024年3月末，公司合并范围内一级子公司共15家，详见附录四。

### 资本实力与资产质量

受无偿划出子公司股权、无权证资产等影响，公司权益对负债的保障程度减弱，总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

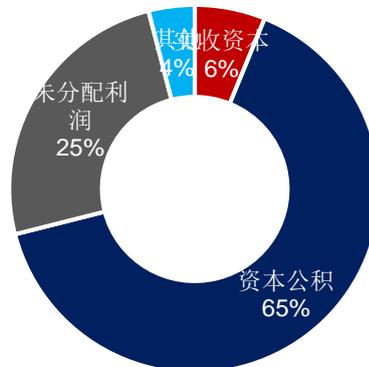
受无偿划出子公司股权、无权证资产等影响，近年公司所有者权益规模大幅减少至2024年3月末的172.18亿元，从构成来看，以资本公积和未分配利润为主；同期受公司发行多期债券等影响，公司负债规模整体呈现明显上升，综合导致2024年3月末公司产权比率跳升至208.99%，公司权益对负债的保障程度进一步减弱。

图10公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图112024年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

受无偿划出子公司股权及无权证资产等影响，近年公司资产规模整体呈下降趋势，2024年3月末公

司资产总额532.03亿元，从资产结构来看，以流动资产为主，2024年3月末占比为80.44%。

公司资产以货币资金、其他应收款和存货为主要构成，2023年末公司货币资金49.58亿元，其中40.20亿元作为质押定期存单、票据保证金等使用受限，公司货币资金受限占比较高；公司其他应收款为工程代垫款及垫付款等，规模及占比持续上升，2023年末前五单位<sup>4</sup>金额占比42.73%，以当地国企为主，随着公司持续开展业务规模持续增长，且签订《债务转让三方协议书》后，应收对象层级明显下降，回收时间不确定性加大；公司存货主要为合同履行成本和土地资产，其中土地资产账面价值72.51亿元，占比较高，主要是商住用地，性质以出让为主，合同履行成本主要为基础设施建设成本和工程施工成本，存货规模同比下降主要系划出圣城文旅及无权证土地资产所致。

其他资产方面，2023年末公司固定资产主要为生产用机械、机器设备、运输工具和房屋建筑物等；投资性房地产主要为房屋建筑物，其中2.01亿元因抵押受限，规模同比减少主要系划出圣城文旅及无权证资产所致；公司无形资产主要包含采矿权24.06亿元和土地使用权8.90亿元，规模变动主要受土地资产规模变动影响。

截至2023年末，公司包括货币资金、存货、投资性房地产、无形资产和其他权益工具投资在内的受限资产合计53.63亿元，占期末资产总额的10.30%。

**表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	46.18	8.68%	49.58	9.52%	49.62	8.94%
其他应收款	213.23	40.08%	201.65	38.73%	183.28	33.03%
存货	123.74	23.26%	123.41	23.70%	170.02	30.64%
<b>流动资产合计</b>	<b>427.97</b>	<b>80.44%</b>	<b>415.95</b>	<b>79.89%</b>	<b>436.40</b>	<b>78.64%</b>
固定资产	35.83	6.73%	36.15	6.94%	36.00	6.49%
投资性房地产	6.14	1.15%	6.17	1.18%	22.21	4.00%
无形资产	34.79	6.54%	34.92	6.71%	40.13	7.23%
<b>非流动资产合计</b>	<b>104.06</b>	<b>19.56%</b>	<b>104.72</b>	<b>20.11%</b>	<b>118.52</b>	<b>21.36%</b>
<b>资产总计</b>	<b>532.03</b>	<b>100.00%</b>	<b>520.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>554.92</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

<sup>4</sup>截至 2023 年末，公司因开展代建业务等存在对邹城市各镇政府、街道办事处、邹城市住房和城乡建设局、邹城市交通运输局等的其他应收款，根据 2023 年 12 月公司作为债权人（以下称丙方），与原债务人（以下称乙方）、新债务人（以下称甲方）签订的《债务转让三方协议书》，三方一致同意，丙方将针对乙方截至协议签署之日的债权自协议达成后向甲方行使权利，甲方按照协议直接付款给丙方，乙方不再向丙方支付款项；协议生效后，丙方不得再向乙方主张债权，如协议无效或被撤销，则乙方仍继续按原合同及其他法律文件履行义务。上述协议书涉及的新债务人主要为邹城市钢山街道北关社区居民委员会、邹城市千泉街道东关社区股份经济合作社、邹城市人民政府邹城市人民政府鳧山街道办事处、邹城市钢山街道杨下村股份经济合作社等下属公司，截至 2023 年末，上述协议书涉及的转让债务合计 54.21 亿元。

公司煤炭及其他采矿板块整体经营稳定，收入保持增长，但销售毛利率同比下降，且划出子公司导致政府补助规模明显下降

2022-2023年公司营业收入保持增长，其中煤炭及其他采矿板块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。公司煤炭开采业务销售渠道通畅，产销率高，同时凭借自身经验开展托管业务，托管煤矿产量逐步达产，新开展的石灰石业务亦步入正轨，整体上公司煤炭及其他采矿板块经营较为稳定；但截至2023年末，公司基础设施建设项目已投资金额中待确认部分规模较小，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，2022-2023年公司销售毛利率受占比较高的煤炭及其他采矿板块和市政板块毛利率下降影响，呈下降趋势。2023年公司收到的政府补贴0.10亿元计入其他收益，因划出子公司，当年政府补助规模同比明显下降。

**表18 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

指标名称	2024年 1-3月	2023年	2022年
营业收入	23.41	88.82	87.48
营业利润	0.26	3.48	2.06
其他收益	0.00	0.10	0.02
营业外收入	0.01	0.24	3.62
利润总额	0.22	3.58	5.54
销售毛利率	16.21%	22.20%	24.85%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 偿债能力

2024年以来公司债券发行成本有所下降，但总债务规模仍较大且近年整体呈上升趋势，债务结构有待优化，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2024年3月末，公司总债务规模271.61亿元，占负债总额的75.48%，规模较2022年末增长10.78%，其中短期债务占比56.80%，债务结构有待优化，公司面临较大的债务压力。公司短期债务主要分布于短期借款、应付票据、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债科目，2023年末公司短期借款主要为质押借款、保证借款和抵押借款，其中质押借款和抵押借款规模同比增长；应付票据为银行承兑汇票、商业承兑汇票以及信用证等，近年规模持续增加；其他应付款主要为应付借款及往来款等，其中2023年末有息部分10.21亿元，2023年末公司其他应付款规模同比大幅下降，主要系公司偿还部分借款以及进行三方抵账<sup>5</sup>所致。2023年末公司其他流动负债主要为短期应付债券17.85亿元。公

<sup>5</sup> 根据邹城市财税增收服务中心（以下称甲方）、山东恒信集团有限公司（以下称乙方）、公司（以下称丙方）签订的《三方抵账协议》，鉴于丙方合法拥有甲方 11.05 亿元债权，同时甲方合法拥有乙方 11.05 亿元债权，乙方合法拥有丙方

司长期债务主要分布于长期借款、应付债券和长期应付款科目，公司应付债券规模较大，主要为公司债、企业债、中票、PPN和境外债等，2023年公司新发行“23邹城城资MTN001”等多期中票、“23城资01”等多期私募债、“23邹城债”、“23邹城资产CP001”和多期境外债，2024年公司新发行“24邹城城资SCP001”、“24城资01”等多期私募债，票面利率上，公司2024年以来债券发行成本较2023年明显下降。

**表19 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	25.71	7.15%	34.42	9.88%	25.39	7.49%
应付票据	38.76	10.77%	25.98	7.46%	23.13	6.82%
其他应付款	72.07	20.03%	69.21	19.87%	99.25	29.26%
一年内到期的非流动负债	62.34	17.32%	71.26	20.46%	71.85	21.18%
其他流动负债	23.73	6.59%	18.20	5.22%	6.48	1.91%
<b>流动负债合计</b>	<b>239.84</b>	<b>66.65%</b>	<b>232.46</b>	<b>66.73%</b>	<b>240.25</b>	<b>70.82%</b>
长期借款	19.08	5.30%	9.44	2.71%	15.97	4.71%
应付债券	97.66	27.14%	103.42	29.69%	75.35	22.21%
长期应付款	3.20	0.89%	2.98	0.86%	7.57	2.23%
<b>非流动负债合计</b>	<b>120.00</b>	<b>33.35%</b>	<b>115.91</b>	<b>33.27%</b>	<b>98.98</b>	<b>29.18%</b>
<b>负债合计</b>	<b>359.85</b>	<b>100.00%</b>	<b>348.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>339.22</b>	<b>100.00%</b>
总债务	271.61	75.48%	272.98	78.36%	245.17	72.28%
其中：短期债务	154.28	42.87%	159.73	45.85%	148.87	43.89%
长期债务	117.34	32.61%	113.25	32.51%	96.30	28.39%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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2024年3月末，公司资产负债率上升至67.64%。现金短期债务比方面，公司短期债务规模较大，近年现金短期债务比持续处于较低水平，2023年末为0.32，现金类资产对短期债务覆盖能力较弱。2022-2023年公司EBITDA利息保障倍数呈下降趋势。

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2024年3月末授信总额123.68亿元，剩余额度51.88亿元，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20 公司偿债能力指标**

指标名称	2024年3月	2023年	2022年
资产负债率	67.64%	66.91%	61.13%

11.05 亿元债权的事实，甲、乙、丙三方同意，甲方以对乙方 11.05 亿元债权抵消对丙方的 11.05 亿元债务，丙方以其承接的甲方对乙方的 11.05 亿元债权抵消对乙方 11.05 亿元债务。

现金短期债务比	-	0.32	0.34
EBITDA 利息保障倍数	-	1.16	1.83

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 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《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》（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，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，2023 年 5 月 25 日至 2024 年 5 月 24 日，子公司宏河控股因涉嫌违反法律法规被济宁市能源局采取行政监管措施，处理结果为责令限期改正；子公司宏河控股集团嘉祥红旗煤矿有限公司因违反法律法规被济宁市能源局采取行政监管措施，处罚结果为责令限期改正、责令停止设备使用。

#### 公司治理

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。

2024 年 1 月，公司董事长由陈华变更为刘翀。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 5 月 8 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；公司本部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 2021 年 1 月 1 日至报告查询日（2024 年 5 月 13 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；宏河控股本部公开发行的

各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

## 或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保中借款担保余额合计54.66亿元，其中对利民建设、正方控股、至澄农业和圣城文旅担保余额较大；除借款担保外，公司对外担保中债券发行担保余额合计44.15亿元，公司包含借款担保和债券发行担保的对外担保规模合计98.81亿元，占同期末所有者权益的比重为57.35%，公司对外担保均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。公司截至2023年末对外担保情况详见附录五。

## 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（邹城市国有资产监督管理局）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（邹城市国有资产监督管理局）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，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，同时公司已发债，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，且受无偿划出子公司股权、无权证资产等影响，2023年末公司净资产、净利润规模同比明显下降，权益对负债的保障程度减弱，公司总债务规模较大，面临较大的偿债压力，以及存在较大的或有负债风险，但公司是邹城市最主要的城市基础设施建设主体，业务较为多元化，受益于煤炭行情较好，公司煤炭及其他采矿板块整体经营较为稳定，为公司收入增长提供了支撑，且跟踪期内公司仍获得了一定外部支持。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“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+。

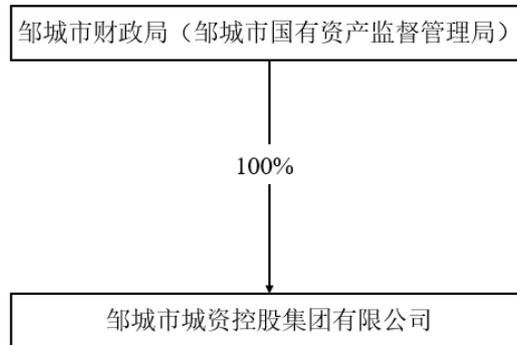
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	46.18	49.58	49.62	55.04
应收账款	20.83	19.80	14.95	12.23
预付款项	21.00	18.43	15.82	13.84
其他应收款	213.23	201.65	183.28	192.58
存货	123.74	123.41	170.02	170.65
流动资产合计	427.97	415.95	436.40	447.12
固定资产	35.83	36.15	36.00	33.00
在建工程	12.48	12.60	9.40	10.05
其他权益工具投资	10.36	10.36	9.57	8.98
长期股权投资	3.48	3.48	0.36	0.37
投资性房地产	6.14	6.17	22.21	20.26
无形资产	34.79	34.92	40.13	35.88
非流动资产合计	104.06	104.72	118.52	110.03
资产总计	532.03	520.67	554.92	557.15
短期借款	25.71	34.42	25.39	28.98
应付票据	38.76	25.98	23.13	21.28
应付账款	6.83	8.02	8.45	6.71
一年内到期的非流动负债	62.34	71.26	71.85	56.17
其他流动负债	23.73	18.20	6.48	9.54
流动负债合计	239.84	232.46	240.25	224.38
长期借款	19.08	9.44	15.97	8.93
应付债券	97.66	103.42	75.35	99.83
长期应付款	3.20	2.98	7.57	11.66
非流动负债合计	120.00	115.91	98.98	120.42
负债合计	359.85	348.37	339.22	344.80
总债务	271.61	272.98	245.17	249.57
所有者权益	172.18	172.30	215.70	212.35
营业收入	23.41	88.82	87.48	73.22
营业利润	0.26	3.48	2.06	4.81
其他收益	0.00	0.10	0.02	0.04
利润总额	0.22	3.58	5.54	4.76
经营活动产生的现金流量净额	14.00	7.64	9.22	4.93
投资活动产生的现金流量净额	-0.10	-15.02	-6.76	-5.38
筹资活动产生的现金流量净额	-12.79	2.30	-10.85	4.23
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
销售毛利率	16.21%	22.20%	24.85%	30.97%

资产负债率	67.64%	66.91%	61.13%	61.89%
短期债务/总债务	56.80%	58.51%	60.72%	53.33%
现金短期债务比	-	0.32	0.34	0.42
EBITDA (亿元)	-	13.58	18.21	19.44
EBITDA 利息保障倍数	-	1.16	1.83	1.53

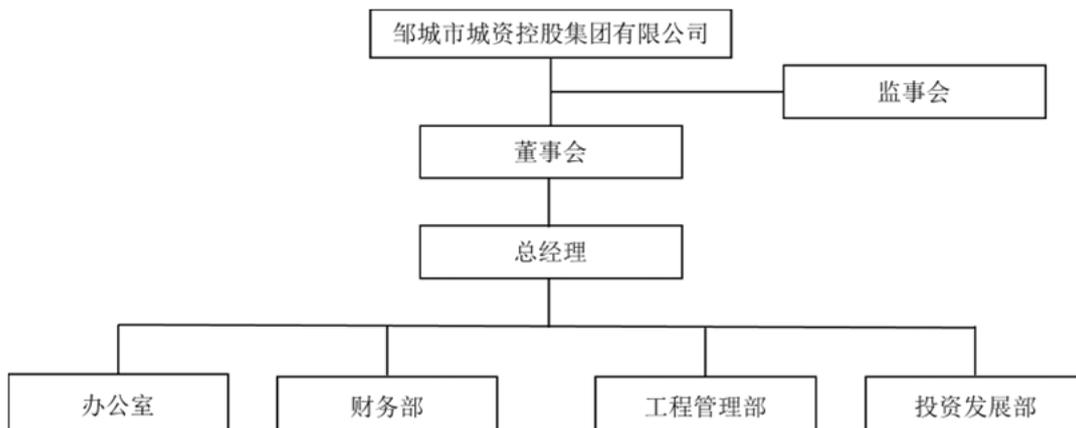
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

#### 附录四 2024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	取得方式
1	邹城市市政工程公司	2,185.20	100.00	划拨
2	邹城市圣土阳光农业发展有限公司	50.00	100.00	划拨
3	邹城市万融实业开发有限公司	10,000.00	100.00	设立
4	山东宏河控股集团有限公司	160,000.00	100.00	划拨
5	邹城市择邻山庄有限公司	16,800.00	71.43	划拨
6	邹鲁融资租赁有限公司	17,000.00	100.00	设立
7	邹鲁商业保理有限公司	5,000.00	100.00	设立
8	邹城市财金物业管理有限公司	8,400.00	71.43	设立
9	邹城市智慧停车运营管理有限公司	8,400.00	71.43	设立
10	邹城市正洁环境服务有限责任公司	7,000.00	100.00	划拨
11	邹城市城资置业有限公司	10,000.00	100.00	设立
12	邹城市国学餐饮配送服务有限公司	1,000.00	100.00	设立
13	邹城市国源能源有限公司	15,500.00	77.42	设立
14	邹城市国景园林有限公司	5,000.00	100.00	设立
15	邹城城投控股香港有限公司	10 万美元	100.00	设立

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录五 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

借款担保			
被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保
邹城市利民建设发展集团有限公司	32,814.50	2032/12/29	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	4,470.00	2024/7/3	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	7,800.00	2024/11/27	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	1,356.10	2024/1/15	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	1,835.67	2024/2/1	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	8,500.00	2024/10/9	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	650.00	2024/4/1	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	20,000.00	2026/7/23	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	13,000.00	2024/6/29	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	6,000.00	2024/2/27	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	3,490.00	2024/8/19	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	10,000.00	2024/3/31	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	8,000.00	2024/1/5	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	22,121.45	2026/3/9	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	4,400.00	2024/4/12	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	2,695.90	2025/12/23	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	20,000.00	2025/8/15	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	9,000.00	2024/12/20	否
邹城市圣景园林绿化工程有限公司	1,000.00	2024/2/27	否
山东正方控股集团有限公司	9,132.30	2027/2/19	否
山东正方控股集团有限公司	2,500.00	2034/7/1	否
山东正方控股集团有限公司	2,900.00	2034/7/1	否
山东正方控股集团有限公司	3,917.84	2025/4/2	否
山东正方控股集团有限公司	3,509.16	2025/4/26	否
山东正方控股集团有限公司	21,295.40	2025/10/15	否
山东正方控股集团有限公司	15,000.00	2024/5/15	否
山东正方控股集团有限公司	1,364.98	2024/1/20	否
山东正方控股集团有限公司	3,333.33	2024/8/5	否
山东正方控股集团有限公司	5,722.06	2025/3/15	否
山东正方控股集团有限公司	2,000.00	2024/3/19	否
山东正方控股集团有限公司	19,540.00	2025/1/6	否
邹城市正方园区运营管理有限公司	13,562.07	2035/6/23	否
邹城市国运公共交通有限公司	1,722.93	2024/12/19	否
邹城市国运公共交通有限公司	2,291.27	2024/4/3	否
邹城市圣福园实业有限公司	500.00	2024/3/1	否

邹城市圣福园实业有限公司	990.16	2024/3/29	否
山东至澄农业发展集团有限公司	3,000.00	2024/11/3	否
山东至澄农业发展集团有限公司	4,540.00	2026/1/27	否
山东至澄农业发展集团有限公司	13,000.00	2025/1/6	否
山东至澄农业发展集团有限公司	9,625.00	2024/7/15	否
山东至澄农业发展集团有限公司	7,308.60	2027/3/11	否
山东至澄农业发展集团有限公司	23,200.00	2037/10/24	否
山东至澄农业发展集团有限公司	980.00	2028/7/30	否
山东至澄农业发展集团有限公司	1,000.00	2024/1/19	否
山东至澄农业发展集团有限公司	18,000.00	2028/9/28	否
山东至澄农业发展集团有限公司	2,071.51	2025/12/21	否
邹城市恒泰控股集团有限公司	4,540.00	2026/1/29	否
邹城市恒泰控股集团有限公司	2,250.00	2026/11/16	否
邹城市恒泰控股集团有限公司	18,000.00	2028/11/21	否
邹城市天润装配式建筑科技有限公司	1,000.00	2024/11/18	否
邹城市晟泰投资发展有限公司	14,000.00	2038/11/21	否
邹城市公路工程有限公司	4,470.00	2024/7/3	否
邹城市公路工程有限公司	2,000.00	2024/2/27	否
邹城市公路工程有限公司	5,000.00	2024/1/18	否
邹城市城建实业发展有限公司	10,812.50	2026/6/28	否
邹城市圣城文旅集团有限公司	7,500.00	2024/12/7	否
邹城市圣城文旅集团有限公司	1,784.58	2024/3/6	否
邹城市圣城文旅集团有限公司	5,646.50	2025/1/10	否
邹城市圣城文旅集团有限公司	3,000.00	2024/1/10	否
邹城市圣城文旅集团有限公司	2,500.00	2024/1/6	否
邹城市圣城文旅集团有限公司	1,800.60	2024/6/23	否
邹城市圣城文旅集团有限公司	11,500.00	2024/11/28	否
邹城市圣城阳光教育发展集团有限公司	600.00	2024/6/18	否
山东正方控股集团有限公司	23,000.00	2033/8/25	否
山东正方控股集团有限公司	3,600.00	2024/12/21	否
山东正方控股集团有限公司	1,300.00	2024/1/18	否
山东正方智能机器人产业发展有限公司	4,250.00	2026/2/22	否
邹城市龙腾实业发展有限公司	7,680.00	2026/2/5	否
山东省微山湖矿业集团有限公司	4,490.00	2024/11/7	否
山东省微山湖矿业集团有限公司	500.00	2024/5/8	否
微山崔庄煤矿有限责任公司	15,500.00	2024/5/11	否
微山崔庄煤矿有限责任公司	9,500.00	2024/5/11	否
邹城市圣城文旅集团有限公司	11,200.00	2035/9/26	否
<b>小计</b>	<b>546,564.41</b>	-	-

债券发行担保				
被担保方	证券代码	发行余额	到期日期	是否有反担保
邹城市利民建设发展集团有限公司	250185.SH	10,000.00	2026/3/10	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	114261.SH	10,000.00	2025/12/9	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	2080278.IB	40,000.00	2027/9/28	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	251540.SH	41,000.00	2025/6/26	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	250186.SH	77,000.00	2025/3/10	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	114272.SH	12,000.00	2024/12/9	否
邹城市利民建设发展集团有限公司	2180251.IB	29,000.00	2028/7/6	否
邹城市恒泰控股集团有限公司	251799.SH	32,000.00	2026/7/21	否
邹城市恒泰控股集团有限公司	114387.SH	30,000.00	2025/12/16	否
邹城市天成建设发展有限公司	2224008.IB	40,000.00	2027/7/15	否
邹城市天成建设发展有限公司	2324001.IB	44,000.00	2028/5/5	否
邹城市隆城投资发展有限责任公司	1924002.IB	64,000.00	2029/1/16	否
邹城市圣城文旅集团有限公司	MOXTB23120.MOX	12,500.00	2024/12/18	否
<b>小计</b>	-	<b>441,500.00</b>	-	-
<b>总计</b>	-	<b>988,064.41</b>	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录六 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	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
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

## 附录七 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。