



# 枣庄市台儿庄区财金投资集团有限公司 2022年主体信用评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

技术领先，服务全球，让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人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。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

中证鹏元资信评估股份有限公司



# 枣庄市台儿庄区财金投资集团有限公司 2022年主体信用评级报告<sup>1</sup>

## 评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
评级日期	2022-04-24

## 评级观点

- 中证鹏元评定枣庄市台儿庄区财金投资集团有限公司（以下简称“公司”）的主体信用等级为AA，该级别反映了公司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。
- 上述等级的评定是考虑到公司业务较为多元化，煤炭业务表现较好，作为台儿庄区的国有资产运营主体，近年受到的外部支持力度较大；同时中证鹏元也关注到，公司夫康矿长时间停产且复产日期尚不确定，煤炭业务面临一定的安全生产风险，热电、粮油和纸品业务盈利能力较弱，未来旅游相关收入预计大幅下降，公司面临较大的偿债压力和一定或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 公司作为台儿庄区的国有资产运营主体，地位突出，业务较多元化，预计公司经营风险和财务风险相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.9	2020	2019	2018
总资产	188.27	184.45	160.18	151.12
归母所有者权益	74.51	73.54	71.70	67.97
总债务	75.08	76.48	62.82	58.08
营业收入	20.11	29.72	31.24	30.69
净利润	1.45	2.22	2.87	2.46
经营活动现金流净额	4.37	-7.73	2.93	0.51
销售毛利率	20.37%	21.34%	26.95%	27.16%
EBITDA 利润率	-	21.43%	27.91%	23.67%
总资产回报率	-	2.50%	2.85%	2.69%
资产负债率	58.23%	57.90%	53.04%	52.67%
净债务/EBITDA	-	10.24	6.35	6.73
EBITDA 利息保障倍数	-	1.91	2.60	2.83
总债务/总资本	48.84%	49.62%	45.51%	44.81%
FFO/净债务	-	6.74%	12.01%	10.62%
速动比率	0.89	0.85	1.19	1.26
现金短期债务比	-	0.37	0.38	0.49

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：胡长森  
huchs@cspengyuan.com

项目组成员：宋晨阳  
songchy@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

<sup>1</sup>本评级报告不得用于发行债券。

## 优势

- **公司业务较为多元化。**公司主营业务包括煤炭生产和销售、热电业务、造纸业务、棉纱业务和粮油业务等，种类较多，收入来源较为多元化。
- **煤炭业务表现较好。**公司煤炭业务产销情况较好，收入规模和毛利率水平近年来维持较高水平。
- **公司近年受到的外部支持力度较大。**作为台儿庄区的国有资产运营主体，近年公司在资产注入和财政补贴方面获得较大力度的支持。

## 关注

- **公司主要矿区之一的夫康矿长时间停产，且复产日期尚不确定。**2018年5月中央环保督察组督察贵州期间，发现自然保护区与夫康矿区重叠，因此责令整改，贵州省原国土资源厅下达了停产停建指令，夫康矿长时间停产，何时能妥善解决重叠问题以及恢复矿井生产尚不确定。
- **公司煤炭业务面临一定的安全风险。**考虑到煤炭开采工作环境复杂，易发生火灾、瓦斯爆炸、坍塌等事故，公司煤炭业务仍可能面临一定的安全生产风险。
- **公司热电、粮油和纸品业务盈利能力较弱。**受市场行情和行业特点影响，公司热电业务、粮油业务和纸品业务毛利率水平较低，盈利能力均较弱。
- **公司未来旅游相关收入及利润将大幅下降。**随着主要负责旅游业务的子公司划出，公司未来旅游相关收入预计大幅下降，将对公司利润产生不利影响。
- **公司面临较大的偿债压力。**近年来公司总债务规模较大且持续上升，净债务/EBITDA等指标表现较差，公司面临较大的偿债压力。
- **公司面临一定或有负债风险。**截至2021年末，公司存在一定规模的对外担保，且均未设置反担保措施，公司面临一定的或有负债风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
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	行业风险	4	财务状况	杠杆状况	较大
	经营状况	强		净债务/EBITDA	2
	经营规模	5		EBITDA利息保障倍数	4
	产品、服务和技术	3		总债务/总资本	5
	品牌形象和市场份额	3		FFO/净债务	3
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-1
	业务多样性	7		盈利状况	强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	4	
<b>业务状况评估结果</b>		<b>强</b>	<b>财务状况评估结果</b>		<b>中等</b>
<b>指示性信用评分</b>					aa-

2

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
无	无	无	无	无	无

## 一、主体概况

公司成立于2011年3月30日，原名枣庄市台儿庄国有资产经营有限公司，由枣庄市台儿庄区国有资产管理局（以下简称“台儿庄国资局”）出资组建，出资额为10,000.00万元。2017年12月27日，枣庄市台儿庄区人民政府同意台儿庄国资局对公司增加投资39,608.00万元，公司注册资本变更为49,068.00万元。2021年11月5日，公司唯一股东由台儿庄国资局变更为枣庄市台儿庄区财政局、公司名称更名为现名。截至2021年末，公司注册资本和实收资本均为49,068.00万元，枣庄市台儿庄区财政局为公司的唯一股东和实际控制人，公司股权结构图见附录二。

公司是枣庄市台儿庄区主要的国有资产运营主体，承担台儿庄区内的国有资产投资经营和城市基础设施项目的投资、建设工作。从业务构成来看，公司目前拥有原煤业务、纸品业务、棉纱业务、代建业务和旅游业务等多项业务。截至2021年9月末，公司纳入公司合并报表范围的子公司共50家，详见附录四。

## 二、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。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，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。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。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年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，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。

## 行业及区域经济环境

### 1、煤炭行业

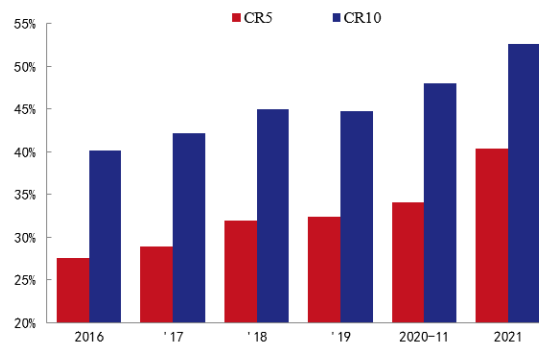
**“十三五”期间退出落后煤炭产能 10 亿吨/年以上，行业产能结构得到优化，产业集中度进一步上升；2021 年煤炭供给整体较为紧张，随着保供政策继续护航，预计 2022 年原煤产量保持小幅增长**

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 1,000 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。

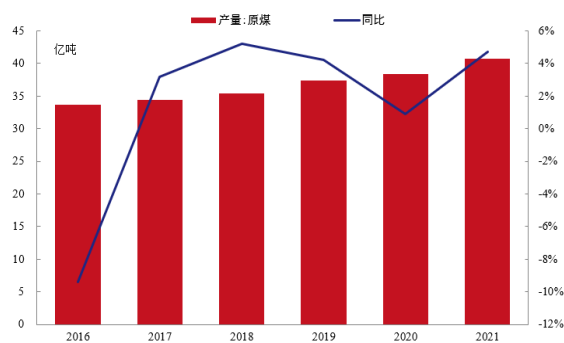
**图 1 煤炭行业集中持续上升**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

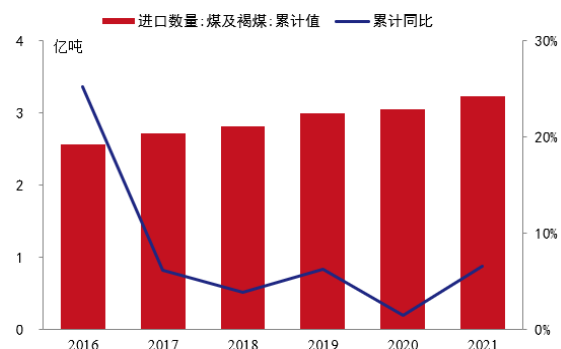
2021 年原煤产量保持小幅增长，但全年供应整体偏紧。2021 年，全国原煤产量 40.71 亿吨，同比增长 4.7%。具体来看，2021 年 1-2 月，全国原煤产量 6.18 亿吨，同比增长 25%，主要系受冷冬及下游需求旺盛影响，产地煤矿开工率高，同时 2020 年年初受疫情影响原煤产量偏低。3 月份冬季保供结束以后，主产地安全环保检查频繁，包括山西省的煤矿安全大排查，陕西榆林煤矿超产检查，山西晋北地区中央环保组督查等，且内蒙古反腐、煤管票影响持续。2021 年 3-9 月，全国原煤月产量基本低于去年同期，煤炭实际供给持续受限。2021 年四季度，随着增产保供政策的持续加码，原煤产量同比增速水平明显抬升。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 2 2021 年原煤产量增速回升**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

**图 3 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



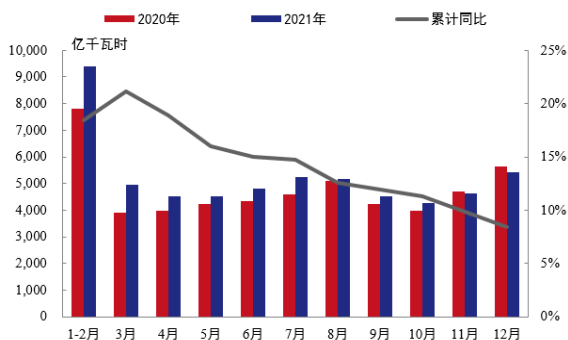
为主”的国情、纠正运动式减碳，预计短期内保供稳价仍将处于相对优先级。2022年2月20日，全国煤炭日产量1,218万吨，已恢复至去年四季度日均产量水平。国家发展改革委3月9日称将会同相关部门、煤炭主产区和重点企业持续加大工作力度，力争全国煤炭日产量稳定在1,200万吨以上。叠加稳增长政策的发力，中证鹏元预计2022年煤炭供应仍将相应维持充裕，原煤产量保持小幅增长。

### 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。

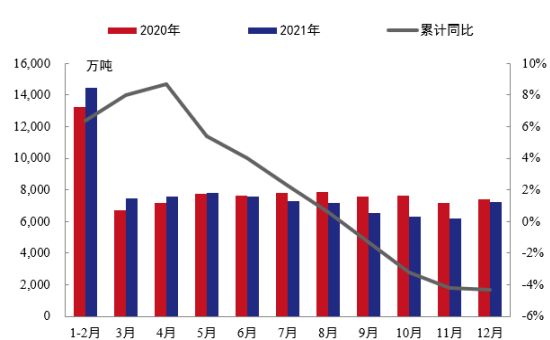
2021年火力发电量增速较快，钢铁等非电耗煤需求减弱。随着我国经济继续复苏，2021年工业企业生产整体用电负荷高，电厂日耗处于高位，同时下游非电耗煤需求仍有支撑，全年煤炭消费同比增长4.6%。电力方面，2021年火电发电量5.77万亿千瓦时，同比增长8.4%，一方面2021年以来我国社会用电量保持较高增速，全社会总用电量为8.32万亿千瓦时，同比增长10.3%。另一方面，受气候影响，水电发电量全年同比下降2.50%。钢铁方面，2021年我国生铁产量为8.69亿吨，同比下降4.3%，6月以来产量低于去年同期。建材方面，2021年全国水泥产量23.63亿吨，同比下降1.2%，年内增速由正转负。

图4 2021年火电产量增速保持高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图5 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

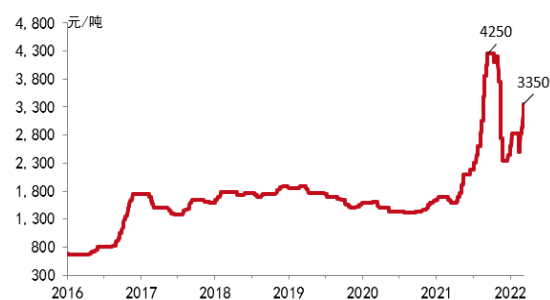
旺盛影响，动力煤价格形成首轮上涨；随着春节期间下游需求减弱，动力煤价格迅速回归至全年低点；随后开工季需求快速恢复，叠加晋陕蒙主产地安全环保检查频繁，动力煤价格开启上涨。至 2021 年 10 月中旬，秦皇岛动力煤市场价（Q5500K，山西产）最高攀升至 2,593 元/吨，较年内低点涨幅达到 356.83%。2021 年 10 月下旬以来，动力煤价格大幅回落，由最高点下跌至年末的 800 元/吨左右。炼焦煤方面，以京唐港山西产主焦煤为例，由于山西省环保检查频繁，炼焦煤供给紧张，下游需求较为旺盛，价格持续上涨至 10 月中旬的 4,250 元/吨，较年内低点涨幅超过 165%，随后跌至年末的 2,350 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 6 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 7 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 8 2021 年行业收入及利润均上升

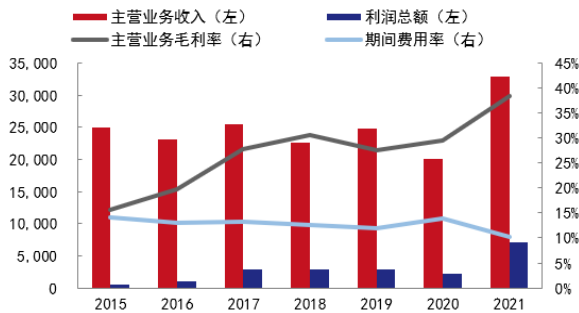
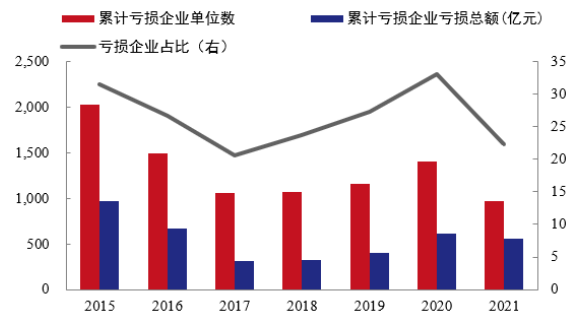


图 9 2021 年行业亏损面收窄



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。

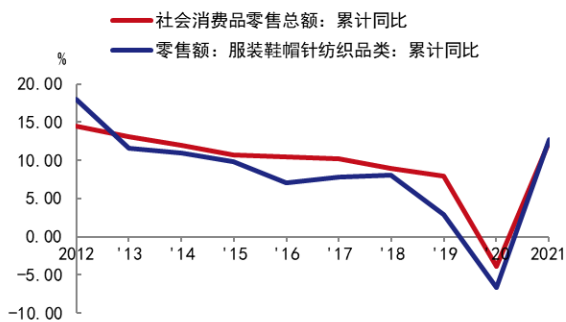
资料来源：Wind，中证鹏元整理

## 2、纺织行业

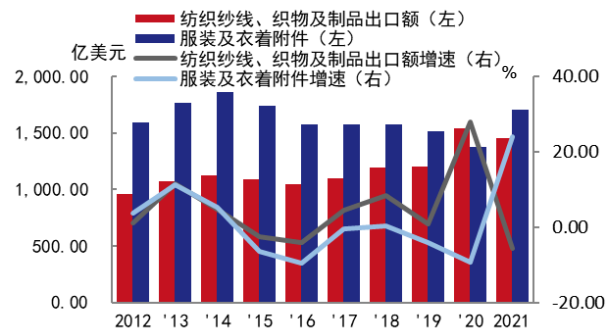
纺织行业内需市场回暖，行业投资及产能利用恢复，但在国内能源双控以及东南亚国家复工等因素下，后续行业将难以维持 2021 年的热度

2021 年以来国内服装鞋帽、针纺织品类商品消费维持较好增长。2021 年 1-12 月服装鞋帽、针纺织品类商品零售额 13,842.50 亿元，同比增长 12.70%，仍稍高于社会消费品零售总额增速。同时消费市场呈现出网络渠道销售活跃、消费者彰显个性需求显著、直播电商带来更好消费体验等特点。

纺织品出口有所波动，但仍高于 2019 年水平，出口产品结构调整至疫情前。2021 年以来东南亚地区受疫情影响产能受损，部分订单向国内转移，拉动行业出口增长仍较快，2021 年 1-12 月纺织品服装总出口纺织品出口 1,452.93 亿美元，同比下降 5.61%，主要是由于疫情原因，对于防疫物质需求增加，导致 2020 年同期纺织制造出口金额基数较大。出口结构方面，2021 年随着防疫成果显著，出口产品中纺织品占比 46.03%，服装占比 53.97%，基本调整至疫情前结构。

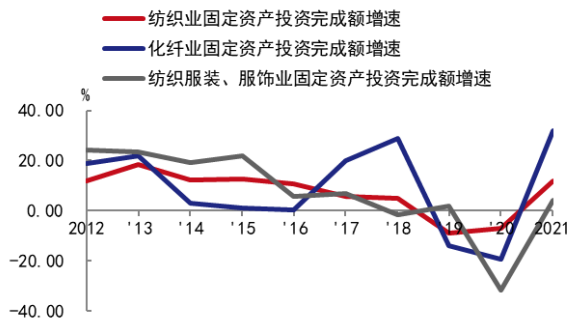
**图 10 国内服装鞋帽、针纺织品零售恢复**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

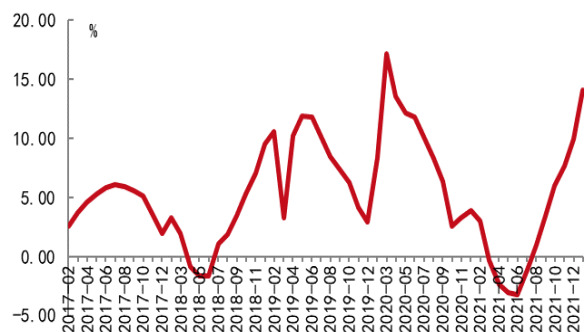
**图 11 纺织品出口有所波动**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

在国内外市场需求复苏支撑下, 行业投资恢复, 产能利用率稳步向好。2021年纺织业固定资产投资呈现增长, 同比增长11.90%, 恢复较为明显。根据国家统计局数据, 2021年四季度纺织业产能利用率为79.2%, 高于同期全国工业77.4%的水平。存货方面, 部分订单向国内转移, 同时国内需求增长超预期, 2021年上半年国内纺织品产成品库存规模处于近年来低位; 2021年下半年国内纺织品产成品库存增速受海外产能逐渐修复影响有所上升。

**图 12 纺织业固定资产投资增速上行**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

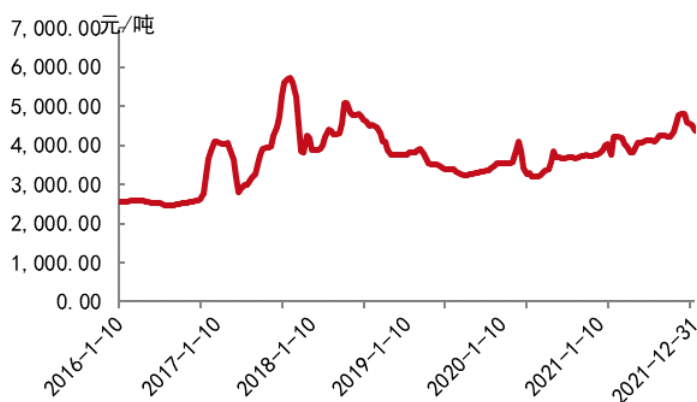
**图 13 纺织业产成品库存增速上升**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

### 3、造纸行业

#### 2020 年各类包装纸价格整体呈波动上升趋势, 2021 年包装纸价格呈波动上升趋势

在成品纸方面, 供给侧改革、环保政策收紧和行业去产能等供给方面的因素影响减弱, 需求成为影响纸价的核心因素。以瓦楞纸为例, 2020年初, 受春节假期及疫情爆发导致延迟复工的影响, 供给下降带动瓦楞纸价格出现短期大幅上行, 但随着3月份以来复工复产的推进和疫情全球蔓延导致下游需求复苏受阻, 瓦楞纸价格下行, 2020年下半年随着下游传统需求旺季的到来, 包装纸价格再度上行。2021年包装纸价格维持波动上升趋势。

**图 14 2021 年高强瓦楞纸价格呈波动上升趋势**


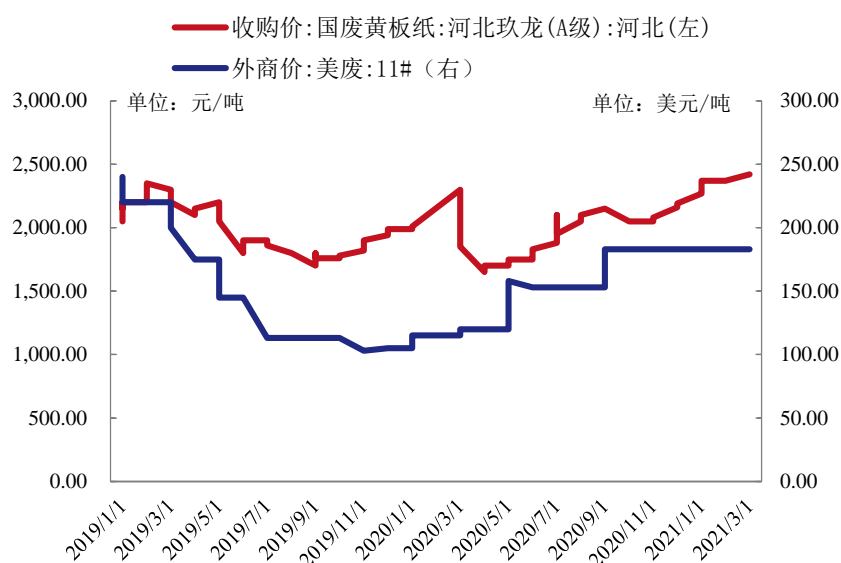
资料来源：Wind，中证鹏元整理

### 外废进口政策落地，废纸缺口预计将对国废价格形成支撑，内外废价差或将走阔

近年我国废纸进口政策趋于严格，根据2017年7月国务院发布的《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》及中共中央和国务院于2018年6月16日发布的《关于全面加强生态环境保护，坚决打好污染防治攻坚战的意见》，我国2020年后将基本停止废纸的进口，2020年9月，新修订的《固体废物污染环境防治法》正式施行。2020年11月25日，生态环境部、商务部、国家发展和改革委员会、海关总署发布《关于全面禁止进口固体废物有关事项的公告》称，禁止以任何方式进口固体废物，公告自2021年1月1日起施行，废纸基本禁止入境，废纸进口配额持续缩减。

从废纸价格来看，2020年以来，受疫情影响，外废供应紧张，带动外废价格上行，随着疫情管控政策逐渐放松，预计外废价格将趋于平稳。2020年初，受疫情影响，国废供应紧张带动价格持续上行。3月以来疫情全球蔓延和下游需求放缓等因素的影响，带动国废价格走低，2020年国废进口政策进一步收紧，国废价格整体呈波动上升趋势，2021年随着外废进口进一步减少，废纸缺口推动国废价格走高，内外废价差走阔。

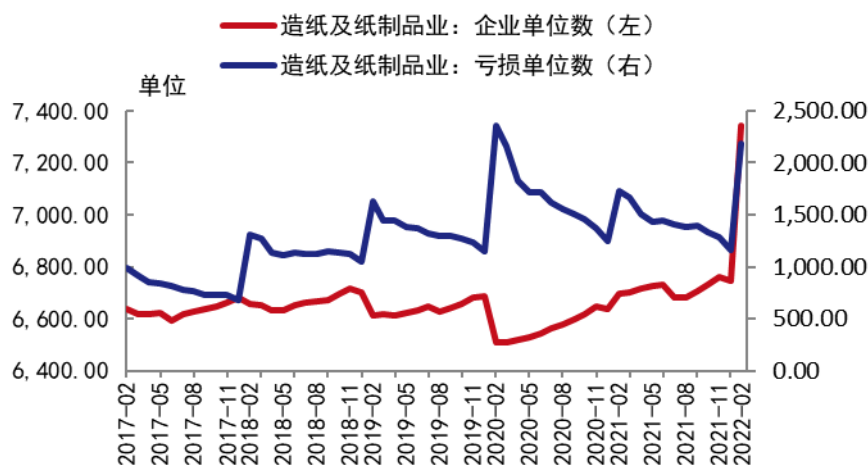
2021年以来废纸基本实现“零进口”后，头部造纸企业加速海外市场的产能布局，在国外投资建设废纸浆板、包装原纸及纸板生产线，国内大部分包装纸企将转向争夺国废。在内外废价差仍存的背景下，再加上国废的利用率以及其纤维质量都不高，预期未来包装纸市场将进一步分化，行业龙头企业具备更强的竞争优势，市场占有率进一步提高。

**图 15 2021 年外废价格平稳，国废价格震荡向上**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

**随着供给侧改革和环保政策收紧，造纸行业集中度持续提升，行业整合加速**

2016年以来，随着供给侧改革的推进，落后产能退出，造纸企业的数量逐渐减少，截至2021年12月末，全国共有6,747个造纸企业，较上年末减少107家。同时，在国家环保政策趋严、环保投入提高的背景下，外废供应收紧，内外废价差带来的成本竞争压力，行业内小型企业盈利情况恶化，推动产能出清。行业内的龙头企业凭借自身资金和资源优势，在原材料成本控制和产能扩张等方面更为有利，未来行业集中度仍将趋于提升。

**图 16 近年来我国造纸行业产能趋于出清（单位：家）**


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

### 三、公司治理与管理

公司按照《中华人民共和国公司法》等有关法律法规的要求，设立了包括董事会、监事会和经理在内的法人治理结构。公司不设立股东会，枣庄市台儿庄区财政局作为出资人，行使股东会职权。公司设董事会，枣庄市台儿庄区财政局可以授权公司董事会行使股东的部分职权，董事会由5名董事成员组成，其中职工代表一名，职工代表由公司职工代表大会选举产生，董事每届任期三年，可以连选连任，董事会设董事长一人。公司设监事会，由五名成员组成，由职工代表大会选举产生2名监事，监事会设监事长一名，监事的任期每届为三年，可以连选连任。公司设总经理一名，对董事会负责。

公司根据生产经营管理需要，设立三部一室：业务部、财务部、审计部和综合办公室。公司对下属公司实行战略管控，负责集团资产运营和集团整体的战略规划，各下属企业（或事业部）同时制定自己的业务战略规划，并进行实施。公司负责审批下属企业的计划，再交由下属企业执行。

### 四、经营与竞争

#### 公司业务种类较多，收入规模较大且来源较为多元化

公司是台儿庄区主要的国有资产运营主体，承担台儿庄区内的国有资产投资经营和城市基础设施项目的投资、建设工作。近年公司的主要收入包括原煤收入、纸品收入、棉纱收入、代建工程收入、粮油收入、旅游服务收入和热电收入等，公司业务种类较多，收入来源较为多元化。2018-2020年公司分别实现营业收入30.69亿元、31.24亿元和29.72亿元，收入规模较为稳定。毛利率方面，2018-2020年公司销售毛利率分别为27.16%、26.95%和21.34%，2020年下降较多主要系毛利率较高的旅游业务收入大幅下降所致。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
纸品收入	53,579.20	6.35%	52,270.27	5.31%	59,539.92	2.82%
原煤收入	48,598.44	58.38%	49,296.83	50.63%	50,298.21	54.56%
棉纱收入	36,736.12	21.11%	44,167.47	20.94%	43,513.53	19.89%
代建工程收入	33,621.25	12.71%	29,327.85	12.71%	31,208.35	12.71%
粮油收入	66,275.80	3.63%	46,721.01	4.02%	30,922.97	8.67%
旅游服务收入	12,336.51	91.02%	30,303.11	90.81%	29,808.82	77.35%
热气、电收入	25,161.53	-5.47%	25,800.81	-7.79%	23,939.60	-1.93%
房产收入	51.26	18.95%	681.00	-0.18%	9,996.92	40.37%
客房餐饮收入	1,568.38	-46.78%	5,921.89	32.10%	5,161.33	24.83%
管廊收入	4,973.58	61.04%	4,973.58	61.04%	4,973.58	61.04%

商贸收入	4,958.38	3.46%	4,574.42	1.73%	3,923.14	2.35%
物业收入	1,337.13	100.00%	2,329.50	100.00%	1,927.71	100.00%
商品销售收入	1,353.47	52.68%	8,378.70	56.49%	1,238.78	29.76%
运输服务收入	1,107.95	52.14%	867.73	29.25%	939.35	27.42%
机械制造收入	705.48	13.31%	955.30	23.13%	900.61	19.14%
会展服务收入	121.60	73.76%	290.78	-6.47%	394.39	18.82%
传媒服务收入	0.00	-	47.61	90.92%	207.79	86.74%
公交服务收入	42.85	-597.84%	1,226.54	64.02%	82.32	-400.06%
其他	147.68	-11.55%	0.00	-	60.58	-24.81%
<b>主营业务收入合计</b>	<b>292,676.59</b>	<b>20.87%</b>	<b>308,134.42</b>	<b>26.44%</b>	<b>299,037.89</b>	<b>26.12%</b>
其他业务收入	4,571.98	51.26%	4,299.16	63.95%	7,894.82	66.68%
<b>合计</b>	<b>297,248.57</b>	<b>21.34%</b>	<b>312,433.58</b>	<b>26.95%</b>	<b>306,932.72</b>	<b>27.16%</b>

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

### 近年来公司煤炭业务表现较好，但需关注夫康矿长时间停产对公司煤炭板块经营的影响

公司煤炭业务由子公司山东王晁煤电集团有限公司（以下简称“王晁集团”）负责运营。截至2021年9月末，王晁集团拥有王晁矿、耳海矿和夫康矿三座煤炭矿井，拥有煤田总面积23.41平方千米，原煤生产能力180万吨/年，煤炭资源保有储量13,950.00万吨，剩余可开采储量7,211.93万吨。王晁矿位于山东省枣庄市，核定生产能力90万吨/年，可采储量2,603.70万吨，生产的主要煤种为气肥煤，具有高膨胀性和高黏结性、高挥发分的特点，适合作为化工和电力等工业燃料；耳海矿和夫康矿位于贵州省境内，核定生产能力均为45万吨/年，可采储量分别为2,523.43万吨和2,084.80万吨，所产煤种均为无烟煤，具有固定碳含量高、挥发分产率低、密度大、燃点高以及燃烧时无烟的特征，主要应用在化肥、陶瓷、制造锻造等行业。根据公司目前的剩余可采储量和产能情况，公司煤矿剩余可开采年限均较长。

**表2 截至 2021 年 9 月末公司煤炭资源情况（单位：万吨）**

矿区名称	所在位置	持股比例	煤种	保有储量	剩余可采储量	状态
王晁矿	山东省滕州市级索镇后王晁村北	100%	气肥煤	6,532.00	2,603.70	在产
耳海矿	贵州省黔西县花溪乡	53%	无烟煤	4,345.00	2,523.43	在产
夫康矿	贵州省毕节市纳雍县勺窝乡	100%	无烟煤	3,073.00	2,084.80	停产
<b>合计</b>	-	-	-	<b>13,950.00</b>	<b>7,211.93</b>	-

资料来源：公司提供

目前公司仅王晁矿和耳海矿在进行正常生产。耳海矿于2018年投产，产能利用率逐年提升，2020年达产。夫康矿自2018年起一直处于停产状态，主要因为在2018年5月中央环保督察组督察贵州期间，发现自然保护区与矿区重叠，因此责令整改，贵州省原国土资源厅对涉及此类问题的矿井下达了停产停建指令。目前，贵州省政府已经启动了保护区修编工作，但何时妥善解决重叠问题以及恢复矿井生产，尚未取得官方意见。



2018-2020年公司煤炭业务分别实现销售收入5.03亿元、4.93亿元和4.86亿元，毛利率分别为54.56%、50.63%和58.38%，收入规模总体变化不大，毛利率水平略有波动。

**表3 公司各矿井生产情况（单位：万吨）**

矿区名称	核定生产能力	实际产量		
		2020年	2019年	2018年
王晁矿	90	80.20	89.10	99.30
耳海矿	45	47.22	30.50	18.87
夫康矿	45	0.00	0.00	16.78
<b>合计</b>	<b>180</b>	<b>127.42</b>	<b>119.60</b>	<b>134.95</b>

注：2020年产量不包括煤矸石等。

资料来源：公司提供

公司所生产的煤炭产销情况较好，产销率水平高。从销售均价来看，2018-2020年公司所产原煤售价均价整体位于较高水平。2021年王晁矿受采煤工作面地质条件影响产量较往年下降，同时耳海矿产量有所提升，总体上公司在产矿井2021年产量基本维持往年水平。

**表4 公司煤炭产销情况（单位：万吨、元/吨）**

年份	项目	金额
2020年	产量	127.42
	销量	127.27
	销售均价	464.23
2019年	产量	119.60
	销量	119.60
	销售均价	413.18
2018年	产量	134.95
	销量	134.95
	销售均价	430.41

资料来源：公司提供

成本方面，公司原煤生产的主要成本包括人工工资、材料设备、电力以及计提的安全生产费用等税费。公司近三年公司煤炭平均生产成本分别为291.62元/吨、282.06元/吨和278.48元/吨，吨煤成本整体较为稳定。

**表5 公司煤炭平均生产成本（单位：元/吨）**

项目	2020年	2019年	2018年
吨煤成本	278.48	282.06	291.62

资料来源：公司提供

公司煤炭业务主要销售对象集中在生产地及周边地区的商贸公司，2018-2020年前五大客户销售占比分别为21.68%、33.39%和48.64%，呈上升趋势。

**表6 公司煤炭业务前五大客户及销售情况（单位：万元）**

年份	客户名称	销售收入	销售占比
2020年	黔西市华度工业投资有限责任公司	20,097.01	33.40%
	山东洪英工贸有限公司	3,067.9	5.10%
	贵州天星商贸有限责任公司	2,887.08	4.80%
	枣庄锦冠能源有限公司	2,038.82	3.39%
	山东丰宝实业有限公司	1,175.5	1.95%
	<b>合计</b>	<b>29,266.31</b>	<b>48.64%</b>
2019年	黔西县华源工贸有限公司	5,288.50	10.73%
	黔西市华度工业投资有限责任公司	4,225.44	8.57%
	山东洪英工贸有限公司	4,191.10	8.50%
	贵州合和贸易有限公司	1,401.55	2.84%
	黔西乾胜贸易有限公司	1,353.25	2.75%
	<b>合计</b>	<b>16,459.84</b>	<b>33.39%</b>
2018年	贵州正益商贸有限责任公司	3,194.43	6.35%
	滕州市兴宇商贸有限公司	2,435.58	4.84%
	黔西县宏通贸易有限公司	1,868.71	3.72%
	山东青竹实业有限公司	1,842.53	3.66%
	山东百川能源科技有限公司	1,564.93	3.11%
<b>合计</b>	<b>10,906.18</b>	<b>21.68%</b>	

资料来源：公司提供

安全生产方面，公司持续加强安全管理制度的建设，不断健全安全生产管理体系。2018-2020年，公司在安全生产的投入分别为743.20万元、1,936.30万元和2,449.33万元，公司近三年来百万吨死亡率均为0，但考虑到煤炭开采工作环境复杂，易发生火灾、瓦斯爆炸、坍塌等事故，公司煤炭业务仍可能面临一定的安全生产风险。

**表7 公司安全投入情况（单位：万元）**

项目	2020年	2019年	2018年
安全费用投入	2,449.33	1,936.30	743.20
百万吨死亡率	0	0	0

资料来源：公司提供

### 公司纸品收入规模存在波动，产能利用率低，盈利能力较弱

公司纸品业务主要由子公司山东荣华纸业有限公司（以下简称“荣华纸业”）负责运营。荣华纸业拥有涂布白板纸和灰板纸两条纸品生产线。涂布白板纸生产线幅宽3,600mm、车速可达450米/分，可年产高档涂布白板纸20万吨。灰板纸生产线幅宽3,950mm、车速可达180米/分，可年产灰板纸10万吨。2018-2020年，公司灰纸板产品产量分别为9.26万吨、5.67万吨和2.78万吨，产能利用率分别为92.60%、56.70%和27.80%，公司涂布白纸板的产量分别为11.01万吨、14.33万吨和13.88万吨，产能利用率分别为

55.05%、71.65%和69.40%，产能利用率水平较低主要系受市场行情影响公司订单量较少。

**表8 公司纸品业务产销情况（单位：万吨、元/吨）**

2020年						
产品名称	产能	产量	销量	产能利用率	产销率	销售均价
灰板纸	10.00	2.78	2.75	27.80%	98.92%	2,692
涂布白板纸	20.00	13.88	13.92	69.40%	100.29%	3,321
<b>合计</b>	<b>30.00</b>	<b>16.66</b>	<b>16.67</b>	-	-	-
2019年						
产品名称	产能	产量	销量	产能利用率	产销率	销售均价
灰板纸	10.00	5.67	5.70	56.70%	100.53%	2,352.30
涂布白板纸	20.00	14.33	13.63	71.65%	95.12%	2,851.25
<b>合计</b>	<b>30.00</b>	<b>20.00</b>	<b>19.33</b>	-	-	-
2018年						
产品名称	产能	产量	销量	产能利用率	产销率	销售均价
灰板纸	10.00	9.26	9.01	92.60%	97.30%	2,751.46
涂布白板纸	20.00	11.01	11.08	55.05%	100.65%	3,155.44
<b>合计</b>	<b>30.00</b>	<b>20.27</b>	<b>20.09</b>	-	-	-

资料来源：公司提供

**表9 公司纸品业务原材料采购均价情况（单位：元/吨）**

项目	2020年	2019年	2018年
废纸	1,849.18	2,133.73	2,545.31
胶乳	4,045.93	5,772.93	5,853.23

资料来源：公司提供

公司产品定位为中高端市场，主要通过直销的方式销往国内北方地区。公司纸品业务按照订单生产，采用先款后货的方式与销售客户进行结算。2018-2020年公司纸品业务收入分别为5.95亿元、5.23亿元、5.36亿元，整体规模有所下降。近年该业务经营情况不佳，毛利率处于较低水平。2018-2020年前五大客户销售占比分别为17.08%、16.75%和35.60%，销售集中度不高。

**表10 公司纸品业务前五大客户及销售情况（单位：万元）**

年份	客户名称	销售收入	销售占比
2020年	沂南县峰伟纸张销售中心	7,600.10	14.18%
	金华市宝利来纸业有限公司	3,560.23	6.64%
	青岛正泰晟工贸有限公司	2,950.21	5.51%
	浙江福德工贸有限公司	2,790.11	5.21%
	南京涌金纸业有限公司	2,176.05	4.06%
	<b>合计</b>	<b>19,076.70</b>	<b>35.60%</b>
2019年	沂南县峰伟纸张销售中心	4,052.71	7.75%
	青岛正泰工贸有限公司	1,269.80	2.43%

	南京涌金纸业有限公司	1,198.85	2.29%
	青岛致远包装厂	1,189.35	2.28%
	金华市宝利来纸业有限公司	1,043.21	2.00%
	<b>合计</b>	<b>8,753.92</b>	<b>16.75%</b>
2018年	南京涌金纸业有限公司	2,855.56	4.79%
	金华市宝利来纸业有限公司	2,021.30	3.39%
	沂南县峰伟纸张销售中心	1,831.25	3.07%
	浙江福德工贸有限公司	1,770.83	2.97%
	北京云中赢纸业有限公司	1,690.07	2.83%
	<b>合计</b>	<b>10,169.01</b>	<b>17.08%</b>

资料来源：公司提供

### 公司粮油收入规模持续扩大，但受粮油购销价差缩小影响毛利率下降

公司粮油业务主要由子公司山东运发粮油集团有限公司（以下简称“运发粮油”）负责运营。运发粮油的经营经营范围包括粮油收购、销售、调拨和储存等，负责台儿庄区粮食购销企业国有资产的运营，开展粮食经营业务。公司粮油业务主要经营的粮食种类为小麦等，一般从农户、粮食经纪人等处购进，通过网上交易进行销售，销售对象主要是浙江、福建、广东等地的粮食储备企业。公司主要通过电汇或现金向上游一次性支付购粮款；下游客户亦主要通过电汇向公司汇入货款，一般采用分段付款方式，下游客户在粮食验收入库后约定时间内支付一定比例的应付货款，在质检合格后约定时间内结清全部货款。

2018-2020年公司分别实现粮油收入3.09亿元、4.67亿元和6.63亿元，收入规模持续扩大，同期该业务毛利率分别为8.67%、4.02%和3.63%，受粮食购销价差缩小影响，2019-2020年粮油业务毛利率下降。

### 公司棉纱业务新增产能未能充分利用，2020年收入有所下滑

公司棉纱业务主要由子公司山东联润新材料科技有限公司（以下简称“联润新材料”）和山东联润色纺科技有限公司负责运营。公司棉纱业务主要产品为高档特细精梳白纱线和有色纱线，其中40%为200-300支的精梳纱，供应无梭织机织布用纱，可用于织造高档精细面料；60%生产多组份、差别化的功能性纱线，专用于高端针织用纱。公司棉纱业务产能稳定，截至2020年末具备年12,000.00吨白纱线和6,000.00吨有色纱线生产能力。公司有色纺织扩建工程建成后形成的新增产能一直未能充分利用，主要系公司生产的有色纱线可替代性较强加之市场订单较少。

表11 公司棉纱业务生产情况（单位：吨）

年份	产品名称	产能	产量	产能利用率
2020年	白纱线	12,000.00	9,828.06	81.90%
	有色纱线	6,000.00	3,094.83	51.58%
	<b>合计</b>	<b>18,000.00</b>	<b>12,922.89</b>	<b>-</b>
2019年	白纱线	12,000.00	11,589.71	96.57%
	有色纱线	6,000.00	3,707.80	61.80%

	<b>合计</b>	<b>18,000.00</b>	<b>15,297.51</b>	<b>-</b>
2018年	白纱线	12,000.00	12,230.01	101.92%
	有色纱线	3,500.00	3,215.66	91.88%
	<b>合计</b>	<b>15,500.00</b>	<b>15,445.67</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

公司棉纱业务采取以销定产的模式，依据接到的订单进行生产，同时参考上一年度的生产销售情况制定生产计划。公司棉纱产品主要销往国内粤闽及江浙等南方地区以及出口，结算方式主要是现汇，少部分采用承兑和预付定金的方式，结算方式一般为按月结算。2018-2020年公司棉纱收入分别为4.35亿元、4.42亿元和3.67亿元，2020年受疫情影响收入规模下降。2018-2020年公司棉纱业务毛利率分别为19.89%、20.94%和21.11%，总体变化不大。2018-2020年公司棉纱业务前五大客户销售占比分别为42.67%、33.88%和25.54%，整体呈下降趋势，销售集中度不高。

**表12 公司棉纱业务销售情况（单位：吨、元/吨）**

年份	产品名称	销量	均价
2020年	白纱线	9,820.62	28,188.88
	有色纱线	2,814.04	32,172.89
	<b>合计</b>	<b>12,634.66</b>	<b>-</b>
2019年	白纱线	12,256.47	28,234.73
	有色纱线	3,627.01	26,362.38
	<b>合计</b>	<b>15,883.48</b>	<b>-</b>
2018年	白纱线	12,930.26	27,827.96
	有色纱线	2,639.80	28,529.62
	<b>合计</b>	<b>15,570.06</b>	<b>-</b>

资料来源：公司提供

**表13 公司棉纱业务前五大客户及销售情况（单位：万元）**

年份	客户名称	销售收入	销售占比
2020年	烟台业林纺织印染有限责任公司	3,233.30	7.57%
	PACIFIC OVERSEAS	2,806.21	6.57%
	BEST PACIFIC VIETNAM COMPANY LIMITED	1,697.15	3.97%
	中山国泰染整有限公司	1,617.87	3.79%
	杭州新天元织造有限公司	1,557.31	3.65%
	<b>合计</b>	<b>10,911.84</b>	<b>25.54%</b>
2019年	东莞沙田丽海纺织印染有限公司	5,423.49	12.28%
	中山国泰染整有限公司	3,149.23	7.13%
	BEST PACIFIC VIETNAM	2,443.40	5.53%
	广州锦兴纺织漂染有限公司	2,011.80	4.55%
	广州锦昇纺织漂染有限公司	1,936.82	4.39%
	<b>合计</b>	<b>14,964.74</b>	<b>33.88%</b>

2018年	江阴福汇纺织有限公司	5,326.00	12.24%
	东莞沙田丽海纺织印染有限公司	4,769.50	10.96%
	常州旭荣针织印染有限公司	3,054.10	7.02%
	广州锦昇纺织漂染有限公司	2,856.40	6.56%
	东莞超盈国际贸易有限公司	2,563.10	5.89%
	<b>合计</b>	<b>18,569.10</b>	<b>42.67%</b>

资料来源：公司提供

### 近年来公司热电业务收入较为稳定，但受煤炭价格维持高位影响，业务盈利状况较差

公司热电业务主要由子公司山东王晁煤电集团热电有限公司、山东王晁新能发电有限公司和山东润源生物质发电有限公司负责运营，主要通过煤电电厂发电实现热电联产，为区域内的企业与居民提供供电和供热服务。供电业务的电源类型分为煤电、污泥发电和生物质发电，其中污泥发电和生物质发电分别以污泥及秸秆作为燃料发电。截至2021年9月末，公司发电装机总容量为127兆瓦，其中煤电装机容量72兆瓦，污泥发电装机容量40兆瓦，生物质发电装机容量15兆瓦。公司污泥发电和生物质发电基本全部上网，煤电除上网外还直接向王晁工业园内企业直接供电。公司的上网电价由山东省物价局确定，而直供电部分由公司和用电方自行约定。煤电上网价为0.39元/度，生物质发电上网价为0.75元/度，污泥发电上网价0.59元/度。供热量主要受台儿庄区经济发展情况尤其特定用户的经营状况、设备供热产能等因素所影响。2018-2020年公司热电收入总额分别为2.39亿元、2.58亿元和2.52亿元，热电收入毛利率分别为-1.93%、-7.79%和-5.47%，近年毛利率均为负，主要系煤炭价格维持高位所致。

### 公司存货中尚有一定规模代建工程成本

公司代建业务主要由子公司枣庄市台儿庄区运河城市资产经营有限公司（以下简称“运河资产”）负责运营，根据枣庄市台儿庄区人民政府与运河资产于2016年签订的《基础设施建设项目委托代建协议》，运河资产接受台儿庄区政府委托进行市政工程项目建设。协议双方同意在经审定的工程代建投资总额之外，加计项目代建人投资利息和利润（按代建总额的10%）作为工程项目总价款，工程项目于竣工验收后进行统一结算。2018年台儿庄区政府与运河资产重新签订《基础设施建设项目委托代建协议》，双方约定后续结算项目加计比例由10%调整为18%，工程项目于竣工验收后进行统一结算。

截至2020年末，公司存货中尚有代建工程成本28.32亿元。

**受疫情影响，2020年旅游业务主要经营项目客流量下降，收入较往年缩减；受旅游业务主要负责子公司划出影响，预计公司未来旅游相关收入及利润将大幅下降**

公司旅游业务主要由子公司山东省台儿庄古城旅游集团有限公司（以下简称“古城旅游”）负责运营，主要经营项目为台儿庄古城景区的开发运作。台儿庄古城是山东省11个5A景区之一，位于京杭大运河的中心点，坐落于山东省枣庄市台儿庄区和鲁苏豫皖四省交界地带。古城肇始于秦汉，发展于唐宋，繁荣于明清，有“天下第一庄”之称。古城占地2平方公里，11个功能分区、8大景区和29个景点，总建

筑面积37万平方米，是中国国内规模最大的古城之一。古城旅游项目的收入主要包括景区门票、交通收入和其他收入。台儿庄古城景区2018-2020年购票人次分别为260.92万人次、264.70万人次和118.73万人次。交通收入为景区内电瓶车出租、乘坐画舫游览收费及内河游船的交通收入。公司旅游业务其他收入主要包括景区讲解服务、演艺收入及旅行社收入等。公司旅游业务2018-2020年合计实现收入分别为2.98亿元、3.03亿元和1.23亿元，受疫情影响，2020年旅游收入较往年减少；2018-2020年该业务毛利率分别为77.35%、90.81%和91.02%，水平较高。

2021年11月2日，根据枣庄市人民政府国有资产监督管理委员会文件《关于无偿划转枣庄市台儿庄运河古城投资股份有限公司（以下简称“古城投资”）部分国有股权的核准意见》及枣庄市人民政府文件《枣庄市人民政府关于将古城投资部分国有股权无偿划转至枣庄市文旅发展集团有限公司的批复》，古城投资股权结构发生变更，变更后枣庄市文旅发展集团有限公司为其控股股东，故古城旅游随控股股东古城投资一起划出公司合并范围，预计公司未来旅游相关收入及利润大幅下降。

公司其他收入还包括管廊业务收入、客房餐饮收入和房产收入等。其中房地产业务主要是子公司枣庄古城房地产开发有限公司（以下简称“古城房地产”）开发的棚改安置房和配套项目，2018-2020年公司房产收入分别为1.00亿元、0.07亿元和0.01亿元。公司的客房餐饮业务为古城旅游下属的酒店餐饮业务，2018-2020年公司客房餐饮收入分别为0.52亿元、0.59亿元和0.16亿元。管廊业务为2018年公司收到划拨管廊资产的对外租赁，2018-2020年公司每年实现管廊收入0.50亿元。

### 近年公司得到较大的外部支持

资产注入方面，2018年公司收到台儿庄区人民政府注入的管廊资产8.16亿元。

财政补贴方面，2018-2020年公司持续收到政府补贴。根据审计报告，2018年公司收到各项补贴确认其他收益2.00亿元、营业外收入0.66亿元，2019年公司收到政府补助确认其他收益2.68亿元、营业外收入0.46亿元，2020年公司收到政府补助确认其他收益2.12亿元、营业外收入0.59亿元。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-9月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018年末公司合并报表范围内的子公司共45家；2019年合并报表范围新增3家子公司，分别为以购入方式新增的枣庄市台儿庄运河粮油储备库有限公司，及新设的2家子公司，山东合鑫建材有限公司和山东电力得动力科技有限公司；2020年合并报表范围新增3家子公司，分别为新设的山东台运文化投资有限公司、枣庄华运建材有限公司。

司<sup>2</sup>，及划入的枣庄市台儿庄区军粮供应有限公司，同时注销1家子公司，山东台儿庄古城影视传媒有限公司；2021年1-9月公司合并报表范围无变化，截至2021年9月末，公司合并报表范围内子公司共50家，详见附录四。

## 资产结构与质量

### 近年公司资产规模持续增长，但整体流动性较弱

近年来公司资产规模持续增长，2021年9月末公司总资产为188.27亿元；从资产构成来看，流动资产与非流动资产占比基本持平，2021年9月末非流动资产占比为47.44%，较2018年末下降11.62个百分点。

表14 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2021年9月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	116,708.75	6.20%	118,301.95	6.41%	76,100.82	4.75%	89,873.61	5.95%
应收账款	162,853.91	8.65%	159,434.84	8.64%	119,938.94	7.49%	104,804.14	6.94%
预付款项	81,164.92	4.31%	70,020.55	3.80%	63,341.78	3.95%	47,950.96	3.17%
其他应收款	120,858.83	6.42%	89,588.20	4.86%	149,135.36	9.31%	152,154.08	10.07%
存货	473,149.76	25.13%	483,427.46	26.21%	336,194.52	20.99%	186,225.89	12.32%
<b>流动资产合计</b>	<b>989,570.56</b>	<b>52.56%</b>	<b>951,204.85</b>	<b>51.57%</b>	<b>779,826.92</b>	<b>48.68%</b>	<b>618,676.98</b>	<b>40.94%</b>
固定资产	447,689.29	23.78%	449,024.28	24.34%	458,209.33	28.61%	452,203.31	29.92%
在建工程	172,126.62	9.14%	177,215.64	9.61%	155,171.98	9.69%	270,319.13	17.89%
无形资产	128,945.23	6.85%	127,331.36	6.90%	110,933.46	6.93%	112,015.63	7.41%
其他非流动资产	91,927.47	4.88%	82,154.34	4.45%	47,220.40	2.95%	16,460.83	1.09%
<b>非流动资产合计</b>	<b>893,126.52</b>	<b>47.44%</b>	<b>893,273.34</b>	<b>48.43%</b>	<b>822,002.97</b>	<b>51.32%</b>	<b>892,541.09</b>	<b>59.06%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,882,697.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,844,478.19</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,601,829.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,511,218.07</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-9月财务报表，中证鹏元整理

2020年末公司货币资金11.83亿元，主要包括银行存款8.42亿元和其他货币资金3.39亿元，其他货币资金主要是银行承兑汇票保证金、用于质押借款的定期存单和复垦费保证金等，使用受限。2020年末公司应收账款15.94亿元，按照欠款方归集的期末余额前五名分别是枣庄市台儿庄区财政局、国网山东省电力公司枣庄供电公司、枣庄市台儿庄区自来水公司、山东台儿庄区古城大数据有限公司和枣庄台儿庄运河湿地公园有限公司，合计占期末余额的54.60%。公司预付款项2020年末余额为7.00亿元，主要为预付的工程款。2020年末公司其他应收款余额为8.96亿元，计提坏账准备0.82亿元，2021年9月末公司其他应收款持续增加。公司存货2020年末金额为48.34亿元，主要由开发成本和代建工程成本等构成，较上年末有较大增长，主要系项目持续投入所致。2019年末公司存货余额33.62亿元，较上年末增加部分主

2. 枣庄华运建材有限公司于2019年7月注册成立，2020年方开始经营，故2020年纳入合并报表范围。



要系从在建工程转入的总额11.39亿元的代建工程成本。

2020年末公司固定资产44.90亿元，近年规模变化不大，其中包含划转的管廊8.16亿元。公司在建工程主要由自建的项目以及厂房构成，2020年末金额为17.72亿元。公司无形资产主要由土地使用权和采矿权构成，2020年末金额为12.73亿元，近年规模变化不大，其中土地使用权7.67亿元、采矿权4.67亿元、探矿权0.39亿元。公司其他非流动资产主要包含预付工程设备款和预付土地出让金及税金，2020年末金额为8.22亿元。

截至2020年末，公司受限资产规模29.55亿元，占总资产的比重为16.02%。

**表15 2020年末公司主要受限资产情况（单位：万元）**

项目	金额	占总资产比例	受限原因
货币资金	33,911.00	1.84%	承兑保证金、职工安全抵押金、定期存单质押等
应收票据	2,432.00	0.13%	质押保证
固定资产	213,161.75	11.56%	抵押保证
无形资产	45,996.75	2.49%	抵押保证
<b>合计</b>	<b>295,501.51</b>	<b>16.02%</b>	-

资料来源：公司2020年审计报告

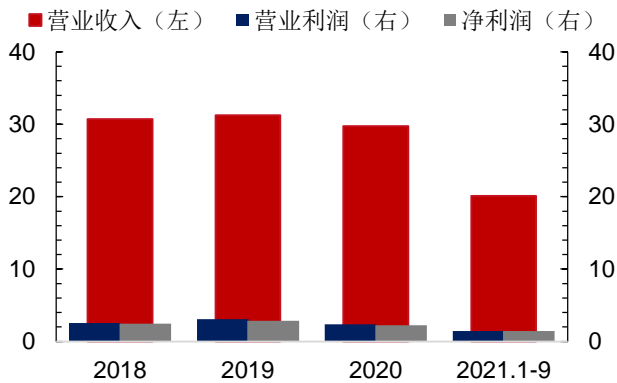
总体来看，公司资产主要由存货、应收款项、固定资产和在建工程组成，存货主要为项目开发成本，应收款项主要为当地政府及国有单位的欠款，回款时间存在不确定性，且受限规模较大，公司资产整体流动性较弱。

## 盈利能力

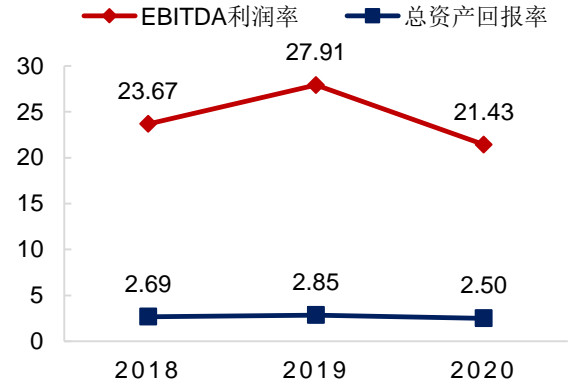
### 公司业务较多元化，但盈利对政府补助有较大依赖，营业利润及净利润水平有所波动

公司营业收入主要包括原煤收入、粮油收入、棉纱收入、纸品收入、代建工程收入、热电收入和旅游服务收入等，近年规模变化不大。包括粮油收入、棉纱收入、原煤收入等在内的经营性业务规模较大且种类较多，占公司营业收入的比重较高，为公司的收入来源提供了较好的保障。2018-2020年公司销售毛利率分别为27.16%、26.95%和21.34%，2018-2019年较为稳定，2020年毛利率较高的旅游业务收入大幅下降拉低了整体毛利率水平。期间费用以管理费用为主，具有一定的刚性。

近年公司营业利润及净利润水平有所波动，2018-2020年政府补助占公司利润总额的比重分别为84.34%、89.97%和84.95%，公司盈利对政府补助有较大的依赖。2018-2020年EBITDA利润率整体上呈下降趋势，总资产回报率较为稳定，整体较低。

**图 17 公司收入及利润情况（单位：亿元）**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

**图 18 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

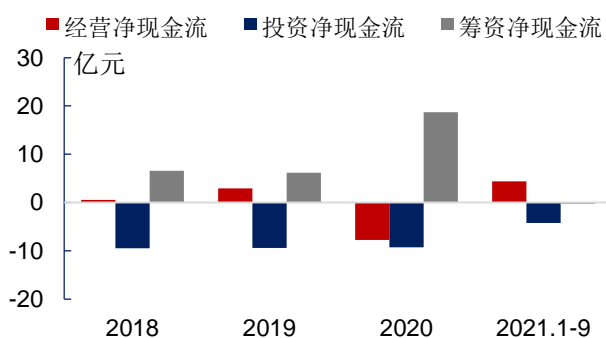
## 现金流

### 2020 年公司经营现金流大幅净流出，FFO 有所波动

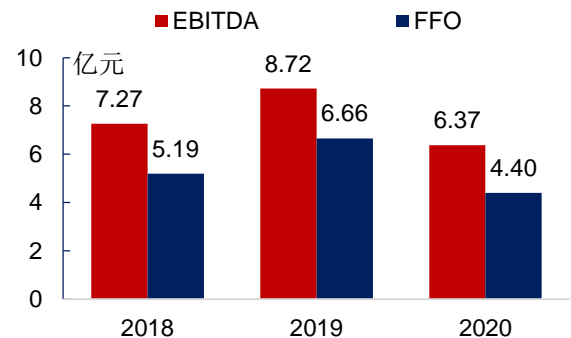
2020 年公司经营活动产生的现金流量净额为 -7.73 亿元，较往年大幅下降，主要系在建建及房地产项目支出增多；2021 年 1-9 月公司经营活动产生的现金流量净额转正。受营业收入和支付税费等影响，近年公司 EBITDA、FFO 呈波动态势。

2018-2020 年公司投资活动现金流分别为净流出 9.48 亿元、9.41 亿元和 9.28 亿元，主要系公司在建工程项目投入规模较大所致。

公司筹资活动现金流入主要来源于银行借款以及政府注资，公司筹资活动现金流出主要系偿还债务和利息产生的支出。2018-2020 年公司筹资活动现金净流入分别为 6.57 亿元、6.17 亿元和 18.70 亿元，持续保持较大规模的净流入状态。

**图 19 公司现金流结构**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

**图 20 公司 EBITDA 和 FFO 情况**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

### 公司总债务规模较大且持续上升，面临较大的偿债压力

2021年9月末公司负债总额为109.63亿元，近年持续增长；所有者权益合计为78.64亿元，2021年9月末公司产权比率为139.41%，较2018年末增长28.11个百分点，所有者权益对负债的保障程度较弱。

图 21 公司资本结构

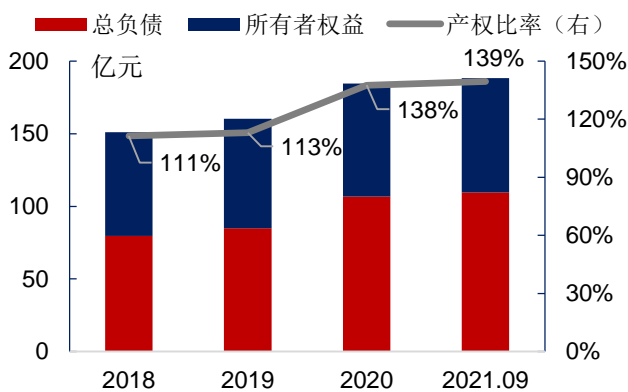
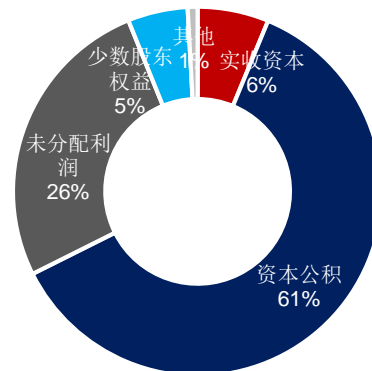


图 22 2021 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

从公司负债结构来看，流动负债与非流动负债占比基本持平。2020年末公司短期借款金额为12.27亿元，主要为保证借款7.13亿元和信用借款2.42亿元，近年规模持续增加。2020年末公司应付票据2.99亿元，全部为银行承兑汇票。公司应付账款为应付设备、工程款和应付材料款，2020年末金额为3.09亿元。公司应交税费主要为企业所得税和增值税。公司其他应付款2020年末金额为21.89亿元，主要包含往来款19.50亿元和代垫款2.32亿元，同比大幅增长，主要系公司往来款增加所致。2020年末公司一年内到期的非流动负债金额为8.96亿元，为一年内到期的长期应付款和长期借款。

2020年末公司长期借款为16.68亿元，主要为银行借款，加上一年内到期的长期借款后为19.84亿元。公司应付债券2020年末为0.51亿元，为定融。公司长期应付款主要为公司及各下属子公司的融资租赁款17.26亿元和应付鲁南（枣庄）经济开发投资公司款项12.87亿元，其中对鲁南经济开发投资公司的应付款是以鲁南经济开发投资公司名义的统贷统还借款，主要用于棚改项目。公司递延收益2020年末为6.74亿元，主要是公司收到政府部门划转的专项资金和补助。

表16 公司主要负债构成情况（单位：万元）

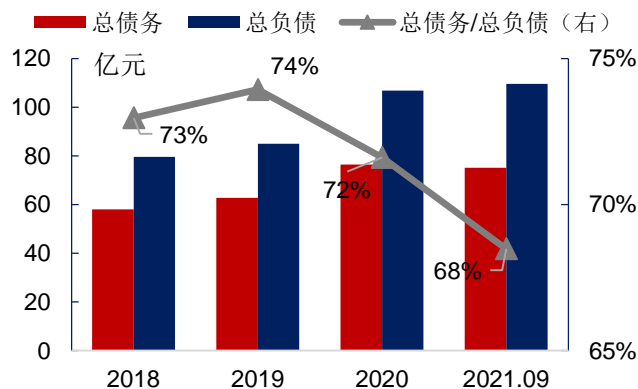
项目	2021 年 9 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	137,436.14	12.54%	122,670.21	11.49%	92,449.23	10.88%	69,534.00	8.74%
应付票据	23,917.04	2.18%	29,927.74	2.80%	16,956.00	2.00%	0.00	0.00%
应付账款	37,958.34	3.46%	30,850.54	2.89%	30,108.23	3.54%	0.00	0.00%

应交税费	32,336.84	2.95%	32,964.02	3.09%	27,491.65	3.24%	25,416.13	3.19%
其他应付款	237,283.33	21.64%	218,853.15	20.49%	79,758.21	9.39%	77,334.82	9.72%
一年内到期的非流动负债	82,302.36	7.51%	89,620.37	8.39%	110,235.34	12.97%	103,392.63	12.99%
<b>流动负债合计</b>	<b>581,509.24</b>	<b>53.05%</b>	<b>548,094.63</b>	<b>51.32%</b>	<b>371,893.20</b>	<b>43.77%</b>	<b>342,685.77</b>	<b>43.05%</b>
长期借款	144,375.00	13.17%	166,799.98	15.62%	130,040.00	15.30%	156,017.50	19.60%
应付债券	12,033.00	1.10%	5,093.00	0.48%	0.00	0.00%	12,200.00	1.53%
长期应付款	286,042.51	26.09%	280,569.63	26.27%	291,993.99	34.37%	229,329.81	28.81%
递延收益-非流动负债	72,295.62	6.59%	67,435.30	6.31%	55,738.90	6.56%	55,776.05	7.01%
<b>非流动负债合计</b>	<b>514,746.13</b>	<b>46.95%</b>	<b>519,897.91</b>	<b>48.68%</b>	<b>477,772.89</b>	<b>56.23%</b>	<b>453,323.36</b>	<b>56.95%</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,096,255.37</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,067,992.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>849,666.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>796,009.13</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

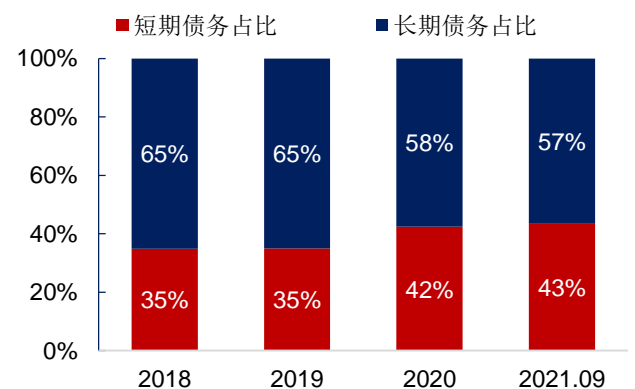
2021年9月末公司总债务规模为75.08亿元，占总负债的比重为68.48%，规模较大且总体呈上升趋势，公司债务以长期为主，2021年9月末长期债务为42.51亿元，占总债务的56.62%，公司面临较大的偿债压力。

图 23 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

图 24 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产负债率小幅上升，2021年9月末为58.23%。2018-2020年公司EBITDA呈下降趋势，而总债务规模持续上升，使得净债务/EBITDA持续上升，EBITDA利息保障倍数持续下降。且公司FFO/净债务持续下降，公司整体偿债压力较大。

表17 公司杠杆状况指标

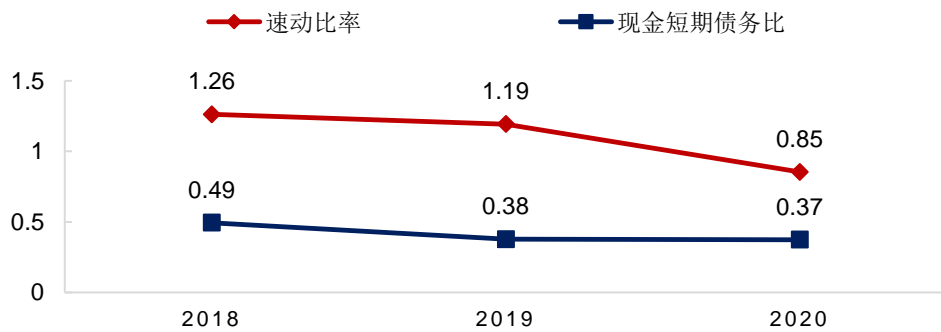
指标名称	2021年9月	2020年	2019年	2018年
资产负债率	58.23%	57.90%	53.04%	52.67%
净债务/EBITDA	-	10.24	6.35	6.73
EBITDA 利息保障倍数	-	1.91	2.60	2.83
总债务/总资本	48.84%	49.62%	45.51%	44.81%

FFO/净债务 - 6.74% 12.01% 10.62%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

2018-2020 年公司短期债务占比有所上升，速动比率呈下降趋势。近年公司现金短期债务比持续位于较低水平，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。

**图 25 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、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 2018 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 3 月 29 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。

根据公司提供的子公司王晁集团的企业信用报告，从 2018 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 4 月 12 日），王晁集团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。

根据公司提供的子公司运发粮油的企业信用报告，从 2018 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 2 月 22 日），运发粮油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。

根据公司提供的子公司运河资产的企业信用报告，从 2018 年 1 月 1 日至报告查询日（2022 年 2 月 10 日），运河资产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。

### 或有事项分析

截至 2021 年末，公司对外担保余额合计 6.60 亿元，担保对象为公司联营企业和当地国企等，且均未设置反担保措施，面临一定或有负债风险。

**表 18 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	担保到期日	是否有反担保
山东圣马生物科技有限公司	800.00	2022-06-15	否

枣庄市台儿庄古城投资股份有限公司	18,400.00	2027-05-23	否
枣庄市台儿庄古城投资股份有限公司	9,000.00	2022-10-28	否
枣庄市台儿庄古城投资股份有限公司	8,000.00	2022-06-23	否
山东省台儿庄古城旅游集团有限公司	6,800.00	2022-08-20	否
山东省台儿庄古城旅游集团有限公司	2,890.00	2022-03-10	否
山东省台儿庄古城旅游集团有限公司	5,000.00	2022-02-08	否
枣庄市台儿庄区人民医院	5,800.00	2031-01-28	否
枣庄市台儿庄区自来水公司	9,300.00	2030-12-23	否
<b>合计</b>	<b>65,990.00</b>	-	-

资料来源：公司提供

## 七、抗风险能力分析

公司业务较为多元化，主营业务包括煤炭生产和销售、热电业务、造纸业务、棉纱业务和粮油业务等，种类较多，同时煤炭业务表现较好。但是，中证鹏元也关注到，公司主要矿区之一的夫康矿长时间停产，且复产日期尚不确定；公司煤炭业务面临一定的安全风险；公司热电、粮油和纸品业务受市场行情和行业特点影响，盈利能力均较弱；公司总债务规模较大且持续上升，净债务/EBITDA等指标表现较差，面临较大的偿债压力，以及公司面临一定或有负债风险。

## 八、结论

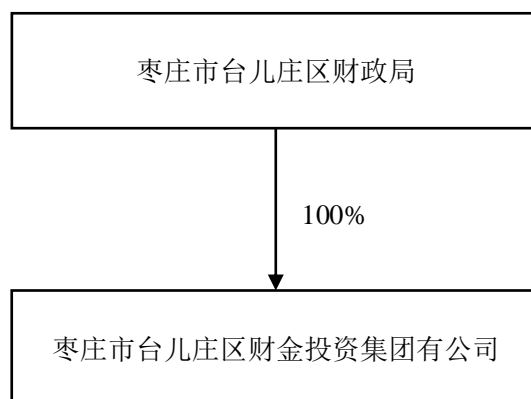
综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定。

## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021年9月	2020年	2019年	2018年
货币资金	116,708.75	118,301.95	76,100.82	89,873.61
存货	473,149.76	483,427.46	336,194.52	186,225.89
流动资产合计	989,570.56	951,204.85	779,826.92	618,676.98
固定资产	447,689.29	449,024.28	458,209.33	452,203.31
非流动资产合计	893,126.52	893,273.34	822,002.97	892,541.09
资产总计	1,882,697.08	1,844,478.19	1,601,829.90	1,511,218.07
短期借款	137,436.14	122,670.21	92,449.23	69,534.00
其他应付款	237,283.33	218,853.15	79,758.21	77,334.82
一年内到期的非流动负债	82,302.36	89,620.37	110,235.34	103,392.63
流动负债合计	581,509.24	548,094.63	371,893.20	342,685.77
长期借款	144,375.00	166,799.98	130,040.00	156,017.50
应付债券	12,033.00	5,093.00	0.00	12,200.00
长期应付款	286,042.51	280,569.63	291,993.99	229,329.81
非流动负债合计	514,746.13	519,897.91	477,772.89	453,323.36
负债合计	1,096,255.37	1,067,992.54	849,666.09	796,009.13
总债务	750,783.60	764,831.36	628,208.16	580,809.91
归属于母公司的所有者权益	745,095.02	735,425.46	716,952.13	679,746.62
营业收入	201,059.34	297,248.57	312,433.58	306,932.72
净利润	14,465.05	22,192.77	28,723.48	24,563.28
经营活动产生的现金流量净额	43,672.49	-77,305.36	29,300.28	5,105.20
投资活动产生的现金流量净额	-42,492.06	-92,761.63	-94,082.70	-94,799.98
筹资活动产生的现金流量净额	-2,773.63	186,994.89	61,729.95	65,684.49
财务指标	2021年9月	2020年	2019年	2018年
销售毛利率	20.37%	21.34%	26.95%	27.16%
EBITDA 利润率	-	21.43%	27.91%	23.67%
总资产回报率	-	2.50%	2.85%	2.69%
产权比率	139.39%	137.54%	112.96%	111.30%
资产负债率	58.23%	57.90%	53.04%	52.67%
净债务/EBITDA	-	10.24	6.35	6.73
EBITDA 利息保障倍数	-	1.91	2.60	2.83
总债务/总资本	48.84%	49.62%	45.51%	44.81%
FFO/净债务	-	6.74%	12.01%	10.62%
速动比率	0.89	0.85	1.19	1.26
现金短期债务比	-	0.37	0.38	0.49

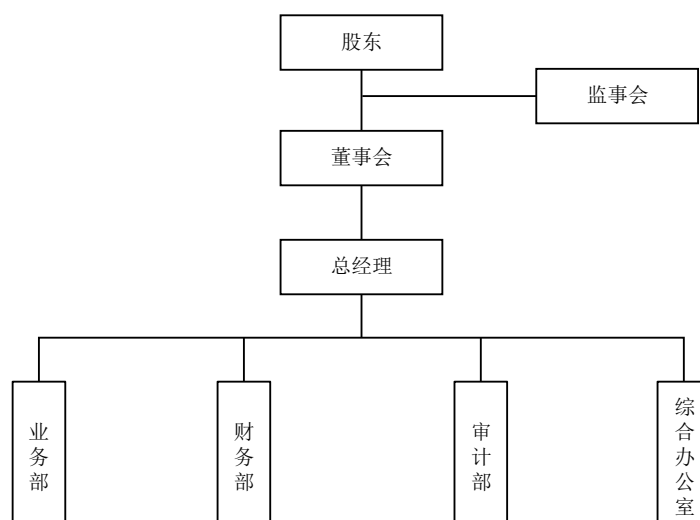
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供



## 附录四 2021年9月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

序号	公司名称	注册地及主要经营地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
				直接	间接	
1	枣庄市台儿庄古城公共交通有限公司	山东枣庄市	公共交通	100.00	-	设立
2	山东王晁煤电集团有限公司	山东枣庄市	煤炭开采、发电	90.00	-	同控并购
3	枣庄王晁煤矿有限责任公司	山东枣庄市	煤炭开采	-	100.00	同控并购
4	山东润源生物质发电有限公司	山东枣庄市	生物质发电	-	100.00	同控并购
5	山东王晁煤电集团新宏煤业有限公司	山东枣庄市	煤炭开采	-	85.00	同控并购
6	山东王晁天润机械制造有限公司	山东枣庄市	机械制造	-	73.00	同控并购
7	山东王晁煤电集团热电有限公司	山东枣庄市	热电供应	-	100.00	同控并购
8	山东王晁煤电集团新能发电有限公司	山东枣庄市	污泥发电	-	100.00	同控并购
9	山东王晁煤电集团运输有限公司	山东枣庄市	货物运输	-	100.00	同控并购
10	山东王晁煤电集团煤矿物资贸易有限公司	山东枣庄市	商业贸易	-	100.00	同控并购
11	贵州贵鲁矿业投资有限公司	贵州黔西县	煤炭开采	-	95.00	同控并购
12	山东联润新材料科技有限公司	山东枣庄市	纺织品	-	90.00	同控并购
13	山东联润色纺科技有限公司	山东枣庄市	纺织品	-	51.00	同控并购
14	山东王晁煤电集团绿园置业有限公司	山东枣庄市	物业管理	-	80.00	同控并购
15	枣庄台儿庄公馆有限公司	山东枣庄市	餐饮客房	-	100.00	同控并购
16	贵州永基矿业投资有限公司黔西县花溪乡耳海煤矿	贵州黔西县	煤炭开采	-	53.00	同控并购
17	山东合鑫建材有限公司	山东枣庄市	批发业	-	100.00	设立
18	山东电立得动力科技有限公司	山东枣庄市	研究和试验发展	-	55.00	设立
19	山东荣华纸业有限公司	山东枣庄市	机制纸生产	-	59.67	非同控并购
20	枣庄华亿矿业集团有限公司	山东枣庄市	建材、化工等	100.00	-	同控并购
21	枣庄市沃德利不锈钢有限公司	山东枣庄市	不锈钢加工制作	-	100.00	同控并购
22	枣庄市张山子煤业有限公司	山东枣庄市	煤矿开采	-	100.00	同控并购
23	山东金利源钙业有限公司	山东枣庄市	石灰石露天开采、轻质碳酸钙、重质碳酸钙加工、销售	-	100.00	非同控并购
24	枣庄华亿土地治理开发有限公司	山东枣庄市	土地开发	-	100.00	同控并购
25	枣庄市台儿庄区粮油购销有限公司	山东枣庄市	粮油收购、销售、调拨、储存	100.00	-	同控并购
26	枣庄市台儿庄区后孟粮油购销有限公司	山东枣庄市	粮油收购、销售、调拨、储存	-	60.00	同控并购
27	枣庄市台儿庄区张山子粮油购销有限公司	山东枣庄市	粮油收购、销售、调拨、储存	-	60.00	同控并购
28	枣庄市台儿庄区泥沟粮油购销有限公司	山东枣庄市	粮油收购、销售、调拨、储存	-	60.00	同控并购
29	枣庄市台儿庄区马兰粮油购销有限公司	山东枣庄市	粮油收购、销售、调拨、储存	-	60.00	同控并购

30	枣庄市台儿庄区兰城粮油购销有限公司	山东枣庄市	粮油收购、销售、调拨、储存	-	60.00	同控并购
31	枣庄市台儿庄区彭楼粮油购销有限公司	山东枣庄市	粮油收购、销售、调拨、储存	-	60.00	同控并购
32	枣庄市台儿庄区薛庄粮油购销有限公司	山东枣庄市	粮油收购、销售、调拨、储存	-	60.00	同控并购
33	枣庄市台儿庄区邳庄粮油购销有限公司	山东枣庄市	粮油收购、销售、调拨、储存	-	60.00	同控并购
34	枣庄市台儿庄运河粮油储备库有限公司	山东枣庄市	粮油收购、销售、调拨、储存	-	100.00	非同控并购
35	枣庄市台儿庄区运河城市资产经营有限公司	山东枣庄市	城市基础设施建设、房地产、航运、文化	100.00	-	同控并购
36	枣庄古城房地产开发有限公司	山东枣庄市	房地产开发、经营	-	75.00	同控并购
37	枣庄市政和物业管理有限公司	山东枣庄市	物业管理、家政保洁服务	-	100.00	同控并购
38	枣庄台儿庄古城广告创意产业发展有限公司	山东枣庄市	广告宣传	-	100.00	同控并购
39	枣庄市台儿庄古城园林古建有限公司	山东枣庄市	园林建设	-	100.00	同控并购
40	枣庄市台儿庄区运河古城投资股份有限公司	山东枣庄市	投资房地产开发、旅游管理等	-	100.00	同控并购
41	枣庄市兴台置业有限公司	山东枣庄市	房地产开发、仿古建筑等	-	100.00	设立
42	山东省台儿庄古城旅游集团有限公司	山东枣庄市	旅游等	-	100.00	同控并购
43	枣庄市运河会展服务有限公司	山东枣庄市	会议及会展服务	-	100.00	设立
44	枣庄市兰祺酒店有限公司	山东枣庄市	餐饮、住宿	-	100.00	设立
45	枣庄市润昌商贸有限公司	山东枣庄市	零售商品、批发	-	100.00	设立
46	山东台儿庄古城国际旅行社有限公司	山东枣庄市	旅游	-	100.00	同控并购
47	枣庄市台儿庄古城会展服务有限公司	山东枣庄市	会议及会展服务	100.00	-	设立
48	枣庄华运建材有限公司	山东枣庄市	批发业		59.52	设立
49	山东台运文化投资有限公司	山东枣庄市	零售业	60.00		设立
50	枣庄市台儿庄区军粮供应有限公司	山东枣庄市	零售业		100.00	划入

资料来源：公司 2020 年审计报告、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
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+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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。

### 二、展望符号及定义

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