

信用评级公告

联合〔2023〕5248号

联合资信评估股份有限公司通过对山东省土地发展集团有限公司主体长期信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东省土地发展集团有限公司主体长期信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月二十六日

山东省土地发展集团有限公司

2023 年主体评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
山东省土地发展集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定

评级时间：2023 年 6 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V4.0.202208
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域 风险	1	
			行业风险	3	
		自身 竞争力	基础素质	2	
			企业管理	2	
			经营分析	2	
财务风险	F2	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	1	
			现金流量	2	
		资本结构		3	
		偿债能力		2	
		指示评级			aa ⁺
		个体调整因素			--
个体信用等级			aa ⁺		
外部支持调整因素：政府支持			+1		
评级结果			AAA		

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：霍正泽 刘艳 王昀千

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，山东省土地发展集团有限公司（以下简称“公司”）作为山东省直管的功能型国有资本投资运营公司，主要承担省级土地资源要素的市场化运作任务，具有明确的职能定位，平台地位高。公司在政府补助、业务开展等方面继续获得外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务规模增长较快、资金支出压力较大及经营活动和投资活动现金持续净流出等因素对其信用水平带来的不利影响。

未来，公司将继续推进山东省战略规划，开展土地整治、乡村振兴计划、新旧动能转换综合实验区建设等项目的建设，公司业务有望保持稳定发展。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司发展的外部环境良好。2022 年，山东省经济实力持续增强，经济体量稳居全国前列，土地建设用地指标需求较大，公司发展的外部环境良好。
2. 公司区域地位高。公司是山东省直管的功能型国有资本投资运营公司，主要承担省级土地资源要素的市场化运作任务，具有明确的职能定位，平台地位高。
3. 持续获得政府支持。公司持续获得政府在政府补助、业务开展等方面的支持。

关注

1. 公司债务规模快速增长。截至 2022 年末，公司全部债务较年初增长 34.50%至 239.43 亿元；同期，公司资产负债率及全部债务资本化比率分别上升至 67.54%和 58.42%，债务负担加重。
2. 资金支出压力较大，经营活动和投资活动现金持续净流出。公司经营活动和投资活动现金流均保持净流出。截至 2022 年末，公司在建及拟建的土地整治及经营性项目规模较大，未来资本支出压

力较大。公司经营性项目多数未进入运营期，部分项目建设周期较长，后续收益实现情况有待关注。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	13.49	20.52	24.94	19.91
资产总额(亿元)	298.38	399.13	524.90	515.97
所有者权益(亿元)	137.02	148.18	170.41	172.12
短期债务(亿元)	27.50	53.96	81.48	34.16
长期债务(亿元)	84.34	124.05	157.94	204.00
全部债务(亿元)	111.84	178.02	239.43	238.16
营业总收入(亿元)	65.67	103.80	146.33	13.25
利润总额(亿元)	9.72	18.35	7.06	-1.35
EBITDA(亿元)	13.86	25.27	18.55	--
经营性净现金流(亿元)	-32.98	-43.45	-34.13	3.77
营业利润率(%)	22.75	26.28	15.35	14.47
净资产收益率(%)	4.51	8.91	1.89	--
资产负债率(%)	54.08	62.87	67.54	66.64
全部债务资本化比率(%)	44.94	54.57	58.42	58.05
流动比率(%)	217.34	195.21	179.74	248.86
经营现金流动负债比(%)	-45.17	-35.16	-18.17	--
现金短期债务比(倍)	0.49	0.38	0.31	0.58
EBITDA 利息倍数(倍)	2.68	3.11	1.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.07	7.05	12.91	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	231.65	284.58	326.97	329.61
所有者权益(亿元)	106.14	104.51	106.51	106.66
全部债务(亿元)	88.58	143.84	175.91	176.57
营业总收入(亿元)	24.75	1.73	0.10	0.03
利润总额(亿元)	-1.85	1.07	0.16	-0.21
资产负债率(%)	54.18	63.28	67.43	67.64
全部债务资本化比率(%)	45.49	57.92	62.29	62.34
流动比率(%)	178.80	176.86	122.11	194.46
经营现金流动负债比(%)	-33.59	-44.38	22.53	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 2023 年 1—3 月财务数据未经审计，相关计算指标未经年化
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

评级历史：

主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2022/11/29	杨 婷 赵晓敏	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	--
AAA	稳定	2020/09/04	张 依 陈铭哲	城市基础设施投资企业信用评级方法 V3.0.201907 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	--

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山东省土地发展集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、该公司信用等级自本报告出具之日起至 2023 年 11 月 28 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

山东省土地发展集团有限公司

2023 年主体评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东省土地发展集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股权结构及职能定位均未发生变化。2023 年 4 月 15 日，公司原股东山东省社会保障基金理事会将原持有的公司 10% 股权划转至山东省财欣资产运营有限公司（以下简称“财欣资产”），完成工商变更登记。截至 2023 年 4 月末，公司注册资本和实收资本均为 100.00 亿元，山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）持股 70.00%、山东国惠投资控股集团有限公司（以下简称“国惠投资”）持股 20.00%、财欣资产持股 10.00%，公司实际控制人为山东省人民政府。山东省自然资源厅对公司进行业务考核，并继续对公司履行业务指导和工作协调等职责。

公司业务仍主要涉及土地综合整治、土地的综合开发利用等。跟踪期内，公司部门设置有所调整，截至 2023 年 4 月末，公司本部设土地业务部、财务管理部和战略规划投资部等职能部门，拥有纳入合并范围的二级子公司 31 家。

截至 2022 年末，公司资产总额 524.90 亿元，所有者权益 170.41 亿元（少数股东权益 39.86 亿元）。2022 年，公司实现营业总收入 146.33 亿元，利润总额 7.06 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额 515.97 亿元，所有者权益 172.12 亿元（少数股东权益 42.92 亿元）。2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 13.25 亿元，利润总额-1.35 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区奥体西路 2666 号铁建大厦 C 座；公司法定代表人：李波。

三、宏观经济与政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）](#)》。

四、行业及区域经济环境

1. 土地整治行业

（1）行业概况

上世纪 90 年代以来，中国开始实施最严格

的土地管理制度，1998 年《土地管理法》正式将土地利用年度计划和建设用地总量控制写入法律，明确了以土地用途管制为核心的新型土地管理制度，耕地占补平衡、基本农田保护、土地开发整理复垦等耕地保护制度相继确立，并将土地利用总体规划审批权、农用地转用和土地征收审批权、土地供应量控制权等集中授予中央和省级政府，同时将执行权限下放至市级政府。

随着区域经济逐步发展、城镇化进程的不断推进，部分地区新增建设用地不足与地方经济快速发展需求的矛盾日益凸显。从 2004 年起，出于耕地数量日益减少和对粗放式城镇化和土地利用方式的反思，中央对新增建设用地的管控愈加严格，并不断出台政策鼓励地方政府探索存量土地利用方式。2004 年国务院发布《关于深化改革严格土地管理的决定》，首次提出“鼓励农村建设用地整理，城镇建设用地增加要与农村建设用地减少相挂钩”，城乡建设用地增减挂钩的功能不仅局限于土地整理，同时涵盖了城镇化、村庄布局优化、统筹城乡发展等任务。此后，中国土地整理的重心开始由农用地整理转向建设用地整理。2016 年中央一号文件指出，坚持最严格的耕地保护制度，落实和完善耕地占补平衡制度，坚决防止占多补少、占优补劣、占水田补旱地，严禁毁林开垦；加强历史遗留工矿废弃和自然灾害损毁土地复垦利用，完善和拓展城乡建设用地增减挂钩试点，探索将通过土地整治增加的耕地作为占补平衡补充耕地的指标。

（2）行业监管与政策

近年来，随着经济社会的快速发展，建设用地需求不断加大，占用耕地不可避免，可供开发的耕地后备资源日趋减少，经济发达地区在本行政区内已经无法落实耕地占补平衡任务；同时，宜耕后备资源相对充足的地区，考虑到耕地开垦成本加大、财政能力有限，无法集中大量资金进行土地整治。针对计划配置模式下的严格耕地非农化管制政策和耕地总量动态平衡的要求，为有效缓解耕地占补平衡制度引起的经济

发展占用耕地和耕地保护之间的矛盾，优化城乡土地资源配置，国家和各级地方政府均进行了积极的政策探索及创新。在这种情况下，土地整理折抵指标省内调剂制度应运而生。浙江省第一例地方政府间的有偿补充耕地交易案例发生于 1999 年，同年浙江省政府发布《浙江省人民政府办公厅关于加强异地垦造耕地工作的通知》，正式允许土地整理折抵指标在全省范围内跨行政区有偿调剂。2008 年，国土资源部出台《关于严格耕地占补平衡管理的紧急通知》，地方主导下的耕地储备指标跨县、跨区域、跨省的异地调剂政策基本停止运行，但剩余范围内的耕地储备指标交易仍在继续。

从 2004 年中央首次提及“集体建设用地流转”，到十八届三中全会提出“逐步建立城乡统一的建设用地市场”，再到 2015 年 2 月全国人大常委会通过决定暂时调整实施《土地管理法》《城市房地产管理法》有关规定的历程可以看出，中央对集体建设用地流转日益重视。2014 年起，一些地方开始在市域范围内开展增减挂钩节余指标交易改革，嘉兴市于 2014 年出台《嘉兴市农村土地整理增减挂钩节余指标交易管理办法》，并以挂牌方式成功出让首例城乡建设用地增减挂钩节余 100 亩，竞买对象为管事范围县（市、区）政府、镇政府及各类开发区（园区）管委会。

在很长一段时期内，除国家级土地整理项目外，其他层级的土地整理缺乏稳定的资金保障。在这种背景下，中央与地方相继开展了一系列政策试验，在土地用途管理计划实施机制中引入市场微调机制。其中重庆和成都的地票制度是将社会资金引入土地整理的典型代表。地票在土地确权的基础上在土地交易所采用公开挂牌的方式交易，农村集体经济组织、自然人、法人和其他组织均可参与地票竞买。地票交易不仅延续了传统建设用地指标管理模式对建设用地总量进行宏观控制的功能，而且还赋予指标以可交易性，实现了土地资源的总量可控和调配灵活，是落实十九大提出的“要素市场化配置”“建立健全城乡融合发展体制机制和政

策体系”的重要探索。但各地现行试点的指标交易都要求在当地封闭进行。

2017年，国土资源部、农业部、中央农办联合制定出台了《关于加强耕地保护和改进占补平衡的意见》（中发〔2017〕4号）（以下简称《意见》），从问题导向出发，按照“控占用、调方式、算大账、差别化”的思路，坚持统筹协调与差别化管理相统一，充分考虑区域差异和项目差异，构建“县域平衡为主、省域调剂为辅、国家统筹为补充”的占补平衡新格局，进一步改进耕地占补平衡政策，随着该《意见》的出台，异地补充耕地指标交易将日益成为实现耕地占补平衡的重要途径。2018年3月26日，国务院办公厅发布了《跨省域补充耕地国家统筹管理办法》《城乡建设用地增减挂钩节余指标跨省域调剂管理办法》，明确新增耕地指标和城乡建设用地增减挂钩节余指标跨省域调剂机制，将所得收益通过支出预算全部用于巩固脱贫攻坚成果和支持实施乡村振兴战略。

（3）乡村振兴与行业发展

乡村振兴战略是党的十九大报告中提出的战略。十九大报告指出，农业农村农民问题是关系国计民生的根本性问题，必须始终把解决好“三农”问题作为全党工作的重中之重，实施乡村振兴战略。2018年1月，国务院公布了2018年中央一号文件，即《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》。2018年3月，习近平总书记参加十三届全国人大一次会议山东代表团审议时，就实施乡村振兴战略特别是推动产业振兴、人才振兴、文化振兴、生态振兴、组织振兴和乡村振兴健康有序进行做出重要指示，要求山东充分发挥农业大省优势，打造乡村振兴的齐鲁样板。2018年9月，中共中央、国务院印发了《乡村振兴战略规划（2018—2022年）》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。2021年2月，国务院公布了2021年中央一号文件，即《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，文件指出，要坚持把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重，把全面推进乡村振兴作为实现中

华民族伟大复兴的一项重大任务，举全党全社会之力加快农业农村现代化，让广大农民过上更加美好的生活。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《乡村建设行动实施方案》，提出坚持农业农村优先发展，把乡村建设摆在社会主义现代化建设的重要位置，努力让农村具备更好生活条件，建设宜居宜业美丽乡村。2022年11月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《乡村振兴责任制实施办法》，提出实行中央统筹、省负总责、市县乡抓落实的乡村振兴工作机制，构建职责清晰、各负其责、合力推进的乡村振兴责任体系，举全党全社会之力全面推进乡村振兴，加快农业农村现代化。

《山东省乡村振兴战略规划（2018—2022年）》提出：空间结构优化是乡村振兴的内在要求，在一定程度上决定着经济发展方式及资源配置效率。坚持乡村振兴与新型城镇化双轮驱动，统筹国土空间开发格局，优化乡村生产生活生态空间，分类有序推进乡村发展，构建城乡协调联动的融合发展格局。具体方案包括：①融合化统筹城乡空间。按照有利生产、方便生活、适度集中的要求，引导和调控城乡融合发展，合理确定农村新型社区和乡村建设模式、数量、布局和建设用地规模，形成分工明确、梯度有序、开放互通的城乡空间结构体系。②立体化布局乡村发展。按照生产空间集约高效、生活空间宜居适度、生态空间山清水秀的总体要求，坚持人口资源环境相均衡、经济社会生态效益相统一，营造平等共享的乡村生产生活生态空间。③差异化推进村庄发展。顺应乡村发展规律和演变趋势，针对沿海、平原、山丘区、滩区、湖区等乡村面貌，探索适宜性路径，实施“三步走”战略，每五年一个大台阶，到2022年，全省生态宜居美丽乡村取得重要突破，30%的村庄基本实现农业农村现代化；到2030年，山东特色美丽乡村整体塑形，60%的村庄基本实现农业农村现代化；到2035年，广大乡村“齐鲁风情画”全面展现，全部村庄基本实现农业农村现代化。综合考虑建设形态、居住规模、服务功能等因素，分类推进村庄建设。2022年4月25日，中共山

东省委办公厅、山东省人民政府办公厅印发《贯彻〈关于调整完善土地出让收入使用范围 优先支持乡村振兴的意见〉的实施意见》，要求分年度稳步提高土地出让收入用于农业农村比例，每年提高 1 个百分点，到“十四五”期末全省土地出让收入用于农业农村比例达到 10%以上，确保土地出让收益用于农业农村比例达到 50%以上。

从长远来看，通过占用耕地来满足我国工业化、城市化建设的需要也必定是无法持续的。特别是在中央反复强调确保 18 亿亩耕地红线的前提下，因工业化、城市化而新增的建设用地缺口，未来主要依赖土地集约来化解。在此背景下，通过复垦富余的农村建设用地而获得用地指标就成为优化城乡土地资源的重要路径。预计未来土地整治和土地指标运作仍需要大规模资金投入，并且将成为土地集约化利用的重要手段和实现途径。

2. 区域经济环境

2022 年，山东省经济实力持续增强，经济体量稳居全国前列，土地建设用地指标需求较大，公司发展的外部环境良好。

根据《2022 年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2022 年，全省实现生产总值(GDP) 87435.1 亿元，按不变价格计算，较上年增长 3.9%。分产业看，第一产业增加值 6298.6 亿元，较上年增长 4.3%；第二产业增加值 35014.2 亿元，较上年增长 4.2%；第三产业增加值 46122.3 亿元，较上年增长 3.6%。GDP 省份排名仍居全国第三位。三次产业结构由上年的 7.3:39.9:52.8 调整为 7.2:40.0:52.8；年末常住人口 10162.79 万人，常住人口城镇化率为 64.54%，较上年末提高 0.60 个百分点。

根据《关于山东省 2022 年预算执行情况和

2023 年预算草案的报告》和《2022 年 12 月份全省财政收支运行情况》，2022 年，山东省一般公共预算收入为 7104.04 亿元，同比下降 2.5%，扣除增值税留抵退税因素后同口径增长 5.3%。其中税收收入 4795 亿元，同比下降 12.4%，扣除留抵退税因素后同口径下降 1.7%；税收收入占一般公共预算收入的比重为 67.50%。地方一般公共预算支出 12131.54 亿元，同比增长 3.6%。2022 年，山东省财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）为 58.56%。同期，山东省地方政府性基金预算收入为 6080.41 亿元，同比下降 23.8%。

根据《2023 年 2 月山东省财政收支运行情况》，1-2 月，全省一般公共预算收入为 1439 亿元，同比下降 3.2%。其中，税收收入 1063 亿元，同比下降 4.6%。同期，1-2 月，全省一般公共预算支出为 1818 亿元，同比增长 3.5%。

根据山东省自然资源厅公布的国土资源主要统计指标，2021 年山东省计划供应国有建设用地分别为 40620.59 公顷，2022 年山东省国有建设用地供应计划尚未公布。

山东省济南沿线城市群经济较为发达，内陆地区农业用地比重较高，城乡建设用地增减挂钩节余指标¹（以下简称“增减挂钩指标”）和耕地占补平衡指标²（以下简称“占补指标”）供给与需求存在区域错配，公司开展土地整治业务前景较好。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2023 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 100.00 亿元，山东省国资委持股 70.00%、国惠投资持股 20.00%、财欣资产持股 10.00%，公司实际控制人为山东省人民政府。

¹ 城乡建设用地增减挂钩节余指标是指依据土地利用总体规划，将若干拟整理复垦为耕地的农村建设用地地块（即拆旧地块）和拟用于城镇建设的地块（即建新地块）等面积共同组成建新拆旧项目区（以下简称“项目区”），通过建新拆旧和土地整理复垦等措施，在保证项目区内各类土地面积平衡的基础上，最终实现增加耕地有效面积，提高耕地质量，节约集约利用建设用地，城乡用地布局更合理的目标。

² 耕地占补平衡指标是指通过按照符合国家规定投资来源的土地整治项目新增的耕地面积，经设区市人民政府国土资源行政主管部门验收合格和省人民政府国土资源行政主管部门审核同意后，可用于新增建设用地的补充耕地面积。

2. 企业信用记录

根据中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370000MA3BYJNX6E），截至 2023 年 5 月 26 日，公司本部无未结清和已结清关注和不良信贷信息，信用记录良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2023 年 6 月 21 日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司董事会成员和总经理变更，具体变更情况见下表。

表 1 公司董事和总经理变动情况

职务	变更前	变更后
董事	展宝卫（董事长）、郭彦光、孙世海、谢树敏、张洪山、蒋平华、张巧良、王宏伟	李波（董事长）、郭彦光、何玉明、胡元桥、谢树敏、张洪山、宋安君、王延春、陈建军
总经理	陈道江*	胡元桥

注：*原总经理陈道江先生，因到外交学院和外交部参加任前培训和实习工作不能在岗履职，原总经理不在岗履职期间，公司党委委员、副总经理孙德亭同志代为履行公司总经理职责
资料来源：公司提供

李波，1968 年 4 月出生，省委党校研究生学历。历任烟台市福山区常委、副区长，海阳市委副书记、副市长、市长、市委书记，烟台市芝罘区委书记，烟台市副市长，栖霞市委书记，日照市委常委、日照市宣传部部长、日照市委教育工委书记等；2023 年 4 月起任公司党委委员、

书记、董事、董事长。

胡元桥，1966 年 6 月出生，本科学历。历任汶南煤矿经管科副科长、翟镇煤矿经营考核办主任、泰山能源证券部主任、新矿集团规划经营部副主任、供销公司副经理、新矿集团产权投资管理处副处长、国泰租赁有限公司战略管理部总经理、国泰租赁有限公司副总经理、国泰租赁有限公司总经理、山东国惠投资控股集团有限公司党委副书记、董事、副总经理等；2023 年 3 月起任公司党委副书记、董事、总经理。

因监事机制调整，截至 2023 年 4 月末，公司仍无监事，存在监事会无履职人员的情况。

跟踪期内，公司管理制度连续，无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

2022 年，土地整治收入仍为最主要收入来源，其他主营业务收入显著增长，公司主营业务收入增幅大。受占比较大的土地整治业务收入毛利率同比下降等因素影响，公司毛利率同比下降。

2022 年，公司主营业务收入同比增长 41.32%，主要系土地整治业务和其他主营业务收入增长所致。2022 年，公司其他主营业务收入显著增长，主要系衍生业务收入大幅增加所致。毛利率方面，2022 年受占比较大的土地整治业务收入毛利率同比下降等因素影响，公司综合毛利率同比有所下降。

表 2 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元）

业务板块	2021 年			2022 年		
	金额	占比（%）	毛利率（%）	金额	占比（%）	毛利率（%）
土地整治业务	808038.70	78.04	27.03	929747.51	63.54	19.12
土地整治服务费	53458.41	5.16	90.76	20048.33	1.37	99.77
其他主营业务	173963.10	16.80	9.55	513470.50	35.09	7.70
合计	1035460.21	100.00	27.38	1463266.34	100.00	16.22

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）土地整治业务

2022 年，公司土地要素收入大幅增长，但受购买及整理成本上升影响，公司耕地占补平衡及其他土地指标业务毛利率均下降；在建及

拟建项目规模较大，未来业务持续性强，但同时也面临较大的资金支出压力。

公司是山东省直管的功能型国有资本投资运营公司，主要承担省级土地资源要素的市场化运作任务。公司的土地整治业务主要围绕土地要素生产和调剂展开，参与调剂的土地要素包括耕地占补平衡指标、增减挂钩指标和其他土地指标（以工矿废弃地复垦利用节余指标为主）。公司的土地整治业务经营主体主要包括公司各子公司，调剂指标主要为跨区域调剂指标。

根据《山东省土地资源厅关于改进管理方式切实落地耕地占补平衡的通知》（鲁国土资发〔2018〕9号）文件，山东省内占补指标优先在县域内进行调剂，县域内确认难以实现占补平衡的，应首先在市域内相邻的县（市、区）调剂补充，仍无法落实占补平衡的，允许在省域内其他县（市、区）调剂补充。根据《山东省土

地资源厅关于进一步规范推进城乡建设用地增减挂钩试点工作的意见（试行）》（鲁国土资发〔2018〕7号）文件，符合增减挂钩节余指标省内流转使用的县（市、区），按照《山东省城乡建设用地增减挂钩节余指标调剂使用管理实施细则》的规定在省域范围内调剂使用，调剂使用遵循公开、自愿、有偿的原则。

跟踪期内，公司各业务模式未发生变化。

从调剂指标来看，2022年，公司耕地占补平衡指标业务毛利率有所下降，主要系公司投入土地整治的成本增加幅度大于成交价格的上涨；公司增减挂钩指标毛利率有所上升，主要系成交的土地要素对应区块的成本下降所致；公司其他土地要素指标毛利率有所下降，主要系毛利率较高的工矿指标等其他土地要素占比下降所致。公司土地整治业务的定价主要参考各类指标调剂指导价格，并根据市场供需情况，与交易各方确定最终的调剂价格。

表3 公司土地要素调剂情况（单位：亩、万元、万元/亩）

项目	2021年			2022年		
	耕地占补平衡指标	增减挂钩指标	其他土地指标	耕地占补平衡指标	增减挂钩指标	其他土地指标
调剂指标数量	42558.56	5578.51	2413.64	49527.37	5832.05	1546.52
平均交易指标单价	12.06	44.73	18.75	13.28	44.92	19.43
土地要素收入	513256.20	249526.71	45255.79	657739.85	262004.01	30051.99
毛利率（%）	23.49	26.53	69.90	14.70	33.97	40.27

资料来源：公司提供

截至2022年末，公司主要在建土地整治项目计划总投资246.87亿元，尚需投资149.96亿

元；拟建土地整治项目计划总投资53.20亿元。整体看，未来公司资金支出压力较大。

表4 截至2022年末公司主要在建土地整治项目情况（单位：个、万元）

项目主体	项目类型	项目数量	项目所在地	计划总投资	已完成投资
山东土地城乡融合发展集团有限公司	合作经营	3	德州市、东营市	98369.82	42161.54
山东土地东方发展集团有限公司	合作经营	1	日照市	44288.82	26390.68
海南鲁坤土地发展集团有限公司	合作开发	1	海南省乐东县	16071.60	255.46
山东土地集团（平原）有限公司	合作经营	1	德州市	39292.00	21740.00
	合作开发	2	德州市	167562.51	102565.93
山东黄河生态发展集团有限公司	合作经营	1	德州市	25000.00	25000.00
山东土地大汶口资源文化发展有限公司	合作开发	1	广西壮族自治区崇左市	31230.00	6400.00
山东土地集团（安丘）有限公司	合作经营	1	安丘市	19890.10	7024.88
山东土地集团（成武）有限公司	合作经营	1	菏泽市	19843.00	9920.00

山东土地集团（单县）有限公司	合作经营	3	菏泽市	155738.00	126100.00
山东土地集团（鄄城）有限公司	合作经营	2	菏泽市	41883.49	19950.00
山东土地集团（莱阳）有限公司	合作经营	1	烟台市	32444.52	98.56
山东土地集团（宁津）有限公司	合作经营	1	德州市	26162.69	13199.67
山东土地集团（滕州）有限公司	合作开发	1	滕州市	898700.00	12035.80
山东土地集团（夏津）有限公司	合作开发	1	夏津县	79518.82	50525.46
山东土地集团（西海岸新区）有限公司	合作经营	1	泰安市	15980.95	8824.77
山东土地集团德州有限公司	合作经营	2	德州市	80010.44	67900.34
	合作服务	1	德州市	15750.21	15000.00
山东土地集团菏泽有限公司	合作开发	1	菏泽市	86168.00	63063.13
	合作经营	3	菏泽市	136954.00	105147.00
山东土地集团泰安有限公司	合作经营	6	泰安市	192197.38	121024.67
山东土地乐方达发展有限公司	合作服务	1	临沂市	16000.00	16000.00
山东土地乡村振兴集团有限公司	合作服务	3	淄博市、威海市、泰安市	113700.00	70529.07
山东土地乡村振兴集团（齐河）有限公司	合作经营	1	德州市	18600.00	1300.00
山东土地乡村振兴集团有限公司蓬莱分公司	合作经营	1	烟台市	26044.32	8584.50
山东土地自然资源科技发展集团有限公司	合作经营	3	东营市、泰安市	71348.29	28380.40
合计	--	44	--	2468748.96	969121.86

注：1. 公司在建项目的统计口径为已完成公司内部立项流程的项目，部分项目尚未开始投资，但已完成立项，故统计在在建项目中；2. 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成

资料来源：公司提供

表 5 截至 2022 年末公司主要拟建土地整治项目情况（单位：个、万元）

项目主体	项目类型	数量	项目所在地	计划总投资
山东土地东方发展集团有限公司	合作经营	1	日照市	7617.87
海南华坤自然资源产业投资集团有限公司	合作开发	1	海口市	2113.72
山东土地集团（济阳）有限公司	合作经营	1	济南市	4294.51
利津县城乡融合土地发展有限公司	合作开发	4	东营市	8525.00
内蒙古鲁蒙金土资源开发有限公司	合作经营	1	内蒙古自治区乌拉特中旗	1598.17
山东土地乡村振兴集团有限公司蓬莱分公司	合作经营	1	烟台市	3219.18
山东土地集团（平原）有限公司	合作经营	1	德州市	2210.00
山东黄河生态发展集团历城有限公司	合作经营	1	济南市、淄博市	10993.37
	合作开发	2	济南市	20510.22
山东黄河生态发展集团有限公司	合作服务	1	东营市	4000.00
	合作经营	1	德州市	10500.00
	合作开发	4	德州市、济南市	64529.57
山东黄河生态发展集团淄川有限公司	合作经营	2	淄博市	8123.03
山东土地集团（东阿）有限公司	合作经营	1	聊城市	10500.00
山东土地集团（垦利）有限公司	合作开发	1	东营市	2100.00
山东土地集团（莱阳）有限公司	合作经营	2	烟台市	55100.00
山东土地集团东营有限公司	合作经营	1	东营市	8339.40
	合作开发	2	东营市	38395.00
山东土地集团济宁有限公司	合作经营	2	济宁市	12904.66
山东土地集团泰安有限公司新泰分公司	合作经营	5	泰安市	23639.00
山东土地集团烟台有限公司	合作开发	2	莱州市、烟台经开区	22996.29
山东土地集团枣庄有限公司	合作开发	1	枣庄市	92479.98

山东土地集团（汶上）有限公司	合作服务	1	济宁市	3152.36
	合作开发	1	济宁市	1129.12
山东土地集团（夏津）有限公司	合作经营	1	德州市	113000.00
合计	--	41	--	531970.45

资料来源：公司提供

（2）经营性项目

公司收入结构多元化发展。公司其他主营业务收入主要来源于衍生业务收入，需关注上下游民营企业经营风险。公司经营性项目在建和拟建规模较大，面临较大资金支出压力。公司经营性项目多数未进入运营期，部分项目建设周期较长，后续收益实现情况有待关注。

除全域土地整治业务外，公司以土地综合开发利用为核心，重点发展以科技创新为支撑的土壤修复和耕地保护、以打造乡村振兴齐鲁样板为主要标志的三产融合、以实施新旧动能转换重大工程为主要内容的高新技术产业及园区建设和以绿色保护开发为前提的矿山生态修复治理，实施重点项目建设。公司主要形成了矿产业务、制造业、衍生业务、产业园区、技术服务、工程施工收入、田园综合体和租赁等其他主营业务收入。2022 年，受益于衍生业务收入大幅增长，公司其他主营业务收入同比大幅增长。

表 6 公司其他主营业务收入情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年
矿产业务	5.20	5.12
制造业	--	7.09
衍生业务	6.54	29.98
产业园区	5.08	4.16
其他收入	0.58	5.00
合计	17.40	51.35

注：其他收入主要为技术服务、工程施工收入、田园综合体、租赁业务等收入

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

矿产业务主要由子公司山东东平源希石材有限公司和山东土地卓正矿业科技有限公司负

责。矿产品主要包括砂石骨料和石灰石，收入规模较上年基本保持平稳。

制造业收入方面，2022 年 1 月，公司投资 0.95 亿元（已出资 0.82 亿元）收购山东百成新材料科技股份有限公司（以下简称“百成新材料”）51.00%的股权。百成新材料主要经营沥青、各类改性沥青的生产与销售、沥青仓储业务。2022 年，公司新增制造业收入 7.09 亿元。

衍生业务主要由子公司山东土地资本投资集团有限公司等负责。公司采用“以销定采”的方式，上下游结算方式均为现汇，账期一般在 3~6 个月。2021 年和 2022 年，公司衍生业务实现钢材和砂石销售收入分别为 6.54 亿元及 29.98 亿元。公司上下游客户存在民营企业，需关注上下游企业经营风险。

公司还利用自身优势从事一些经营性项目的建设，主要包括乡村振兴和产业园建设，计划通过租售及项目运营实现收益。公司主要采取与山东省内各级政府及相关建设主体合作开发的模式。截至 2022 年末，公司主要在建经营性项目中公司需出资额合计 219.17 亿元，未来尚需投资 123.24 亿元；主要拟建经营性项目计划总投资 49.56 亿元，其中公司需出资额合计 35.72 亿元，主要为临沂坤润城发项目、临沂木业产业科技创新示范园项目和南召县大青周家寨矿产资源开发项目等。公司经营性项目未来主要通过旅游、特色产业开发、商铺租售等方式获得经营性收入，目前多数项目未进入运营期，部分项目建设周期较长，后续收益实现情况有待关注。

表 7 截至 2022 年末公司主要在建经营性项目情况（单位：万元）

项目主体	项目名称	项目类型	项目所在地	项目期间	计划总投资	其中：公司计划总投资	已完成投资
山东土地集团（泰安高新）有限公司	泰山智造科技园项目	产业园区类	山东省泰安市高新区	2020.8-2025.9	53119.29	37183.50	28717.40
河南国泰自然资源开发有限公司	南召县矿山修复与资源开发项目	矿山生态修复治理类项目	河南省南阳市南召县	2020.10-2053.4	46200.00	41580.00	1000.00
山东土地九巨龙置业有限公司	济宁龙城·坤园项目	房地产	山东省济宁市	2021.4-2026.12	380369.77	247240.35	196532.23
山东鲁坤天鸿置业有限公司	唐冶双创产业园	房地产	山东省济南市	2019.7-2021.11	228622.00	228622.00	199350.49
山东土地集团（滕州）有限公司	滕州市鲁南花卉产业园项目	产业园区类	山东省枣庄市	2021.1-2024.12	49661.00	49661.00	26845.51
海南鲁坤南繁科技公司	南繁科研育种基地（抱孔洋）配套服务区	产业园区类	海南省乐东县	2020.10-2023.10	180477.87	180477.87	50546.66
山东鲁坤齐晏文化旅游开发有限公司	中国驿·泉城中华饮食文化小镇	乡村振兴项目	德州市齐河县	2018.7-2023.9	1053933.00	843146.00	172621.00
山东土地集团菏泽产业发展有限公司	山东土地菏泽科技产业园项目	产业园区类	菏泽鲁西新区	2020.6-2022.12	44548.93	40094.04	28690.68
	山东土地菏泽中外合作产业园	产业园区类	菏泽鲁西新区	2021.12-2023.12	38501.00	34650.90	13157.46
山东土地海韵嘉国置业有限公司	威海虎头角海洋艺术角一期启动区项目沙湖片区	产业园区类	威海市	2019.5-2026.12	180040.00	126028.00	43609.00
山东坤润佳城置业有限公司	坤润佳城置业项目	房地产	临沂市兰山区	2022.6-2025.8	388000.00	194000.00	88986.29
山东鲁班精装小镇项目有限公司	鲁班国际精装物流中心项目	产业园区类	临沂市兰山区	2020.4-2023.12	99165.00	99165.00	51223.83
山东土地集团枣庄有限公司	山亭区盘活低效闲置用地项目-玉子山、依山口项目	乡村振兴项目	枣庄市山亭区	2021.3-2022.9	69882.00	69882.00	58016.00
合计	--	--	--	--	2812519.86	2191730.66	959296.55

注：部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；项目总投资含其他投资方投资；部分项目因为规划情况，已滞后于预计时间

资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司聚焦土地开发经营、投资与资产管理（围绕利用土地资源）主业，不断深化为全省社会经济高质量发展提供自然资源要素保障的核心功能；深度参与土地综合整治、黄河滩区迁建、乡村振兴齐鲁样板，打造做全省资源要素保障的“主力军”；围绕“十强产业”，投资与资产管理持续发力，挖潜闲置低效土地资产综合利用板块；围绕黄河流域生态保护和高质量发展等战略，持续强化土地综合整治及后期管护、土壤修复、矿山生态修复板块。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 年财务报告，大华会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，

并出具了标准无保留意见的审计结论。从合并范围看，2022 年末，公司纳入合并报表范围内的二级子公司 31 家，较年初新设成立 6 家，减少 1 家，系其他股东增资导致公司丧失控制权所致。截至 2023 年 3 月末，纳入合并范围二级子公司较上年末无变化。本报告采用追溯调整后财务数据。公司新增、减少二级子公司规模不大，财务数据可比性强。

2. 资产质量

受项目持续投入影响，公司资产规模快速增长，以土地整治项目、经营性项目投入及股权投资为主，应收类账款占比较大，对资金占用明显，公司资产质量一般。

截至 2022 年末，公司资产总额较年初增长 31.51%，主要系流动资产增长所致，公司资产以流动资产为主。

表 8 公司资产主要构成情况

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	241.24	60.44	337.65	64.33	325.23	63.03
货币资金	20.22	5.07	24.52	4.67	19.51	3.78
应收账款	31.09	7.79	85.41	16.27	79.74	15.46
预付款项	57.99	14.53	59.40	11.32	58.55	11.35
其他应收款	33.75	8.46	39.77	7.58	39.79	7.71
存货	69.85	17.50	101.13	19.27	105.71	20.49
合同资产	23.27	5.83	23.37	4.45	21.50	4.17
非流动资产	157.90	39.56	187.25	35.67	190.74	36.97
其他权益工具投资	86.28	21.62	91.11	17.36	91.11	17.66
投资性房地产	26.81	6.72	21.24	4.05	21.11	4.09
固定资产	7.11	1.78	23.07	4.40	26.82	5.20
资产总额	399.13	100.00	524.90	100.00	515.97	100.00

注：其他应收款含应付利息、应付股利

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2022 年末，流动资产较年初增长 39.97%，主要系应收账款和存货增长所致。其中，货币资金较年初增长 21.26%，其中使用受限资金为 3.39 亿元，受限比例为 13.83%，受限比例低。公司应收账款较年初增长 174.70%，主要系应收土地整治款增加所致。应收账款前五大欠款方合计金额为 22.91 亿元，占比为 26.81%，集中度一般，账龄以 1 年以内（含 1 年）为主。预付款项较年初增长 2.43%，公司预付款主要为预付指标调剂款和建设施工款，预付对象前五名均为政府部门或山东省内国有企业。公司其他应收款主要为项目垫付款，其他应收款较年初增长 17.82%，前五名合计占 54.04%，均为山东省地方政府或国有企业。存货较年初增长 44.79%，主要系土地整治项目和经营性项目投入所致。存货主要包括开发成本（主要为土地整治项目和经营性项目中的产业园等项目投入）68.05 亿元和库存商品（主要为已产生的土地要素）32.08 亿元。公司计提存货跌价准备 0.40 亿元。合同资产变动不大，主要系土地综合治理投入。

表 9 截至 2022 年末公司应收账款前五名情况

单位名称	金额（亿元）	占比（%）
青岛市黄岛区自然资源局	6.36	7.45

临沭县自然资源和规划局	5.39	6.30
山东省新桥城乡融合发展有限公司	4.48	5.24
胶州市自然资源和规划局	3.41	3.99
高密市自然资源和规划局	3.28	3.83
合计	22.91	26.81

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

表 10 截至 2022 年末公司其他应收款前五名情况

单位名称	金额（亿元）	占比（%）
东平县财政局	9.88	24.89
海南鲁起产业投资有限公司	3.63	9.15
滕州市自然资源局	3.00	7.56
东营市自然资源和规划局东营分局	2.74	6.91
新泰市财政局	2.19	5.53
合计	21.44	54.04

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年末，公司非流动资产较年初增长 18.59%，主要系固定资产增加所致。其他权益工具投资较年初增长 5.60%，主要系增加对山东铁路投资控股集团有限公司（以下简称“铁投集团”）的投资。投资性房地产较年初下降 20.76%，主要系公司本部大楼部分资产由出租改为自用，转入固定资产所致。固定资产较年初增长 224.55%，主要构成为房屋及建筑物和机器设备。

截至 2022 年末，公司受限资产合计 117.74

亿元，占同期末资产总额的 22.43%，受限原因主要为借款质押。

表 11 截至 2022 年末公司受限资产情况

科目	金额 (亿元)
货币资产	3.39
应收账款	0.49
存货	16.40
投资性房地产	6.18
固定资产	0.25
其他权益工具投资	91.03
合计	117.74

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年 3 月末，公司合并资产总额和结构均较上年末变化不大。

3. 资本结构

2022 年，公司所有者权益持续增长，主要

系少数股东权益增长所致，稳定性尚可。

截至 2022 年末，公司所有者权益 170.41 亿元，较年初增长 15.00%，主要系公司降低对于山东土地自然资源科技发展集团有限公司和山东土地集团菏泽有限公司的持股比例导致少数股东权益增长所致。截至 2022 年末，公司资本公积较年初增加 3.29 亿元，主要系子公司山东土地自然资源科技发展集团有限公司、山东土地集团菏泽有限公司进行了市场化债转股所致。在所有者权益中，实收资本、未分配利润和少数股东权益分别占 58.68%、10.73%和 23.39%。

截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益 172.12 亿元，权益规模和结构较上年末变化不大，权益稳定性尚可。

公司有息债务规模快速增长，债务负担加重，仍以长期债务为主。

截至 2022 年末，公司负债总额较年初增长 41.26%，公司负债结构相对均衡。

表 12 公司负债主要构成情况

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	123.58	49.24	187.85	52.99	130.69	38.01
短期借款	35.65	14.21	38.97	10.99	31.67	9.21
应付账款	28.27	11.26	56.11	15.83	55.92	16.26
预收款项	0.02	0.01	0.19	0.05	18.69	5.44
其他应付款	16.98	6.76	23.54	6.64	22.88	6.66
一年内到期的非流动负债	17.30	6.89	37.41	10.55	0.00	0.00
合同负债	17.46	6.96	19.40	5.47	0.38	0.11
非流动负债	127.37	50.76	166.64	47.01	213.16	61.99
长期借款	72.80	29.01	97.05	27.38	142.89	41.56
应付债券	50.80	20.24	59.93	16.91	59.95	17.43
负债总额	250.95	100.00	354.50	100.00	343.85	100.00

注：其他应付款含应付利息、应付股利

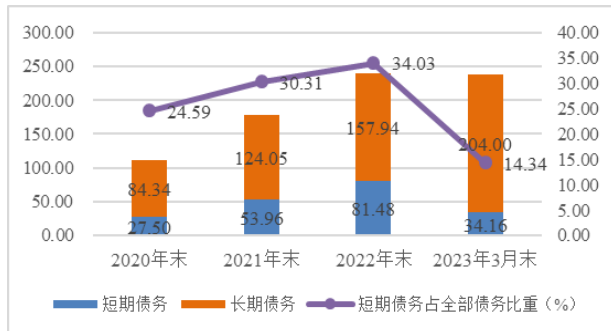
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2022 年末，公司流动负债较年初增长 52.01%，主要系应付账款和一年内到期非流动负债增长所致。其中，公司短期借款较年初增长 9.29%，主要构成为信用借款（32.95 亿元）和保证借款（5.80 亿元）；公司应付账款较年初增长 98.49%，主要系应付指标款和应付工程设备款增加所致；公司其他应付款较年初增长 38.69%，主要往来款增长所致；公司一年内到

期的非流动负债较年初增长 116.29%，主要系一年内到期的长期借款和租赁负债转入所致；公司合同负债主要为土地综合整治业务的预收款及预收房款，合同负债较年初增长 11.09%。

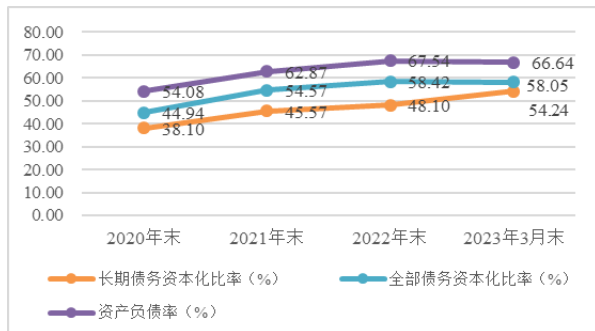
截至 2022 年末，公司非流动负债较年初增长 30.83%。其中，长期借款较年初增长 33.31%；应付债券较年初增长 17.97%，主要系发行“22 山东土地 MTN001”所致。

图 1 公司债务结构 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

图 2 公司财务杠杆水平 (单位: %)



资料来源: 联合资信根据公司财务数据整理

截至 2022 年末, 公司全部债务 239.43 亿元, 较年初增长 34.50%, 仍以长期债务为主。公司融资渠道主要为银行借款和发行债券。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初均有所上升。

截至 2023 年 3 月末, 公司负债总额较上年末整体变化不大, 非流动负债占比有所上升。全部债务 238.16 亿元, 较上年末变化不大, 长期债务占比进一步上升, 公司资产负债率、全部债务资本化比率较上年末变化不大, 长期债务资本化比率提高 6.14 个百分点, 公司债务负担较重。

4. 盈利能力

2022 年, 公司营业总收入增幅大, 整体盈利能力强。

2022 年, 公司营业总收入同比增长 40.97%; 营业成本同比增长 62.81%, 营业总收入增速低于营业成本增速, 受此因素影响, 营业利润率同比下降 10.93 个百分点。

表 13 公司盈利能力情况 (单位: 亿元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
营业总收入	103.80	146.33	13.25
营业成本	75.30	122.59	11.09
费用总额	9.30	15.10	3.41
其中: 管理费用	4.08	6.83	1.48
财务费用	4.79	7.40	1.65
利润总额	18.35	7.06	-1.35
营业利润率 (%)	26.28	15.35	14.47
总资本收益率 (%)	5.70	2.73	--

净资产收益率 (%)	8.91	1.89	--
------------	------	------	----

资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

公司费用总额仍以管理费用和财务费用为主。2022 年, 公司费用总额同比增长 62.34%, 主要系职工薪酬和利息费用增加所致。同期, 费用总额占营业总收入比重为 10.32%, 同比提高 1.36 个百分点, 公司期间费用控制能力尚可。

盈利指标方面, 2022 年, 公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降, 整体盈利能力弱。

2023 年 1—3 月, 公司营业总收入为 13.25 亿元, 营业利润率为 14.47%。

5. 现金流分析

2022 年, 受土地整治项目、大额经营性支出及往来款支出规模较大等因素影响, 公司经营活动及投资活动现金流均保持净流出。由于未来在建及拟建项目规模较大, 公司仍存在较大融资需求。

表 14 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	144.76	150.32	29.54
经营活动现金流出小计	188.22	184.45	25.77
经营活动现金流量净额	-43.45	-34.13	3.77
投资活动现金流入小计	6.70	0.09	1.05
投资活动现金流出小计	17.55	15.35	6.79
投资活动现金流量净额	-10.84	-15.26	-5.74
筹资活动现金流入小计	118.70	144.42	21.08
筹资活动现金流出小计	60.46	90.56	24.12

筹资活动现金流量净额	58.24	53.87	-3.04
现金收入比 (%)	102.04	76.07	199.92

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从经营活动来看，2022 年，公司经营活动现金流入量同比增长 3.84%，主要为土地整治业务的回款、预收款、收到的往来款及合作经营模式中公司直接获得资金回报收到的回款等；经营活动现金流出量同比下降 2.00%，主要为土地整治项目、经营项目支出、支付的往来款及合作经营模式中项目建设阶段的资金投入等。受土地整治项目、经营性项目支出及往来款支出规模较大等因素影响，公司经营活动现金维持大额净流出，但净流出规模较上年收窄。同期，公司现金收入比同比下降 25.98 个百分点，收入实现质量下降。

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入量同比下降 98.72%，主要系其他应收款中的资金拆借款获得的现金及相应的投资收益下降所致；投资活动现金流出量同比下降 12.54%，主要为经营性项目中自有资产购置、建设所支付的现金。公司项目投资规模仍较大，公司投资活动现金持续净流出，净流出规模较上年有所扩大。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流入量同比增长 21.67%，主要为银行借款和发行债券收到的现金；筹资活动现金流出量同比增长 49.78%，主要为偿还债务本息支付的现金。2022 年，公司维持较大的筹资活动现金净流入规模。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金转为净流入，投资活动现金持续净流出，筹资活动现金转为净流出。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现尚可，长期偿债表现强，间接融资渠道畅通。

表 15 公司偿债能力指标

项目	2021 年 (末)	2022 年 (末)	2023 年 3 月 (末)
短期偿债指标			

流动比率 (%)	195.21	179.74	248.86
速动比率 (%)	138.69	125.91	167.97
现金短期债务比 (倍)	0.38	0.31	0.58

长期偿债指标			
EBITDA (亿元)	25.27	18.55	--
全部债务 / EBITDA (倍)	7.05	12.91	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.11	1.73	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债指标看，截至 2022 年末，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比较年初均有所下降。截至 2023 年 3 月末，上述指标较上年末均有所提升，公司短期偿债指标表现尚可。

从长期偿债指标看，2022 年，公司 EBITDA 和 EBITDA 利息倍数均有所下降，全部债务 / EBITDA 有所上升。整体看，公司长期偿债指标表现强。

截至 2022 年末，公司共获得各银行授信额度 851.70 亿元，尚未使用授信额度 694.12 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2022 年末，公司对外担保余额为 1.41 亿元，担保比率为 0.83%，被担保单位为山东世茂鲁坤置业有限公司（简称“世茂鲁坤”），担保期限至 2023 年 1 月，截至目前，公司对世茂鲁坤的担保责任已到期。

截至 2022 年末，公司本部无重大未决诉讼及仲裁。

7. 公司本部财务分析

公司资产和债务主要集中于公司本部，收入来源于各子公司，公司本部对子公司管控力度较强。公司本部整体债务负担较重，短期偿债指标表现较弱。

公司通过人事任命、决策审批、资金归集管理等手段可对子公司形成直接有效的控制，公司本部对子公司整体控制力度较强。

截至 2022 年末，公司本部资产占合并口径的 62.29%；公司本部负债占合并口径的 62.19%；

公司本部所有者权益占合并口径的 62.50%；公司本部全部债务占合并口径的 73.47%。

截至 2022 年末，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.43%和 62.29%，整体债务负担较重；现金短期债务比为 0.26 倍，短期偿债指标表现较弱。

2022 年，公司本部实现营业总收入 0.10 亿元，利润总额为 0.16 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司本部资产总额、所有者权益、负债总额和全部债务总额均较上年末变动不大。2023 年 1—3 月，公司本部营业总收入 0.03 元，利润总额-0.21 亿元。

九、外部支持

山东省政府支持能力非常强。公司作为山东省直管的功能型国有资本投资运营公司，在业务开展和政府补助方面继续得到有力的政府支持，政府支持可能性非常大。

1. 支持能力

2020—2022 年，山东省经济实力持续增强，一般公共预算收入扣除增值税留抵退税因素影响后持续增长，税收占比较高。截至 2022 年末，山东省政府债务余额为 23588.02 亿元，政府债务率约为 94.82%。山东省政府支持能力非常强。

2. 支持可能性

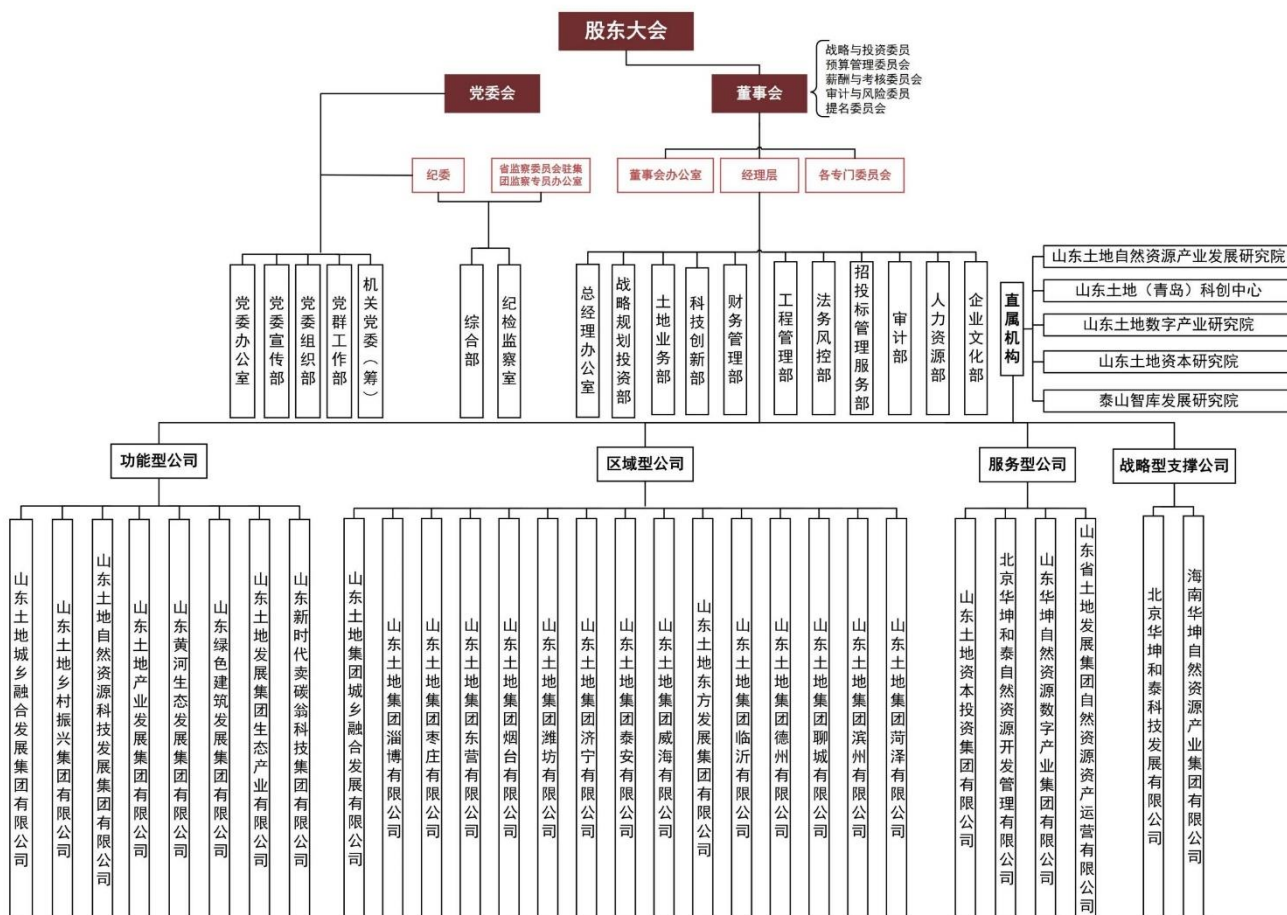
公司是山东省直管的功能型国有资本投资运营公司，主要承担省级土地资源要素的市场化运作任务，具有明确的职能定位，平台地位高。山东省自然资源厅继续对公司履行业务指导和工作协调等职责。截至 2022 年末，公司累计得到政府专项债 9000 万元，用于项目专项建设。2022 年，公司得到政府补助 0.71 亿元。公司的国资背景、区域地位以及业务的专属性特征有利于其获得政府支持，且公司在业务开展和政府补助等方面获得有力的政府支持，政府支持可能性非常大。

十、结论

基于对公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

```
graph TD; A[山东省人民政府国有资产监督管理委员会] -- 70% --> D[山东省土地发展集团有限公司]; B[山东国惠投资控股集团有限公司] -- 20% --> D; C[山东省财欣资产运营有限公司] -- 10% --> D;
```

附件 1-2 截至 2023 年 4 月末公司组织结构图



www.lhratings.com

附件 1-3 截至 2022 年末公司合并范围二级子公司情况

序号	单位名称	持股比例（%）	取得或成立时间
1	山东土地城乡融合发展集团有限公司	100.00	2018 年
2	山东土地乡村振兴集团有限公司	93.89	2018 年
3	山东土地资本投资集团有限公司	100.00	2018 年
4	山东土地产业发展集团有限公司	100.00	2018 年
5	山东土地自然资源科技发展集团有限公司	60.69	2018 年
6	山东土地东方发展集团有限公司	100.00	2020 年
7	山东土地集团临沂有限公司	83.88	2018 年
8	山东土地集团威海有限公司	100.00	2018 年
9	山东土地集团菏泽有限公司	56.67	2018 年
10	山东土地集团济宁有限公司	100.00	2018 年
11	山东省华坤乡村振兴研究院有限责任公司	70.00	2018 年
12	北京华坤和泰科技发展有限公司	87.91	2019 年
13	山东土地集团潍坊有限公司	87.91	2021 年
14	山东土地集团泰安有限公司	80.66	2019 年
15	山东土地集团枣庄有限公司	90.33	2019 年
16	山东土地集团德州有限公司	100.00	2019 年
17	山东华坤自然资源数字产业集团有限公司	100.00	2019 年
18	山东土地集团聊城有限公司	100.00	2020 年
19	山东土地集团滨州有限公司	100.00	2020 年
20	山东省土地发展集团自然资源资产运营有限公司	100.00	2020 年
21	山东土地集团淄博有限公司	100.00	2021 年
22	山东土地集团烟台有限公司	100.00	2021 年
23	山东土地集团东营有限公司	100.00	2021 年
24	山东省城镇规划建筑设计院有限公司	100.00	2021 年
25	北京华坤和泰自然资源开发管理有限公司	96.37	2021 年
26	山东黄河生态发展集团有限公司	96.87	2022 年
27	山东省土地发展集团生态产业有限公司	100.00	2022 年
28	山东土地集团城乡融合发展有限公司	100.00	2022 年
29	海南华坤自然资源产业投资集团有限公司	100.00	2022 年
30	山东新时代卖碳翁科技集团有限公司	100.00	2022 年
31	山东绿色建筑发展集团有限公司	85.00	2022 年

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	13.49	20.52	24.94	19.91
资产总额（亿元）	298.38	399.13	524.90	515.97
所有者权益（亿元）	137.02	148.18	170.41	172.12
短期债务（亿元）	27.50	53.96	81.48	34.16
长期债务（亿元）	84.34	124.05	157.94	204.00
全部债务（亿元）	111.84	178.02	239.43	238.16
营业收入（亿元）	65.67	103.80	146.33	13.25
利润总额（亿元）	9.72	18.35	7.06	-1.35
EBITDA（亿元）	13.86	25.27	18.55	--
经营性净现金流（亿元）	-32.98	-43.45	-34.13	3.77
财务指标				
现金收入比（%）	89.48	102.04	76.07	199.92
营业利润率（%）	22.75	26.28	15.35	14.47
总资本收益率（%）	3.84	5.70	2.73	--
净资产收益率（%）	4.51	8.91	1.89	--
长期债务资本化比率（%）	38.10	45.57	48.10	54.24
全部债务资本化比率（%）	44.94	54.57	58.42	58.05
资产负债率（%）	54.08	62.87	67.54	66.64
流动比率（%）	217.34	195.21	179.74	248.86
速动比率（%）	129.79	138.69	125.91	167.97
经营现金流动负债比（%）	-45.17	-35.16	-18.17	--
现金短期债务比（倍）	0.49	0.38	0.31	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	2.68	3.11	1.73	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.07	7.05	12.91	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 2023 年 1—3 月财务数据未经审计，相关计算指标未经年化

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.11	14.31	16.17	14.88
资产总额（亿元）	231.65	284.58	326.97	329.61
所有者权益（亿元）	106.14	104.51	106.51	106.66
短期债务（亿元）	17.95	42.59	62.14	23.06
长期债务（亿元）	70.63	101.26	113.77	153.51
全部债务（亿元）	88.58	143.84	175.91	176.57
营业收入（亿元）	24.75	1.73	0.10	0.03
利润总额（亿元）	-1.85	1.07	0.16	-0.21
EBITDA（亿元）	-1.08	2.11	0.38	--
经营性净现金流（亿元）	-17.68	-34.29	23.42	-0.67
财务指标				
现金收入比（%）	0.37	0.01	0.00	0.00
营业利润率（%）	-6.48	88.75	-100.56	-83.64
总资本收益率（%）	-0.65	0.77	0.06	--
净资产收益率（%）	-1.74	1.02	0.15	--
长期债务资本化比率（%）	39.96	49.21	51.65	59.00
全部债务资本化比率（%）	45.49	57.92	62.29	62.34
资产负债率（%）	54.18	63.28	67.43	67.64
流动比率（%）	178.80	176.86	122.11	194.46
速动比率（%）	178.80	176.86	122.11	194.46
经营现金流动负债比（%）	-33.59	-44.38	22.53	--
现金短期债务比（倍）	0.62	0.34	0.26	0.65
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 因母公司财务报表未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”表示；3. 2023 年 1—3 月财务数据未经审计，相关计算指标未经年化
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 3 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 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

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 使用权资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持