

山东省土地发展集团有限公司

2024 年主体跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2024〕7118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

二〇二四年七月二十五日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、该公司信用等级自本报告出具之日起至 2024 年 11 月 26 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。

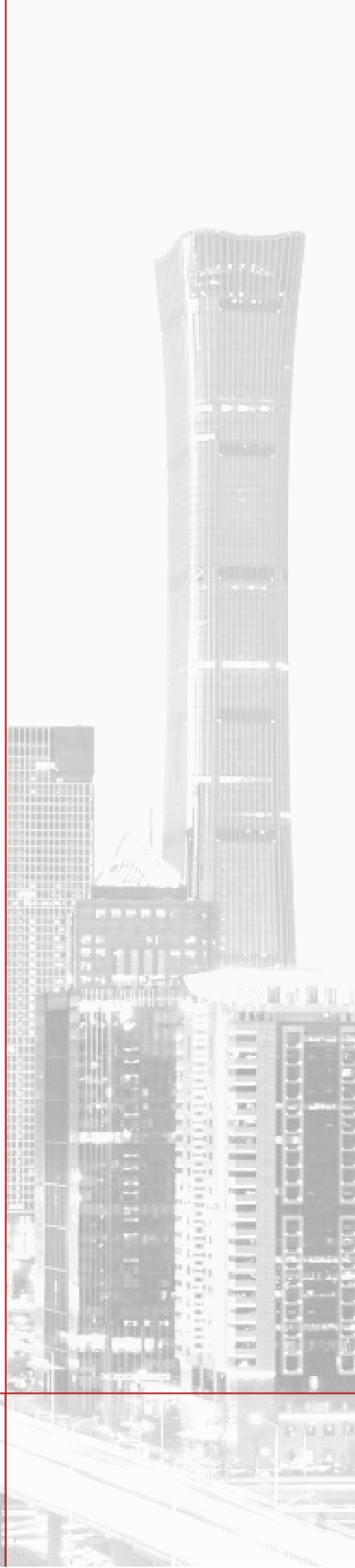
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、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。

八、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。

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

2024 年主体跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
山东省土地发展集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/25

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”）仍为山东省直管的功能型国有资本投资运营公司，主要承担山东省土地等自然资源的保护、开发、利用和管理任务，实施自然资源保护、开发、整理和经营，为重大基础设施、重点工程项目建设提供土地等自然资源要素支持，服务乡村振兴、黄河流域生态保护和高质量发展等重大战略，具有明确的职能定位，区域地位高。山东省是我国重要的工业、农业和人口大省，土地建设用地需求较大，经济体量和财政实力持续增强、稳居全国前列，公司发展的外部环境良好，且公司持续获得外部支持。跟踪期内，公司主要管理制度连续，管理运作正常。2023 年，公司土地整治服务业务验收（入库）流程延长，导致该板块业务收入确认速度减慢，在建及拟建项目规模较大，业务持续性强，但同时也面临较大资金支出压力。同时，公司其他主营业务主要围绕土地等自然资源延伸产业链条，在建产业园项目投资规模较大，公司面临较大资金支出压力，且产业园项目多数未进入运营期，后续收益实现情况有待关注。公司资产以农村土地综合整治项目、经营性项目投入及股权投资为主，盈利能力强；债务规模增长较快，存在一定的债务压力；公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现强，融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在资金注入和政府补助等方面持续获得外部支持。

评级展望

未来，随着公司继续推进农村土地综合整治业务，持续优化产业布局，经营性项目效益逐渐体现，公司有望保持稳定发展。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大资产或股权划转，职能定位下降；政府及相关各方支持意愿大幅减弱；公司财务指标出现明显恶化，融资渠道受阻，偿债能力大幅下降。

优势

- **外部发展环境良好。**山东省是我国重要的工业、农业和人口大省，土地建设用地需求较大，经济体量和财政实力持续增强、稳居全国前列，公司外部发展环境良好。
- **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，主要承担山东省土地等自然资源的保护、开发、利用和管理任务，实施自然资源保护、开发、整理和经营，为重大基础设施、重点工程项目建设提供土地等自然资源要素支持，服务乡村振兴、黄河流域生态保护和高质量发展等重大战略，具有明确的职能定位，区域地位高。
- **持续获得外部支持。**公司实际控制人为山东省人民政府，公司在资金注入和政府补助等方面持续获得外部支持。

关注

- **资金支出压力较大。**公司在建及拟建的农村土地综合整治和在建的产业园项目尚需投资规模较大，未来资金支出压力较大。
- **存在一定的债务压力。**公司债务规模增长较快，短期偿债指标表现一般，存在一定的债务压力。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 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	2
			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

主要财务数据

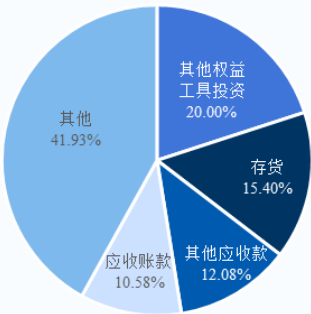
合并口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	24.94	27.69	32.65
资产总额（亿元）	522.63	626.12	635.37
所有者权益（亿元）	171.91	205.26	206.29
短期债务（亿元）	81.48	105.90	26.22
长期债务（亿元）	157.95	193.67	289.23
全部债务（亿元）	239.44	299.57	315.45
营业总收入（亿元）	140.51	100.02	14.14
利润总额（亿元）	6.49	7.13	1.85
EBITDA（亿元）	17.99	18.55	--
经营性净现金流（亿元）	-34.13	9.08	-3.01
营业利润率（%）	15.59	21.08	34.86
净资产收益率（%）	1.55	1.88	--
资产负债率（%）	67.11	67.22	67.53
全部债务资本化比率（%）	58.21	59.34	60.46
流动比率（%）	181.54	171.01	282.93
经营现金流动负债比（%）	-18.65	4.35	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.26	1.25
EBITDA 利息倍数（倍）	1.68	1.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.31	16.15	--

公司本部口径			
项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	326.97	429.87	438.53
所有者权益（亿元）	106.51	133.63	131.89
全部债务（亿元）	175.91	235.27	252.27
营业总收入（亿元）	0.10	0.10	0.40
利润总额（亿元）	0.16	0.19	0.16
资产负债率（%）	67.43	68.91	69.92
全部债务资本化比率（%）	62.29	63.78	65.67
流动比率（%）	122.11	121.07	307.24
经营现金流动负债比（%）	22.53	-24.04	--

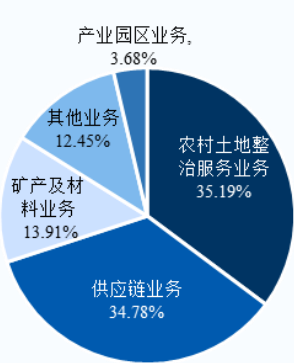
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，未将一年内到期的非流动负债调整至流动负债；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

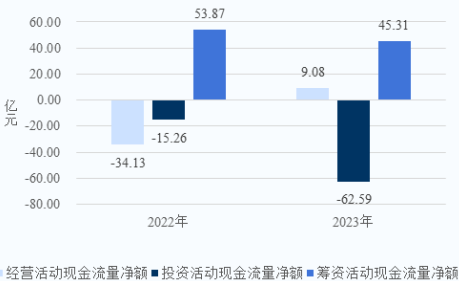
2023 年末公司资产构成



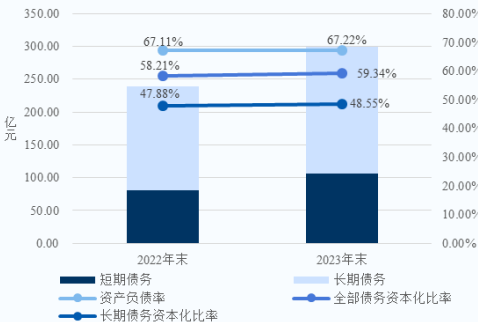
2023 年公司营业总收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年末公司债务情况



评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2023/11/27	霍正泽 王昀千	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	2019/10/28	张依 许狄龙 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	---

注：上述评级方法/模型通过链接可查询；“—”代表该报告未公开披露
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王昀千 wangyq@lhratings.com

项目组成员：王相尹 wangxiangyin@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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

公司成立于 2015 年，初始注册资本 50.00 亿元。历经多次增资和股权变更，截至 2024 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 100.30 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”）持有公司 70.00% 股权、山东国惠投资控股集团有限公司（以下简称“国惠投资”）持有公司 20.00% 股权、山东省财欣资产运营有限公司（以下简称“财欣资产”）持有公司 10.00% 股权，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，并履行对公司业务指导和工作协调等职责。

公司主要承担山东省土地等自然资源的保护、开发、利用和管理任务。截至 2024 年 3 月末，公司本部设运营管理部、财务管理部（财务共享中心）和战略规划投资部等职能部室。

截至 2023 年末，公司资产总额 626.12 亿元，所有者权益 205.26 亿元（含少数股东权益 44.92 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 100.02 亿元，利润总额 7.13 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司资产总额 635.37 亿元，所有者权益 206.29 亿元（含少数股东权益 45.09 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 14.14 亿元，利润总额 1.85 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区奥体西路 2688 号铁建大厦 C 座；法定代表人：李波。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2024 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2 区域环境分析

山东省是我国重要的工业、农业和人口大省，土地建设用地需求较大，经济体量和财政实力持续增强、稳居全国前列，但同时债务负担重。整体看，公司发展的外部环境良好。

山东省位于中国东部沿海、黄河下游，境域包括半岛和内陆两部分，山东半岛突出于渤海、黄海之中，同辽东半岛遥相对峙；内陆部分自北而南与河北、河南、安徽、江苏 4 省接壤。山东省陆域面积 15.58 万平方公里，海洋面积 15.96 万平方公里。山东省辖济南、青岛、淄博、枣庄、东营、烟台、潍坊、济宁、泰安、威海、日照、临沂、德州、聊城、滨州、菏泽 16 个设区市，县级政区 137 个（市辖区 57 个、县级市 27 个、县 53 个），乡镇级政区 1824 个（街道 669 个、乡 68 个、镇 1087 个）。截至 2023 年末，山东省常住人口为 10122.97 万人。山东省是我国重要的工业、农业和人口大省。

图表 1 • 山东省主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年一季度
GDP（亿元）	83095.9	87435.1	92068.7	21652
GDP 增速（%）	8.3	3.9	6.0	6.0
人均 GDP（万元）	8.17	8.60	9.10	/
三次产业结构	7.3:39.9:52.8	7.2:40.0:52.8	7.1:39.1:53.8	/
固定资产投资增速（%）	6.0	6.1	5.2	5.2
社会消费品零售总额（万亿元）	3.37	3.32	3.61	0.88
货物进出口总值（万亿元）	2.93	3.22	3.26	0.77

注：1. 上表中增速口径为同比口径；2. 人均 GDP 通过当年年末常住人口计算得出；3. 固定资产投资增速为不含农户口径；4. “/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据《山东省国民经济和社会发展统计公报》《2024 年一季度山东主要经济指标》整理

2023 年，山东省多项经济、财政指标均稳中有进。山东省 GDP 维持在全国第 3 位，仅次于广东省和江苏省，产业结构以第三产业为主。山东省一般公共预算收入维持在全国第 5 位，仅次于广东省、江苏省、浙江省和上海市，税收收入占比较高，财政自给程度一般，收支平衡对上级补助具有一定依赖，政府性基金收入是山东省地方政府财力的重要补充，其规模受土地市场行情影响有所下降。山东省债务余额持续增长，债务负担重。

图表 2 • 山东省主要财政指标

项目	2021 年（决算）	2022 年（决算）	2023 年（预算执行）	2024 年一季度
一般公共预算收入（亿元）	7284.46	7104.10	7464.72	2245.0
一般公共预算收入增速（%）	11.0	5.3	5.1	4.5
税收收入（亿元）	5475.99	4795.52	5229.61	/
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	75.17	67.50	70.06	/
一般公共预算支出（亿元）	11713.16	12128.63	12582.74	2900.9
财政自给率（%）	62.19	58.57	59.33	77.39
政府性基金收入（亿元）	7976.94	6080.87	4925.37	/
地方政府债务余额（亿元）	19992.7	23588.02	27520.8	/

注：1. 上表中增速口径为扣除增值税留抵退税因素后同口径；2. 财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%；3. “/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据山东省决算报告、预算执行情况报告、主要经济指标等整理

根据山东省自然资源厅公布的国土资源主要统计数据，2021—2023 年，山东省计划供应国有建设用地分别为 40620.59 公顷、50449.43 公顷和 47029.21 公顷。相应的，山东省土地建设用地需求较大。

五、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司股权结构未发生变动。企业规模和竞争力方面，公司是山东省直管的功能型国有资本投资运营公司，主要承担山东省土地等自然资源的保护、开发、利用和管理任务，实施自然资源保护、开发、整理和经营，为重大基础设施、重点工程项目建设提供土地等自然资源要素支持，服务乡村振兴、黄河流域生态保护和高质量发展等重大战略，具有明确的职能定位，区域地位高。公司本部过往债务履约情况良好¹。

（二）管理水平

跟踪期内，公司董事长、总经理变更，主要管理团队稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

截至 2024 年 3 月末，公司拥有董事及高管 13 人，监事机制在调整过程中，无监事人员到位。

李波先生，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；自 2023 年 4 月起任公司党委委员、书记、董事、董事长。

胡元桥先生，1966 年 6 月出生，本科学历；历任国泰租赁有限公司战略管理部总经理、副总经理、总经理，国惠投资党委副书记、董事、副总经理等；自 2023 年 3 月起任公司党委副书记、董事、总经理。

（三）经营方面

1 业务经营分析

公司营业总收入规模下降，收入结构由以农村土地综合整治业务为主转为围绕土地等自然资源延伸产业链条发展，综合毛利率有所提升。

2023 年，公司经营性业务持续发展，但受政策影响，农村土地综合整治业务验收（入库）流程延长，土地要素流通进度趋缓，土地整治业务收入确认速度减慢，导致公司营业总收入规模大幅下降；同时，公司多数业务毛利率呈上升趋势，综合毛利率水平有所提升。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 6.75%，综合毛利率为 36.03%。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
农村土地整治服务业务	89.16	63.46	21.55	35.19	35.19	41.33	5.35	37.84	52.58
矿产及材料业务	12.21	8.69	13.25	13.92	13.91	14.27	1.19	8.42	13.31
产业园区业务	4.16	2.96	17.30	3.68	3.68	19.56	1.25	8.83	35.02
供应链业务	29.98	21.34	1.22	34.79	34.78	0.20	4.35	30.76	0.00
其他业务	4.99	3.55	25.11	12.45	12.45	38.63	2.00	14.14	84.30
合计	140.51	100.00	16.49	100.02	100.00	22.13	14.14	100.00	36.03

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（1）农村土地综合整治业务

2023 年，公司土地整治服务业务验收（入库）流程延长，导致该板块业务收入确认速度减慢，在建及拟建项目规模较大，业

1 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 2024 年 6 月 14 日，公司本部无已结清或未结清的关注及不良类信贷信息，过往履约情况良好。根据过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。截至 2024 年 7 月 23 日，联合资信未发现公司本部存在严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及被行政处罚等行为。

务持续性强，但同时也面临较大资金支出压力。

公司是山东省直管的功能型国有资本投资运营公司，主要承担山东省土地等自然资源的保护、开发、利用和管理任务。公司的农村土地综合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占补平衡指标、增减挂钩指标和其他土地资源要素。

公司的农村土地综合整治业务主要集中在山东省范围内，调剂主要为跨区域调剂，2023 年 9 月之前，公司业务主要分为合作服务模式、合作开发模式和合作经营模式三种类型；2023 年 9 月之后，公司新获取的项目统一收取土地整治服务费，不再区分三种类型。

合作服务模式中，公司参与土地要素省域内有偿调剂（交易）流通过程，通过销售单一或多种土地要素的方式最终获取收益。农村土地综合整治实施阶段，公司与土地要素购买方和出让方签订有偿调剂协议书，对县（市、区）政府或土地综合整治业务的实施主体提供政策和业务指导，不参与土地综合整治业务的具体实施。土地要素调剂阶段，由公司向有关部门提交土地要素调剂申请，经备案后，向土地要素出让方购入土地要素，将土地要素销售给土地要素购买方，销售差价为公司收益来源。

合作开发模式中，由公司与县（市、区）政府合作，由县（市、区）政府或其指定单位作为建设主体，按照公司打造乡村振兴齐鲁样板的理念，负责项目立项、建设实施的乡村整治，公司参与投资建设并监督项目具体实施过程，土地综合整治完成后获取土地资源要素，通过要素销售实现收益。

合作经营模式中，土地要素出让方（县、乡两级政府）自主实施农村土地综合整治和土地开发项目，由公司进行规划设计、资金拨付、项目全过程监督等工作，协助完成土地要素调剂实现收益。公司提供土地综合整治所需资金并按照协议约定获得土地要素的收益权、调剂权或利息收益作为回报。

公司农村土地综合整治业务的定价主要参考各类土地要素调剂指导价格，并根据市场供需情况，与交易各方确定最终的调剂价格。2023 年，受政策影响，公司土地整治服务业务验收（入库）流程延长，土地要素流通进度趋缓，导致该板块业务收入确认速度减慢。截至 2023 年末，公司主要在建和拟建农村土地综合整治项目主要分布在山东省 10 余个设区市，其中主要在建农村土地综合整治项目计划总投资 153.88 亿元，尚需投资 57.52 亿元，主要拟建农村土地综合整治项目计划总投资 8.32 亿元，公司未来资金支出压力较大。

图表 4 • 截至 2023 年末公司主要在建农村土地综合整治项目情况（单位：亿元、亩）

序号	项目名称	项目所在地	土地综合整治 起始时间	计划总投资 规模	已完成投资 规模	面积	土地要素类型	业务模式 类型
1	乡村振兴齐鲁样板平原县桃园街道办事处合作开发项目	德州市平原县	2019 年 5 月	10.06	6.86	1766.00	增减挂钩	合作开发
2	乡村振兴鲁西南样板鄄城县阎什镇项目	菏泽市鄄城县	2019 年 3 月	8.62	6.31	1189.00	增减挂钩	合作开发
3	乡村振兴齐鲁样板夏津县平安湖项目	德州市夏津县	2019 年 3 月	7.95	5.08	2875.88	耕地占补平衡 增减挂钩	合作开发
4	单县终兴镇吴集村等 7 村美丽宜居乡村建设项目	菏泽市单县	2020 年 7 月	7.36	6.28	2261.00	增减挂钩	合作经营
5	平原县王庙镇张官店项目	德州市平原县	2020 年 6 月	6.70	3.48	1000.00	增减挂钩	合作开发
6	德州市禹城市土地综合整治项目补充耕地指标调剂合作项目	德州市禹城市	2021 年 2 月	6.31	5.35	6417.69	耕地占补平衡	合作经营
7	淄博市等地市耕地占补平衡指标合作服务项目	淄博市淄川区	2022 年 3 月	5.24	3.20	4029.00	耕地占补平衡	合作服务
8	成武增减挂钩项目	菏泽市成武县	2019 年 3 月	5.13	4.59	2188.00	增减挂钩	合作经营
9	东平县旧县乡姬庄村等 8 村黄河滩区居民迁建工程增减挂钩试点项目	泰安市东平县	2019 年 9 月	4.80	3.43	1370.00	增减挂钩	合作经营
10	单县朱集镇吴六村等 6 村美丽宜居乡村建设项目	菏泽市单县	2021 年 2 月	4.62	3.61	1625.00	增减挂钩	合作经营
11	东港区三庄镇大沈马庄土地综合整治项目	日照市东港区	2020 年 4 月	4.43	2.82	3811.60	耕地占补平衡 增减挂钩	合作经营
12	单县朱集镇石村等 6 村增减挂钩项目	菏泽市单县	2019 年 11 月	4.32	3.78	1536.00	增减挂钩	合作经营
13	曹县古营集镇大石楼村等 11 村美丽宜居建设项目	菏泽市曹县	2021 年 2 月	4.25	2.15	1498.00	增减挂钩	合作经营
14	新泰市西张庄镇圣德庄村等三村土地整治项目	泰安市新泰市	2021 年 9 月	4.20	2.19	1096.23	增减挂钩	合作经营
15	宁阳县全域补充耕地指标合作服务项目	泰安市宁阳县	2020 年 11 月	4.00	1.75	4000.00	耕地占补平衡	合作服务
16	平原县桃园街道办事处美丽宜居乡村建设（二期）项目	德州市平原县	2021 年 4 月	3.93	2.24	1300.00	增减挂钩	合作经营
17	东平县黄河滩区村庄迁建土地综合整治项目	泰安市东平县	2019 年 1 月	3.78	2.19	1003.00	增减挂钩	合作经营
18	单县终兴镇等 3 乡镇增减挂钩项目	菏泽市单县	2020 年 4 月	3.60	2.72	1089.00	增减挂钩	合作经营

19	莱阳市 8 乡镇土地综合整治项目	烟台市莱阳市	2022 年 9 月	3.24	0.04	5638.53	耕地占补平衡	合作经营
20	东营区牛庄镇东西范村美丽宜居乡村建设合作经营项目	东营市东营区	2021 年 6 月	2.83	2.13	708.00	增减挂钩	合作经营
其他在建项目		--	--	48.53	26.18	38510.68	--	--
合计		--	--	153.88	96.36	84912.61	--	--

资料来源：公司提供

（2）其他主营业务

公司其他主营业务主要围绕土地等自然资源延伸产业链条，供应链业务需关注上下游民营企业经营风险；在建产业园项目投资规模较大，多数未进入运营期，后续收益实现情况有待关注。

矿产及材料业务包括矿产业务和材料制造业务。矿产业务包括绿色矿山规划设计、建设、开采（修复）、矿产品加工和产品销售产业链条。截至 2023 年末，公司主要的矿山开发项目有 6 处，采矿权账面价值为 14.51 亿元，业务主要集中在矿山开采（修复）、矿产品初加工和产品销售环节，矿产品主要包括砂石骨料和石灰石，公司通过矿产品对外销售实现收入。材料制造业务主要为沥青及各类改性沥青的生产、销售和仓储业务，业务模式有生产销售、仓储和代加工三类。

供应链业务采用以销定采、赚取差价的方式开展，主要品种为铁矿石、电解铜、原油、钢材和沥青等，包括预付、赊销和仓储控货三种模式，上下游结算方式均为现汇，账期一般在 3~6 个月。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。

产业园区业务主要为公司自建产业园，通过出租、出售和物业管理等方式实现收益。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，项目均由公司控股并纳入合并报表范围。截至 2023 年末，公司主要在建产业园项目中公司需出资额合计 74.62 亿元，未来尚需投资 29.53 亿元，多数项目未进入运营期，后续收益实现情况有待关注。

图表 5 • 截至 2023 年末公司主要在建产业园项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	其中：公司计划总投资	已完成投资	其中：公司已完成投资
泰山智造科技园项目	5.31	3.72	3.43	3.43
唐冶双创产业园	22.86	22.86	21.96	21.96
海南南繁科研育种基地（抱孔洋）配套服务区	18.05	18.05	6.22	6.22
山东土地菏泽科技产业园项目	4.45	4.01	2.96	2.96
山东土地菏泽中外合作产业园	3.85	3.47	1.84	1.84
威海虎头角海洋艺术角一期启动区项目沙湖片区	18.00	12.60	4.41	3.09
鲁班国际精装物流中心项目	9.92	9.92	5.59	5.59
合计	82.45	74.62	46.42	45.09

注：项目计划总投资金额含其他投资方投资金额

资料来源：公司提供

2 未来发展

未来，公司将分为三个方面实现可持续发展。一是巩固优势业务，夯实基本盘。公司将继续在山东省内重点区域深耕细作农村土地综合整治业务，积极拓展省外业务，强化资源调查、规划设计、造价咨询、工程施工、投资运营一体化产业链条核心竞争力打造。二是拓展成熟业务，形成新优势。绿色矿山业务方面，公司将积极寻找储备战略性矿种；防风治沙产业、土地整治延伸产业方面，公司将重点延伸林下经济、木本油料作物及产品的加工销售；数字双碳业务、生态保护与修复业务方面，公司将积淀核心技术能力，稳步提升经营指标。三是培育创新业务，集聚新动能。公司将在现有业务基础上，形成物业服务等新业态，围绕山东省内重点产业投资，在自然资源资产代理、国家储备林等新兴业务领域实现突破。

（四）财务方面

新联谊会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年财务报表进行了审计，审计结论为标准无保留意见。公司 2024 年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。2023 年及 2024 年 1—3 月，公司合并范围内变动的子公司规模不大，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

公司资产规模持续增长，以农村土地综合整治项目、经营性项目投入及股权投资为主，往来款对资金形成一定占用，公司整体资产质量一般。

截至 2023 年末，公司资产结构相对均衡。

图表 6 • 公司主要资产情况

项目	2022 年末		2023 年		2024 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	332.31	63.58	356.55	56.95	342.14	53.85
货币资金	24.52	4.69	15.73	2.51	20.68	3.26
应收账款	79.24	15.16	68.94	11.01	67.23	10.58
预付款项	59.41	11.37	27.45	4.38	27.59	4.34
其他应收款	40.57	7.76	73.61	11.76	76.74	12.08
存货	101.14	19.35	96.68	15.44	97.88	15.40
合同资产	23.37	4.47	38.78	6.19	40.02	6.30
非流动资产	190.33	36.42	269.57	43.05	293.23	46.15
其他权益工具投资	91.11	17.43	127.08	20.30	127.08	20.00
长期应收款	0.00	0.00	31.72	5.07	58.07	9.14
资产总额	522.63	100.00	626.12	100.00	635.37	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2023 年末，公司货币资金主要为银行存款，使用受限资金为 2.80 亿元，受限比例为 17.81%。

往来款方面，截至 2023 年末，公司应收账款主要为应收各地自然资源局/自然资源和规划局的农村土地综合整治款，前五名欠款方合计金额占比为 23.30%，集中度不高；账龄中 1 年以内、1~2 年和 2~3 年分别占 33.66%、44.02%和 19.92%，账龄情况一般；累计计提坏账准备 0.08 亿元。预付款项主要为预付土地要素调剂款和建设施工款，预付对象前五名占期末余额的 34.98%，集中度不高。其他应收款主要为与经营业务相关的往来款、项目垫付款等，前五名合计占期末余额的 48.69%，集中度一般。2023 年，由于部分项目模式改变，部分预付的土地要素款转入其他应收款。

项目投入方面，截至 2023 年末，公司存货主要包括开发成本（主要为农村土地综合整治项目和经营性项目中的产业园等项目投入）61.37 亿元、库存商品（主要为已产生的土地要素）14.71 亿元和合同履约成本 11.06 亿元，累计计提存货跌价准备 0.36 亿元。合同资产主要为土地综合治理投入。

截至 2023 年末，公司其他权益工具投资主要为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（公司认缴 80 亿股，持股比例 16.43%），核算上指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益；根据咨询报告，铁投集团全部股权增值 227.64 亿元，公司按持股比例确认相应增值部分。长期应收款为原计入一年内到期的非流动资产中的融资租赁款，公司融资租赁业务投放以售后回租为主，资金主要为自有资金，客户以山东省内客户为主，行业投放较广，不存在关注类和不良类资产。

截至 2023 年末，公司受限资产合计 36.59 亿元，占资产总额的 5.84%。

图表 7 • 截至 2023 年末公司受限资产情况

项目	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	2.80	预售保证金、代发薪监管资金等
存货	11.34	借款抵押
投资性房地产	12.66	借款抵押
固定资产	0.77	借款抵押
无形资产	0.21	借款抵押
在建工程	6.78	借款抵押

采矿权	2.04	借款抵押
合计	36.59	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表附注整理

截至 2024 年 3 月末，公司资产规模和结构较上年末变动不大，资产结构保持均衡。

受益于注资和股权投资增值，公司所有者权益持续增长，稳定性一般。

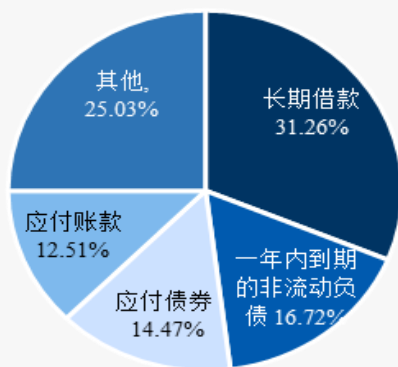
截至 2023 年末，公司所有者权益 205.26 亿元，其中实收资本占 48.87%、资本公积占 1.70%、其他综合收益占 17.19%、未分配利润占 10.06%、少数股东权益占 21.89%。具体看，2023 年，公司实收资本增加 0.30 亿元至 100.30 亿元。资本公积无变动，为 3.49 亿元。其他综合收益增加 27.02 亿元至 35.28 亿元，主要系对铁投集团的股权投资增值所致。整体看，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2024 年 3 月末，公司所有者权益规模和构成较上年末变动不大。

公司债务规模增长较快，融资渠道以银行借款为主，存在一定的债务压力。

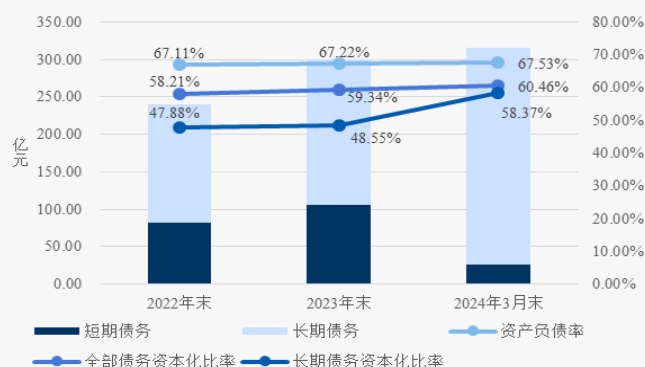
截至 2023 年末，公司负债总额 420.87 亿元，主要为有息债务。截至 2023 年末，公司经营性负债主要为以应付土地要素款、农村土地综合整治费和工程设备款为主的应付账款和以往来款为主的其他应付款。截至 2023 年末，公司全部债务 299.57 亿元，债务结构以长期债务为主。从融资渠道看，公司借款融资占 71.87%，债券融资占 27.01%，其他渠道融资占 1.12%；从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈上升趋势。整体看，公司存在一定的债务压力。

图表 8 • 截至 2023 年末公司负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 9 • 公司有息债务情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2024 年 3 月末，公司负债和全部债务规模均较上年末变动不大。公司 2024 年一季度财务报表中未将一年内到期的非流动负债调整至流动负债中。截至 2024 年 5 月末，公司存续债券中，若考虑行权，将于 2024—2027 年行权、到期的规模分别为 20.00 亿元、31.00 亿元、50 亿元和 20.00 亿元。

图表 10 • 截至 2024 年 5 月末公司存续债券情况

债券简称	债券类别	发行日期	发行期限 (年)	票面利率 (%)	发行规模 (亿元)	余额 (亿元)	下一行权日	到期日期
20 山东土地 PPN001	定向工具	2020/09/08	5	4.20	10.00	1.00	--	2025/09/11
21 土地 01	私募债	2021/07/29	5 (3+2)	3.60	20.00	20.00	2024/08/02	2026/08/02
22 山东土地 MTN001	一般中期票据	2022/04/28	5 (3+2)	3.28	10.00	10.00	2025/05/05	2027/05/05
23 土地 01	一般公司债	2023/05/17	5 (3+2)	3.40	20.00	20.00	2026/05/19	2028/05/19
23 山东土地 MTN001	一般中期票据	2023/06/26	5 (3+2)	3.35	10.00	10.00	2026/06/28	2028/06/28
23 山东土地 MTN002	一般中期票据	2023/08/02	5 (3+2)	3.25	10.00	10.00	2026/08/04	2028/08/04
23 山东土地 MTN003	一般中期票据	2023/08/24	5 (3+2)	3.18	10.00	10.00	2026/08/28	2028/08/28
24 土地 01	私募债	2024/01/23	5 (3+2)	3.05	20.00	20.00	2027/01/24	2029/01/24
24 土地 03	私募债	2024/01/31	5	3.13	8.00	8.00	--	2029/02/02
24 土地 02	私募债	2024/01/31	3	2.99	2.00	2.00	--	2027/02/02
24 土地 05	私募债	2024/04/15	5	2.85	10.00	10.00	--	2029/04/17

注：1. 表中包含计入应付债券、一年内到期的非流动负债中的存续债券；2. 表中债券余额为票面价值、票面利率为发行时票面利率
资料来源：Wind

公司农村土地综合整治业务受政策影响确认收入速度减慢，导致公司营业总收入规模大幅下降，整体盈利能力强。

2023 年，受政策影响，农村土地综合整治业务验收（入库）流程延长，土地要素流通进度趋缓，相关业务收入确认速度减慢，导致公司营业总收入规模大幅下降。公司营业成本同趋势变动，营业利润率有所上升。公司整体盈利能力强。

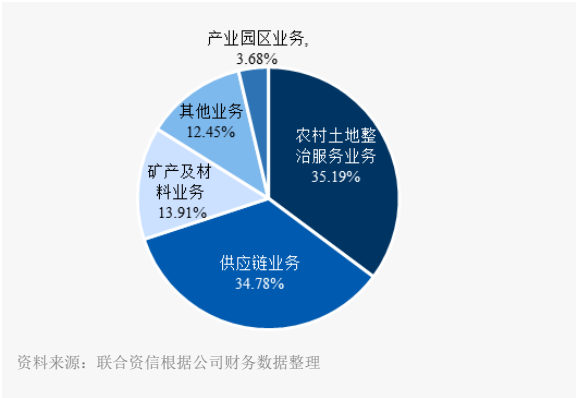
2024 年 1—3 月，公司完成营业总收入 14.14 亿元，同比增长 6.75%；实现利润总额 1.85 亿元。

图表 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	140.51	100.02	14.14
营业成本	117.34	77.89	9.05
期间费用	15.10	15.29	3.53
利润总额	6.49	7.13	1.85
营业利润率（%）	15.59	21.08	34.86
总资本收益率（%）	2.59	2.47	--
净资产收益率（%）	1.55	1.88	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 12 • 2023 年公司营业总收入构成



公司经营项目总规模由扩张期进入平稳阶段，经营活动现金由净流出转为净流入。公司新增发放融资租赁款，投资活动现金净流出规模明显扩大。考虑到公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，公司未来融资需求较大。

从经营活动来看，2023 年，公司经营活动现金流入量有所下降，主要为农村土地综合整治业务的回款、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。经营活动现金流出量有所下降，主要为农村土地综合整治项目、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。2022 年及以前，公司农村土地综合整治业务处于扩张期，土地要素等购货资金支出规模较大，同时业务围绕土地等自然资源延伸产业链条，支付项目工程款、往来款等现金支出规模较大，经营活动现金净流出。2023 年，公司经营项目总规模运营平稳，经营活动现金转为净流入。2023 年，公司现金收入比有所提升，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2023 年，公司投资活动现金流入主要为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和收回投资收到的现金。同期，公司投资活动现金流出主要为经营性项目中自有资产购置、建设所支付的现金和投资支付的现金。2023 年，公司投资活动现金净流出规模明显扩大，主要系新增发放融资租赁款所致。

从筹资活动来看，2023 年，公司筹资活动现金流入量有所增长，主要为取得借款及发行债券收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出量有所增长，主要系偿还债务及利息所支付的现金。公司筹资活动现金持续净流入。

2024 年 1—3 月，公司经营活动和投资活动现金为净流出，筹资活动现金仍为净流入。

图表 13 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	150.32	128.17	18.10
经营活动现金流出小计	184.45	119.09	21.11
经营活动现金流量净额	-34.13	9.08	-3.01
投资活动现金流入小计	0.09	11.16	11.82
投资活动现金流出小计	15.35	73.75	18.67
投资活动现金流量净额	-15.26	-62.59	-6.85
筹资活动现金流入小计	144.42	172.21	55.96
筹资活动现金流出小计	90.56	126.91	41.14
筹资活动现金流量净额	53.87	45.31	14.82
现金收入比（%）	79.22	97.80	84.97

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现强，间接融资渠道畅通。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年 1—3 月（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	181.54	171.01	282.93
	速动比率（%）	126.29	124.63	201.99
	现金类资产/短期债务（倍）	0.31	0.26	1.25
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	17.99	18.55	--
	全部债务/EBITDA（倍）	13.31	16.15	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.68	1.53	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从偿债指标看，2023 年，公司流动资产和速动资产对流动负债保障程度强，可用货币资金对短期债务保障程度较弱，整体短期偿债指标表现一般；EBITDA 对利息支出的保障能力强，长期偿债指标表现强。

截至 2024 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度 1004.30 亿元（其中中国邮政储蓄银行股份有限公司、中国农业发展银行、中国银行股份有限公司和中国建设银行股份有限公司的授信规模均在百亿及以上），尚未使用授信额度 816.41 亿元，间接融资渠道畅通。同时，截至 2024 年 3 月末，公司在手未使用批文包括私募公司债 20.00 亿元、融资租赁 ABS10.00 亿元、CMBS19.51 亿元和中期票据 10.00 亿元，再融资渠道畅通。

截至 2023 年末，公司无对外担保。

截至 2023 年末，公司不存在涉及披露的重大未决诉讼或仲裁。

3 公司本部主要变化情况

公司资产、负债主要来自公司本部，本部存在一定的债务压力，收入主要来源于各子公司，本部对子公司管控力度强。

截至 2023 年末，公司本部资产、负债和所有者权益分别占合并口径的 68.66%、70.39%和 65.10%。2023 年，公司本部营业总收入和利润总额分别占合并口径的 0.10%和 2.66%。公司资产、负债主要来自公司本部，收入主要来源于各子公司，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。截至 2023 年末，公司本部全部债务占合并口径的 78.53%，公司本部资产负债率 68.91%，全部债务资本化比率 63.78%，存在一定的债务压力。

（五）ESG 方面

公司环境方面无监管处罚情况，积极履行作为地方国有企业的社会责任，治理结构和内控制度较为完善，ESG 信息披露质量有待改善。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可，对其持续经营影响较小。

环境方面，公司在项目建设和运营过程中需要消耗能源，产生废水、废气等废弃物，同时可能会面临噪音等环境风险。公司注重安全生产与环保投入，未发生安全责任事故，未发生污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司每月按时发放工资，无拖欠情况，注重人才培养及公平雇佣。公司与施工单位未发生合同争议和违约情况，上下游合同履行能力强。公司通过加强现场安全管理和教育培训，确保工程质量和人员安全，未发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司作为公募发债主体，信息披露及时。自 2021 年以来，公司不存在高级管理人员因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。公司未设置专门的 ESG 管理部门或组织，未披露 ESG 相关报告，ESG 信息披露质量有待改善。

六、外部支持

公司实际控制人综合实力非常强，公司作为山东省直管的功能型国有资本投资运营公司，在资金注入和政府补助等方面持续获得外部支持。

公司控股股东为山东省国资委、实际控制人为山东省人民政府。山东省是我国重要的工业、农业和人口大省，土地建设用地需求较大，经济体量和财政实力持续增强、稳居全国前列。公司实际控制人综合实力非常强。

公司是山东省直管的功能型国有资本投资运营公司，区域地位高，公司在资金注入和政府补助等方面持续获得外部支持，提升了公司资本实力和整体竞争力。

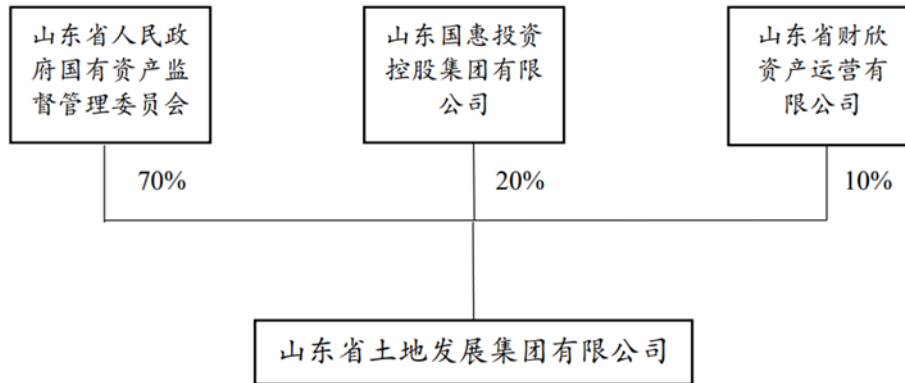
2023 年，公司实收资本增加 0.30 亿元至 100.30 亿元，得到政府补助 0.56 亿元。截至 2023 年末，公司递延收益 1.96 亿元，均为政府补助。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

七、跟踪评级结论

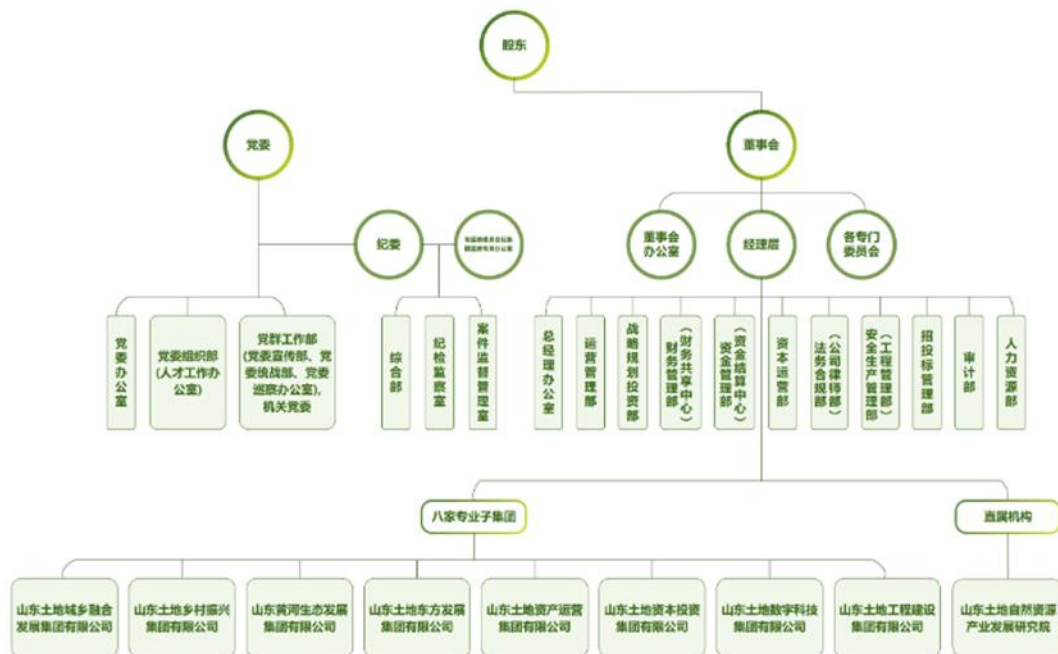
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	24.94	27.69	32.65
应收账款（亿元）	79.24	68.94	67.23
其他应收款（亿元）	40.57	73.61	76.74
存货（亿元）	101.14	96.68	97.88
长期股权投资（亿元）	5.01	8.76	8.74
固定资产（亿元）	27.90	26.57	26.48
在建工程（亿元）	15.64	19.33	19.87
资产总额（亿元）	522.63	626.12	635.37
实收资本（亿元）	100.00	100.30	100.30
少数股东权益（亿元）	39.86	44.92	45.09
所有者权益（亿元）	171.91	205.26	206.29
短期债务（亿元）	81.48	105.90	26.22
长期债务（亿元）	157.95	193.67	289.23
全部债务（亿元）	239.44	299.57	315.45
营业总收入（亿元）	140.51	100.02	14.14
营业成本（亿元）	117.34	77.89	9.05
其他收益（亿元）	0.71	0.56	0.27
利润总额（亿元）	6.49	7.13	1.85
EBITDA（亿元）	17.99	18.55	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	111.31	97.82	12.02
经营活动现金流入小计（亿元）	150.32	128.17	18.10
经营活动现金流量净额（亿元）	-34.13	9.08	-3.01
投资活动现金流量净额（亿元）	-15.26	-62.59	-6.85
筹资活动现金流量净额（亿元）	53.87	45.31	14.82
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.52	1.34	--
存货周转次数（次）	1.37	0.79	--
总资产周转次数（次）	0.30	0.17	--
现金收入比（%）	79.22	97.80	84.97
营业利润率（%）	15.59	21.08	34.86
总资本收益率（%）	2.59	2.47	--
净资产收益率（%）	1.55	1.88	--
长期债务资本化比率（%）	47.88	48.55	58.37
全部债务资本化比率（%）	58.21	59.34	60.46
资产负债率（%）	67.11	67.22	67.53
流动比率（%）	181.54	171.01	282.93
速动比率（%）	126.29	124.63	201.99
经营现金流动负债比（%）	-18.65	4.35	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.26	1.25
EBITDA 利息倍数（倍）	1.68	1.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.31	16.15	--

注：公司 2024 年一季度财务报表未经审计，未将一年内到期的非流动负债调整至流动负债
 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（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	16.17	10.00	24.31
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	110.70	159.08	163.62
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	93.42	118.29	116.49
固定资产（亿元）	7.16	6.99	6.93
在建工程（亿元）	0.06	0.02	0.02
资产总额（亿元）	326.97	429.87	438.53
实收资本（亿元）	100.00	100.30	100.30
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	106.51	133.63	131.89
短期债务（亿元）	62.14	90.46	18.56
长期债务（亿元）	113.77	144.81	233.71
全部债务（亿元）	175.91	235.27	252.27
营业总收入（亿元）	0.10	0.10	0.40
营业成本（亿元）	0.12	0.12	0.03
其他收益（亿元）	0.002	0.002	0.0005
利润总额（亿元）	0.16	0.19	0.16
EBITDA（亿元）	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	207.61	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	207.61	249.39	36.47
经营活动现金流量净额（亿元）	23.42	-33.58	-9.38
投资活动现金流量净额（亿元）	-40.34	-23.63	-0.09
筹资活动现金流量净额（亿元）	18.79	51.29	15.38
财务指标			
销售债权周转次数（次）	/	/	--
存货周转次数（次）	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.0003	0.0003	--
现金收入比（%）	/	74.19	76.71
营业利润率（%）	-100.56	-105.33	87.57
总资本收益率（%）	/	/	--
净资产收益率（%）	0.15	0.14	--
长期债务资本化比率（%）	51.65	52.01	63.92
全部债务资本化比率（%）	62.29	63.78	65.67
资产负债率（%）	67.43	68.91	69.92
流动比率（%）	122.11	121.07	307.24
速动比率（%）	122.11	121.07	307.24
经营现金流动负债比（%）	22.53	-24.04	--
现金短期债务比（倍）	0.26	0.11	1.31
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计，未将一年内到期的非流动负债调整至流动负债；2. 公司部分科目为 0，未提供现金流量表补充资料，相关指标无法计算
 资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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 评级展望设置及含义

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