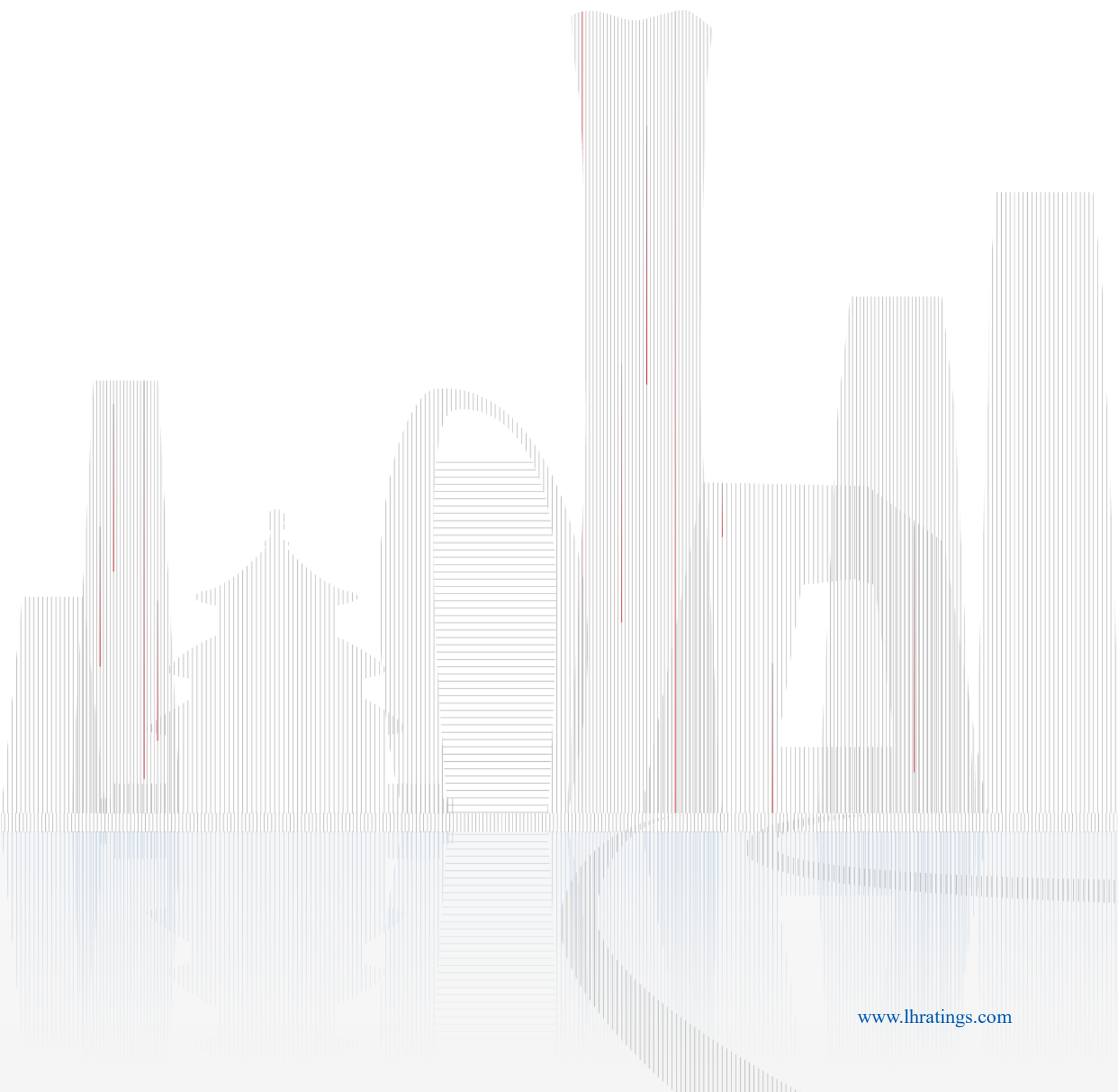


山东省土地发展集团有限公司

2025 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〔2025〕5806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

二〇二五年七月二十四日

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。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方保持独立，因此联合资信评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信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 2025 年 12 月 29 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。

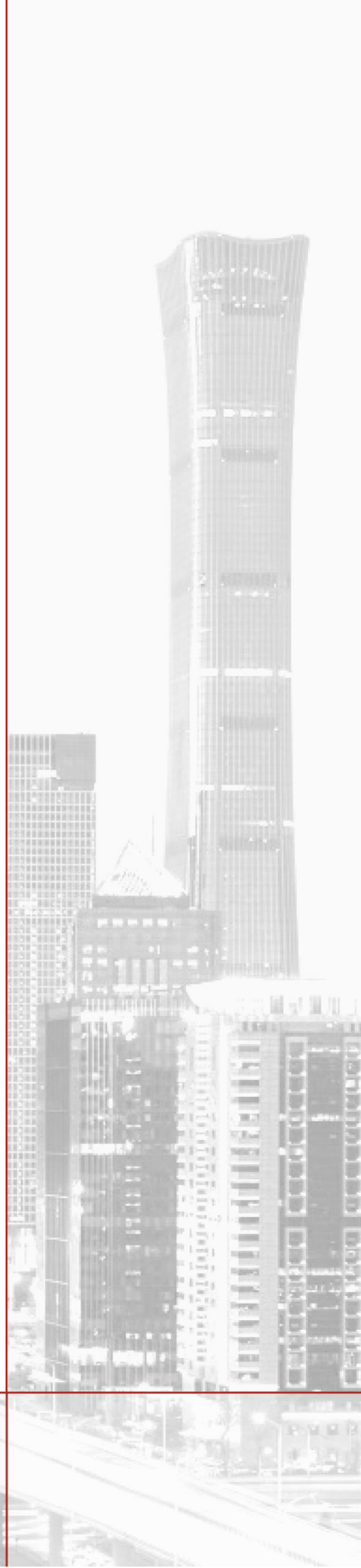
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

2025 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	2025/07/24

评级观点

山东省土地发展集团有限公司（以下简称“公司”）为山东省直管的功能型国有资本投资运营公司，主要承担土地等自然资源的保护、开发、利用和管理任务，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，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。2024 年，公司经营性业务持续发展，营业总收入规模和综合毛利率水平平均小幅增长，收入构成主要为土地整治与经营、绿色矿山开发及材料、投资及资产运营等。土地整治业务前期土地要素投入较多、资金沉淀较多，在建及拟建的土地整治项目规模较大，业务持续性强，但面临较大资金支出压力。围绕矿山资源延伸产业链条开展的供应链业务对收入贡献较大，但供应链业务受行业竞争加剧压缩利润空间等因素影响毛利率水平低，且需关注上下游民营企业经营风险。投资及资产运营中在建产业园项目投资规模较大，后续收益实现情况有待关注。公司资产中主要为土地整治项目和经营性项目投入、应收土地整治款和经营业务相关的往来款、融资租赁款及股权投资等，整体资产质量一般。公司债务规模增长较快，债务负担较重，存在一定短期偿债压力，长期偿债指标表现较强，融资渠道畅通。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在政府补助等方面持续获得外部支持。

评级展望

未来，随着公司继续推进土地整治与经营、土地整治延伸产业、绿色矿山开发、防沙治沙产业、国家储备林建设、资产经营管理、投资与资本运作、数字双碳产业、生态保护与修复等九大业务，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，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。**公司在建及拟建的土地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。
- **存在一定短期偿债压力。**公司债务规模增长较快，债务负担较重，2025 年 3 月底现金短期债务比为 0.29 倍，存在一定短期偿债压力。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

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

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	F3	现金流	资产质量	4	
			盈利能力	3	
			现金流量	3	
		资本结构		3	
		偿债能力		3	
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				+3	
评级结果				AAA	

个体信用状况变动说明：由于现金流和偿债能力指标下滑，公司指示评级由上次评级的aa⁺变动为aa⁻；公司无个体调整因素，故公司的个体信用等级由aa⁺变动为aa⁻。

外部支持变动说明：公司实际控制人综合实力非常强，在政府补助等方面持续给予公司支持。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

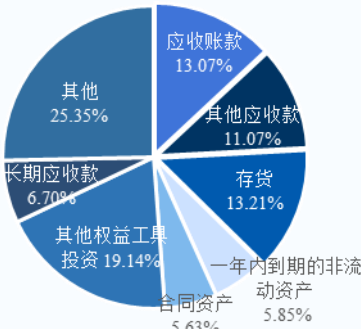
合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	24.95	27.73	27.88	32.63
资产总额（亿元）	522.63	626.12	657.24	711.07
所有者权益（亿元）	171.91	205.26	212.68	220.37
短期债务（亿元）	81.48	105.90	87.29	111.71
长期债务（亿元）	157.95	193.67	259.32	265.95
全部债务（亿元）	239.44	299.57	346.61	377.65
营业总收入（亿元）	140.51	100.02	106.94	20.01
利润总额（亿元）	6.49	7.13	7.61	3.31
EBITDA（亿元）	17.99	18.55	18.55	--
经营性净现金流（亿元）	-34.13	9.08	9.73	3.74
营业利润率（%）	15.59	21.08	21.34	29.37
净资产收益率（%）	1.55	1.88	2.11	--
资产负债率（%）	67.11	67.22	67.64	69.01
全部债务资本化比率（%）	58.21	59.34	61.97	63.15
流动比率（%）	181.54	171.01	222.91	196.93
经营现金流动负债比（%）	-18.65	4.35	5.81	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.26	0.32	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	1.68	1.53	1.43	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.31	16.15	18.69	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	326.97	429.87	462.19	477.47
所有者权益（亿元）	106.51	133.63	130.59	130.52
全部债务（亿元）	175.91	235.27	257.65	279.12
营业总收入（亿元）	0.10	0.10	0.56	0.03
利润总额（亿元）	0.16	0.19	0.06	0.00
资产负债率（%）	67.43	68.91	71.74	72.66
全部债务资本化比率（%）	62.29	63.78	66.36	68.14
流动比率（%）	122.11	121.07	174.30	160.13
经营现金流动负债比（%）	22.53	-24.04	-12.58	--

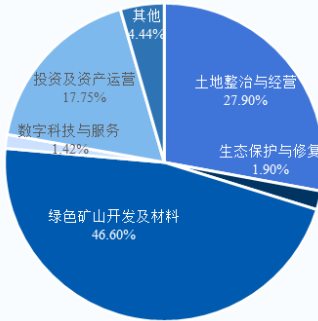
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

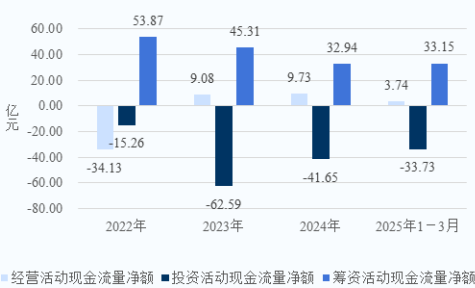
2024 年末公司资产构成



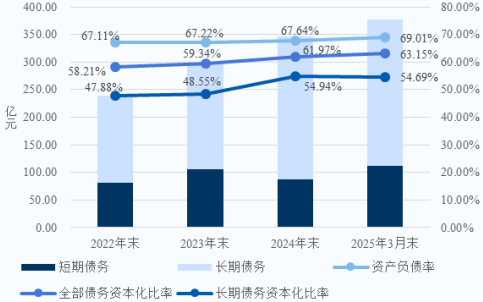
2024 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



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	2024/12/30	王昀千 马成	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：马 成 macheng@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 2025 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。

公司主要承担土地等自然资源的保护、开发、利用和管理任务。截至 2025 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 2024 年末，公司合并资产总额 657.24 亿元，所有者权益 212.68 亿元（含少数股东权益 50.49 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 106.94 亿元，利润总额 7.61 亿元。

截至 2025 年 3 月末，公司合并资产总额 711.07 亿元，所有者权益 220.37 亿元（含少数股东权益 53.31 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 20.01 亿元，利润总额 3.31 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、宏观经济与政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 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。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2025 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，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，县级行政区 137 个（市辖区 57 个、县级市 27 个、县 53 个），乡镇级行政区 1824 个（街道 669 个、乡 68 个、镇 1087 个）。截至 2024 年末，山东省常住人口为 10080.17 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年一季度
GDP（亿元）	87435.1	92068.7	98565.8	23465.52
GDP 增速（%）	3.9	6.0	5.7	6.0
人均 GDP（万元）	8.60	9.10	9.78	/
三次产业结构	7.2:40.0:52.8	7.1:39.1:53.8	6.7:40.2:53.1	/
固定资产投资增速（%）	6.1	5.2	3.3	3.4
社会消费品零售总额（万亿元）	3.32	3.61	3.80	1.022
货物进出口总值（万亿元）	3.22	3.26	3.38	0.82

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》《2025 年一季度山东主要经济指标》整理

2024 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，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	2022 年（决算）	2023 年（决算）	2024 年（预算执行）	2025 年一季度
一般公共预算收入（亿元）	7104.10	7464.78	7711.50	2323.3
一般公共预算收入增速（%）	5.3	5.1	3.30	3.5
税收收入（亿元）	4795.52	5229.66	5040	/
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	67.50	70.06	65.36	/
一般公共预算支出（亿元）	12128.63	12581.74	13077.21	3115.3
财政自给率（%）	58.57	59.33	58.97	74.58
政府性基金收入（亿元）	6080.87	4925.37	4832.12	/
地方政府债务余额（亿元）	23588.02	27520.72	32811.38	/

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

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。竞争实力方面，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。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2025年5月26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2025年7月22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。

（二）管理水平

2024年3月，经山东省国资委研究决定，免去王延春、张洪山、谢树敏、何玉明公司董事职务，委派刘守亮为公司董事，委派王志斌、赵辉、孙富军为公司专职外部董事。2025年1月，经山东省国资委研究决定，免去郭彦光公司外部董事、财务总监职务，委派张希才为公司财务总监。上述人事变动均为正常人事任免。

截至2025年3月末，公司拥有董事及高管12人，董事缺位2名，监事机制在调整过程中，无监事人员到位。

跟踪期内，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024年，公司营业总收入规模和综合毛利率水平平均小幅增长。

2024年，公司经营性业务持续发展，营业总收入规模和综合毛利率水平平均小幅增长。2025年1—3月，公司实现营业总收入20.01亿元，同比增长41.52%，综合毛利率为30.31%。

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		
	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 (%)
土地整治与经营	90.06	64.10	21.50	34.67	34.66	36.00	29.84	27.90	45.36
生态保护与修复	0.12	0.09	16.18	1.44	1.44	23.45	2.03	1.90	21.30
绿色矿山开发及材料	42.20	30.03	4.70	48.72	48.70	4.24	49.83	46.60	4.00
数字科技与服务	1.58	1.12	50.31	2.24	2.24	63.10	1.51	1.42	63.88
投资及资产运营	4.80	3.42	10.38	8.94	8.94	57.99	18.98	17.75	29.76
其他	1.75	1.25	29.26	4.01	4.01	16.08	4.75	4.44	28.34
合计	140.51	100.00	16.49	100.02	100.00	22.13	106.94	100.00	22.37

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（1）土地整治与经营业务

2024年，公司土地整治与经营业务收入有所下降，前期土地整治项目中土地要素投入较多、资金沉淀较多，在建及拟建的土地整治项目规模较大，项目地主要集中在区县，业务持续性强，但面临较大资金支出压力。

公司的土地整治业务主要集中在山东省范围内，主要围绕区域垦造、耕地提质改造、高标准农田建设等开展业务。2023年9

月之前，该业务按照业务合同约定的履约内容不同，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¹。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。公司统一按照农村土地整治服务确认收入，包括对土整新增耕地、耕地提质改造、高标准农田建设等前期资源调查、规划设计、施工、验收服务（标准制定及检测服务等），按照项目履约进度确认收入并结转成本。公司土地整治业务的定价主要参考各类土地要素调剂指导价，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。2024 年，受上年业务模式调整及业务量影响，该板块业务收入继续小幅下降。截至 2024 年末，公司主要已完工土地整治项目投资金额 45.68 亿元，累计回款 30.07 亿元，回款进度较慢；主要在建土地整治项目计划总投资 96.69 亿元，尚需投资 31.04 亿元；主要拟建土地整治项目计划总投资 7.07 亿元，公司未来资金支出压力较大。

图表 4 • 截至 2024 年末公司主要在建土地整治项目情况（单位：亿元、亩）

序号	项目名称	项目所在地	计划总投资规模	已完成投资规模	面积
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	10.06	6.86	1766
2	乡村振兴鲁西南样板鄄城县阎什镇项目	菏泽市鄄城县	8.62	6.28	1189
3	乡村振兴齐鲁样板夏津县平安湖项目	德州市夏津县	7.95	5.08	2876
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	7.36	6.46	2261
5	平原县王庙镇张官店项目	德州市平原县	6.70	3.48	1000
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	6.64	6.30	6418
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	5.24	3.20	4029
8	成武增减挂钩项目	菏泽市成武县	5.13	4.59	2188
9	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	4.62	3.61	1625
10	单县朱集镇石村等 6 村增减挂钩项目	菏泽市单县	4.32	3.79	1536
小计		--	66.63	49.64	24888
其他在建项目		--	30.07	16.02	--
合计		--	96.69	65.66	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

此外，公司以土地整治及经营业务为基础，基于规模化获取土地使用权的作物种植、加工及销售业务，持续推动高标准农田建设为主的农村土地综合整治，综合盘活利用农村集体闲置低效自然资源资产。

（2）生态保护及修复业务

公司围绕污染土壤治理、水污染治理、盐碱地综合利用开展咨询类和工程类等业务，收入规模持续增长，可为收入提供一定补充。

公司生态保护与修复业务主要围绕污染土壤治理、水污染治理、盐碱地综合利用等开展具体业务，包括土壤修复等环境技术咨询服类业务，建设用地修复、农用地修复、盐碱地阻隔和治理、油污泥处理、矿山修复等环境工程类业务，以及山水林田湖草沙一体化保护和系统治理。截至 2024 年末，公司主要生态修复项目共 10 个，计划总投资 2.29 亿元，已投资 0.60 亿元。

（3）绿色矿山开发及材料业务

公司矿山开发项目尚需一定投资规模，围绕矿山资源延伸产业链条开展的供应链业务对收入贡献较大，但供应链业务受行业竞争加剧压缩利润空间等因素影响毛利率水平低、且需关注上下游民营企业经营风险。

绿色矿山开发及材料业务包括矿产开发业务、材料制造业务和供应链业务。

¹ 合作服务模式中，公司参与土地要素省内有偿调剂（交易）流转过程，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，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。

矿产开发业务包括绿色矿山规划设计、建设、开采（修复）、矿产品加工（初加工、深加工）和产品销售的产业链条。截至 2024 年末，公司主要的矿山开发项目有 10 处，采矿权账面价值为 18.02 亿元，矿山开发项目公司计划总投资 19.57 亿元，已完成投资 11.98 亿元，该业务目前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，2022—2024 年该业务分别实现收入 5.12 亿元、7.56 亿元和 5.54 亿元。

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，2022—2024 年该业务分别实现收入 7.09 亿元、6.36 亿元和 5.18 亿元。

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、铁矿粉等自然资源产品，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及合同履行情况。2022—2024 年该业务分别实现收入 29.98 亿元、34.79 亿元和 39.11 亿元，是绿色矿山开发及材料业务主要收入来源，但受行业竞争加剧压缩利润空间等因素影响，供应链业务毛利率水平低。

（4）数字科技与服务业务

公司拓展数字产业、双碳产业等，业务毛利率水平较高。

公司数字科技与服务业务主要以自然资源产业为基础，开展自然资源及相关数字产业、双碳产业开发与运营、碳汇咨询服务及上下游行业企业的整合业务，可为公司营业收入提供一定补充且毛利率水平较高。

（5）投资及资产运营业务

公司在建产业园项目投资规模较大，后续收益实现情况有待关注。

公司投资及资产运营业务主要为公司自建产业园、经营性资产管理运营和闲置低效资产盘活，通过出租、出售和物业管理等方式实现收益。2022—2024 年公司产业园区分别实现收入 4.16 亿元、3.68 亿元和 12.52 亿元，随产业园区销售收入增加呈增长趋势，是投资及资产运营业务主要收入来源。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建设产业园，项目均由公司控股并纳入合并报表范围，部分项目已分期进入运营期。截至 2024 年末，公司主要在建产业园项目中公司需出资额合计 100.85 亿元，投资规模较大，后续收益实现情况有待关注。

图表 5 • 截至 2024 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：公司需总投资	已完成投资
泰山智造科技园项目	5.31	3.72	4.29
唐冶双创产业园	22.86	22.86	22.19
海南南繁科研育种基地（抱孔洋）配套服务区	18.05	18.05	7.32
山东土地菏泽科技产业园项目	4.45	4.01	3.52
山东土地菏泽中外合作产业园	3.85	3.47	2.02
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	5.36
鲁班国际精装物流中心项目	9.92	9.92	5.54
坤润佳城置业项目	38.80	19.40	9.50
空港新区产业基地标准化厂房项目	0.54	0.54	0.70
黄金时代广场总部经济产业项目（二）	6.30	6.30	6.50
合计	128.08	100.85	66.94

注：黄金时代广场总部经济产业项目（二）实际建设投资规模已超过计划投资金额
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 未来发展

未来，公司将继续以土地综合开发利用为核心，围绕土地整治与经营、土地整治延伸产业、绿色矿山开发、防沙治沙产业、国家储备林建设、资产经营管理、投资与资本运作、数字双碳产业、生态保护与修复等九大业务方向实现可持续发展。

（四）财务方面

新联谊会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年财务报表进行了审计，审计结论均为标准无保留意见。公司 2025 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。2024 年及 2025 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

公司资产中主要为土地整治项目和经营性项目投入、应收土地整治款和经营业务相关的往来款、融资租赁款及股权投资等。应收类款项增长对公司资金形成占用；融资租赁业务形成的长期应收款快速增长、需关注金融资产五级分类质量变化和资金回收等情况，公司整体资产质量一般。

公司资产规模持续增长，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 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	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	373.46	56.82	408.04	57.38
货币资金	24.52	4.69	15.73	2.51	16.25	2.47	20.16	2.83
应收账款	79.24	15.16	68.94	11.01	85.88	13.07	91.48	12.87
预付款项	59.41	11.37	27.45	4.38	20.73	3.15	24.20	3.40
其他应收款	40.57	7.76	73.61	11.76	72.78	11.07	74.46	10.47
存货	101.14	19.35	96.68	15.44	86.80	13.21	87.55	12.31
合同资产	23.37	4.47	38.78	6.19	36.98	5.63	40.32	5.67
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	19.38	3.10	38.43	5.85	53.44	7.52
非流动资产	190.33	36.42	269.57	43.05	283.78	43.18	303.03	42.62
长期应收款	0.00	0.00	31.72	5.07	44.01	6.70	61.98	8.72
其他权益工具投资	91.11	17.43	127.08	20.30	125.79	19.14	125.79	17.69
资产总额	522.63	100.00	626.12	100.00	657.24	100.00	711.07	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2024 年末，公司货币资金主要为银行存款，使用受限资金为 2.31 亿元，受限比例为 14.20%。应收账款主要为应收山东省内各地自然资源局/自然资源和规划局的土地整治款，前五名欠款方合计金额占比为 22.66%，集中度不高；账龄中 1 年以内、1~2 年、2~3 年和 3~4 年分别占 35.67%、16.20%、34.83%和 11.99%；累计计提坏账准备 0.11 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 54.96%，集中度一般；账龄中 1 年以内、1~2 年、2~3 年和 3 年以上分别占 19.62%、33.48%、28.48%和 18.42%，账龄情况一般。其他应收款主要为与经营业务相关的往来款等，前五名合计占期末余额的 43.68%，集中度一般；账龄中 1 年以内、1~2 年、2~3 年和 3~4 年分别占 13.59%、50.43%、17.67%和 11.06%。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）49.39 亿元、库存商品（主要为已产生的土地要素）11.29 亿元、开发产品 17.86 亿元和合同履约成本 7.22 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 32.08 亿元。一年内到期的非流动资产为一年内到期的长期应收款。长期应收款主要为融资租赁款，公司融资租赁业务规模持续扩张，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。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。

截至 2024 年末，公司受限资产合计 42.97 亿元，占资产总额的 6.54%。

图表 7 • 截至 2024 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	2.31	预售保证金、代发薪监管资金等
存货	5.30	借款抵押
投资性房地产	21.10	借款抵押
固定资产	1.07	借款抵押
无形资产	1.06	借款抵押
在建工程	0.73	借款抵押
采矿权	1.62	借款抵押
长期应收款	9.78	借款质押
合计	42.97	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表附注整理

截至 2025 年 3 月末，公司资产规模较上年末增长 8.19%，资产构成较上年末变动不大，资产结构保持均衡。

受子公司吸收新股东增资影响，公司所有者权益有所增长，稳定性一般。

截至 2024 年末，公司所有者权益 212.68 亿元，其中实收资本占 47.16%、资本公积占 2.33%、其他综合收益占 16.14%、未分配利润占 10.32%、少数股东权益占 23.74%。具体看，2024 年，公司实收资本无变动。资本公积增加 1.50 亿元，系子公司吸收新股东增资²所致；减少 0.03 亿元，系子公司清算注销和吸收合并所致。其他综合收益减少 0.97 亿元，主要系对铁投集团的股权投资减值所致。整体看，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益规模和构成较上年末变动不大，其中资本公积增加 2.38 亿元，系子公司吸收新股东增资所致。

公司债务规模增长较快，融资渠道以银行借款和债券为主，债务负担较重。

截至 2024 年末，公司负债总额 444.56 亿元，主要为有息债务。截至 2024 年末，公司经营性负债主要为以应付土地要素款、土地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。

图表 8 • 公司主要负债情况

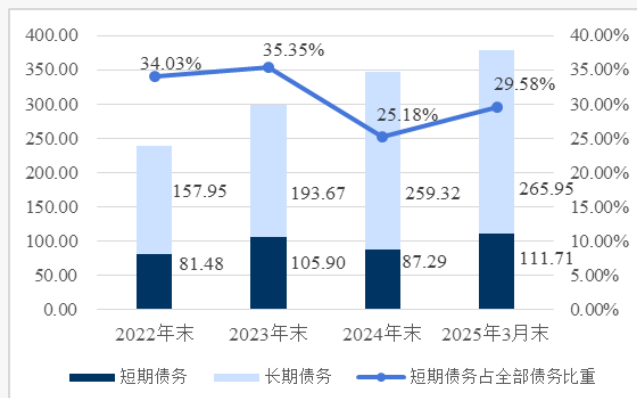
项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	183.05	52.19	208.50	49.54	167.54	37.69	207.20	42.23
短期借款	38.97	11.11	33.94	8.06	17.94	4.03	18.70	3.81
应付账款	51.61	14.72	52.65	12.51	42.40	9.54	46.70	9.52
其他应付款	23.54	6.71	25.11	5.97	20.04	4.51	29.89	6.09
一年内到期的非流动负债	37.41	10.67	70.37	16.72	66.21	14.89	84.61	17.24
合同负债	19.40	5.53	16.73	3.98	7.49	1.69	10.18	2.07
非流动负债	167.67	47.81	212.36	50.46	277.02	62.31	283.50	57.77
长期借款	97.05	27.67	131.58	31.26	114.67	25.79	126.44	25.77
应付债券	59.93	17.09	60.92	14.47	143.83	32.35	138.77	28.28
负债总额	350.72	100.00	420.87	100.00	444.56	100.00	490.69	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2024 年末，公司全部债务 346.61 亿元，债务结构以长期债务为主。从融资渠道看，公司银行借款融资占 56.55%，债券融资占 43.04%，其他渠道融资占 0.42%；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小幅上升趋势。整体看，公司债务负担较重。

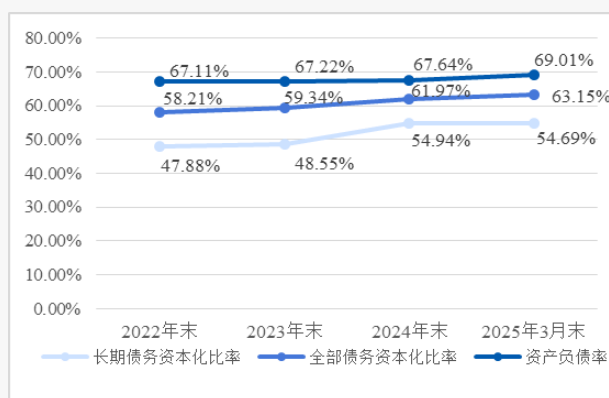
² 山东土地东方发展集团有限公司吸收新股东工银金融资产投资有限公司（控股股东为中国工商银行股份有限公司）增资 7 亿元

图表 9 • 公司有息债务情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 10 • 公司财务杠杆情况



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

截至 2025 年 3 月末，公司负债和全部债务规模较上年末均有所增长。截至 2025 年 6 月末，公司存续债券中，若考虑行权，将于 2025 年 7—12 月、2026 年和 2027 年行权/到期的规模分别为 1.00 亿元、70.00 亿元、32.00 亿元，2026 年存在集中回售/到期压力。

图表 11 • 截至 2025 年 6 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	--	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	--	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

2024 年公司营业总收入有所增长，营业利润率小幅上升，整体盈利能力尚可。

2024 年，公司营业总收入和营业成本均有所增长，营业利润率小幅上升，其他收益主要为政府补贴等。公司盈利能力尚可。

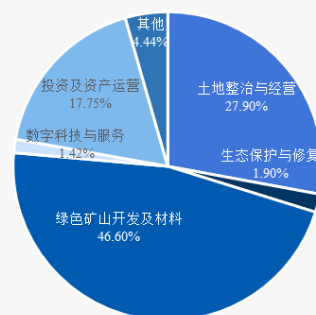
2025 年 1—3 月，公司完成营业总收入 20.01 亿元，同比增长 41.52%；实现利润总额 3.31 亿元。

图表 12 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	140.51	100.02	106.94	20.01
营业成本	117.34	77.89	83.02	13.95
期间费用	15.10	15.29	15.21	2.81
其他收益	0.71	0.56	0.56	0.15
利润总额	6.49	7.13	7.61	3.31
营业利润率 (%)	15.59	21.08	21.34	29.37
总资本收益率 (%)	2.59	2.47	2.23	--
净资产收益率 (%)	1.55	1.88	2.11	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

图表 13 • 2024 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

公司经营活动现金净流入。受项目建设和投放融资租赁款影响，投资活动现金净流出。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，2024 年，公司现金收入比有所下降，经营活动现金流入量有所下降，主要为土地整治业务的回款、预收款、收到的往来款等。经营活动现金流出量有所下降，主要为土地整治项目、经营项目支出、支付的往来款等。公司经营活动现金继续净流入。

从投资活动来看，2024 年，公司投资活动现金流入有所增长，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有所增长，主要为发放融资租赁款、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。公司投资活动现金持续净流出。

从筹资活动来看，2024 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。

2025 年 1—3 月，公司经营活动和筹资活动现金仍为净流入，投资活动现金仍为净流出。

图表 14 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	150.32	128.17	86.33	21.18
经营活动现金流出小计	184.45	119.09	76.60	17.44
经营活动现金流量净额	-34.13	9.08	9.73	3.74
投资活动现金流入小计	0.09	11.16	39.55	20.88
投资活动现金流出小计	15.35	73.75	81.19	54.61
投资活动现金流量净额	-15.26	-62.59	-41.65	-33.73
筹资活动现金流入小计	144.42	172.21	183.93	49.98
筹资活动现金流出小计	90.56	126.91	150.98	16.83
筹资活动现金流量净额	53.87	45.31	32.94	33.15
现金收入比（%）	79.22	97.80	68.96	71.90

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

公司存在一定短期偿债压力，长期偿债指标表现较强，间接融资渠道畅通。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年 1—3 月（末）
短期偿债指标	流动比率（%）	181.54	171.01	222.91	196.93
	速动比率（%）	126.29	124.63	171.11	154.68
	现金短期债务比（倍）	0.31	0.26	0.32	0.29
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	17.99	18.55	18.55	--
	全部债务/EBITDA（倍）	13.31	16.15	18.69	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.68	1.53	1.43	--

资料来源：联合资信根据公司财务数据整理

从偿债指标看，2024 年，公司流动资产和速动资产对流动负债保障程度较强，可用货币资金对短期债务保障程度较弱，公司存在一定短期偿债压力；EBITDA 对利息支出的保障能力强，长期偿债指标表现较强。

截至 2025 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度 923.89 亿元，尚未使用授信额度 693.26 亿元，间接融资渠道畅通；同时，公司在手未使用批文包括私募公司债 20.00 亿元、融资租赁 ABS30.00 亿元，再融资渠道畅通。

截至 2024 年末，公司无对外担保。

截至 2024 年末，联合资信未发现公司存在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 2024 年末，公司本部资产、负债和所有者权益分别占合并口径的 70.32%、74.59%和 61.40%。2024 年，公司本部营业总收入和利润总额分别占合并口径的 0.53%和 0.78%。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 2024 年末，公司本部全部债务占合并口径的 74.33%，公司本部资产负债率 71.74%，全部债务资本化比率 66.36%，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。

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，跟踪期内，联合资信未发现公司发生安全责任事故、发生污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司按时发放工资，注重人才培养及公平雇佣。公司存在部分工程诉讼，跟踪期内，联合资信未发现公司存在与施工单位发生违约情况。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，跟踪期内，联合资信未发现公司发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司信息披露及时。跟踪期内，联合资信未发现公司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 管治部门或组织，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，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。

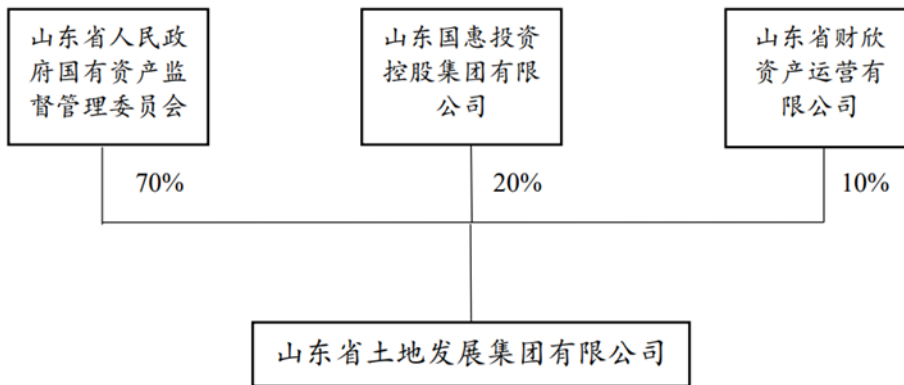
2024 年，公司得到政府补助 0.55 亿元。截至 2024 年末，公司递延收益 1.79 亿元，均为政府补助。

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

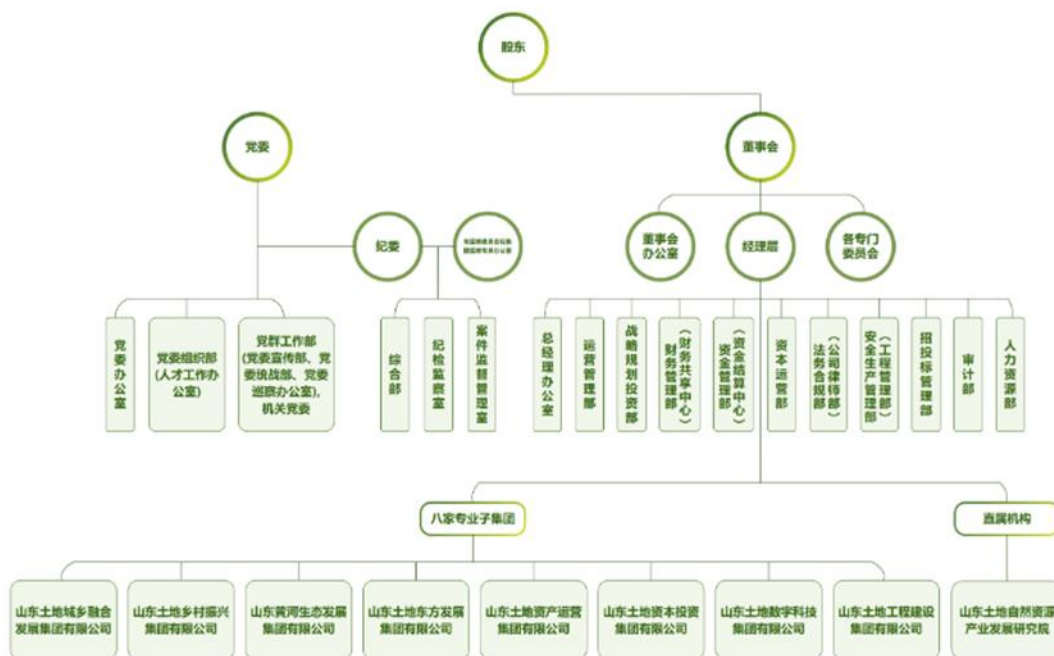
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 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 2025 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	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	24.95	27.73	27.88	32.63
应收账款（亿元）	79.24	68.94	85.88	91.48
其他应收款（亿元）	40.57	73.61	72.78	74.46
存货（亿元）	101.14	96.68	86.80	87.55
长期股权投资（亿元）	5.01	8.76	8.75	8.80
固定资产（亿元）	27.90	26.57	25.98	25.65
在建工程（亿元）	15.64	19.33	20.51	21.43
资产总额（亿元）	522.63	626.12	657.24	711.07
实收资本（亿元）	100.00	100.30	100.30	100.30
少数股东权益（亿元）	39.86	44.92	50.49	53.31
所有者权益（亿元）	171.91	205.26	212.68	220.37
短期债务（亿元）	81.48	105.90	87.29	111.71
长期债务（亿元）	157.95	193.67	259.32	265.95
全部债务（亿元）	239.44	299.57	346.61	377.65
营业总收入（亿元）	140.51	100.02	106.94	20.01
营业成本（亿元）	117.34	77.89	83.02	13.95
其他收益（亿元）	0.71	0.56	0.56	0.15
利润总额（亿元）	6.49	7.13	7.61	3.31
EBITDA（亿元）	17.99	18.55	18.55	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	111.31	97.82	73.74	14.39
经营活动现金流入小计（亿元）	150.32	128.17	86.33	21.18
经营活动现金流量净额（亿元）	-34.13	9.08	9.73	3.74
投资活动现金流量净额（亿元）	-15.26	-62.59	-41.65	-33.73
筹资活动现金流量净额（亿元）	53.87	45.31	32.94	33.15
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.52	1.34	1.36	--
存货周转次数（次）	1.37	0.79	0.90	--
总资产周转次数（次）	0.30	0.17	0.17	--
现金收入比（%）	79.22	97.80	68.96	71.90
营业利润率（%）	15.59	21.08	21.34	29.37
总资本收益率（%）	2.59	2.47	2.23	--
净资产收益率（%）	1.55	1.88	2.11	--
长期债务资本化比率（%）	47.88	48.55	54.94	54.69
全部债务资本化比率（%）	58.21	59.34	61.97	63.15
资产负债率（%）	67.11	67.22	67.64	69.01
流动比率（%）	181.54	171.01	222.91	196.93
速动比率（%）	126.29	124.63	171.11	154.68
经营现金流动负债比（%）	-18.65	4.35	5.81	--
现金短期债务比（倍）	0.31	0.26	0.32	0.29
EBITDA 利息倍数（倍）	1.68	1.53	1.43	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.31	16.15	18.69	--

注：公司 2025 年一季度财务报表未经审计
 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	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	16.17	10.00	11.91	6.56
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	110.70	159.08	181.50	195.70
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	93.42	118.29	127.31	133.31
固定资产（亿元）	7.16	6.99	6.77	6.72
在建工程（亿元）	0.06	0.02	0.07	0.07
资产总额（亿元）	326.97	429.87	462.19	477.47
实收资本（亿元）	100.00	100.30	100.30	100.30
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	106.51	133.63	130.59	130.52
短期债务（亿元）	62.14	90.46	48.48	69.94
长期债务（亿元）	113.77	144.81	209.17	209.17
全部债务（亿元）	175.91	235.27	257.65	279.12
营业总收入（亿元）	0.10	0.10	0.56	0.03
营业成本（亿元）	0.12	0.12	0.12	0.03
其他收益（亿元）	0.002	0.002	0.0005	0.001
利润总额（亿元）	0.16	0.19	0.06	-0.003
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	207.61	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	207.61	249.39	264.19	83.81
经营活动现金流量净额（亿元）	23.42	-33.58	-13.96	-18.75
投资活动现金流量净额（亿元）	-40.34	-23.63	-10.95	-5.63
筹资活动现金流量净额（亿元）	18.79	51.29	26.82	19.03
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.0003	0.0003	0.001	--
存货周转次数（次）	210874.19	0.00	0.00	0.00
总资产周转次数（次）	-100.56	-105.33	59.91	-97.84
现金收入比（%）	2.76	2.37	2.46	--
营业利润率（%）	0.15	0.14	0.05	--
总资本收益率（%）	51.65	52.01	61.56	61.58
净资产收益率（%）	62.29	63.78	66.36	68.14
长期债务资本化比率（%）	67.43	68.91	71.74	72.66
全部债务资本化比率（%）	122.11	121.07	174.30	160.13
资产负债率（%）	122.11	121.07	174.30	160.13
流动比率（%）	22.53	-24.04	-12.58	--
速动比率（%）	0.26	0.11	0.25	0.09
经营现金流动负债比（%）	0.00	0.00	0.00	--
现金短期债务比（倍）	210874.19	0.00	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司本部未披露现金流量表补充资料，EBITDA 相关指标无法计算，以“/”表示
 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