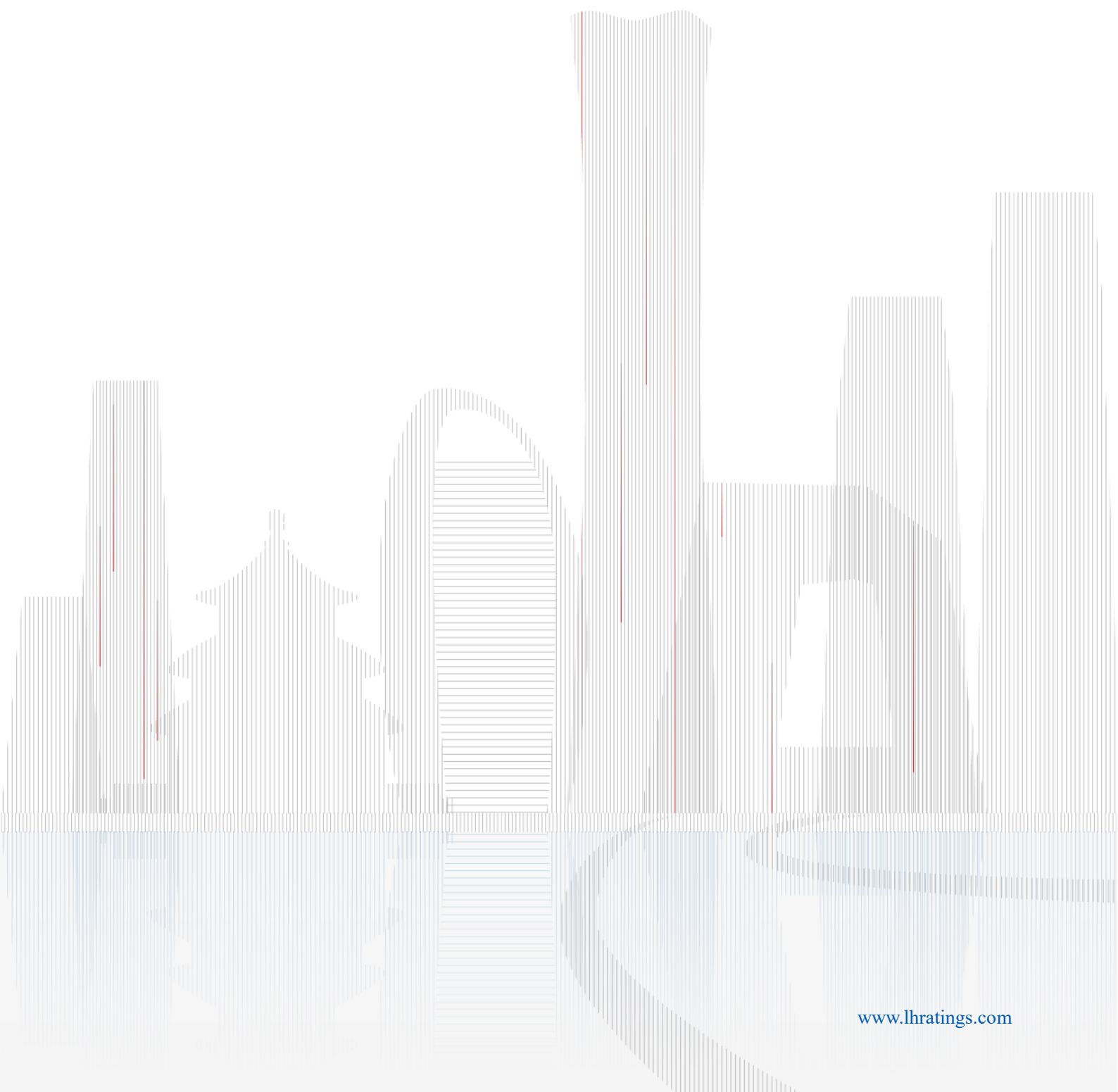


济南能源集团有限公司

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〕6140号

联合资信评估股份有限公司通过对济南能源集团有限公司的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持济南能源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

二〇二五年七月二十三日

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济南能源集团有限公司（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绿色发展有限公司（以下简称“联合绿色发展”）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绿色发展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、档案管理等方面保持独立，因此公司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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至 2025 年 7 月 25 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。

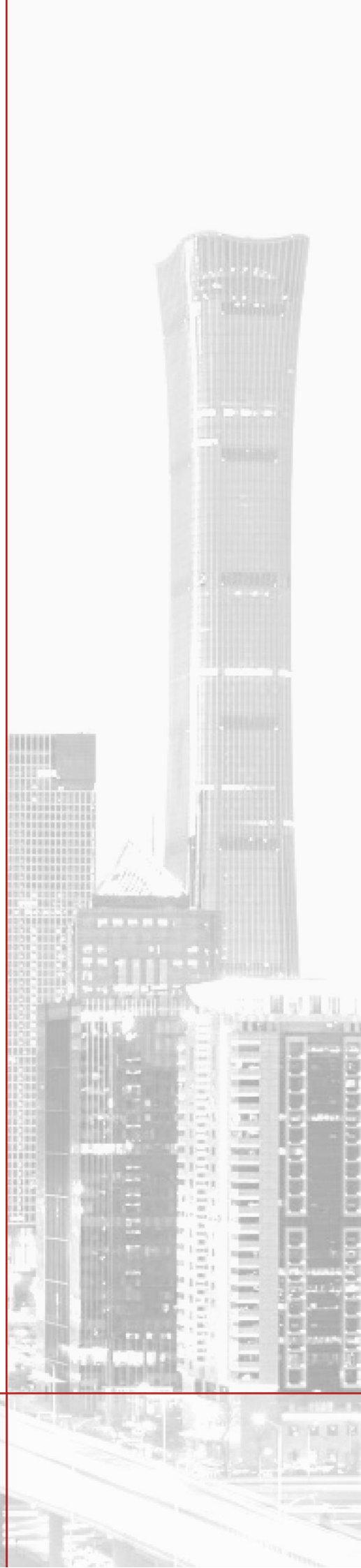
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，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。



济南能源集团有限公司 2025 年主体跟踪评级报告

本次主体评级结果	上次评级结果	本次评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/23

评级观点

公司是济南市属一级国有独资能源企业，拥有济南市规模最大的供热和管道燃气供应体系，区域专营优势突出，在城市能源经营领域具有很强的竞争实力。近年来，济南市经济稳步增长，财政实力非常强。公司营业总收入持续增长，主要来自供热业务、供气业务和工程业务收入，各主要业务板块收入均呈增长态势，其中供热业务垄断优势明显，但因承担民生保障职能，呈持续亏损状态，2024 年国内煤炭价格有所下降，亏损幅度明显收窄，同时济南市政府通过政府补贴方式给予公司持续支持；燃气业务具有区域专营优势，整体经营稳健，毛利率持续上升，济南市天然气价格上下游联动机制的逐步完善有助于公司缓解上游门站价格频繁波动对经营成本带来的压力；工程业务储备项目可为后续收入实现提供一定保障，未来随着济南城市更新改造、城区范围的外延和拓展及省内项目的陆续推进，工程业务仍有一定发展空间；2024 年材料销售业务收入大幅增长，对公司营业收入形成较大补充。公司有息债务规模增长较快，以长期债务为主，综合融资成本较低，整体债务负担较重；经营持续亏损，盈利能力弱；短期偿债压力不大，长期偿债指标表现较强，间接融资渠道畅通，或有负债风险可控。

个体调整：无。

外部支持调整：公司在股权划转、政府补助以及项目专项资金拨付等方面持续获得济南市政府大力支持。

评级展望

未来随着以济南为核心的“一心两圈层、一带两枢轴”的持续推进，区域间能源体系的优化与构建，公司面临着良好的产业政策和投资环境，经营业务有望稳步发展。

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：公司核心资产划出，政府支持程度减弱，公司外部融资环境恶化，资金周转困难。

优势

- **外部发展环境良好。**济南市是山东省省会、副省级市，近年来经济稳步发展，经济和财政实力在山东省均位于上游水平。2024 年，济南市实现地区生产总值 13527.60 亿元；完成一般公共预算收入 1083.05 亿元，税收收入占 72.40%，收入质量及财政自给率均较高。
- **公司业务地位突出。**公司是济南市属一级国有独资能源企业，拥有济南市规模最大的供热和管道燃气供应体系，供热供气业务在济南市内具有垄断优势，在城市能源经营领域具有很强的竞争实力。
- **持续得到政府大力支持。**公司在股权划转、政府补助及项目专项资金拨付等方面持续获得济南市政府的大力支持。2020 年，济南市国资委将 5 家公司股权无偿划转至公司。2022—2024 年，公司收到政府补助合计 43.91 亿元；截至 2025 年 3 月底递延收益账面余额 14.00 亿元，系与资产及收益相关的政府补助。公司供热及供气管网工程可持续获得济南市财政资金支持，主要是政府专项债资金以及由城市基础设施配套费列支的专项配套费资金。截至 2024 年底，公司长期应付款中地方政府专项债券余额 58.41 亿元；专项应付款余额 5.36 亿元，主要为政府拨付的管网建设配套费；2022—2024 年底，公司资本公积合计增加 80.08 亿元，主要为管网建设配套费及无需归还的政府专项债资金。截至 2025 年 3 月底，公司其他权益工具中用于项目资本金的地方政府专项债余额 47.71 亿元。

关注

- **公司经营成本受能源市场价格波动影响较大，盈利能力弱。**2022 年以来，国际天然气价格波动较大，国内煤炭价格有所下降，但以上两种能源的价格仍居于高位，对公司供热、供气业务经营成本形成较大压力。2022—2024 年，公司供热业务持续亏损，利润总额持续为负，分别为-5.09 亿元、-2.51 亿元和-1.44 亿元。

- **债务规模增速较快，债务负担较重。**2022—2024 年底，公司有息债务年均复合增长 43.86%。2025 年 3 月底，公司债务规模为 408.81 亿元，较 2024 年底增长 26.78%，债务增速较快；全部债务资本化比率上升至 59.40%，考虑到权益中的永续债券和地方政府专项债券，债务指标将高于上述测算值。公司实际债务负担较重。

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	A	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	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	7
			现金流量	2
		资本结构	3	
		偿债能力	3	
指示评级				aa
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：政府支持				+2
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均无变动。

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

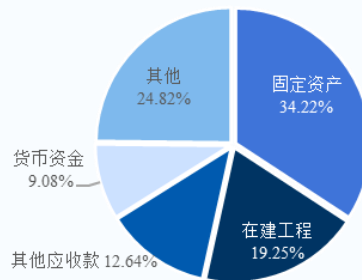
合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产（亿元）	75.65	94.68	81.32	106.77
资产总额（亿元）	528.33	700.26	880.97	930.95
所有者权益（亿元）	153.52	203.11	268.79	279.42
短期债务（亿元）	59.50	95.18	109.61	130.58
长期债务（亿元）	96.31	173.34	212.86	278.22
全部债务（亿元）	155.81	268.52	322.46	408.81
营业总收入（亿元）	122.67	151.01	172.29	88.64
利润总额（亿元）	-5.09	-2.51	-1.44	0.40
EBITDA（亿元）	11.20	16.45	20.89	--
经营性净现金流（亿元）	-8.41	6.20	-11.59	-31.52
营业利润率（%）	-1.41	5.03	7.95	7.51
净资产收益率（%）	-3.96	-1.89	-1.13	--
资产负债率（%）	70.94	70.99	69.49	69.99
全部债务资本化比率（%）	50.37	56.93	54.54	59.40
流动比率（%）	83.95	89.27	84.94	107.14
经营现金流流动负债比（%）	-3.28	2.00	-3.03	--
现金短期债务比（倍）	1.27	0.99	0.74	0.82
EBITDA 利息倍数（倍）	2.81	2.43	2.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.91	16.32	15.43	--

公司本部口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	107.35	135.93	197.56	250.23
所有者权益（亿元）	81.55	101.63	101.42	101.29
全部债务（亿元）	18.39	27.83	58.55	71.58
营业总收入（亿元）	0.00	0.03	0.07	0.14
利润总额（亿元）	0.12	-0.17	0.17	-0.18
资产负债率（%）	24.04	25.23	48.66	59.52
全部债务资本化比率（%）	18.40	21.50	36.60	41.41
流动比率（%）	104.16	97.66	54.05	84.25
经营现金流流动负债比（%）	57.55	12.77	-23.27	--

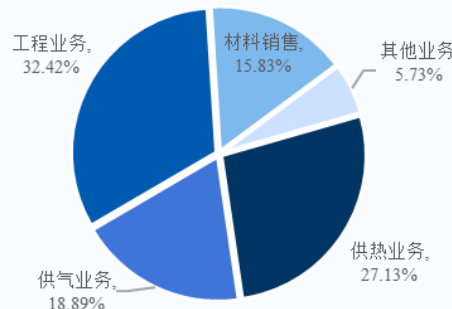
注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司合并口径的其他应付款和其他流动负债中有息部分调至短期债务核算；长期应付款中有息部分调至长期债务核算；4. 公司本部债务未经调整，实际债务高于表中数值

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

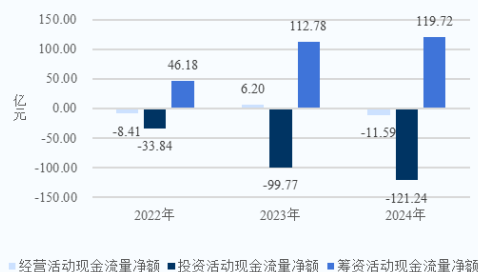
2024 年底公司资产构成



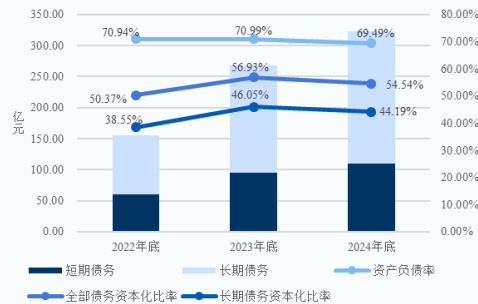
2024 年公司营业总收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



评级历史

主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/07/26	马玉丹 孙婧	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	阅读全文
AAA/稳定	2021/09/13	马玉丹 贺冬鸽	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）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘 婧 liuqiang1@lhratings.com

项目组成员：吴 茵 wuyin@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”）关于济南能源集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

济南能源集团有限公司（以下简称“公司”）系经济南市人民政府《关于同意组建济南能源集团有限公司的批复》（济政发〔2020〕50号文）批准由济南市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“济南市国资委”）于2020年7月出资设立。根据济南市委市政府及济南市国资委的相关文件，2020年，济南市国资委将济南城市投资集团有限公司（以下简称“济南城投集团”）持有的济南热力集团有限公司（以下简称“热力公司”）、济南热电集团有限公司（以下简称“热电公司”）、济南能源建设发展集团有限公司（以下简称“能源发展”）、山东济华燃气有限公司（以下简称“济华燃气”）和济南港华燃气有限公司（后更名为山东港华燃气集团有限公司，以下简称“港华燃气”）5家公司股权无偿划转至公司，公司初始注册资本100.00亿元。截至2025年3月底，公司注册资本100.00亿元，实收资本81.11亿元；济南市国资委持有公司100%股权，为公司的唯一股东和实际控制人。

公司主要负责济南市内的城市供热、管道燃气供应及市政工程等业务。截至2025年3月底，公司本部内设党委组织部（人力资源部）、安全监察部、综合办公室、财务部、审计部、供热照明事业部、燃气事业部等职能部门（详见附件1-2）；公司合并范围内拥有一级子公司19家（详见附件1-3）。

截至2024年底，公司资产总额880.97亿元，所有者权益268.79亿元（含少数股东权益23.14亿元）；2024年，公司实现营业总收入172.29亿元，利润总额-1.44亿元。截至2025年3月底，公司资产总额930.95亿元，所有者权益279.42亿元（含少数股东权益33.01亿元）；2025年1—3月，公司实现营业总收入88.64亿元，利润总额0.40亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区解放东路3号；法定代表人：潘世英。

三、宏观经济和政策环境分析

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。

下一阶段，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）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）城市基础设施建设行业

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）天然气行业

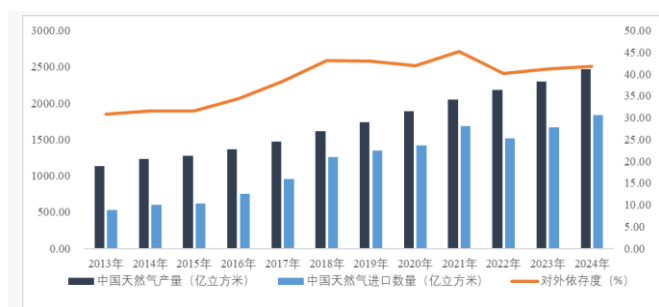
2024 年，全球天然气市场供需整体宽松，天然气价格有所回升。国内天然气产量和表观消费量平稳提升，但对外依存度仍较高。随着配套基础设施的建设推进，以及油气管网设施市场化运作程度提高，未来中国储气调峰能力稳步提升，季节性供需矛盾预计将持续得到缓解。天然气行业市场化改革持续推进，但仍存在定价机制未完全理顺、气源供应不足等问题。长远来看，我国天然气需求仍将快速增长，在国家政策引导下天然气气源供给、储气调峰能力等将得到有效改善。

① 供需格局

2023 年以来，因俄乌冲突导致结构性供需失衡的国际天然气市场逐步实现再平衡，全球天然气市场供需趋于宽松。2024 年，全球天然气产量为 4.39 万亿立方米，同比增长 2.8%。其中美国产量为 1.06 万亿立方米，同比下降 0.3%；俄罗斯产量为 6820 亿立方米，同比增长 7.0%。随着局部地缘冲突及全球经济低迷等不利因素的逐渐消解，全球天然气消费市场逐步回暖，2024 年，天然气消费量较上年增长 1150 亿立方米，同比增长 2.7%。

在清洁取暖、煤改气、双碳等政策下，中国不断扩大天然气使用范围，天然气产量及表观消费量呈增长趋势，2024 年我国天然气产量及表观消费量分别为 2463.70 亿立方米和 4234.65 亿立方米，同比分别增长 7.25% 和 8.57%。国产天然气供给远不及消费需求增长，进口依赖程度整体呈提升态势，2024 年我国天然气对外依存度 41.82%。2024 年，我国全年天然气进口量 1831.09 亿立方米，同比增长 9.77%；LNG 进口量同比增长 7.47%。近年来，国内燃气供应商与国际能源供应商陆续签订 LNG 中长期购销协议，未来我国 LNG 长协供应有望增加。同时，2022 年 2 月俄罗斯天然气工业股份公司与中国石油天然气集团公司签署新的天然气长期供应协议，将中俄东线供应能力由 380 亿方/年提升至 480 亿方/年；2022 年 7 月蒙古国宣布中俄天然气管道“西伯利亚力量 2 号”（即中俄中线）计划于 2024 年开工，2030 年投产，设计运力 500 亿方/年，目前尚未开工建设；2025 年 4 月，俄罗斯和中国正在继续讨论“西伯利亚力量-2”天然气管道的线路选择。

图表 1 • 我国天然气产量、进口量等情况



资料来源：Wind

图表 2 • 我国天然气表观消费量



资料来源：Wind

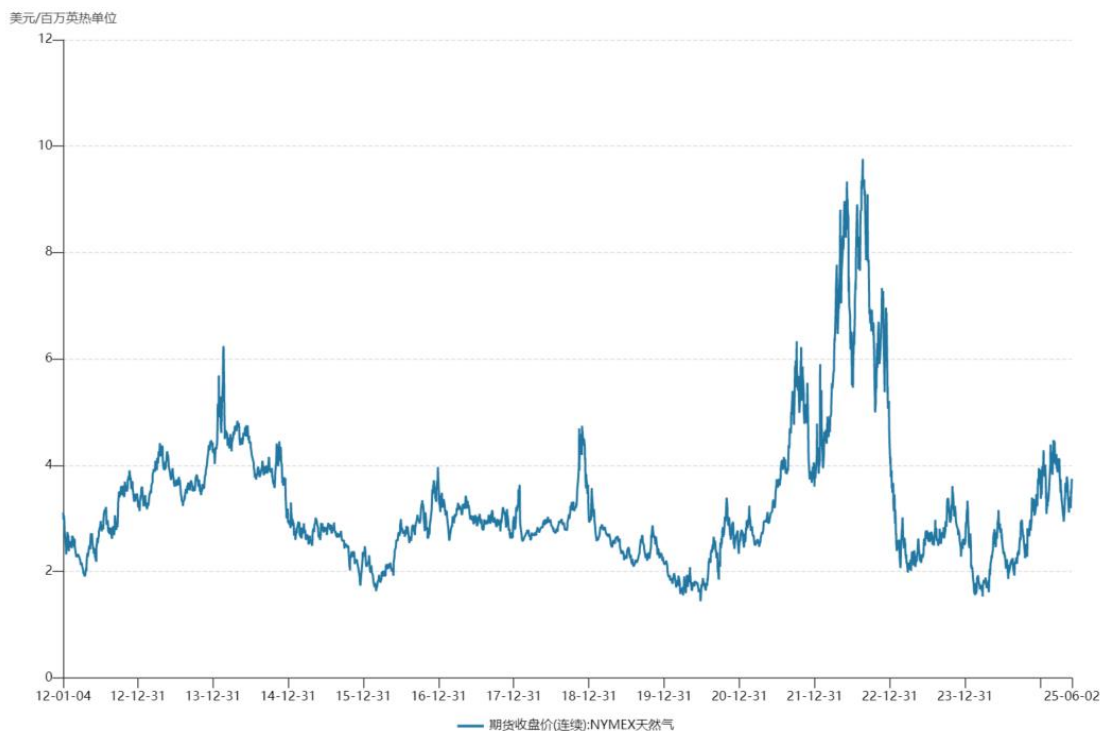
天然气消费方面，受我国城镇化发展、工业煤改气工程推进、“双碳”目标驱动等多重因素影响，近年来，我国天然气表观消费量总体呈现快速增长的趋势，但 2022 年我国天然气表观消费量 3836.12 亿立方米，同比下降 2.72%，主要由于需求端受国内经济下行压力增大影响；供应端受俄乌局势影响，欧洲天然气供需矛盾激化，天然气现货价格提升至历史高位，对消费量增长有所抑制。预计未来随着工业用气领域煤改气进程的不断深入，叠加“双碳”目标下压减燃煤发电的刚性要求，未来我国天然气消费量或进一步上升。

配套基建方面，截至 2024 年底，中国建成储气库 38 座，形成调峰能力 266.7 亿立方米，预计至 2025 年中国地下储气库调峰能力将突破 300 亿立方米，为天然气调峰保供和提高天然气产业韧性提供有力保障；全国已投运 LNG 接收站 32 座，总接卸能力超 1.4 亿吨 / 年。管道铺设方面，“全国一张网”和全国储气能力建设工作加快推进，2024 年底，全国长输天然气管道总里程已超过 12.4 万公里（含地方及区域管道）。中国天然气管道呈“西气东输、北气南下、海气登陆”态势，构建了“三纵三横”管网架构。

② 天然气价格

2022 年，乌克兰危机引发的地缘政治风险成为全球天然气市场格局调整的主要诱因，在欧美俄制裁与反制裁的背景下，全球天然气价格大幅飙升，国际天然气市场格局明显调整。2023 年，天然气市场供需趋于宽松，整体库存水平高于往年，加之全球经济增长动能不足、工业用气需求疲弱等，国际天然气价格高位回落。2024 年，天然气供需整体宽松，下半年供暖需求增长，叠加地缘政治冲突等多种因素，国际天然气价格有所回升。

图表 3 • 全球天然气价格走势



资料来源：Wind

③ 行业政策

燃气行业是涉及民生的基础产业，近年来国家陆续出台鼓励天然气有序发展的相关政策，行业发展前景良好。为促进上下游的充分竞争，建立市场配置资源的价格机制，国家持续推动天然气行业市场化改革，包括管输体制改革、建立天然气上下游价格联动机制、明确天然气利用分类管理等。上游开采业主要推动以矿业权改革为基础的放宽准入限制；下游主要推动市场化交易，并逐渐放开天然气门站价格，形成 X+1+X 的行业生态模式，同时，与“双碳”相关的配套政策逐步出台、谋划部署交通运输与能源融合发展的持续推进，将推动天然气需求增长。

图表 4 • 近年来中国天然气行业政策

发布时间	政策名称	主要内容
2021 年 5 月	《关于“十四五”时期深化价格体制改革行动方案的通知》	稳步推进石油天然气价格改革。按照“管住中间、放开两头”的改革方向，根据天然气管网等基础设施独立运营及勘探开发、供气和销售主体多元化进程，稳步推进天然气门站价格市场化改革，完善终端销售价格与采购成本联动机制。积极协调推进城镇燃气配送网络公平开放，减少配气层级，严格监管配气价格，探索推进终端用户销售价格市场化
2021 年 6 月	《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（暂行）》	《价格管理办法》明确了跨省天然气管道运输价格定价原则、定价方法和定价程序。《成本监审办法》明确了定价成本构成和核定方法
2022 年 5 月	《关于完善进口液化天然气接收站气化服务定价机制的指导意见》	明确了气化服务价格的定义及内涵，对定价方式、方法、校核周期、其他衍生服务价格管理等内容作了规范；可以概括为“四个统一”：统一定价方式、统一定价项目、统一定价方法、统一重要参数和“一个明确”：明确价格校核周期
2022 年 6 月	《城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022—2025 年）》	对城市燃气管道等老化更新改造作了顶层设计和总体部署，明确了 2025 年底前，基本完成城市燃气管道等老化更新改造任务的工作目标。
2023 年 6 月	《关于健全建立天然气上下游价格联动机制的指导意见》	指导各地加快建立上下游价格联动机制，进一步完善天然气价格形成机制，促使终端价格及时反映市场与成本变化
2023 年 12 月	《关于印发空气质量持续改善行动计划的通知》	大力发展新能源和清洁能源，到 2025 年，非石化能源消费比重达 20%左右，电能占终端能源消费比重达 30%左右；持续增加天然气生产供应，新增天然气优先保障居民生活和清洁取暖需求
2024 年 6 月	《天然气利用管理办法》	明确了天然气利用的分类管理，包括优先类、限制类和禁止类项目，并对各类项目的具体应用范围和政策支持措施进行了详细规定，规范天然气利用，优化消费结构，提高利用效率，保障能源安全

资料来源：联合资信根据公开资料整理

④行业关注

城市门站价格与销售价格调整不匹配

天然气定价机制导致城市门站价格及价格的变化会使下游分销商面临采购成本上涨的风险，当下游需求偏弱或当地主管部门不能同步、顺价调整终端销售价格，城市燃气分销商存在无法及时通过售价传导成本上涨的风险。

气源供应不足、对进口天然气的依赖度偏高

我国天然气资源较为贫乏，发展天然气工业必须充分利用国外气源，随着我国天然气消费量的快速增长，我国对进口天然气的依赖程度很高。城市分销商上游企业多为三大石油公司，加之天然气需求不断增长，若天然气气源紧张，城市分销商将面临气源供应不足、影响用户需求的形势。

价格波动

我国天然气进口比重大，城市燃气行业运行易受国际天然气价格影响。近年来，受多方因素影响，国际天然气价格波动剧烈。另外，国际原油价格的波动一定程度影响天然气价格。

⑤行业发展

长远来看，我国天然气需求仍将快速增长，在国家政策引导下天然气气源供给、储气调峰能力等将得到有效改善。作为一种清洁能源，天然气的使用便捷性及环保性均优于其他主要化石能源。为加快推进天然气利用、提高天然气在我国一次能源消费结构中的比重、稳步推进能源消费革命和农村生活方式革命、有效治理大气污染，国家层面出台了一系列支持政策。根据《“十四五”现代能源体系规划》，到 2025 年，国内能源年综合生产能力达到 46 亿吨标准煤以上，天然气年产量达到 2300 亿立方米以上。天然气管网覆盖范围进一步扩大。全国集约布局的储气能力达到 550 亿~600 亿立方米，占天然气消费量的比重约 13%。

2 区域环境分析

济南市是山东省省会、副省级城市，地理位置优越，交通发达，已形成以新一代信息技术、智能制造与高端装备、精品钢与先进材料、生物医药与大健康为主导，以高端会展、跨境电商、科技服务等现代服务业为支撑的现代产业体系；2024 年经济稳步增长，财政实力非常强，未来随着北部新旧动能转换起步区的建设，济南市产业空间将进一步拓展，并有望获得更多的政策支持。整体来看，公司外部环境良好。

济南市地处山东省中部，北连首都经济圈、南接长三角经济圈，东西连山东半岛，是环渤海经济区和京沪经济轴上的重要交汇点，同时也是山东省省会、副省级市、济南都市圈核心城市，国务院批复确定的环渤海地区南翼的中心城市。济南市总面积 10244.45 平方千米，下辖 10 区 2 县；截至 2024 年底，常住人口 951.5 万人，比上年增长 0.8%；常住人口城镇化率为 76.2%，比上年末提高 1.0 个百分点。济南市是连接华东、华北和中西部地区的重要交通枢纽之一，地理位置优越，交通发达。同时，济南市是国家历史文化名城、中国优秀旅游城市，是山东旅游“一山一水一圣人”的重要组成部分，旅游文化突出“泉城”特色。截至 2024 年底，济南市拥有 A 级旅游景区 95 家，其中 5A 级旅游景区 1 家，4A 级旅游景区 20 家，省级以上旅游度假区 2 家。

产业方面，济南市已形成新一代信息技术、智能制造与高端装备、精品钢与先进材料、生物医药与大健康四大主导产业，2024 年实现规模以上工业增加值同比增长 6.5%，其中规模以上制造业实现增加值同比增长 6.7%，拉动规模以上工业增长 5.6 个百分点；新增创新型中小企业 1189 家、专精特新企业 720 家、专精特新“小巨人”企业 31 家；新增省级战略性新兴产业集群 1 个、先进制造业集群 2 个、数字产业集群 3 个、中小企业特色产业集群 3 个，11 家企业入围中国企业 500 强；济南市获评全球集成电路产业综合竞争力百强城市。同时，济南市加快发展以金融、现代物流、商务服务、科技服务等现代服务业，2024 年实现服务业增加值 8568.4 亿元，同比增长 5.2%；规模以上服务业企业实现营业收入 4692.9 亿元，同比增长 3.9%，其中规模以上交通运输、仓储和邮政业，租赁和商务服务业，科学研究和技术服务业企业营业收入分别增长 4.8%、5.9%和 7.5%；新获批省级总部企业（机构）25 家、省级生产性服务业领军企业 4 家；入选陆港型国家物流枢纽建设名单、首批全国现代商贸流通体系试点城市；94 个现代物流网重点项目加快实施。另外，济南市新旧动能转换提档加速，2024 年实现规模以上高技术制造业增加值同比增长 14.4%，拉动规模以上工业增长 2.7 个百分点；现代服务业实现增加值 5258.6 亿元，同比增长 4.4%，占服务业增加值的比重为 61.4%；新旧动能转换起步区加快建设，黄河大桥复线桥、齐鲁黄河大桥建成通车，中新绿色科技研究院成立运营，新签约优质产业项目 37 个；科创金融改革试验区效能叠增，济南市连续两年跻身中国城市科创金融指数前十，入选金融资产投资公司股权投资试点城市，科技金融及特色机构达到 62 家，全市科创企业贷款余额 2057.8 亿元，同比增长 17.7%，科创企业获贷率 41.7%，较上年提高 0.6 个百分点。

根据济南市国民经济和社会发展统计公报，2022—2024年，济南市经济稳步增长，固定资产投资增速持续放缓。2024年，济南市GDP在山东省下辖16个地级市中排名第2位；产业结构呈现“三二一”发展格局；固定资产投资中房地产开发投资比上年增长4.2%，基础设施投资比上年增长0.6%。

图表5·济南市主要经济指标

项目	2022年	2023年	2024年	2025年一季度
地区生产总值（亿元）	12027.50	12757.40	13527.60	3091.30
GDP增速（%）	3.1	6.1	5.4	5.5
固定资产投资增速（%）	3.8	2.1	0.4	1.5
三产结构	3.5: 34.8: 61.7	3.4: 33.8: 62.8	3.3: 33.4: 63.3	/
人均GDP（万元）	12.77	13.52	14.22	/

注：人均GDP按“当年GDP/常住人口”计算；标“/”处表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据济南市财政决算报告及预算执行情况，2022—2024年，济南市一般公共预算收入持续增长，其中2024年收入规模在山东省下辖16个地级市中排名第2位，收入质量较高。同期，济南市一般公共预算支出持续增长，财政自给能力较强。2022—2024年，济南市政府性基金收入波动增长，其中国有土地使用权出让金收入分别为449.72亿元、412.12亿元和450.16亿元。截至2024年底，济南市政府债务余额3770.56亿元，其中专项债务余额3500.01亿元，一般债务余额270.55亿元。

图表6·济南市主要财政指标

项目	2022年	2023年	2024年
一般公共预算收入（亿元）	1001.14	1060.82	1083.05
一般公共预算收入增速（%）	8.1	6.0	2.1
税收收入（亿元）	693.16	797.93	784.18
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	69.24	75.22	72.40
一般公共预算支出（亿元）	1225.57	1365.29	1397.12
财政自给率（%）	81.69	77.70	77.52
政府性基金收入（亿元）	555.85	520.76	592.0
地方政府债务余额（亿元）	2661.09	3180.43	3770.56

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据山东省发展和改革委员会印发的《省会经济圈“十四五”一体化发展规划》（以下简称“《发展规划》”），山东省省会经济圈将构建“一心两圈层、一带两轴”发展格局，支持齐河、禹城、临邑打破行政壁垒、全面融入济南；实质性推进济德同城化发展，将齐河交通设施、产业发展、公共服务等纳入济南规划总体布局。提升基础设施互联互通水平方面，《发展规划》提出，共筑区域能源体系，优化能源结构和布局，统筹能源生产和消费，协同推动新能源设施建设，构建清洁低碳、安全高效的能源供给体系。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司职能定位及主营业务均未发生变化。

根据公司提供的《企业信用报告》（自主查询版）（统一社会信用代码：91370100MA3TKR9T6T），截至2025年5月9日，公司本部无关注类及不良类信贷信息。

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，公司本部无逾期或违约记录，过往债务履约情况良好。

截至2025年7月20日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、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有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构比较有效，内部管理体系健全，公司董事、监事、高级管理人员及管理制度方面均无重大变化。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，主要来源于供热、供气和工程业务收入，其中供热、供气业务收入持续增长，工程业务收入波动增长，材料销售业务收入 2024 年大幅增长。同期，公司业务综合毛利率持续增长，主要系供热业务亏损幅度收窄的同时收入占比较高的供气业务毛利率持续上升所致。2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 88.64 亿元，业务综合毛利率 7.71%。

图表 7 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)	收入	占比 (%)	毛利率 (%)
供热业务	41.44	33.78	-42.33	42.93	28.43	-38.28	46.75	27.13	-14.25
供气业务	28.80	23.48	1.67	31.37	20.77	8.22	32.55	18.89	11.95
工程业务	40.72	33.19	31.65	56.41	37.35	27.50	55.85	32.42	23.47
软件与信息技术服务业务	1.34	1.09	-7.22	3.89	2.58	65.59	3.02	1.75	34.10
材料销售业务	2.39	1.95	47.39	8.22	5.44	17.47	27.27	15.83	2.33
其他业务	7.97	6.50	24.32	8.19	5.43	32.89	6.86	3.98	38.17
合计	122.67	100.00	-0.97	151.01	100.00	5.52	172.29	100.00	8.48

注：尾差系四舍五入所致；其他业务收入主要为上网电收入、技术服务收入、租赁收入等
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（1）供热业务

公司供热业务垄断优势明显，近年来收入保持增长，因承担民生保障职能，呈持续亏损状态。2024 年，国内煤炭价格有所下降，公司供热业务亏损幅度明显收窄。济南市政府通过政府补贴方式给予公司持续支持。随着在建热源及配套管网项目的不断推进以及考虑到济南市未来面临的良好的产业政策和投资环境，公司供热面积有望进一步拓展，带动供热业务收入进一步增长。

公司供热业务主要由下属全资子公司热力公司、热电公司和济南能源投资控股集团有限公司（以下简称“能源控股”）开展。热力公司及热电公司前身为成立于 1994 年的济南市区供热公司和成立于 1990 年的济南市南郊热电厂，长期为济南市提供热力保障，业务范围以区域划分。2020 年公司成立后，对热电公司和热力公司的职能进行了整合和重新划分：热力公司面向客户，致力于供热管网的建设和维护，负责热能从供应端向消费端的连接；热电公司专注于热能生产，为热力公司提供热能保障。能源控股系 2021 年新设成立，业务模式和热力公司相同，服务范围有所划分，热力公司主要负责济南市区范围内热能供应，能源控股主要负责济南城区周边区域包括章丘、济阳和商河等地的热能供应。截至 2025 年 3 月底，公司供热管网总长度约 11320.87 公里（一次网长约 5157.96 公里，二次网长约 6162.92 公里）；供热面积合计 37637.34 万平方米，供热业务覆盖全市约 97% 以上的区域。

公司主要通过自产及外购热能为济南市居民及企业提供供热服务。自产热能方面，截至 2025 年 3 月底，公司拥有大中型热源共 39 处，供热锅炉 132 台，供热能力约 12132MW（含小微燃气锅炉 551MW）。公司自产热能主要消耗原材料为煤炭和天然气，按照采购量实时支付费用；外购热能主要来源于热电联产热源，公司与济南周边热电厂签订长期合作协议，购买其发电形成的联产热能，购买价格由政府核定，主要供应商包括华能济南黄台发电有限公司、华电济南章丘发电有限公司、国家能源（山东）新能源有限公司石横分公司、济南明泉河海新能源有限公司等。2022—2024 年，公司供热业务主要采购情况详见下图表，在原材料采购均价方面，天然气执行政府定价，为了鼓励使用清洁能源，政府对公司供热业务天然气采购价格超过 1.8 元/立方米部分实行补贴，公司燃气采购单价波动下降至 1.56 元/立方米；原煤及水煤浆采购单价均持续下降，但仍处于历史较高水平；外购热价格由政府核定，波动上升。同期，随公司经营规模持续扩大，原材料采购需求增加，加之“碳中和”“碳达峰”的政策性要求，其中具有成本及环保优势的天然气和外购热采购量逐年上升，原煤及水煤浆采购量逐年下降。

2022—2024 年，公司供热业务收入持续增长，分别为 41.44 亿元、42.93 亿元和 46.75 亿元；毛利率分别为-42.33%、-38.28% 和-14.25%。2022—2023 年，国内煤炭价格持续居于高位，对公司供热业务成本形成较大不利影响，叠加折旧、人工等固定成本增长，使该业务持续呈大幅亏损状态；2024 年，受阶段性供需错配影响，国内煤炭价格有所下降，加上供热业务对煤炭的需求量下

降，公司供热业务亏损幅度明显收窄。2022—2024 年，公司分别确认政策性亏损补贴 15.51 亿元（含延期供热补贴 0.11 亿元）、14.05 亿元和 11.14 亿元。

图表 8 • 公司供热业务主要采购均价情况

项目名称	2022 年	2023 年	2024 年
天然气（元/立方米）	1.80	2.05	1.56
原煤（元/吨）	1274.89	1175.43	784.28
水煤浆（元/吨）	1160.66	1124.03	854.32
外购热（元/吉焦）	52.42	47.38	55.36

注：列示均为含税均价；对于天然气上游门站价格超过 1.8 元/立方米部分由政府进行补贴
资料来源：公司提供

图表 9 • 公司供热业务主要采购数量情况

项目名称	2022 年	2023 年	2024 年
天然气（万立方米）	35476.00	38698.33	41227.96
原煤（万吨）	85.25	83.88	71.83
水煤浆（万吨）	33.99	29.70	23.79
外购热（万吉焦）	2161.87	2533.40	5858.15

资料来源：公司提供

公司供热业务下游客户以居民用户为主，居民用户销售额占销售总额比重约 85%。供热价格由政府确定，济南市自 2008 年以来未发生变化，章丘、济阳、商河居民和单位用户供暖单价在 2023 年有所调增，同比增幅 10.00%~36.36%；收费计量方式按用户性质划分，包括以建筑面积计量和分部制计量，具体分类及单价详见下图表。价款结算方面，用户需在当年供暖季前（一般为 9~11 月）一次性预存全年热费，后由公司开通供暖。2022—2024 年，公司热费收缴比率均保持在 95%以上，现金流状况良好。

图表 10 • 2025 年 3 月底公司供热业务收费标准

所在地区	项目	单价	
章丘	居民用户供暖（元/平方米）	24.0	
	单位用户供暖（元/平方米）	33.0	
济阳	居民用户供暖（元/平方米）	24.0	
	单位用户供暖（元/平方米）	38.4	
	工业蒸汽（元/吨）	252.0	
商河	居民用户供暖（元/平方米）	22.0	
	单位用户供暖（元/平方米）	36.0	
济南市	按面积收费用户	居民用户供暖（元/平方米）	26.7
		单位用户供暖（元/平方米）	39.8
	两部制用户	居民用户供暖（基础热费+计量热费）	基础热价：8.01 元/平方米；计量热价：0.2 元/千瓦时
		单位用户供暖（基础热费+计量热费）	基础热价：11.94 元/平方米；计量热价：0.3 元/千瓦时
	一部制计量用户	居民用户供暖（元/吉焦）	59.6
		单位用户供暖（元/吉焦）	86.1
	一部制蒸汽用户	居民用户供暖（元/吨）	174.5
		单位用户供暖（元/吨）	252.0
工业蒸汽用户	单位用户供暖（元/吨）	252.0	

资料来源：公司提供

截至 2025 年 3 月底，公司供热业务总开户面积为 37637.34 万平方米，其中按面积收费 232.77 万户，开户面积 26982.50 万平方米；两部制收费 1.65 万户，开户面积 1450.64 万平方米；挂表计量 174 户，开户面积 640.26 万平方米；已开户未供热面积为 8563.94 万平方米。

项目方面，截至 2025 年 3 月底，公司供热业务主要在建及拟建项目计划总投资 254.43 亿元，资金来源于地方政府专项债资金和公司自筹，尚需投资 129.52 亿元，公司面临一定的投资压力。

图表 11 • 截至 2025 年 3 月底公司供热业务主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期（年、月）	计划总投资	已投资
聊热入济北线工程	2024—2026	83.46	35.05
聊热入济长距离供热工程（南线）	2023/12—2025/10	38.00	17.80
济南热电集团有限公司 2×66 万千瓦先进燃煤机组供热项目	2023/06—2026/06	68.91	40.82
济南西部城区供热工程	2023/01—2024/12	37.56	31.24
在建小计	--	227.93	124.91
2025 年供热管网工程	2025/09—2027/12	11.25	0.00
大型热电联产供热机组铁路专用线项目	2025/12—2027/12	12.75	0.00
济南市中心城区 2025 年市政热力管网更新改造项目	2025/08—2027/12	2.50	0.00
拟建小计	--	26.50	0.00
合计	--	254.43	124.91

资料来源：公司提供

（2）供气业务

公司燃气业务具有区域专营优势，整体经营稳健，毛利率持续上升，济南市天然气价格上下游联动机制的逐步完善有助于公司缓解上游门站价格频繁波动对经营成本带来的压力。

公司供气业务经营主体主要为港华燃气和济华燃气，分别系由公司子公司济南市管道煤气公司和济南市煤气有限公司与香港中华煤气有限公司于 2003 年和 2004 年共同出资设立，经营范围包括天然气采购、储存、输配、销售，天然气工程施工、设计、质检等。

公司供气业务为特许经营，济南市市政公用事业局受济南市人民政府委托，与港华燃气和济华燃气分别签订了《城市管道燃气特许经营协议》，授予其在济南市行政管辖区域范围内独家运营、维护市政管道燃气设施、以管道输送形式向用户供应燃气，提供相关管道燃气设施的抢修抢险业务等并收取费用的权利；特许经营期限均为 30 年，自 2010 年 6 月 10 日起至 2040 年 6 月 9 日止。港华燃气和济华燃气业务模式相同，业务范围以济南市纬二路为界南北划分，共同覆盖济南市全域范围及周边德州市齐河县和聊城市茌平区。截至 2025 年 3 月底，公司燃气业务运行门站 8 座、调压站 32 座、调峰储配站 3 座；拥有高压管线（含规划）502.66 公里、次高压管线 395.44 公里、中压管线 3495.05 公里、低压管线 7666.83 公里，共计 12059.98 公里。

燃气采购方面，2022—2024 年，公司外购燃气量逐年增长；供应商主要是中国石油天然气集团有限公司和中国石油化工集团有限公司两个集团公司，供应量占公司总采购量比重超过 80%；购气均价波动下降。

图表 12 • 公司燃气采购情况

项目名称	2022 年	2023 年	2024 年
采购数量（亿立方米）	9.55	10.51	10.91
采购金额（万元）	321116.31	353756.49	353677.73
采购均价（元/立方米）	3.36	3.37	3.24

资料来源：公司提供

截至 2025 年 3 月底，公司燃气用户包括居民用户约 254.97 万户、公福户 2440 户（福利院、养老院、学校、公益组织或单位等）、商业用户 12894 户、工业用户 701 户，以居民用户为主。公司燃气售价由政府统一定价，根据济南市发展和改革委员会（以下简称“济南市发改委”）《关于调整管道天然气销售价格的通知》（济发改物价〔2018〕544 号），济南市居民用户一般生活用气（炊事、生活热水等）执行阶梯气量定价，分为三档；非居民用户不执行阶梯气价，具体销售价格以基准销售价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内确定，详见下图表。

价格调整方面，根据济南市《关于完善天然气价格上下游联动机制的通知》（济发改价格〔2019〕281 号），当上游天然气价格调整时，济南市发改委将按照联动公式和城市燃气供应企业与上游供气企业签订的合同计算居民、非居民采购价格变动情况，当采

购价格变动幅度达到或超过 8%时，销售价格进行相应调整，其中居民联动周期不少于 1 年，非居民联动周期不少于 3 个月。2022 年，天然气上游门站价格变动较为频繁，根据济发改价格（2019）281 号文，济南市发改委分别于同年 1 月、11 月对非居民管道天然气销售价格基准进行了调整：由 3.3 元/立方米调整为 3.54 元/立方米（2021 年 12 月起执行），由 3.54 元/立方米调整为 4.09 元/立方米（2022 年 11 月起执行）。2023 年，除困难户外，其他居民及公福用户在原有基础上上调 0.2 元/立方米。根据 2024 年 6 月 28 日，济发改价格（2024）186 号文件，济南市进一步上调非居民用气基准销售价格至 4.28 元/立方米（自 2024 年 7 月 1 日起执行）。

图表 13 • 济南市燃气供应定价情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
居民用户供气	0-216（含）立方米：3.3 元/立方米 216-360（含）立方米 3.9 元/立方米 360 立方米以上 4.8 元/立方米 困难户：2.7 元/立方米	0-216（含）立方米：3.5 元/立方米 216-360（含）立方米 4.1 元/立方米 360 立方米以上 5.0 元/立方米 困难户：2.7 元/立方米	0-216（含）立方米：3.5 元/立方米 216-360（含）立方米 4.1 元/立方米 360 立方米以上 5.0 元/立方米 困难户：2.7 元/立方米
公福用户	3.60 元/立方米	3.80 元/立方米	3.80 元/立方米
燃气壁挂炉采暖用户	3.30 元/立方米	3.50 元/立方米	3.50 元/立方米
非居民用气	非居民用气基准价格为 3.54 元/立方米，管道天然气经营企业可以基准销售价格为基础，上浮 20%、下浮不限的范围内确定具体销售价格	非居民用气基准价格为 4.09 元/立方米，管道天然气经营企业可以基准销售价格为基础，上浮 20%、下浮不限的范围内确定具体销售价格	非居民用气基准价格为 4.28 元/立方米，管道天然气经营企业可在不超过此基准销售价格的范围内确定具体销售价格

资料来源：公司提供

2022—2024 年，公司天然气购入量持续增长，销售量波动增长。同期，公司分别实现供气业务收入 28.80 亿元、31.37 亿元和 32.55 亿元，毛利率分别为 1.67%、8.22%和 11.95%。公司供气业务整体经营稳健。

图表 14 • 公司供气业务运营情况

项目名称	2022 年	2023 年	2024 年
天然气购入量（亿立方米）	9.55	10.51	10.91
天然气销售量（亿立方米）	9.91	10.36	10.27
管道燃气累计用户数（万户）	229.40	/	/

注：“/”表示未获取相关信息

资料来源：公司提供

（3）工程业务

工程业务是公司营业收入及利润的重要来源，储备项目可为后续收入实现提供一定保障；未来随着济南城市更新改造、城区范围的外延和拓展及省内项目的陆续推进，公司工程业务仍有一定发展空间。

公司工程相关业务经营主体为济南能源工程集团有限公司（以下简称“能源工程”），由原分属于供热、供气板块内的设计、施工企业整合而成，现有主营业务涵盖项目咨询与设计、施工与项目管理、技术研发、装备集成和运营服务等。

公司工程相关业务主要采用施工总承包和工程总承包（EPC）两种模式。其中，施工总承包模式下，由业主单位负责完成项目设计之前的工作，公司根据其建设需求进行工程物资采购及施工；工程总承包（EPC）模式系公司负责项目设计、采购和施工全流程，通过参与更多的项目环节能获得相对更高的利润。公司工程相关业务所需资金来源于业主单位预付款、公司自有资金及外部筹资等，按照完工进度确认工程业务收入。项目回款方面，公司按照总包合同约定的付款节点，向业主单位申请工程进度款，并持续跟进付款流程。

项目来源方面，公司主要通过市场化投标方式承揽项目，依托能源工程在市政工程、管网工程施工领域成熟的技术和管理能力，在济南及周边区域同行业内具有较强竞争优势；业主单位主要为政府部门和国有企业等。

截至 2025 年 3 月底，公司主要在施工及拟施工项目合同金额共 27.34 亿元，已完成合同金额 4.57 亿元，回款金额 2.74 亿元。2022—2024 年，公司分别实现工程业务收入 40.72 亿元、56.41 亿元和 55.85 亿元，规模波动增长；毛利率分别为 31.65%、27.50%和 23.47%，持续下降。

图表 15 • 截至 2025 年 3 月底公司主要在施工及拟施工项目情况（单位：亿元）

项目名称	项目业主	项目所在地	合同总金额	已完成合同金额	回款金额
山东济南公益性农产品大宗交易流通产业园（一期园区项目）CE 地块工程总承包（EPC）	山东济清恒茂农产品有限公司	济南市长清区	9.25	2.89	2.51
济南高新区赛石项目周边市政道路工程工程总承包（EPC）	济南高新技术产业开发区管理委员会财政性投资项目推进中心	济南高新技术产业开发区	2.87	1.68	0.23
口镇街道雍和园社区中心片区城中村改造项目地块二工程总承包（EPC）	山东赢昊城乡发展集团有限公司	济南市济阳县	9.60	--	--
济阳“一张网”供热保障项目（高压蒸汽）工程总承包（EPC）	济南市济阳新城供热有限公司	济南市济阳县	1.02	--	--
济阳“一张网”供热保障项目（低压蒸汽）工程总承包（EPC）合同	济南市济阳新城供热有限公司	济南市槐荫区	1.05	--	--
鲁粮集团现代粮农产业示范推广项目（粮食仓储）施工	山东省鲁粮现代粮食管理有限公司	济南市天桥区	3.03	--	--
济南天桥工业设计软件创新产业园施工总承包项目一标段装饰装修及安装工程施工	山东省华工建筑科技集团有限公司	济南市济阳县	0.52	--	--
合计	--	--	27.34	4.57	2.74

资料来源：公司提供

（4）软件与信息技术服务业务

公司通过“协议受让+表决权委托”的方式取得上市公司实际控制权涉足软件开发行业，拓宽了业务版图；被收购企业 2024 年虽扭亏为盈，但盈利能力很弱。

2022 年 4 月，公司下属子公司济南能源环保科技有限公司（以下简称“能源环保”）以每股 16.64 元协议受让山东神思科技投资有限公司（以下简称“神思投资”）持有的神思电子技术股份有限公司（以下简称“神思电子”）股票 2245.59 万股，占神思电子总股本的 11.40%，支付总价款合计 3.74 亿元。同时，神思投资自愿将其持有的神思电子 1025.29 万股股份（占公司总股本的 5.20%）对应的表决权委托给能源环保行使（委托期限至能源环保/及其控股股东自神思投资处受让的神思电子股份占公司股份总额比例达到 16.60%之日）。公司通过能源环保拥有神思电子 16.60%的表决权，对神思电子形成实际控制。

神思电子成立于 2004 年 12 月，2015 年 6 月首次公开发行股票并在深圳证券交易所创业板上市，股票代码“300479.SZ”。神思电子系国内身份识别解决方案的提供商和服务商，业务主要包括身份认证业务、行业深耕业务（金融行业、安防行业、医疗行业）、人工智能业务（单项 AI 产品及 AI 云服务综合解决方案）等。2022—2024 年及 2025 年一季度，神思电子营业总收入分别为 3.80 亿元、4.15 亿元、9.12 亿元和 0.81 亿元；同期，利润总额分别为-1.20 亿元、-0.76 亿元、0.05 亿元和-0.28 亿元。截至 2025 年 3 月底，神思电子资产总额 10.88 亿元，所有者权益 5.26 亿元（含少数股东权益 0.11 亿元）。

（5）材料销售业务

公司材料销售业务品种以钢材、钢管、塑料管等工程材料为主，2024 年收入规模大幅增长，对公司营业收入形成较大补充；受大宗商品交易数量占比提高影响，毛利率下降至较低水平。

公司材料销售业务运营主体为子公司能源工程及其下属子公司，销售品种以钢材、钢管、塑料管等工程材料为主。业务模式方面，公司主要采用“以销定采”或“以销定产”的业务模式，其中塑料管由公司自行加工生产销售给下游客户；其他货物则通过匹配供应商，与上游客户签订相应的采购合同，通过锁定上下游客户及产品价格的方式控制业务风险从中盈利。同时，公司也会根据市场需求、原材料价格、行业周期性等因素，适当库存部分商品。结算方面，公司通常采用承兑汇票方式支付货款，主要结算方式分两种，一种方式为公司与下游客户签订合同，并以现款现货的方式自上游供货商处采购货物，待货物到现场初步验收后，下游客户支付合同总金额的 50%，一年内支付合同总金额的 90%，剩余 10%的质保金在无质量问题的情况下两年内支付完成；另一种方式为公司与上下游分别签订合同，收到货物后移交给下游客户，公司在收到下游客户的预付款（预付比例不等，在 10%~70%之间）

后七个工作日内按照采购合同的 70%向上游供货商支付货款，剩余货款按照合同约定支付，一般来说，公司按照下游客户款项支付进度支付上游供货商对应的材料款。

2024 年，公司材料销售业务主要客户销售金额合计占销售总额的 50.54%，客户集中度一般，部分销售客户为民营企业，需持续关注其款项回收情况。2022—2024 年及 2025 年 1—3 月，公司分别确认材料销售收入 2.39 亿元、8.22 亿元和 27.27 亿元；受钢材、钢材等大宗商品交易数量占比提高影响，毛利率持续下降，分别为 47.39%、17.47%和 2.33%。

图表 16 • 2024 年公司材料销售业务主要客户情况

序号	客户名称	性质	占销售金额比例 (%)
1	中建八局（山东）供应链科技有限公司	央企子公司	17.59
2	陕西高速机械化工有限公司	国有企业	11.90
3	陕西交控丝路建设工程有限公司	民营企业	11.67
4	济南迈科管道科技有限公司	上市公司	6.83
5	陕西交控供应链管理集团有限公司	国有企业	2.55
合计			50.54

资料来源：公司提供

除上述业务外，公司还从事部分新能源项目投资、建设及运营。截至 2025 年 3 月底，公司拟建项目主要为济南市绿色低碳交通工具更新项目，该项目已于 2024 年 12 月立项，计划总投资 13.29 亿元，资金来源于公司自筹，建设周期为 2025—2028 年，运营主体为子公司济南中优新能源有限公司，规划建设 25 座环卫重卡新能源更新综合服务站，采用 9+1 型换电站，单站满足 80~110 辆换电车辆日常运行需求；综合服务站集“光储充换”为一体，以环卫重卡充换电功能为主，同时配套停车、保养等功能，具体配备有换电站、充电桩、光伏、储能设备、重卡和乘用车停车位、车辆维保车间以及司机休息室、管理用房等；同时购置电池 2250 块，开展“车电分离”业务。该项目建成后可满足济南市至少 2000 辆新能源车辆充换电需求，构建完成济南市环卫重卡充换电网络的基本架构，公司计划通过收取充换电服务费、光伏、储能、电池租赁费等平衡前期投入。

2 未来发展

公司将按照国家“四个革命，一个合作”的能源战略要求，着力做好“五个打造”，一是加快热源规划和储气设施建设，满足能源需求，构建可分、可组、可控一张能源网，互联互通、多能互补，打造安全能源；二是加大环保投入，提升能源消费效率，加强能源合作，推动科技创新，打造绿色能源；三是利用 5G 和物联网技术，从能源供给、能源输配到能源消费各环节所有生产要素实现万物互联，打造智慧能源；四是简化报装程序，强化客户体验，提升服务标准，创造家庭场景，优化营商环境，打造温心能源；五是加强技术创新，提升能源效率，科学确定投资强度，加大成本管控力度，拓展能源消费业务，打造经济能源。

(五) 财务方面

公司提供了 2022—2024 年度合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

2022—2024 年，公司无重要会计估计变更。会计政策变更方面，公司自 2023 年 1 月 1 日起执行财政部颁布的《企业会计准则解释第 16 号》¹，对 2022 年部分科目进行追溯调整；自 2024 年 1 月 1 日起执行财政部颁布的《企业会计准则解释第 17 号》、《企业会计准则解释第 18 号》²及《企业数据资源相关会计处理暂行规定》的相关规定，对 2023 年利润表部分科目进行追溯调整，数据资源采用未来适用法执行该规定。会计差错更正方面，根据公司 2024 年审计报告披露，公司采用追溯重述法对 2023 年比较期间的部分科目差错进行了更正，详见下图表。整体来看，以上会计政策变更及差错更正对公司合并报表影响不大。

¹ 公司自 2023 年 1 月 1 日起执行财政部颁布的《企业会计准则解释第 16 号》（财会〔2022〕31 号）“关于单项交易产生的资产和负债相关的递延所得税不适用初始确认豁免的会计处理”规定，对在首次执行该规定的财务报表列报最早期间的期初至首次执行日之间发生的适用该规定的单项交易按该规定进行调整。具体调整情况如下，2022 年底公司资产负债表中递延所得税资产增加 73.89 万元，递延所得税负债增加 114.27 万元，少数股东权益减少 7.44 万元，未分配利润减少 32.93 万元；利润表中所得税费用增加 40.37 万元，少数股东损益减少 7.44 万元。

² 公司自 2024 年 1 月 1 日起执行财政部颁布的《企业会计准则解释第 18 号》“关于不属于单项履约义务的保证类质量保证的会计处理”规定，并对可比期间信息进行追溯调整。具体调整情况如下，2023 年利润表中营业成本增加 72.36 万元，销售费用减少 72.36 万元。

图表 17 • 2023 年度比较期间财务报表受影响情况（单位：万元）

会计差错更正的内容	受影响的报表项目名称	累积影响数
济南玉泉生物发电有限公司补提以前年度其他应收款坏账准备	其他应收款	-1908.79
	信用减值损失	-1908.79
	未分配利润	-1908.79
热力公司依据资产达到预定可使用状态的时间补提折旧	固定资产	-8741.67
	营业成本	-124.95
	未分配利润	-8741.67
因济南和历新能源有限公司、济南和莱光伏有限公司（已更名为济南和莱贸易有限公司）销售及采购合同终止差错调整	应收账款	-1174.86
	应付账款	-773.19
	应交税费	-145.84
	专项储备	-20.79
	营业收入	-264.33
	管理费用	-18.62
	所得税费用	-10.68
	未分配利润	-235.03
山东和同信息科技股份有限公司以前年度营业成本结转差错调整	存货	-635.31
	营业成本	635.31
	未分配利润	-635.31
山东和同信息科技股份有限公司、济南济华燃气有限公司依据 2023 年度企业所得税汇算清缴进行差错调整	应交税费	1183.99
	所得税费用	1183.99
	未分配利润	-1183.99
山东和同信息科技股份有限公司、济南鹊山热电有限公司对政府补助进行前期差错调整	其他流动资产	150.52
	其他应收款	300.01
	营业成本	-151.20
	其他收益	150.52
	未分配利润	450.53
山东和同信息科技股份有限公司前期差错调整对少数股东权益的影响	少数股东权益	-824.09
	少数股东损益	-824.09
	未分配利润	824.09

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

合并范围变化方面，2023 年，公司新纳入合并范围的子公司共 18 家（新设立 16 家，非同一控制下企业合并 2 家），不再纳入合并范围的子公司共 15 家（股权转让 1 家，注销 14 家）；2024 年，公司新纳入合并范围子公司共 15 家（股权收购 1 家、投资设立 13 家、无偿划入 1 家）；不再纳入合并范围的子公司共 5 家（注销 1 家、吸收合并 4 家）；2025 年一季度，公司新纳入合并范围的子公司共 1 家，系投资设立。整体看，公司合并范围变化涉及的子公司经营规模不大，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

随着经营规模不断扩张，公司资产总额持续较快增长，构成以已完工及在建的供热供气类管网资产和应收类款项为主，符合行业特征，其中应收类款项快速增长，部分款项预期回收周期较长；货币资金储备较为充裕，资产受限比例很低，公司整体资产质量尚可。

2022—2024 年底，随着经营规模持续扩张，公司资产总额较快增长，年均复合增长 29.13%，结构相对稳定，以非流动资产为主。

图表 18 • 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	215.58	40.80	276.37	39.47	325.34	36.93	378.31	40.64
货币资金	75.10	14.21	92.86	13.26	79.98	9.08	102.50	11.01
应收账款	25.02	4.74	33.34	4.76	43.61	4.95	53.09	5.70
其他应收款（合计）	56.74	10.74	77.32	11.04	111.35	12.64	119.98	12.89
存货	32.25	6.10	40.07	5.72	42.69	4.85	56.34	6.05
非流动资产	312.75	59.20	423.89	60.53	555.64	63.07	552.64	59.36
固定资产（合计）	198.28	37.53	245.19	35.01	301.44	34.22	289.98	31.15
在建工程（合计）	68.14	12.90	99.39	14.19	169.57	19.25	182.63	19.62
资产总额	528.33	100.00	700.26	100.00	880.97	100.00	930.95	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2024 年底，公司货币资金主要由银行存款（75.87 亿元）和其他货币资金（4.11 亿元）构成，其中受限货币资金 4.99 亿元，主要系银行承兑汇票保证金、诉讼冻结款、保函保证金、信用证保证金等。2022—2024 年底，公司应收账款持续增长，主要为应收工程款、材料款、电费、燃气款、采暖费等业务款项；2024 年底前五大应收对象以国央企为主，账面余额合计占应收账款账面余额的 31.94%，集中度较低；累计计提坏账准备 3.20 亿元。同期，公司其他应收款主要为应收政府款项、押金、保证金等，年均复合增长 40.09%，增速较快主要系公司每年应收政府补贴款规模较大且未实际到位所致。2024 年底，公司其他应收款前五大账面余额合计占其他应收款账面余额的 84.26%，集中度较高，其中应收济南市财政局的供热补亏、气代煤等补贴款到位时间预期较长；济南东新热电有限公司为济南市内国有热电企业，主要负责济南高新技术产业开发区范围内热能供应，由公司代管，预期占款周期较长。2024 年底公司其他应收款累计计提坏账准备 2.82 亿元。2022—2024 年底，公司存货持续增长，主要系工程业务增长带动合同履行成本持续增长所致，2024 年底账面余额主要由合同履行成本 27.12 亿元、原材料 6.63 亿元、发出商品 4.79 亿元和库存商品 3.46 亿元构成；累计计提跌价准备 0.51 亿元。

图表 19 • 2024 年底公司主要应收账款情况（单位：亿元）

名称	企业性质	账面余额	占比 (%)	坏账准备	款项性质
山东赢昊城乡发展集团有限公司	国有企业	5.75	12.29	0.30	工程款
陕西高速机械化工有限公司	国有企业	2.50	5.34	0.00	材料款
中建八局（山东）供应链科技有限公司	央企子公司	2.48	5.29	0.00	材料款
国网山东省电力公司济南供电公司	央企子公司	2.25	4.81	0.00	电费
济南东瓯发展投资开发有限公司	国有企业	1.97	4.21	0.00	工程款
合计	--	14.95	31.94	0.30	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 20 • 2024 年底公司主要其他应收款情况（单位：亿元）

名称	企业性质	账面余额	占比 (%)	坏账准备	款项性质
济南市财政局	政府机构	73.24	64.16	0.00	供热补亏款、气代煤补贴等
济南东新热电有限公司	国有企业	13.97	12.24	0.84	借款、往来款
日照新东港城市发展集团有限公司	国有企业	4.39	3.85	0.00	履约保证金
山东赢昊城乡发展集团有限公司	国有企业	2.98	2.61	0.00	履约保证金
济南市天桥区住房和城乡建设局	政府机构	1.59	1.40	0.00	房屋征收补偿款
合计	--	96.18	84.26	0.84	--

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2022—2024 年底，公司固定资产持续增长，年均复合增长 23.30%，主要由于在建工程形成的管网、厂房等资产持续转入所致，2024 年底账面余额主要由专用设备 195.23 亿元、通用设备 57.18 亿元和房屋及建筑物 45.43 亿元构成，其中专用设备系管网资产，通用设备系机器类设备，以上两类资产成新率分别为 75.89%和 68.44%；公司固定资产累计折旧 103.73 亿元，累计减值准备 0.20 亿元。同期，公司在建工程持续大幅增长，年均复合增长 57.75%，主要系供热供气类管网管道及储备站、数字平台等项目持续投入所致，2024 年底账面余额主要为供热基建及管网工程 112.22 亿元、供气基建及管网工程 24.73 亿元和数字平台建设工程 15.47 亿元等。

2025 年 3 月底，公司资产总额较 2024 年底增长 5.67%，主要系货币资金、应收类款项、存货及在建工程有所增长所致。

截至 2025 年 3 月底，公司受限资产情况如下图所示，受限资产合计 13.77 亿元，占总资产比重为 1.48%，资产受限比例很低。

图表 21 • 截至 2025 年 3 月底公司受限资产情况（单位：亿元）

受限资产名称	账面价值	受限原因
货币资金	11.43	保证金、诉讼冻结款项、定期存款等
应收票据	0.04	已背书或贴现且在资产负债表日尚未到期且未终止确认的票据
固定资产	0.96	借款抵押
在建工程	1.15	借款抵押
无形资产	0.19	借款抵押
合计	13.77	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

（2）所有者权益及负债

公司所有者权益较快增长，其中实收资本和资本公积占比较高，权益稳定性较好；有息债务规模增长较快，以长期债务为主，综合融资成本较低，整体债务负担较重，面临一定的集中偿付压力。

2022—2024 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 32.32%，其中实收资本持续增长，系济南市国资委以货币资金持续出资所致。同期，公司其他权益工具持续增长，其中 2023 年底增加 20.00 亿元，系公司发行永续中票“23 济南能源 MTN001”和“23 济南能源 MTN002”；2024 年底较 2023 年底大幅增长，主要系子公司热力公司和热电公司收到用于项目资本金的地方政府专项债资金 42.71 亿元所致。2022—2024 年底，公司资本公积持续增长，其中 2023 年底较 2022 年底大幅增长，主要系政府返还管网建设配套费及划入路灯资产所致；2024 年底较 2023 年底大幅增长，主要系政府返还的管网建设配套费及无需归还的地方政府专项债资金转入所致。同期，因持续亏损，公司未分配利润持续下降。

2025 年 3 月底，公司所有者权益较 2024 年底增长 3.95%，其中实收资本增加 0.04 亿元，系济南市国资委以货币资金出资；其他权益工具投资增加 5.00 亿元，系公司收到用于项目资本金的地方政府专项债资金；因持续亏损，未分配利润进一步下降。

图表 22 • 公司所有者权益构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
实收资本	80.19	52.23	80.53	39.65	81.07	30.16	81.11	29.03
其他权益工具	0.00	0.00	20.00	9.85	62.71	23.33	67.71	24.23
资本公积	55.91	36.42	88.73	43.68	117.45	43.70	114.50	40.98
未分配利润	-8.61	-5.61	-11.32	-5.57	-16.11	-5.99	-18.25	-6.53
归属于母公司所有者权益合计	127.67	83.16	178.29	87.78	245.64	91.39	246.40	88.18
少数股东权益	25.86	16.84	24.82	12.22	23.14	8.61	33.01	11.82
所有者权益合计	153.52	100.00	203.11	100.00	268.79	100.00	279.42	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2022—2024 年底，公司负债总额持续较快增长，年均复合增长 27.80%，构成上以流动负债为主。同期，公司经营性负债主要体现在应付账款、其他应付款、合同负债和专项应付款，其中应付账款持续增长，主要以应付工程款及材料款为主；其他应付款波动下降，主要为应付往来款、借款、保证金、代收配套费等款项，2023 年底账面余额包含短期融资租赁款，本报告已将其调整至

短期债务核算：合同负债持续增长，2024 年底账面余额主要由预收采暖费 25.09 亿元、预收工程款 43.08 亿元、预收材料款 6.78 亿元和预收燃气款 5.39 亿元构成；专项应付款波动下降，主要为政府拨付的项目专项配套费及专项资金。

图表 23 • 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	256.81	68.52	309.58	62.27	383.01	62.56	353.11	54.20
短期借款	14.13	3.77	25.65	5.16	34.78	5.68	51.15	7.85
应付票据	29.91	7.98	28.35	5.70	29.37	4.80	54.20	8.32
应付账款	81.68	21.79	116.25	23.38	153.27	25.04	128.11	19.66
其他应付款（合计）	32.84	8.76	34.63	6.97	28.71	4.69	34.08	5.23
合同负债	73.82	19.70	74.46	14.98	81.04	13.24	50.88	7.81
其他流动负债	11.05	2.95	16.16	3.25	27.22	4.45	35.61	5.47
非流动负债	118.00	31.48	187.57	37.73	229.18	37.44	298.42	45.80
长期借款	42.88	11.44	85.00	17.10	109.18	17.83	178.70	27.43
应付债券	8.00	2.13	13.00	2.61	38.00	6.21	48.00	7.37
长期应付款（合计）	55.70	14.86	79.07	15.90	70.72	11.55	49.50	7.60
其中：长期应付款	44.62	11.90	74.85	15.06	65.35	10.68	44.95	6.90
专项应付款	11.09	2.96	4.22	0.85	5.36	0.88	4.55	0.70
负债总额	374.81	100.00	497.15	100.00	612.18	100.00	651.53	100.00

注：尾差系四舍五入所致

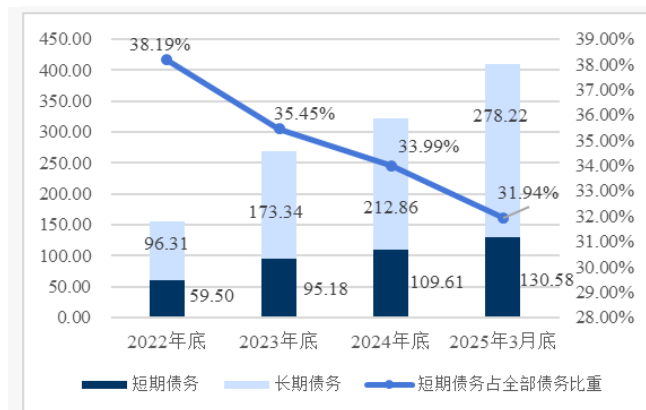
资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2022—2024 年底，公司其他流动负债持续增长，2024 年底账面余额主要由短期应付债券及利息 25.19 亿元和待转销项税额 1.99 亿元构成，其中有息部分已调整至短期债务核算；长期应付款波动增长，2024 年底账面余额主要由地方政府专项债 58.41 亿元和融资租赁借款 6.38 亿元构成，其中有息部分已调整至长期债务核算。有息债务方面，2022—2024 年底，公司全部债务较快增长，年均复合增长 43.86%，以长期债务为主，短期债务占比持续下降至 33.99%。2024 年底，公司全部债务规模为 322.46 亿元（不含其他权益工具中永续债券和地方政府专项债券），其中银行借款、地方政府专项债券、债券融资、票据融资（信用证和银行承兑汇票）、融资租赁借款分别占比 49.56%、18.11%、19.89%、9.11%和 2.95%，并辅以少量的租赁负债；从融资成本来看，公司有息债务综合融资成本约为 3.45%，融资成本较低；从债务指标来看，公司资产负债率波动下降，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率波动上升。

2025 年 3 月底，公司负债总额较 2024 年底增长 6.43%，其中全部债务为 408.81 亿元，较 2024 年底增长 26.78%，短期债务占比下降至 31.94%。从债务指标来看，2025 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较上年底均有所上升。考虑权益中的永续债券和地方政府专项债券，债务指标将高于上述测算值。公司实际债务负担较重。

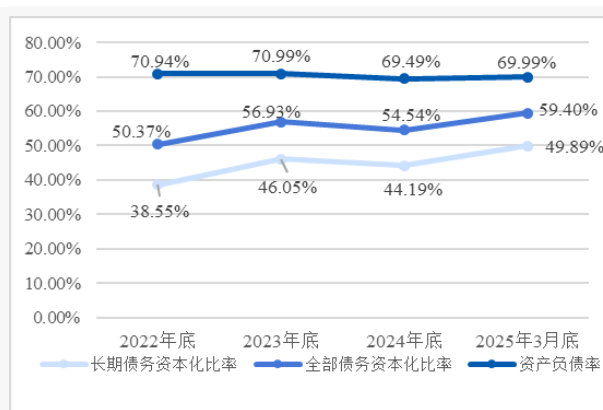
从债务期限分布看，截至 2025 年 3 月底，公司未来三年分别需要偿还有息债务本金（含永续债券及永续融资，已考虑含权债券提前回售）130.58 亿元、47.98 亿元和 11.34 亿元，一年内面临一定的集中偿付压力。

图表 24 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

图表 25 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

(4) 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，政府补助对利润总额贡献大；受供热业务持续亏损、期间费用攀升等因素影响，公司利润总额持续为负，公司盈利能力弱。

2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 18.51%；营业成本年均复合增长 12.83%，成本增速低于收入增速，导致营业利润率持续上升。同期，公司期间费用持续增长，以管理费用、销售费用和财务费用为主，期间费用率分别为 16.13%、16.99%和 16.54%，费用控制能力有待加强。

非经常性损益方面，2022—2024 年，公司其他收益持续下降，但仍保持较大规模，对利润总额贡献大，主要为与供热业务有关的政策性亏损补贴等政府补助；投资收益持续增长，主要为股权投资收益、利息收入及处置金融资产形成的收益等。同期，受供热业务持续亏损、期间费用攀升等因素影响，公司利润总额持续为负，公司盈利能力弱。

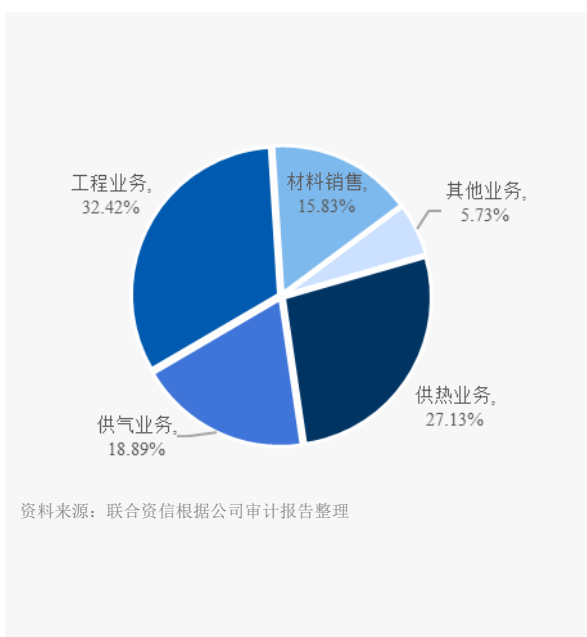
2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 88.64 亿元，相当于 2024 全年的 51.45%；营业利润率较 2024 年略有下降，利润总额为 0.40 亿元，扭亏为盈。

图表 26 • 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	122.67	151.01	172.29	88.64
营业成本	123.86	142.67	157.67	81.81
期间费用	19.79	25.66	28.50	8.27
其他收益	16.40	15.10	12.41	1.55
投资收益	0.87	1.26	1.84	0.23
营业外收入	0.27	0.08	1.02	0.23
资产减值损失	-0.76	-0.07	-0.67	0.002
信用减值损失	-0.36	-0.86	-1.01	0.02
利润总额	-5.09	-2.51	-1.44	0.40
营业利润率 (%)	-1.41	5.03	7.95	7.51
总资本收益率 (%)	-0.78	0.27	0.63	--
净资产收益率 (%)	-3.96	-1.89	-1.13	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

图表 27 • 2024 年公司营业总收入构成



(5) 现金流

2024 年，受主营业务、往来款及保证金等支出增加影响，公司经营活动现金流转为净流出，收入实现质量好；随着项目加快投入，投资活动现金净流出规模持续扩大，叠加债务还本付息的资金需求，公司资金来源对筹资活动依赖较大。

经营活动方面，2022—2024 年，公司经营活动现金流入持续增长，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 128.32 亿元、136.67 亿元和 169.17 亿元，主要为供热、供气、工程施工及材料销售等业务收到的现金；现金收入比波动下降，但仍保持在较高水平，收入实现质量好。同期，公司经营活动现金流出持续增长，其中购买商品、接受劳务支付的现金分别为 123.97 亿元、118.24 亿元和 156.35 亿元，2024 年同比大幅增长，同时往来款、保证金等支出形成的支付其他与经营活动有关的现金有所增长，导致公司经营活动现金由净流入转为净流出。

投资活动方面，2022—2024 年，公司投资活动现金流入规模很小；投资活动现金流出持续增长，以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为主；随着供热供气类管网管道等项目加快投入，公司投资活动现金净流出规模持续扩大。

筹资活动方面，2022—2024 年，为匹配项目建设及还本付息的资金需求，公司筹资活动现金流入持续大幅增长，主要通过股东注资、获取地方政府债资金及对外融资等方式筹集资金；筹资活动现金流出持续增长，主要是偿还债务本息的现金流出。同期，公司筹资活动现金持续净流入，且净流入规模持续扩大。

2025 年 1—3 月，公司经营活动和投资活动现金呈净流出，筹资活动现金呈净流入。随着债务逐步到期及项目持续投入，公司资金来源对筹资活动依赖较大。

图表 28 • 公司现金流情况（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	153.81	168.62	190.11	74.35
经营活动现金流出小计	162.22	162.42	201.70	105.86
经营活动现金流量净额	-8.41	6.20	-11.59	-31.52
投资活动现金流入小计	3.27	5.47	4.32	15.00
投资活动现金流出小计	37.11	105.24	125.56	29.04
投资活动现金流量净额	-33.84	-99.77	-121.24	-14.04
筹资活动前现金流量净额	-42.26	-93.57	-132.82	-45.56
筹资活动现金流入小计	82.87	159.71	211.61	103.65
筹资活动现金流出小计	36.69	46.94	91.89	35.64
筹资活动现金流量净额	46.18	112.78	119.72	68.01
现金收入比（%）	104.61	90.51	98.19	75.59

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2 偿债指标变化

公司短期偿债压力不大，长期偿债指标表现较强，间接融资渠道畅通，或有负债风险可控。

图表 29 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年（底）	2023 年（底）	2024 年（底）	2025 年 3 月（底）
短期偿债指标	流动比率（%）	83.95	89.27	84.94	107.14
	速动比率（%）	71.39	76.33	73.80	91.18
	现金短期债务比（倍）	1.27	0.99	0.74	0.82
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	11.20	16.45	20.89	--
	全部债务/EBITDA（倍）	13.91	16.32	15.43	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.81	2.43	2.11	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及提供资料整理

从短期偿债指标看，2022—2025 年 3 月底，公司流动比率和速动比率波动上升，现金短期债务比下降至 0.82 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高，公司短期偿债压力不大。

从长期偿债指标看，2022—2024 年，公司 EBITDA 持续增长，EBITDA 对利息支出和全部债务的保障程度较高，长期偿债指标表现较强。

截至 2025 年 3 月底，公司对外担保余额 13.52 亿元，担保比率为 4.84%，担保对象为济南章丘控股集团有限公司（济南市章丘市财政局直接控股公司），并设置了股权质押、资产抵押、连带责任担保等反担保措施。整体看，公司或有负债风险可控。

未决诉讼方面，截至 2025 年 3 月底，公司及子公司作为被告的未决诉讼共 2 起，分别为济南北部生物质热电联产项目工程款诉讼事项和张荫广诉港华燃气、济南港华环通市政工程有限公司及相关第三人年度民用、工商业户安装项目案件，诉讼涉及金额共 6824.20 万元。截至本报告出具日，以上案件尚未作出最终裁定。相对公司规模而言，上述未决诉讼涉及金额不大，对公司经营及偿债能力无重大不利影响。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 557.86 亿元，尚可使用授信额度 200.05 亿元，间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司本部主要承担管理职能，具体业务由下属子公司开展，对子公司管控能力强；公司本部债务负担较轻。

2024 年底，公司本部资产总额 197.56 亿元，构成以货币资金（4.55 亿元）、其他应收款（21.30 亿元）、其他权益工具投资（20.00 亿元）、长期应收款（51.66 亿元）和长期股权投资（99.02 亿元）为主；所有者权益 101.42 亿元，主要由实收资本（81.07 亿元）

和其他权益工具（20.00 亿元）构成；负债总额 96.13 亿元，其中全部债务 58.55 亿元（未经调整），全部债务资本化比率为 36.60%，其中短期债务占比为 22.32%；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 48.66%和 36.60%，债务负担较轻。2025 年 3 月底，公司本部全部债务进一步增长至 71.58 亿元，短期债务占比下降至 18.16%，现金短期债务比为 3.12 倍，现金类资产对短期债务的保障程度高。

公司本部主要承担管理职能，具体业务由下属子公司开展，并制定了子公司管理的相关制度，对子公司管控能力强。2024 年，公司本部营业总收入为 0.07 亿元，利润总额为 0.17 亿元。

（六）ESG 方面

环境方面，公司深耕清洁供热、燃气供应、新能源投资等能源综合利用领域，注重环保投入，推动节能减排；根据公司提供的相关情况说明，公司过去一年未发生重大安全责任事故，未因污染与废物排放等因素受到相关部门的处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，主营业务公益属性强；同时，公司注重安全管理，设置有安全与服务稽查部，近三年未发生重大安全生产事故。

治理方面，公司治理结构健全，各项管理制度完善，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

七、外部支持

公司实际控制人综合实力非常强。公司在城市能源经营领域地位突出，在股权划转、政府补助和项目专项资金拨付等方面持续获得济南市政府的大力支持。

公司实际控制人系济南市国资委。济南市是山东省省会、副省级城市，地理位置优越，交通发达，已形成以新一代信息技术、智能制造与高端装备、精品钢与先进材料、生物医药与大健康为主导，以高端会展、跨境电商、科技服务等现代服务业为支撑的现代产业体系，近年来经济稳步增长，财政实力非常强。整体看，济南市综合实力非常强。

公司是济南市属一级国有独资能源企业，定位于承担济南市“能源供应保障、新旧动能转换、经济社会发展使命，统筹济南市能源资源的投资、建设、运营和管理”职能，在城市能源经营领域地位突出。近年来，公司在股权划转、政府补助及项目专项资金拨付等方面持续获得济南市政府的大力支持。

股权划转

2020 年，济南市国资委将济南城投集团持有的热力公司、热电公司、能源发展、济华燃气和港华燃气 5 家公司股权无偿划转至公司，公司将其计入“实收资本”和“资本公积”。

政府补助

2022—2024 年，公司分别收到政府补助 16.40 亿元、15.10 亿元和 12.41 亿元，计入“其他收益”。截至 2025 年 3 月底，公司递延收益账面余额 14.00 亿元，主要系与资产及收益相关的政府补助。

项目专项资金拨付

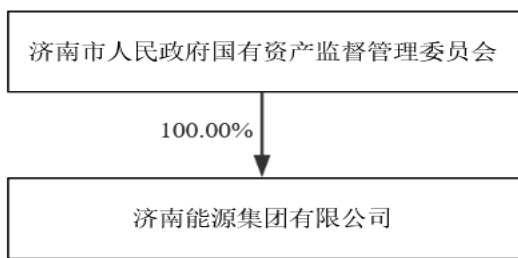
公司供热及供气管网工程可持续获得济南市财政资金支持，主要是政府专项债资金以及由城市基础设施配套费列支的专项配套费资金。截至 2024 年底，公司长期应付款中地方政府专项债券余额 58.41 亿元；专项应付款余额 5.36 亿元，主要为政府拨付的管网建设配套费，待项目转入固定资产后计入“资本公积”。2022—2024 年底，公司资本公积分别增加 18.54 亿元、32.82 亿元和 28.72 亿元，主要为管网建设配套费及无需归还的政府专项债资金。截至 2025 年 3 月底，公司其他权益工具中用于项目资本金的地方政府专项债余额 47.71 亿元。

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。

八、跟踪评级结论

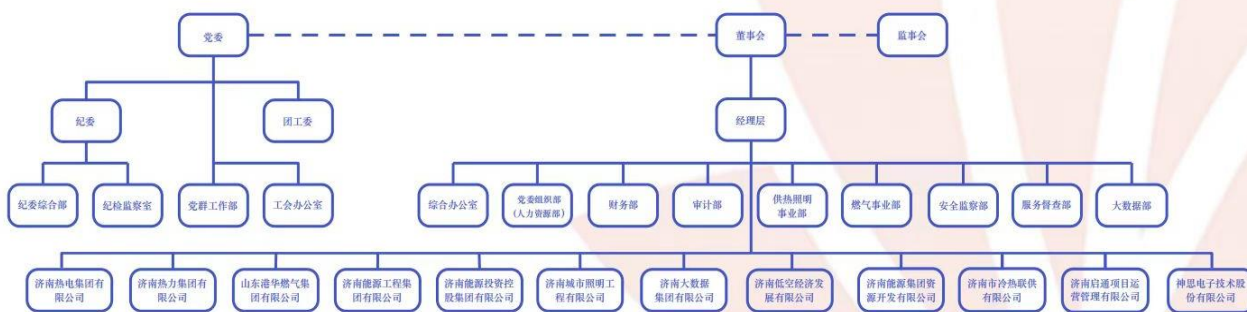
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司合并范围内一级子公司情况（截至 2025 年 3 月底）

序号	子公司名称	实收资本 (万元)	业务性质	持股比例	
				直接 (%)	间接 (%)
1	济南热电集团有限公司	95000.00	电力、热力、燃气及水生产和供应业	100.00	--
2	济南热力集团有限公司	60000.00	电力、热力、燃气及水生产和供应业	100.00	--
3	山东济华燃气有限公司	70000.00	电力、热力、燃气及水生产和供应业	51.00	--
4	山东港华燃气集团有限公司	70000.00	燃气供应	51.00	--
5	济南能源工程集团有限公司	25000.00	土木工程建筑业	100.00	--
6	济南能源投资控股集团有限公司	82780.51	电力、热力、燃气及水生产和供应业	100.00	--
7	济南城市照明工程有限公司	2100.00	土木工程建筑业	100.00	--
8	济南市煤气有限公司	2621.74	燃气生产和供应业	100.00	--
9	济南市管道煤气有限公司	7290.00	电力、热力生产和供应业	100.00	--
10	济南启通项目运营管理有限公司	25500.00	道路运输业	100.00	--
11	济南能源集团资源开发有限公司	0.00	房地产租赁经营	100.00	--
12	济南和泰钢铁贸易有限公司	20000.00	批发业	100.00	--
13	济南市冷热联供有限公司	1000.00	供热及供冷服务	60.00	--
14	济南大数据集团有限公司	4000.00	软件和信息技术服务业	100.00	--
15	济南低空经济发展有限公司	1000.00	航空运输业	100.00	--
16	济南数信链数字科技有限公司	0.00	软件和信息技术服务业	100.00	--
17	济南能源集团（海南）国际贸易有限公司	0.00	贸易经纪与代理	100.00	--
18	济南外热入济供热有限公司	5000.00	电力、热力生产和供应业	51.00	--
19	国能环保投资集团有限公司	66.18	进出口贸易	100.00	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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）	75.65	94.68	81.32	106.77
应收账款（亿元）	25.02	33.34	43.61	53.09
其他应收款（亿元）	56.74	77.32	111.35	119.98
存货（亿元）	32.25	40.07	42.69	56.34
长期股权投资（亿元）	5.75	6.49	14.46	17.39
固定资产（亿元）	198.28	245.19	301.44	289.98
在建工程（亿元）	68.14	99.39	169.57	182.63
资产总额（亿元）	528.33	700.26	880.97	930.95
实收资本（亿元）	80.19	80.53	81.07	81.11
少数股东权益（亿元）	25.86	24.82	23.14	33.01
所有者权益（亿元）	153.52	203.11	268.79	279.42
短期债务（亿元）	59.50	95.18	109.61	130.58
长期债务（亿元）	96.31	173.34	212.86	278.22
全部债务（亿元）	155.81	268.52	322.46	408.81
营业总收入（亿元）	122.67	151.01	172.29	88.64
营业成本（亿元）	123.86	142.67	157.67	81.81
其他收益（亿元）	16.40	15.10	12.41	1.55
利润总额（亿元）	-5.09	-2.51	-1.44	0.40
EBITDA（亿元）	11.20	16.45	20.89	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	128.32	136.67	169.17	67.00
经营活动现金流入小计（亿元）	153.81	168.62	190.11	74.35
经营活动现金流量净额（亿元）	-8.41	6.20	-11.59	-31.52
投资活动现金流量净额（亿元）	-33.84	-99.77	-121.24	-14.04
筹资活动现金流量净额（亿元）	46.18	112.78	119.72	68.01
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.03	4.97	4.32	--
存货周转次数（次）	4.55	3.95	3.81	--
总资产周转次数（次）	0.25	0.25	0.22	--
现金收入比（%）	104.61	90.51	98.19	75.59
营业利润率（%）	-1.41	5.03	7.95	7.51
总资本收益率（%）	-0.78	0.27	0.63	--
净资产收益率（%）	-3.96	-1.89	-1.13	--
长期债务资本化比率（%）	38.55	46.05	44.19	49.89
全部债务资本化比率（%）	50.37	56.93	54.54	59.40
资产负债率（%）	70.94	70.99	69.49	69.99
流动比率（%）	83.95	89.27	84.94	107.14
速动比率（%）	71.39	76.33	73.80	91.18
经营现金流动负债比（%）	-3.28	2.00	-3.03	--
现金短期债务比（倍）	1.27	0.99	0.74	0.82
EBITDA 利息倍数（倍）	2.81	2.43	2.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.91	16.32	15.43	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司合并口径的其他应付款和其他流动负债中有息部分调至短期债务核算；长期应付款中有息部分调至长期债务核算；3. 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：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供整理

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）	5.21	5.93	4.55	40.52
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	2.71	0.36	21.30	33.85
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	80.99	81.72	99.02	101.12
固定资产（亿元）	0.01	0.01	0.004	0.004
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	107.35	135.93	197.56	250.23
实收资本（亿元）	80.19	80.53	81.07	81.11
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	81.55	101.63	101.42	101.29
短期债务（亿元）	0.21	0.25	13.07	13.00
长期债务（亿元）	18.18	27.58	45.48	58.58
全部债务（亿元）	18.39	27.83	58.55	71.58
营业总收入（亿元）	0.00	0.03	0.07	0.14
营业成本（亿元）	0.00	0.01	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	0.12	-0.17	0.17	-0.18
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.07	0.03	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	29.38	54.90	69.13	3.85
经营活动现金流量净额（亿元）	4.39	0.86	-11.53	-8.56
投资活动现金流量净额（亿元）	-20.35	-27.11	-48.98	-9.39
筹资活动现金流量净额（亿元）	20.83	26.97	59.12	53.92
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）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	*	251.45	43.46	0.00
营业利润率（%）	*	52.93	99.70	99.74
总资本收益率（%）	0.12	-0.13	1.25	--
净资产收益率（%）	0.15	-0.17	0.17	--
长期债务资本化比率（%）	18.23	21.34	30.96	36.64
全部债务资本化比率（%）	18.40	21.50	36.60	41.41
资产负债率（%）	24.04	25.23	48.66	59.52
流动比率（%）	104.16	97.66	54.05	84.25
速动比率（%）	104.16	97.66	54.05	84.25
经营现金流动负债比（%）	57.55	12.77	-23.27	--
现金短期债务比（倍）	25.27	23.48	0.35	3.12
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 未获取到公司本部折旧、摊销费用数据，故公司本部 EBITDA 及相关指标无法计算，用“/”表示；2. 部分指标分母为零，用“*”表示；3. 公司本部债务未经调整，实际债务高于表中数值；4. 公司本部 2025 年一季度财务报表未经审计

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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