

信用评级公告

联合〔2021〕8600 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综合分析和评估，确定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

二〇二一年九月十三日

济南能源集团有限公司主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2021 年 9 月 13 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	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：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果		AAA	
评价内容	评价结果		风险因素		评价要素	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险		1	
			行业风险		3	
		自身竞争力	基础素质		1	
			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		7	
			现金流量		1	
		资本结构		3		
		偿债能力		2		
调整因素和理由					调整子级	
政府支持					2	

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

评级观点

济南能源集团有限公司（以下简称“公司”）是济南市属一级国有独资能源企业和重要的公用事业经营主体。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其供热业务和供气业务在济南市具有区域专营地位，并持续得到济南市政府在股权划转、政府补贴以及项目建设资金拨付等方面的大力支持。受益于山东省实施新旧动能转换政策，城市拓展更新，公司营业收入快速增长、现金流状况良好。同时，联合资信也关注到公司供热业务持续亏损、业务成本受市场价格影响较大、公司盈利能力弱以及短期面临一定内部管理压力等因素可能对其信用水平带来的不利影响。

“十四五”期间，山东省将大力推行省会经济圈一体化发展战略，以济南为核心构建“一心两圈层、一带两枢轴”的发展格局。公司面临着良好的产业政策和投资环境，经营业务有望实现高质量发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信认为公司主体长期信用风险极低。

优势

1. **公司外部发展环境良好。**近年来，济南市经济稳步发展，财政实力不断增强。2020 年，济南市实现地区生产总值 10140.9 亿元，增长 4.9%；完成一般公共预算收入 906.08 亿元，增长 7.2%。
2. **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。
3. **持续得到政府支持。**公司得到济南市政府在股权划转、财政补贴以及项目建设资金拨付方面的大力支持。
4. **整体债务负担较轻。**2020 年底，公司全部债务资本化比率为 38.04%，整体债务负担较轻。

分析师：马玉丹 丁 晓

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层(100022)

网址：www.lhratings.com

关注

1. **盈利能力弱。**2018—2020 年，公司利润总额持续为负，受供热业务的公益性以及政府指导销售价格影响，供热业务持续亏损。
2. **公司经营成本受原材料市场价格波动影响较大。**2021 年以来国内煤炭价格持续走高，原材料市场价格的波动或将对公司供热业务成本形成较大不利影响。
3. **短期面临一定内部管理压力。**公司组建后，下属子公司业务职责进一步划分，子公司之间梳理业务关系尚需一定时间，公司对子公司存在短期管理压力。

主要财务数据：

合并口径			
项 目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	65.07	70.79	62.73
资产总额(亿元)	257.03	307.50	353.98
所有者权益(亿元)	79.28	91.71	103.65
短期债务(亿元)	11.51	11.75	15.44
长期债务(亿元)	23.76	30.98	48.19
全部债务(亿元)	35.27	42.73	63.63
营业收入(亿元)	63.01	73.58	99.25
利润总额(亿元)	-5.74	-0.84	-0.45
EBITDA(亿元)	1.14	8.30	10.74
经营性净现金流(亿元)	7.45	13.50	5.63
营业利润率(%)	0.30	4.46	7.69
净资产收益率(%)	-8.18	-2.15	-1.26
资产负债率(%)	69.16	70.18	70.72
全部债务资本化比率(%)	30.79	31.78	38.04
流动比率(%)	81.49	82.33	77.29
经营现金流动负债比(%)	5.78	8.74	3.30
现金短期债务比(倍)	5.65	6.02	4.06
EBITDA 利息倍数(倍)	1.15	6.32	6.10
全部债务/EBITDA(倍)	30.96	5.15	5.92

注：1.上述数据来自 2018—2020 年模拟合并财务报表；2.已将长期应付款中有息部分计入全部债务核算；3.公司未提供母公司本部的财务数据

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由济南能源集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2021 年 9 月 13 日至 2022 年 9 月 12 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

济南能源集团有限公司主体长期信用评级报告

一、主体概况

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”)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、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(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2020年底,公司注册资本100.00亿元,实收资本79.97亿元,差额部分系尚未完成实缴,济南市国资委对公司持股100%,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、管道燃气供应以及市政工程等业务。

截至2021年7月底,公司本部内设党群工作部、纪检监察部、综合办公室、企管人力部、财务部、审计部、供热事业部、燃气事业部、安全与服务稽查部共9个职能部门;公司合并范围内拥有一级子公司6家。

截至2020年底,公司资产总额353.98亿元,所有者权益103.65亿元(其中少数股东权益13.77亿元);2020年,公司实现营业收入99.25亿元,利润总额-0.45亿元。

公司注册地址:济南市历下区解放东路3号;法定代表人:潘世英。

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年,新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,推动经济逐季复苏,GDP全年累计增长2.30%¹,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家,GDP首次突破百万亿大关,投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年上半年,中国宏观政策保持连续性、稳定性,经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线,发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕,强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021年上半年,中国国内生产总值53.22万亿元,不变价累计同比增长12.70%,两年平均增长5.31%,较一季度加快0.31个百分点,低于2019年上半年水平。分产业看,第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看,上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为4.29%和6.12%,均已经高于疫情前2019年上半年的水平(2019年上半年分别为3.10%和5.00%),恢复情况良好;而第三产业上半年两年平均增速为4.89%,远未达到2019年上半年7.2%的水平,恢复空间仍然较大,主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

¹ 文中GDP增长均为实际增速,下同。

表 1 2017—2021 年上半年中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上

年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

上半年社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较

快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%，上半年财政收入增速较快。从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

三、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有

着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，

并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018年及2019年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施投资建设重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020年3月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020年4月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020年6月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020年7月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个等。

资金方面，2020年4月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债3.75万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主

体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020年12月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021年3月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新

增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021年4月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表2 2020年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称/会议名称	核心内容及主旨
2020年2月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020年3月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020年4月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020年4月	国家发改委	2020年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020年6月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了4大领域17项建设任务。公布了120个新型城镇化示范县
2020年7月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020年8月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020年12月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021年4月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西

部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城

投资企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 天然气行业

天然气作为我国大力开发的新能源之一，近年来随着我国天然气行业基础设施不断完善和环保政策的出台，气源对外依存度有所下降，天然气的消费呈现增长的态势。

天然气作为一种热值高、燃烧稳定、清洁环保的优势能源，全球资源储量丰富。目前天然气与石油、煤炭共同构成一次能源的三大支柱，由于天然气在燃烧过程中产生的能影响人类呼吸系统健康的物质极少，产生的二氧化碳仅为煤的 40% 左右，产生的二氧化硫也很少，燃烧后无废渣、废水产生，相较于煤炭、石油等能源具有使用安全、热值高、洁净等优势，因此近年来天然气成为全球各国大力开发的新能源之一。

中国天然气产地集中，自产气占比高。2020 年，中国全年天然气生产量 1888 亿立方米，同比增长 8.9%。中国天然气气源主要由国内自产气（包括常规天然气及非常规天然气，如页岩气、煤层气、致密砂岩气等）、进口管道天然气和进口 LNG 构成，主要用于城市燃气、工业燃料、化工以及天然气发电等四个领域。

从气田产量看，中国国内自产气主要来自中国的四川盆地气区、鄂尔多斯气区、新疆气区等几大常规气区；从地域分布来看，陕西、四川和新疆是中国天然气的主产地，自产天然气气源分布十分集中。

近年来，我国气源对外依存度有所下降。2020 年，我国天然气进口量 1408 亿立方米，同比增长 2.0%，对外依存度降至 42.7%。其中，LNG 进口量同比增加 74.0%，进口国主要为澳大利亚、卡塔尔、马来西亚和印度尼西亚等；进口管道气首次出现负增长，主要进口国为土库

曼斯坦、哈萨克斯坦、缅甸、俄罗斯联邦等国家。目前，中国已经形成四大天然气进口通道，包括中亚管道天然气、中缅管道天然气、中俄管道天然气，以及沿海进口液化天然气。

近年来，随着国家西气东输工程、中亚中缅天然气管道、俄罗斯天然气管道以及沿海各天然气接收站建设的陆续投产及国家大气污染综合治理和煤改气政策的实施，天然气在中国的消费量呈现逐年快速增长的态势。2014 年前后，受到宏观经济增速放缓和国际油价暴跌影响，天然气相对石油经济性优势大幅削弱，国内天然气消费增速有所下滑，2015—2016 年，中国天然气消费整体增速回落至 2.9% 和 6.5%。2017—2018 年，随着宏观经济呈现稳中向好态势，工业、发电等用气需求也显著回升，天然气消费增长明显加快，加上蓝天保卫战、“煤改气”等政策带来用气增加，天然气消费量呈现两位数增长。2019—2020 年，在疫情、经济和市场等综合因素影响下，国内天然气消费量增速有所下滑。2020 年，全国天然气表观消费量达到 3262 亿立方米，同比增长 7.1%。

我国天然气行业上、中游存在垄断性，下游市场化程度相对较高，天然气的消费具有明显的季节性特征。

天然气行业分为上游生产、中游输送及下游分销三个环节。上游生产主要包括天然气开采、净化，以及进一步进行压缩或液化加工。由于天然气属于重要的资源，目前中国天然气生产由中国石油天然气集团公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团公司（以下简称“中石化”）和中国海洋石油集团公司（以下简称“中海油”）等大型天然气勘探企业垄断，行业壁垒非常高；中游输送主要为天然气储运、输配，包括天然气的干线、中长线管道输送、储存与调峰，以及液化天然气的运输、接收、储存和气化，体现出一定的垄断性和区域专属性，对地方政府和资源存在一定的依赖性，主要为中石油、中石化、中海油和地方燃气公司控制。下游分销主要由各城市燃气公司运营，市场化

程度在天然气产业链中相对要高。

天然气消费具有明显的季节性，调峰需求大。中国天然气的主要消费终端可以分为城市燃气、工业用气、发电用气和化工用气等，其中，后三者由于生产的持续性，天然气消费的季节性不显著。城市燃气由于冬季城镇居民采暖需求，消费特征上具有明显的季节性，夏季为需求淡季，冬季为需求旺季。消费结构上，自2010年来城市燃气和工业用气占比逐年上升。2020年，城市燃气消费量同比增长5.1%，主要系环保政策调整、城市用户增长及天然气基础设施完善等原因所致，消费量占比约为37%，城市燃气消费的高占比导致了我国天然气消费供需峰谷差大、调峰储备需求显著，该现象在中国北方地区尤其明显；受下游用户用气成本

下降，煤炭燃油价格处于高位等因素综合影响，工业用气同比增长约9.3%，用气量占比约为35%。

我国天然气定价机制不断完善，未来随着天然气价格改革的持续推进，市场化交易水平和随季节变化的弹性价格机制将进一步提升和合理。

天然气价格分为城市门站价格和销售价格。过往，门站价格实行政府指导价，供需双方可以国家规定的出厂基准价为基础，在规定的浮动幅度内协商确定具体结算价格；2020年5月起，发改委取消大部分门站定价，天然气价格市场化程度进一步提升。城市燃气销售价格由省级价格行政主管部门制定。

表3 近年来天然气价格相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017年5月	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	明确提出推进非居民用气价格市场化，进一步完善居民用气定价机制
2017年6月	《关于加强配气价格监管的指导意见》	配气价格按照“准许成本加合理收益”的原则制定，准许成本引入标杆成本，激励燃气公司降本增效，准许收益率为税后全投资收益率，按不超过7%确定。市场化改革的推进有助于理顺国内天然气价格体系
2017年11月	《关于全面深化价格机制改革的意见》	明确提出深化非居民用天然气价格市场化改革，适时放开气源价格和销售价格，完善居民用气价格机制
2018年5月	《关于理顺居民用气门站价格的通知》	将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，价格水平按非居民用气基准门站价格水平（增值税税率10%）安排，供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格，实现与非居民用气价格机制衔接。方案实施时门站价格暂不上浮，实施一年后允许上浮，该通知于2018年6月10日实施
2019年3月	《国家发展改革委关于调整天然气跨省管道运输价格的通知》（发改价格〔2019〕561号）和《国家发展改革委关于调整天然气基准门站价格的通知》（发改价格〔2019〕562号）	自2019年4月1日起调整13家跨省管道运输企业管道运输价格及各省市天然气基准门站价格，天然气增值税税率由10%调整为9%，要求尽快调整短途天然气管道运输价格，切实将增值税改革红利全部让利于用户
2020年3月	《中央定价目录》	2020年5月1日起，海上气、页岩气、煤层气、煤制气、液化天然气、直供用户用气、福建省用气、储气设施购销气、交易平台公开交易气以及2015年以后投产的进口管道天然气的门站价格，由市场形成；其他国产陆上管道天然气和2014年底前投产的进口管道天然气门站价格，暂按现行价格机制管理，视天然气市场化改革进程适时放开由市场形成
2020年4月	《关于加快推进天然气储备能力建设的实施意见》	独立运营的储气设施，储气服务价格、天然气购进和销售价格均由市场形成，企业可充分利用市场形势变化，通过出租库容、利用季节性价差等市场化方式回收投资并获得收益。城镇燃气企业自建自用的配套储气设施，投资和运行成本可纳入配气成本统筹考虑，并给予合理收益；采购储气设施天然气、租赁库容增加的成本，可通过销售价格合理疏导

资料来源：联合资信整理

随着天然气取暖的推广、乡镇“气代煤”“双碳目标”等政策的推进，为天然气在中国的广泛利用提供强劲的政策保障。

近年来，中国北方地区冬季空气重度污染日趋频繁，红色预警频发，空气污染有向南方

扩散的迹象。为守护青山绿水、推进生态文明建设，中央政府对环境保护问题高度重视，各级政府纷纷拟定大气污染综合治理措施，着手改善空气品质。

2017 年是中国大规模开展乡镇气代煤工程的元年。环境保护部、发改委、财政部、国家能源局联合北京市、天津市、河北省、山西省、山东省、河南省人民政府于 2017 年 2 月 17 日印发《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，首次将“2+26”城市列入京津冀污染传输通道。方案提出加快京津冀一体化建设，实施冬季清洁取暖重点工程，全面加强城中村、城乡结合部和乡村地区散煤治理，北京、天津、河北的部分城市于 2017 年 10 月底前完成“禁煤区”气代煤建设任务。同年 5 月 17 日，住房城乡建设部、环境保护部、国家能源局等部委发布《关于开展中央财政支援北方地区冬季清洁采暖试点工作的通知》，开展中央财政支援北方地区冬季清洁取暖试点工作。

2020 年 9 月，习近平主席在第七十五届联合国大会一般性辩论上提出，中国“力争于 2030 年前实现碳达峰、努力争取 2060 年前实现碳中和”的目标，对能源转型提出了更加迫切的要求。

“十四五”期间，中国能源发展将积极适应国家战略要求，持续深化供需两侧改革，加快新旧动能转换，扩大天然气及可再生等清洁能源的占比，逐步构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系。预计“十四五”末，国产气量将达 2350 亿~2500 亿立方米，进口管道气供应能力近 1000 亿立方米，LNG 接收能力将突破 1.2 亿吨。同期，天然气消费量将达 4300 亿立方米，年均增加 216 亿立方米，年均增速为 6.0%。

总体看，天然气市场供需的持续增长将进一步推动天然气管网、储运、调峰、接收站等基础设施的建设，加速推动天然气体制和价格改革。长远来看，中国能源转型是摆脱对煤炭消费的过度依赖、跨越石油时代，实现真正的绿色低碳的可持续发展的重要举措。

3. 区域经济环境

近年来，济南市经济稳定发展，财政实力强。“十四五”期间，山东省将大力推行省会经济圈一体化发展战略，以济南为核心构建“一

心两圈层、一带两枢轴”的发展格局。公司面临着良好的产业政策和投资环境。

济南市为山东省省会，位于山东省中部，全市总面积 10244 平方公里，现辖历下、市中、槐荫、天桥、历城、长清、章丘、济阳、莱芜、钢城十区和平阴、商河两县。济南市地理位置优越，是山东省铁路、公路、航空的交通枢纽。近三年，济南市常住人口规模分别为 746.04 万人、890.87 万人和 920.24 万人，呈现逐年增长趋势。

根据《济南市国民经济和社会发展统计公报》，2018—2020 年济南市地区生产总值（GDP）分别为 7856.56 亿元、9443.37 亿元和 10140.9 亿元，分别较上年增长 7.4%、7.0%和 4.9%。2020 年，济南市第一产业增加值 361.7 亿元，增长 2.2%；第二产业增加值 3530.7 亿元，增长 7.0%；第三产业增加值 6248.6 亿元，增长 3.7%。2020 年，济南市三次产业构成为 3.6:34.8:61.6。

2020 年，济南市固定资产投资较上年增长 4.0%。分产业看，第一产业投资增长 12.0%，第二产业投资增长 27.3%，第三产业投资增长 0.4%。年末亿元以上固定资产投资项目 1343 个，增加 235 个。2020 年，济南市基础设施投资增长 13.5%；房地产开发完成投资 1707.6 亿元，增长 8.3%，其中住宅完成投资 1204.3 亿元，增长 6.0%。

根据《关于济南市预算执行情况和预算草案的报告》，2018—2020 年济南市分别实现一般公共预算收入 752.82 亿元、874.19 亿元和 906.08 亿元，分别较上年增长 11.2%、7.21%和 7.2%。同期，济南市分别实现税收收入 669.88 亿元、700.15 亿元和 696.62 亿元，分别占当期一般公共预算收入的 88.98%、80.09%和 76.88%。2018—2020 年，济南市一般公共预算支出分别为 1018.25 亿元、1197.14 亿元和 1287.00 亿元，财政自给率分别为 73.93%、73.02%和 70.40%。

根据济南市人民政府网站公开数据，2021 年 1—3 月，济南市实现地区生产总值（GDP）2456.70 亿元，同比增长 17.4%。其

中，第一产业增加值 38.51 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 761.40 亿元，增长 16.8%；第三产业增加值 1656.79 亿元，增长 18.2%。济南市固定资产投资同比增长 20.3%。2021 年 1—3 月，济南市完成地方一般公共预算收入 298.0 亿元，同比增长 16.0%；一般公共预算支出 273.9 亿元，同比增长 23.5%。

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、一带两枢轴”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。

四、基础素质分析

1. 股权状况

截至 2020 年底，公司注册资本 100 亿元，实收资本 79.97 亿元，全部为股权出资，剩余资金到位情况尚未明确，济南市国资委对公司持股 100%，是公司的唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

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。

公司系在济南市提出全面深化企业改革改制、战略重组、资源整合、混改上市等工作，并打造大能源、大水务、大建筑、大交通等板块的背景下组建而成的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，在济南市城市投资运营领域具有重要战略地位。

按照济南市供热供气“一张网”的规划要求，公司整合了济南市热力公司、热电公司、港华燃气和济华燃气等供热、燃气企业，成为济南市规模最大的供热系统和管道燃气供应主体，业务范围覆盖济南市全域，区域专营优势突出。同时，公司将原有分散于各子公司的工程建设类业务进行整合，由济南能源工程集团有限公司（以下简称“能源工程集团”）统一承接，以发挥专业优势。能源工程集团现有市政公用工程、建筑工程、公路工程三个施工总承包壹级资质，市政行业（热力工程、城镇燃气工程）专业甲级设计资质，公用管道安装(GB1、GB2 级)、工业管道安装(GC2 级)施工许可、锅炉安装(含修理、改造)(B)施工许可，资质齐备，借助济南市城市更新改造和城市范围的拓展和外延，业务规模快速增长，成为公司利润的重要来源。此外，基于“力争 2030 年实现碳达峰，2060 年实现碳中和”的国家战略，公司于 2021 年 7 月新设立济南能源投资控股集团有限公司（以下简称“能源控股”），部署新能源领域，为探索新能源供热、供冷，光伏发电、垃圾发电、污水处理和充电桩等业务铺垫基础。总体看，此次资源整合及业务分工后，公司形成了以“供热、供气”为核心，以工程设计、施工，新能源技术利用为发展的经营格局，在城市能源经营领域具有很强的竞争实力。

表 4 集团内重要子公司情况（单位：亿元、%）

企业名称	总资产	净资产	营业收入	利润总额
热力公司	165.68	37.41	41.36	-1.75
热电公司	105.04	27.04	33.26	-1.70
港华燃气	46.17	18.95	13.32	1.55
济华燃气	41.43	19.46	13.72	1.17

注：上述数据节点为 2020 年底；能源控股于 2021 年 7 月成立，能源工程系 2021 年 1 月从热力公司独立成为一级子公司，上述热力公司财务数据包括能源工程
资料来源：公司提供

3. 人员素质

公司高级管理人员具有丰富的管理经验，

员工构成合理,能够满足公司目前经营的需要。

截至 2021 年 3 月底,公司高级管理人员包括总经理 1 名。

潘世英,男,1972 年生,大学学历;历任济南市自来水公司东郊水厂厂长,济南水业集团有限责任公司董事、党委委员、副总经理,济南泉城水务有限公司党委书记、董事长,热力公司党委书记、董事长;现任公司党委书记、董事长。

刘衍波,男,1965 年生,大学学历;历任济南泉城水务有限公司董事、党委副书记、总经理,热电公司党委书记、董事长;现任公司董事、总经理。

截至 2021 年 3 月底,公司合并口径共有员工 8044 人。从学历构成来看,本科及以上学历 3618 人,大专学历 2806 人,中专高中及以下学历 1620 人;从职称来看,初级职称 1764 人,中级职称 751 人,高级职称 277 人,其他 5252 人;从年龄构成来看,30 岁以下 1895 人,30~50 岁 5016 人,50 岁以上 1133 人。

4. 外部支持

公司持续得到济南市政府在股权划转、财政补贴以及项目建设资金拨付方面的大力支持。

股权划转

2020 年,济南市国资委将济南城投持有的热力公司、热电公司、济南能源建设发展集团有限公司、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。

财政补贴

2018—2020 年,公司分别收到来自政府的财政补贴 2.83 亿元、4.08 亿元和 2.59 亿元,计入“其他收益”。

项目建设资金拨付

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,主要是由城市基础设施配套费列支的专项配套费资金。2020 年和 2021 年 1—8 月,公司分别收到来自政府拨付的专项配套建设费 6.71 亿元和 8.00 亿元,计入专项应付款,待

项目转入固定资产后转入资本公积。

5. 企业信用记录

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 2021 年 9 月 6 日,公司本部无关注类和不良类信贷信息。

五、管理分析

公司根据相关规定建立了法人治理结构和内部控制体系,管理制度较完善,能够满足公司日常经营管理需要。公司组建后,下属子公司业务职责进一步划分,子公司之间梳理业务关系尚需一定时间,公司对子公司存在短期管理压力。

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等有关法律、行政法规的规定制定了公司章程。

公司不设股东会,由济南市国资委对公司行使股东职权。

公司设董事会,董事会成员 6 人,其中 5 名董事由济南市国资委委派,1 名职工代表董事由公司职工代表大会选举产生。董事会设董事长 1 名,由济南市国资委在董事会成员中指定产生,董事长是公司的法定代表人。

公司设监事会,监事会成员 5 人,其中 1 名监事由济南市国资委委派,4 名职工董事由职工代表大会选举产生;监事会设主席 1 人,由济南市国资委在监事会成员中指定。

公司设总经理 1 名、副总经理若干名,由董事会任命,总经理对董事会负责。

2. 管理水平

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点建立了相关管理制度。

财务管理方面,公司明确了财务收支审批手续以及各部门在审批程序中的相应职责;此外,公司还制定了财务授权手册,对授权的范

围，如预算、资本化支出等事项进行了规定。

工程项目管理方面，公司制定了《工程投资管理制度》，明确了天然气工程项目的工程预算管理、工程变更签证管理、工程结算管理和质保金管理等，可有效地提高资金的使用效率。

资金运营内控方面，公司制定了《资金管理规定》，明确了现金和银行存款的管理、其他货币资金的管理、资金筹措和对外投资、资金的使用、资金的安全管理等事项。

预算管理方面，公司制定了《全面预算管理规定》，明确了预算编制的基础和原则、预算的程序、全面预算的内容、专门预算的编制等内容，有助于充分实现财务部门对于整个生产经营活动的全称动态监控，提高各部门之间的整体协调能力。

由于公司组建成立时间较短，对下属子公司管理尚未形成制度文件，下属子公司业务职责进一步划分，子公司之间梳理业务关系尚需一定时间，公司对子公司存在短期管理压力。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是济南市重要的公用事业经营主体，

主营业务包括城市供热、管道燃气供应以及相关市政工程等。近年来，公司营业收入快速增长，毛利率不断提升。

2018—2020 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 25.50%。分业务看，供热业务为公司收入主要来源，依托稳定的用户群体及供热面积的不断拓展，供热业务收入保持快速增长，年均复合增长 26.85%；工程相关业务收入增速最快，年均复合增长 56.88%，主要系区域开发带动业务规模增长所致；供气业务收入保持相对稳定，2020 年同比略有下降，主要受疫情影响所致。

毛利率方面，公司供热业务属于民生保障业务，收费系政府定价且业务具有公益性，无法覆盖有关成本支出，毛利率持续为负。2018—2020 年，公司供热业务毛利率逐年增长，主要系公司实施减煤降耗等成本控制措施，降低单位成本所致；公司供气业务毛利率波动幅度较大，2019 年明显下降主要系用气量增加，气源采购中存在高价气使得单位成本增长所致；工程业务毛利率水平相对较高，并逐年上升，逐步成为公司营业利润主要来源；受收入占比比较高的供热业务及工程业务毛利率提升的影响，公司综合毛利率不断提升，2020 年为 8.03%。

表 5 2018—2020 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	21.45	34.03	-30.67	27.64	37.57	-18.55	34.51	34.77	-16.47
供气业务	20.11	31.91	6.99	20.21	27.46	2.88	19.74	19.89	6.73
工程业务	15.46	24.53	21.17	20.19	27.44	25.10	38.04	38.33	25.19
其他业务	6.00	9.52	38.78	5.54	7.53	54.31	6.97	7.02	39.43
合计	63.01	100.00	0.68	73.58	100.00	4.80	99.25	100.00	8.03

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司审计报告及公司提供资料，联合资信整理

2. 业务经营分析

（1）供热业务

公司供热业务垄断优势明显，近年来收入快速增长，因承担民生保障职能，呈持续亏损状态。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，带动供热业务收入的增长。同时，联合资信也关注到，2021 年以来国内煤炭价格持续走高，预期将对公司供热业务成本形成较大影响，业务亏损情况将有所扩大。

公司供热业务主要由下属全资子公司热力公司和热电公司开展。热力公司及热电公司前身分别为成立于 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。截至 2021 年 3 月底，公司供热管网总长度约 8361 公里（一次网长约 2663 公里，二次网长约 5698 公里），供热面积合计 21333.1 万平方米，供热业务覆盖全市约 95% 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。其中热能来源以自产热能为主，2020 年自产热能供应量约占热能供

应总量的 56%。自产热能方面，截至 2021 年 3 月底，公司拥有大中型热源共 35 处，供热锅炉 125 台，锅炉总容量 9367t/h，供热能力约 6322MW；小型热源共分布 198 处，供热锅炉共计 1742 台，总容量 1096.30MW，供热能力约 2741.88 万平方米。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，主要供应商为华电济南章丘发电有限公司和华能济南黄台发电有限公司。2018—2020 年，公司供热业务主要采购情况详见下表，主要原材料价格有所波动。同时，联合资信也关注到，2021 年以来国内煤炭价格持续走高，预期将对公司供热业务成本形成较大影响，业务亏损情况将有所扩大。

表 6 公司供热业务主要采购单价

采购项目	2018 年	2019 年	2020 年
天然气（元/立方米）	2.01	1.87	1.95
原煤（元/吨）	652.00	656.72	687.97
水煤浆（元/吨）	736.78	701.02	750.00
外购热（元/吉焦）	53.72	52.18	55.00

资料来源：公司提供

表 7 公司供热业务主要采购数量

采购项目	2018 年	2019 年	2020 年
天然气（万立方米）	7201.30	12878.69	21439.00
原煤（万吨）	93.22	87.22	88.52
水煤浆（万吨）	30.26	33.95	28.72
外购热（万吉焦）	92.81	102.82	110.03

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，2020 年居民用户销售额占销售总额的 87% 左右。供热价格由政府确定，自 2008 年以来未发生变化；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。2018—2020 年，公司热费收缴比率均保持在 95% 以上，现金流状况良好。

表 8 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）	20.5
	单位用户供暖（元/平方米）	28.9

济阳	居民用户供暖（元/平方米）		20.0
	单位用户供暖（元/平方米）		32.0
	工业蒸汽（元/吨）		252
商河	居民用户供暖（元/平方米）		20.0
	单位用户供暖（元/平方米）		26.4
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	居民用户供暖（元/吨）	252.0
		单位用户供暖（元/吨）	252.0

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司供热业务总开户面积为 28094.37 万平方米，其中按面积收费 151.51 万户，开户面积 19480.7 万平方米；两部制收费 0.65 万户，开户面积 930.43 万平方米；挂表计量 240 户，开户面积 921.97 万平方米；已开户未供热面积为 6761.27 万平方米。由于公司供热业务为民生保障业务，收费标准长期稳定，而成本因原材料价格波动、人工成本增长逐年攀升，业务毛利率持续为负。为改善该业务盈利状况，公司多举措加强成本控制：通过利用 ERP 大数据分析对原有供热分布进行规划，建立了东部调峰、中部机组、西部余热的供热格局，同时考虑运行产热经济性和设备检修经济性，以实现最优成本；此外，相较于自产热源，外购热源单位成本较低，且受煤炭等原材

料市场价格变化影响较小，相对稳定，公司将东部热源厂按照“热网优先、以网定源”的方式，按需运行，加大黄台、章丘低价热源的采购，提高外购热源占比，发挥成本优势。2018—2020 年，随着减煤降耗等成本控制措施逐步实施，供热业务毛利率逐年增长。

在建及拟建项目方面，截至 2020 年底，公司供热业务在建及拟建项目主要包括自管站（网）改造项目、商河冬季清洁取暖无煤化示范县项目和济南中央商务区区域能源工程项目等，资金来源包括政府专项配套费以及自有资金，专项配套费补贴约占投资总额的 40%。在建和拟建项目计划总投资 58.56 亿元，已完成投资 13.80 亿元；2021—2023 年分别计划投资 13.10 亿元、19.34 亿元和 11.75 亿元，投资压力尚可。

表 9 2020 年底公司供热业务主要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设周期	计划总投资	已投资	投资计划		
				2021 年	2022 年	2023 年
老旧小区自管站及管网回收改造项目	2020-2021	1.08	0.92	0.16	--	--
供热系统智能化提升改造项目	2020-2023	3.43	1.39	1.50	0.55	--
自管站（网）改造项目	2020-2022	10.87	2.30	3.94	4.63	--
2021 年供热管网一期工程项目	2021-2023	2.49	0.08	0.15	1.76	0.50
2020 年华山片区供热管网工程	2020-2023	1.11	0.67	0.03	0.26	0.15
济南新旧动能转换先行区热力管网项目	2020-2023	1.94	0.50	0.30	0.64	0.50
商河冬季清洁取暖无煤化示范县项目	2019-2023	16.88	3.43	1.00	6.23	6.23
济南中央商务区区域能源工程	2019-2023	8.32	0.92	0.60	3.40	3.40

数字供热管控中心建设项目	2020.9-2022.6	1.51	0.07	1.40	0.04	0.00
西客站热源厂扩建工程	2019.9-2021.12	4.86	2.87	1.40	0.00	0.00
北郊兰炭热水锅炉供热	2020.9-2021.10	3.10	0.35	2.04	0.44	0.27
在建合计	--	55.59	13.50	12.52	17.95	11.05
明湖热电厂燃煤替代供热管网工程	2021-2023	1.88	0.30	0.08	0.80	0.70
西部热源分公司烟气余热回收项目	2021.7-2021.12	1.09	0.00	0.50	0.59	0.00
拟建小计	--	2.97	0.30	0.58	1.39	0.70
合计	--	58.56	13.80	13.10	19.34	11.75

资料来源：公司提供

(3) 供气业务

公司燃气业务具有区域专营优势，燃气高中低压干管和管道燃气用户数稳定增长，业务整体经营稳健。

公司供气业务经营主体主要为下属控股子公司港华燃气和济华燃气。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（以下简称“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，2020 年底，公司持股比例均为 51%。

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 2021 年 3 月底，公司燃气业务运行门站 7 座、调压站 26 座、调峰储配站 3 座；在建门站 5 座、在建调压站 1 座；规划门站 4 座、规划调压站 13 座；拥有高压管线（含规划）451 公里、次高压管线 283.8 公里、中压管线 2951.32 公里、低压管线 5678.51 公里，共计 9274.63 公里。

燃气采购方面，2018—2020 年，公司外购

燃气量逐年增长，2020 年为 75050.03 万立方米，供应商主要是中国石油和中国石化两个集团公司，供应量占公司总采购量比重约 95%以上；购气价格有所波动，2020 年为 2.32 元/立方米。

表 10 公司燃气采购情况

（单位：亿立方米、元、元/立方米）

时间	2018 年	2019 年	2020 年
采购数量	6.82	7.23	7.54
采购金额	165710.75	181461.76	174293.06
采购单价	2.44	2.53	2.32

截至 2021 年 3 月底，公司燃气用户包括居民用户约 199.21 万户、公福户 1430 户（福利院、养老院、学校、公益组织或单位等）、商业用户 7547 户、工业用户 315 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，详见下表。2020 年 3 月 6 日，济南市发改委要求降低非居民管道天然气销售价格支持企业复工复产，非居民管道天然气价格由 3.3 元/立方米降低为 3.11 元/立方米，期限自 2020 年 2 月 22 日至 6 月 30 日，自 6 月 30 日恢复正常。2018—2020 年，公司天然气购入量、销售量及管道燃气累计用户数等主要经营指标均持续增长，业务整体经营稳健。

表 11 2018 - 2020 年济南市燃气供应定价情况 (单位: 立方米、元/立方米)

用户性质	阶梯	户年用气量	销售价格
居民用户	一档	0-216 (含)	3.3
	二档	216-360 (含)	3.9
	三档	360 以上	4.8
公福用户	根据国家发展改革委员会有关文件要求, 执行居民气价的学校、托幼园所、社区医疗机构、社会福利机构、城乡社区居委会等非居民用户 (不包括采暖锅炉用气)		3.6
燃气壁挂炉采暖用户	不执行阶梯气价	需提前进行认证	3.3
非居民用户	不执行阶梯气价	--	3.3 (基准)

表 12 2018 - 2020 年公司供气业务运营情况 (单位: 亿立方米、万户、公里)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
天然气购入量	6.82	7.23	7.54
天然气销售量	6.44	6.97	7.29
管道燃气累计用户数	153.03	178.98	194.73
安装燃气高中低压干管	5892.9	6865.4	8972.0

资料来源: 公司提供

截至 2020 年底, 公司供气业务在建项目计划总投资 20.88 亿元, 资金来源包括政府专项配套费以及自有资金, 专项配套费补贴约占

投资总额的 40%, 已完成投资 8.47 亿元, 2021 年、2022 年及 2023 年分别计划投资 3.40 亿元、1.50 亿元和 0.11 亿元, 投资压力较小。

表 13 2020 年底公司供气业务主要在建项目情况 (单位: 亿元)

工程名称	建设周期	总投资	已投资	投资计划		
				2021 年	2022 年	2023 年
济南南曹范 LNG 调峰储备站 (一期)	2019.12-2021.12	3.50	3.23	0.21	0.30	0.09
济南南曹范 LNG 调峰储备站 (二期)	2019.12-2021.12	10.00	0.45	1.00	1.00	--
济南港华燃气综合调度指挥中心	2020.1-2020.12	3.50	2.75	0.53	0.20	0.02
南郊天然气运行控制抢修综合基地建设项目	2017.12-2021.9	2.96	1.41	1.37	--	--
济阳至商河高压天然气工程	2018.8-2019.2	0.92	0.63	0.29	--	--
合计	--	20.88	8.47	3.40	1.50	0.11

资料来源: 公司提供

(4) 工程相关业务

公司工程相关业务收入快速增长, 毛利率处于较高水平且较为稳定, 是公司收入及利润的重要来源。未来随着济南城市更新改造, 城区范围的外延和拓展, 公司工程相关业务有望保持较快发展。

公司工程相关业务经营主体为能源工程集团, 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, 公司按照总承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, 依托能源工程集团在市政工程、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；同期，公司工程相关业务收入快速增长，分别为 15.46 亿元、20.19 亿元和 38.04 亿元，业务毛利率较高且较为稳定。

3. 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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年模拟合并财务

报表，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对其进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

财务报表编制基础方面，公司提供的模拟财务报表系假设公司于 2018 年 1 月 1 日已经并入了因同一控制下企业合并而增加的子公司，遵循企业会计准则有关同一控制下企业合并的规定编制。合并范围变化方面：2019 年，公司新纳入合并范围子公司 3 家（购入 2 家，新设立 1 家），不再纳入合并范围子公司 3 家，系注销；2020 年，公司新纳入合并范围子公司 9 家（购入 3 家，划入 1 家，新设立 5 家），不再纳入合并范围子公司 1 家，系注销。总体看，上述子公司均系第三、四级子公司，规模较小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，以管网设备、机器设备构成的固定资产和在建工程等非流动资产为主，符合行业特征；流动资产中货币资金占比高，受限资产比例很低。公司整体资产质量尚可。

2018—2020 年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长 17.35%。截至 2020 年底，公司资产总额较上年底增长 15.12%。公司资产结构以非流动资产为主。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	105.05	40.87	127.09	41.33	132.01	37.29
货币资金	64.82	25.22	70.15	22.81	62.15	17.56
应收账款	2.37	0.92	5.37	1.75	8.50	2.40
预付款项	6.54	2.54	9.88	3.21	10.02	2.83
其他应收款	15.93	6.20	22.27	7.24	26.88	7.59
存货	8.25	3.21	12.86	4.18	17.85	5.04
其他流动资产	6.89	2.68	5.92	1.93	6.04	1.71
非流动资产	151.98	59.13	180.41	58.67	221.96	62.71
固定资产	98.00	38.13	115.67	37.62	144.86	40.92
在建工程	39.33	15.30	50.58	16.45	58.81	16.62
无形资产	6.30	2.45	6.63	2.16	6.59	1.86

其他非流动资产	4.64	1.80	1.21	0.39	4.53	1.28
资产总额	257.03	100.00	307.50	100.00	353.98	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整理

2018—2020 年底，公司流动资产持续增长，年均复合增长 12.10%。截至 2020 年底，公司流动资产较上年底增长 3.87%，主要来自存货和应收类款项的增长。

2018—2020 年底，公司货币资金波动下降，年均复合下降 2.09%。截至 2020 年底，公司货币资金较上年底下降 11.40%，主要由银行存款（占 94.99%）和其他货币资金（占 5.01%）构成，受限规模合计 3.89 亿元，为质押定期存单和保证金。

2018—2020 年底，公司应收账款快速增长，年均复合增长 89.42%，2020 年底较上年底增长 58.33%。2020 年底，公司应收账款主要为工程类款项和燃气款、采暖费。

2018—2020 年底，公司预付款项连续增长，年均复合增长 23.81%，2020 年底较上年底增长 1.40%，主要为预付的项目工程款、燃气款和工程物料款，其中账龄一年以内的占 68.76%，1~2 年的占 14.50%，综合账龄较短。

2018—2020 年底，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 29.89%。截至 2020 年底，公司其他应收款较上年底增长 20.68%，主要为往来款、应收政府部门的补贴款以及押金款，公司其他应收款前五名合计占 29.11%；按照账龄法计提坏账准备的其他应收款账面金额合计 3.02 亿元，其中 1 年以内的占 55.96%，1~2 年的占 12.58%，2~3 年的占 5.63%。

表 15 2020 年底其他应收款前五名情况
(单位：亿元、%)

欠款单位	金额	占比
济南市财政局	4.78	17.19
济南市市政公用事业局	1.50	5.40
商河县人民政府	1.35	4.85
日照市东港区住房和城乡建设局	0.25	0.90
济南市小清河开发建设投资有限公司	0.21	0.77
合计	8.09	29.11

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年底，公司存货快速增长，年均复合增长 47.12%，2020 年底较上年底增长 38.78%，主要包括原材料 2.30 亿元、工程施工 13.06 亿元和库存商品 1.64 亿元，其中原材料和库存商品主要为工程项目以及供热、供气业务采购的原料，工程施工为项目建设投入。

2018—2020 年底，公司其他流动资产波动下降，年均复合下降 6.42%。2020 年底较上年底增长 1.93%，主要为待抵扣及待认证增值税进项税额。

2018—2020 年底，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 20.85%。截至 2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 23.03%，主要来自固定资产和在建工程的增长。

2018—2020 年底，公司固定资产快速增长，年均复合增长 21.58%。截至 2020 年底，公司固定资产较上年底增长 25.24%，系管网项目持续投入使用所致。2020 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 12.01%）、通用设备（占 25.02%）和专用设备（占 62.22%）构成，其中通用设备为机器类设备，专用设备为管网项目。

2018—2020 年底，公司在建工程快速增长，年均复合增长 22.29%。截至 2020 年底，公司在建工程较上年底增长 16.29%，主要系供热供气类管网、管道以及储备站、指挥中心等项目持续投入所致。2020 年底，公司在建工程主要由供气基建及管网工程（占 37.29%）、供热基建及管网工程（占 34.73%）以及建筑物和附属物（占 25.56%）构成。

2018—2020 年底，公司无形资产波动增长，年均复合增长 2.26%，2020 年底较上年底下降 0.55%，主要包括土地使用权 7.60 亿元，为公司自用建筑以及配套项目建设用地。

2018—2020 年底，公司其他非流动资产波动较大，2020 年底较上年底增加 3.32 亿元，主

要包括公司对日照东港城市建设投资有限公司的委托贷款，贷款成本为 6.80%，期限自 2020 年 9 月至 2023 年 9 月。

截至 2020 年底，公司受限资产合计 4.12 亿元，占公司资产总额的 1.16%，受限比例很低；包括受限的货币资金 3.89 亿元、固定资产 0.23 亿元，受限原因主要为抵质押借款以及作为票据保证金等。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

近年来，公司所有者权益规模持续增长，实收资本占比高，权益稳定性好。同期，公司负债持续增长，以经营性负债构成的流动负债为主，有息债务占比较低，债务期限结构合理，资金成本较低，公司整体债务负担较轻。

2018—2020 年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 14.34%。2020 年底，公司所有者权益为 103.65 亿元，较上年底增长 13.02%；公司所有者权益主要由实收资本（占 77.16%）和资本公积（占 11.40%）构成，权益稳定性好。

根据公司提供的模拟报表，2018—2019 年所有者权益按照归属于母公司所有者权益和少数股东权益列示，未区分股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润等明细科目。

2020 年底，公司实收资本和资本公积分别为 79.97 亿元和 11.82 亿元，主要为股东划转的股权以及政府拨付的专项配套费。

负债

2018—2020 年底，公司负债规模快速增长，年均复合增长 18.67%。截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 16.00%。公司负债以流动负债为主。

表 16 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	128.91	72.52	154.37	71.54	170.81	68.23
短期借款	5.88	3.31	2.11	0.98	3.93	1.57
应付票据	4.21	2.37	9.51	4.41	10.36	4.14
应付账款	38.99	21.93	46.89	21.73	47.67	19.04
预收款项	44.53	25.05	52.80	24.47	63.01	25.17
其他应付款	31.96	17.98	40.12	18.59	41.44	16.55
非流动负债	48.85	27.48	61.42	28.46	79.52	31.77
长期借款	23.76	13.36	28.13	13.03	38.69	15.46
长期应付款（合计）	22.69	12.76	29.41	13.63	35.40	14.14
负债总额	177.76	100.00	215.79	100.00	250.33	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年底，公司流动负债快速增长，年均复合增长 15.11%。截至 2020 年底，公司流动负债较上年底增长 10.65%，主要来自预收款项的增长。

2018—2020 年底，公司短期借款波动下降，2020 年底较上年底增长 85.98%，包括信用借款 2.98 亿元、保证借款 0.75 亿元以及质押借款 0.20 亿元。

2018—2020 年底，公司应付票据持续增长，

年均复合增长 56.85%，2020 年底较上年底增长 8.85%，包括银行承兑汇票 7.35 亿元、商业承兑汇票 0.82 亿元以及信用证 2.19 亿元。

2018—2020 年底，公司应付账款持续增长，年均复合增长 10.57%。2020 年底，公司应付账款较上年底增长 1.65%，主要为应付工程款以及应付材料等货款。

2018—2020 年底，公司预收款项不断增长，年均复合增长 18.95%，2020 年底较上年底增长

19.35%，系预收的工程款增长所致；预收款项主要为预收的采暖费（占 27.22%）和委托方的工程款。

2018—2020 年底，公司其他应付款年均复合增长 13.87%。2020 年底，公司其他应付款较上年底增长 3.28%，主要保证金，其他应付款中包括国家开发银行股份有限公司的借款 5.41 亿元，为对下属子公司的股权出资款。

2018—2020 年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 27.59%。截至 2020 年底，公司非流动负债较上年底增长 29.46%，主要系长期借款及长期应付款增长所致。

2018—2020 年底，公司长期借款快速增长，年均复合增长 27.62%。2020 年底，公司长期借款较上年底增长 37.56%，包括信用借款 23.09 亿元和保证借款 15.24 亿元。其中，来源于国家开发银行、亚洲开发银行、欧洲投资银行、法国开发署以及济南市财政局的政策性长期（10 年以上）贷款余额约占 40%，利率区间为 1.00%~3.44%；其余借款主要来源于国有商业银行，利率区间为 3.50%~5.30%。

2018—2020 年底，公司长期应付款（合计）快速增长，年均复合增长 24.91%。2020 年底，公司长期应付款较上年底增长 20.37%。2020 年底，公司长期应付款 9.57 亿元，较上年底增加 6.64 亿元，主要包括政府置换债券 6.05 亿元和融资租赁款 3.45 亿元，报告将该部分计入有息债务核算；同期，公司专项应付款 25.82 亿元，较上年底下降 2.48%，主要为项目建设专项资金以及政府拨付的配套建设费。

有息债务方面，2018—2020 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 34.33%，以长期债务为主，短期债务占比持续下降。2020 年底，公司短期债务占 24.27%，长期债务占 75.73%。

从债务指标来看，2018—2020 年，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持续上升，2020 年底上述指标分别较上年底上升 0.54 个、6.26 个和 6.49 个百分

点。公司有息债务负担较轻。

表 17 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年底	2019 年底	2020 年底
短期债务	11.51	11.75	15.44
长期债务	23.76	30.98	48.19
全部债务	35.27	42.73	63.63
资产负债率	69.16	70.18	70.72
全部债务资本化比率	30.79	31.78	38.04
长期债务资本化比率	23.06	25.25	31.74

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从债务期限结构看，2021 年—2023 年，公司到期债务规模分别为 15.44 亿元、16.04 亿元和 14.52 亿元，未来三年到期债务分布相对均匀，集中兑付压力小。

4. 盈利能力

近年来，公司收入规模快速增长，政府补助对利润总额贡献大；因供热业务担负民生保障责任，持续呈亏损状态，对公司盈利能力产生较大不利影响，公司整体盈利能力弱。

2018—2020 年，随着供热业务和工程施工业务规模的扩大，公司营业收入持续增长，年均复合增长 25.50%，2020 年同比增长 34.90%；同期，公司营业成本年均复合增长 20.77%，2020 年同比增长 30.31%。近三年，公司营业利润率快速增长，2020 年同比上升 3.23 个百分点。

表 18 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	63.01	73.58	99.25
营业成本	62.59	70.05	91.28
期间费用	8.78	10.26	10.98
利润总额	-5.74	-0.84	-0.45
营业利润率	0.30	4.46	7.69
总资产收益率	-4.97	-0.66	0.02
净资产收益率	-8.18	-2.15	-1.26

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年，公司期间费用不断增长，2020 年同比增长 7.05%，以管理费用为主，管理费用占期间费用的 69.31%。2018—2020 年，期间费用分别占营业收入的 13.94%、13.94%和 11.06%。

非经常性损益方面，2018—2020 年，公司获得政府补助分别为 2.83 亿元、4.08 亿元和 2.59 亿元，主要为与供热业务有关的政策性亏损补贴。

2018—2020 年，公司利润总额持续为负，政府补助在一定程度上弥补了供热业务带来的亏损。

盈利指标方面，2018—2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率指标均表现较弱，但整体逐步改善。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金流入量保持较大规模，经营活动现金持续净流入；公司项目投资支出快速增长，形成一定外部筹资需求；未来公司还本付息资金压力不大，整体筹资压力尚可。

经营活动方面，2018—2020 年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 14.13%，2020 年同比增长 12.01%。2020 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 101.36 亿元，同比增长 21.40%，主要为供热、供气以及工程施工业务收到的现金流；收到的其他与经营活动有关的现金 17.89 亿元，主要由保证金以及财政拨款等构成。2018—2020 年，公司现金收入比有所下降，2020 年为 102.12%，收入实现质量好。2018—2020 年，公司经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 16.21%，2020 年同比增长 22.09%。2020 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金 90.17 亿元，同比增长 26.06%，主要为供暖、供气业务以及工程业务的成本支出；支付其他与经营活动有关的现金 10.76 亿元，同比增长 10.70%，主要为归还的保证金。2018—2020 年，公司经营活动现金流量净额持续净流入，但波动较大。

表 19 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	92.55	107.63	120.55
经营活动现金流出小计	85.09	94.13	114.92
经营活动现金流量净额	7.45	13.50	5.63

投资活动现金流入小计	20.06	13.10	8.64
投资活动现金流出小计	37.14	25.34	44.31
投资活动现金流量净额	-17.09	-12.24	-35.67
筹资活动现金流入小计	25.15	22.20	39.62
筹资活动现金流出小计	7.65	18.35	17.05
筹资活动现金流量净额	17.50	3.85	22.58
现金收入比	122.03	113.48	102.12

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

投资活动方面，2018—2020 年，公司投资活动现金流入快速下降，年均复合下降 34.35%。2020 年，公司收回投资收到的现金 3.03 亿元，同比下降 53.54%，主要为金融投资收到的现金；收到其他与投资活动有关的现金 5.18 亿元，为收回的拆借款和购买子公司带来的现金流入。2018—2020 年，公司投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 9.23%，主要为管网项目建设的现金流出；2020 年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 33.40 亿元，同比增长 72.32%。2018—2020 年，公司投资活动现金流量净额持续为负，2020 年净流出规模明显增加。

筹资活动方面，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 25.52%，2020 年同比增长 78.51%，主要为借款取得的现金。2018—2020 年，公司筹资活动现金流出有所波动，2020 年同比下降 7.09%，主要系偿还债务本息支付的现金。2018—2020 年，公司筹资活动现金流量净额波动较大。

6. 偿债能力

公司长、短期偿债能力指标均较强；同时作为济南市重要的公用事业经营主体，能够持续获得济南市政府的大力支持。公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020 年底，公司流动比率波动下降、速动比率持续下降，2020 年底上述指标分别下降 5.04 个和 7.16 个百分点；流动负债中预收款项占比较高，导致流动比率和速动比率较低。2018—2020 年，公司现金短期债务比波动下降，2020 年底下降至

4.06 倍。公司短期偿债能力指标较强。

表 20 公司偿债能力指标情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标			
流动比率 (%)	81.49	82.33	77.29
速动比率 (%)	75.10	74.00	66.84
现金短期债务比 (倍)	5.65	6.02	4.06
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.15	6.32	6.10
全部债务/EBITDA (倍)	30.96	5.15	5.92

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 1.14 亿元、8.30 亿元和 10.74 亿元。同期，公司 EBITDA 利息倍数波动上升；全部债务/EBITDA 快速下降。整体看，公司长期偿债能力指标较强。

截至 2020 年底，公司授信额度 124.66 亿元，未使用额度为 65.98 亿元，融资渠道较为畅通。

2020 年底，公司对外担保金额为 1500 万元，规模很小，被担保企业为济南玉泉生物发电有限公司，目前经营状况正常。公司或有负债风险低。

八、结论

公司是济南市属一级国有独资能源企业和重要的公用事业经营主体，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，持续得到济南市政府在股权划转、政府补贴以及项目建设资金拨付方面的大力支持。

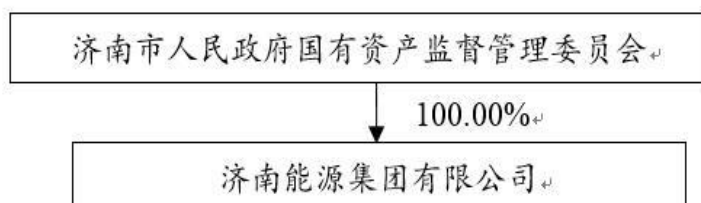
近年来，公司收入主要来源于供热、管道燃气供应以及工程施工等业务，营业收入快速增长。其中，供热业务持续亏损，对公司盈利能力产生较大不利影响；供气业务经营稳健，工程业务盈利性较强，且呈快速增长趋势。

公司资产规模持续增长，货币资金充足，整体资产质量尚可；所有者权益保持增长，稳定性好；债务期限结构合理，资金成本较低，有息债务负担较轻。公司经营现金流状况良好，筹资压力尚可，整体偿债能力极强。

“十四五”期间，山东省将大力推行省会经济圈一体化发展战略，以济南为核心构建“一心两圈层、一带两枢轴”的发展格局。公司面临着良好的产业政策和投资环境，经营业务有望实现高质量发展。联合资信对公司的评级展望为稳定。

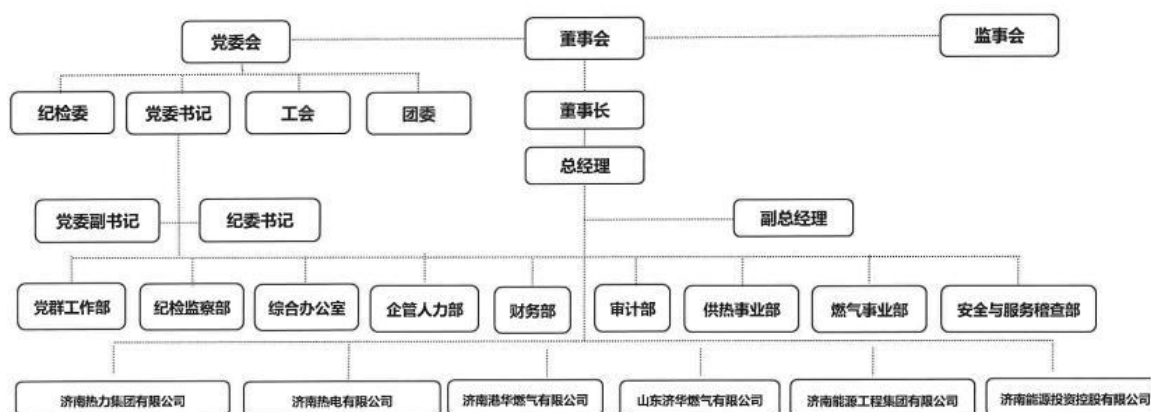
综合评估，联合资信认为，公司主体长期信用风险极低。

附件 1-1 截至 2021 年 7 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 7 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 7 月底公司合并范围内一级子公司情况

序号	公司名称	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	济南热力集团有限公司	60000.00	100.00
2	济南热电集团有限公司	95000.00	100.00
3	济南港华燃气有限公司	70000.00	51.00
4	山东济华燃气有限公司	40000.00	51.00
5	济南能源工程集团有限公司	30000.00	100.00
6	济南能源投资控股集团有限公司	100000.00	100.00

资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	65.07	70.79	62.73
资产总额（亿元）	257.03	307.50	353.98
所有者权益（亿元）	79.28	91.71	103.65
短期债务（亿元）	11.51	11.75	15.44
长期债务（亿元）	23.76	30.98	48.19
全部债务（亿元）	35.27	42.73	63.63
营业收入（亿元）	63.01	73.58	99.25
利润总额（亿元）	-5.74	-0.84	-0.45
EBITDA（亿元）	1.14	8.30	10.74
经营性净现金流（亿元）	7.45	13.50	5.63
财务指标			
销售债权周转次数（次）	48.13	17.06	13.15
存货周转次数（次）	15.18	6.64	5.95
总资产周转次数（次）	0.49	0.26	0.30
现金收入比（%）	122.03	113.48	102.12
营业利润率（%）	0.30	4.46	7.69
总资本收益率（%）	-4.97	-0.66	0.02
净资产收益率（%）	-8.18	-2.15	-1.26
长期债务资本化比率（%）	23.06	25.25	31.74
全部债务资本化比率（%）	30.79	31.78	38.04
资产负债率（%）	69.16	70.18	70.72
流动比率（%）	81.49	82.33	77.29
速动比率（%）	75.10	74.00	66.84
经营现金流动负债比（%）	5.78	8.74	3.30
现金短期债务比（倍）	5.65	6.02	4.06
EBITDA 利息倍数（倍）	1.15	6.32	6.10
全部债务/EBITDA（倍）	30.96	5.15	5.92

注：已将长期应付款中有息部分计入全部债务核算

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	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
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	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×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/短期投资+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
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 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 济南能源集团有限公司的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在济南能源集团有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

济南能源集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。济南能源集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，济南能源集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注济南能源集团有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现济南能源集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如济南能源集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与济南能源集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。