

泰安市泰山投资有限公司

公开发行 2020 年公司债券(第一期)

跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2020]100737】

评级对象: 泰安市泰山投资有限公司公开发行 2020 年公司债券(第一期)

20 泰山 02

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 28 日

前次跟踪: -

首次评级: AA+/稳定/AA+/2020 年 2 月 19 日

主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	24.11	8.29	7.55	4.90
刚性债务	55.52	45.25	58.88	67.05
所有者权益	125.68	124.96	132.28	131.77
经营性现金净流入量	5.23	-3.94	1.90	-10.90
合并数据及指标:				
总资产	781.39	843.14	969.95	972.74
总负债	514.68	559.21	668.99	670.13
刚性债务	180.56	172.27	227.59	238.14
所有者权益	266.72	283.92	300.96	302.60
营业收入	32.19	41.38	63.48	17.85
净利润	5.69	3.23	1.37	0.60
经营性现金净流入量	4.65	-19.08	3.82	-17.75
EBITDA	16.96	16.34	15.84	—
资产负债率[%]	65.87	66.33	68.97	68.89
长短期债务比[%]	187.53	199.83	158.41	168.66
营业利润率[%]	3.32	9.71	3.86	2.91
短期刚性债务现金覆盖率[%]	254.79	212.43	111.55	72.55
营业收入现金率[%]	184.08	163.82	120.10	76.81
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-19.12	-27.51	-11.47	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.35	1.29	1.10	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.09	0.08	—

注: 根据泰山投资经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

黄梦蛟 hmj@shxsj.com
 王婷亚 wty@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对泰安市泰山投资有限公司(简称泰山投资、发行人、该公司或公司)及其发行的 20 泰山 02 的跟踪评级反映了 2019 年以来泰山投资在外部环境、政府支持、业务多元化及货币资金等方面保持优势,同时也反映了公司在主业稳定性、盈利波动、资金占用、债务压力、担保及管控等方面继续面临压力。

主要优势:

- **外部环境较好。**跟踪期内,泰安市区域经济保持增长,为泰山投资的发展提供了较好的外部环境。
- **政府支持力度大。**泰山投资作为泰安市属重要国有企业,受政府支持力度大。跟踪期内,公司得到政府资金拨付、财政补助等支持,公司资本实力不断增强。
- **业务结构多元化,竞争优势较强。**泰山投资负责泰安市重大基础设施建设和区域开发,区域竞争地位高;同时还承担了部分公共事业及其他经营性业务运营,多元化的业务结构使得公司竞争优势较增强。

主要风险:

- **部分主业经营稳定性易受外部环境影响。**房屋销售及土地整理业务是泰山投资重要收入来源之一,该业务易受区域房地产及土地市场波动影响,使得公司面临一定的市场风险。此外,公司城市基础设施建设业务回款还受政府回购及财政资金返还及时性影响。
- **盈利易受政府补助变动的影响。**泰山投资主业盈利能力较弱,整体盈利对政府补助依赖度较

高，净利润易受补贴数额影响而产生波动。

- **被占用资金规模较大。**跟踪期内，泰山投资与政府部门及当地国有企业之间存在较大资金往来，占用资金规模较大，其他应收款回收情况会对其信用质量产生较大影响。
- **债务压力。**跟踪期内，随着泰山投资在建、拟建的城市基础设施建设及房地产开发项目投入增加，公司持续面临较大的资金压力，刚性债务规模增长较快。
- **担保代偿风险。**泰山投资存在较多对外担保，公司旗下担保公司也已发生代偿。公司整体面临一定的担保代偿风险。
- **面临一定的经营管控压力。**泰山投资下属子公司较多，随着业务规模的扩大，对其管理及协调能力提出了更高的要求。

➤ 未来展望

通过对泰山投资及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很高，并维持上述债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



泰安市泰山投资有限公司

公开发行 2020 年公司债券(第一期)

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照泰安市泰山投资有限公司公开发行 2020 年公司债券(第一期)(简称“20 泰山 02”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据泰山投资提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据,对泰山投资的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

20 泰山 02 于 2020 年 5 月发行,期限 5 年,发行规模 10.00 亿元,募集资金用于偿还本息债务及补充流动资金。

截至 2020 年 3 月末,该公司存续债券发行金额合计 63.00 亿元。

图表 1. 截至 2020 年 5 月末公司存续债券概况

债项名称	发行金额(亿元)	期限(年)	发行利率(%)	发行时间	到期时间	本息兑付情况
20 泰山 02	10.00	5	4.30	2020-5-13	2025-5-12	未到还本付息期
20 泰山 01	10.00	5 (3+2)	3.94	2020-3-13	2025-3-12	未到还本付息期
19 泰山投资 ABN001 次	1.00	4.45	-	2019-07-05	2023-12-20	未到还本付息期
19 泰山投资 ABN001 优先 05	5.60	4.45	5.70	2019-07-05	2023-12-20	未到还本付息期
19 泰山投资 ABN001 优先 04	5.30	3.45	5.48	2019-07-05	2022-12-20	未到还本付息期
19 泰山投资 ABN001 优先 03	4.10	2.45	4.97	2019-07-05	2021-12-20	未到还本付息期
19 泰山投资 ABN001 优先 02	3.00	1.45	4.57	2019-07-05	2020-12-20	未到还本付息期
19 泰山投资 MTN001	9.00	5 (3+2)	4.06	2019-07-02	2024-07-04	未到还本付息期
15 泰山投资 MTN001	15.00	5	4.00	2015-12-15	2020-12-16	正常付息
合计	63.00	-	-	-	-	-

资料来源:泰山投资

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改

革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《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），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018 年 3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018 年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关

于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号),对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充,明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度,同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,不得盲目抽贷、压贷或停贷,防范存量隐性债务资金链断裂风险;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外,支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。2019年3月,《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式,妥善解决融资平台到期债务,不能搞“半拉子”工程。6月,中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》,提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上,对存量隐性债务中的必要在建项目,允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初,我国出现新型冠状病毒肺炎疫情,疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效,但我国仍面临境外输入病例风险,必要的疫情防控仍将持续。受此影响,部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长,基建扩容被普遍认为是重要抓手之一,城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体,其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要,核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时,城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压,以及防疫等基本支出需求增加,政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓,对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模,部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

2019年,泰安市经济增速有所回升,三次产业结构及工业结构有所优化。受制造业投资不振影响,泰安市固定资产投资下降。2019年,泰安市房地产市场稳步发展。依托于泰安市较丰富的旅游资源,旅游服务业对当地经济发展起到重要的推动作用。

泰安市位于山东省中部的泰山南麓,东邻莱芜市、淄博市、临沂市,南连济宁市,西隔黄河与聊城市、河南省濮阳市相望,北以泰山与济南市为界。泰安市总面积7762平方公里,辖泰山区、岱岳区、新泰市、肥城市、宁阳县、东平县6个县市区,常住人口558.1万人。

近年来,泰安市经济保持增长态势,但在我国经济整体处于结构化调整、制造业投资不振的环境下,固定资产投资下降。2019年泰安市实现地区生产总值(GDP)2,663.60亿元,按可比价格计算比上年增长6.3%,增速较上年提高0.6个百分点。其中,第一产业增加值288.7亿元,同比下降0.2%;第二产业增加值1036.2亿元,同比增长5.7%;第三产业增加值1338.7亿元,同比增长8.6%;三次产业结构由上年7.8:44.2:48.0调整为10.8:38.9:50.3。固定资产投资同比下降23.3%,三次产业投资结构为3.0:32.0:65.0,其中基础设施增长44.7%,占全部投资比重的30%。

泰安市现有泰安高新技术产业开发区、岱岳工业区和泰山工业区三大工业片区，形成煤炭、化工、纺织和钢铁四大传统工业，以及汽车、输变电设备、无机非金属材料及装备制造四大优势产业。2019 年，规模以上工业增加值增长 5.4%，37 个在统大类行业中有 20 个大类行业实现增长，增长面为 54.1%。

图表 2. 2017 年以来泰安市主要经济指标（单位：亿元、%）¹

指 标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
地区生产总值（亿元）	3585.3	6.8	2,403.90	5.7	2663.6	6.3
第一产业增加值（亿元）	280.4	3.4	285.4	2.7	288.70	-0.2
第二产业增加值（亿元）	1627.9	6.8	954.30	5.5	1,036.20	5.7
第三产业增加值（亿元）	1676.9	7.3	1,164.20	6.3	1,338.70	8.6
固定资产投资完成额（亿元）	2992.5	7.2	-	5.8	-	-23.3
全社会消费品零售（亿元）	1608.3	10.0	1593.8	8.8	-	3.7
进出口总额（亿元）	154.4	14.5	160.8	5.3	172.2	7.1

资料来源：泰安市国民经济和社会发展统计公报

泰安市定位为“以泰山为依托的国家历史文化名城和风景旅游名城，鲁中地区中心城市之一”，是国务院公布的首批对外开放旅游城市、首批全国城市环境综合优秀城市及中国优秀旅游城市。泰安市地处“山水圣人”旅游线的中央，位于其北部的泰山作为国家 AAAAA 级旅游景区，有“五岳之首”、“天下第一山”等美誉，是世界自然文化遗产。此外，泰安市还拥有莲花山（AAAA 级）、徂徕山汶河景区（AAAA 级）等多处旅游资源。依托泰安市丰富的旅游资源，旅游服务业对当地经济发展起到重要的推动作用。2019 年，泰安市共接待游客 8262.7 万人次，增长 8.9%，实现旅游收入 894.4 亿元，增长 12.5%。

2019 年，泰安市继续推进城市基础设施建设。年末常住人口城镇化率 62.0%，比上年度提高 0.14 个百分点。实施泰城排水管网雨污分流改造，梳洗河、明堂河、芝田河等河流综合整治有序推进，城区黑臭水体基本消除。完成国电供热东线工程、国电高背压改造项目，启动实施泰城西部热源项目一期工程。实施城区 11 条道路建设，完成龙潭路与灵山大街路口渠化及道路改造，环山路东延、学院路、天平大街、长城西路竣工通车，擂鼓石大街贯通工程顺利推进。济泰高速、京台高速改扩建等 8 个高速公路项目加快建设，青兰高速泰安段提前半年建成通车。

2019 年，泰安市房地产市场稳健发展。房地产企业开发投资 205.9 亿元，增长 15.9%。其中，住宅投资 167.8 亿元，增长 15.2%。商品房销售面积 411.0 万平方米，增长 10.7%，其中，住宅销售面积 389.5 万平方米，增长 19.6 %。年末商品房待售面积 79.5 万平方米，下降 28.4%。

图表 3. 2017 年以来泰安市房屋建设、销售情况

	2017 年		2018 年		2019 年	
	面积	增速（%）	面积	增速（%）	面积	增速（%）
商品房施工面积（万平方米）	1912	4.2	1973.4	3.2	-	-

¹ 2018 年地区生产总值、三大产业增加值数据采用第四次经济普查后的修订值。

商品房销售面积（万平方米）	330	28.7	371.2	12.5	411.0	10.7
---------------	-----	------	-------	------	-------	------

资料来源：泰安市统计局

2. 业务运营

该公司作为泰安市市本级核心政府投融资平台，区域地位稳固，受政府支持力度大。公司业务结构较多元化。跟踪期内随着房地产业务结转项目增加，整体收入持续增长。公司城市基础设施建设及房地产业务投入较大，持续面临较大的资金压力。

该公司作为泰安市市本级核心政府投融资平台，在承担泰安市重大基础设施建设的同时，还负责运营燃气、供水等业务；此外，公司还依托泰安市国有资源经营房地产项目开发、泰山索道、担保、餐饮及住宿等业务。

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司实现营业收入分别为 32.19 亿元、41.38 亿元、63.48 亿元和 17.85 亿元，2019 年公用事业、房屋销售及市政工程施工为主要收入来源。其中，房地产业务随着建成结转项目增加而持续增长；2019 年因与高铁新区项目签订代建协议，由以往建成后结转收入变更为按项目进度结转收入，当年市政工程施工业务收入增长较快；其他业务涉及子公司数量较多，合并范围变化及子公司业务调整等易造成其他业务收入波动。

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司毛利率分别为 15.20%、13.73%、11.92% 和 16.52%，其中，燃气业务受上游采购成本及终端政府定价变化的影响，毛利率波动较大；房屋销售、市政工程业务受项目性质及结算时点影响，毛利率也存在波动；供水、热力业务因公用事业定价较低，持续处于亏损状态。

图表 4. 公司营业收入及盈利构成（单位：亿元，%）

	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	32.19	100.00	41.38	100.00	63.48	100.00	17.85	100.00
公用事业	18.44	57.30	21.60	52.18	20.21	31.84	5.20	29.12
其中：燃气业务	14.45	44.91	16.46	39.78	15.28	24.08	2.54	14.25
供水业务	1.44	4.49	1.66	4.00	1.80	2.84	0.34	1.90
热力及其他业务	2.54	7.90	3.48	8.40	3.12	4.92	2.32	12.97
房屋销售和土地整理业务	3.87	12.02	11.31	27.33	19.61	30.89	10.73	60.09
索道业务	3.66	11.38	3.78	9.14	3.91	6.16	0.13	0.75
市政工程施工业务	2.20	6.83	1.20	2.90	9.87	15.55	0.11	0.62
担保业务	0.32	1.00	0.53	1.28	0.39	0.62	0.08	0.47
融资租赁业务	-	-	1.28	3.09	1.93	3.04	0.55	3.09
其他业务	3.70	11.48	1.69	4.08	7.56	11.91	1.05	5.87
毛利率	15.20		13.73		11.92		16.52	
公用事业		6.30		11.00		5.93		0.99
其中：燃气业务		13.54		20.10		11.80		3.88
供水业务		-28.73		-24.75		-2.43		-12.92
热力及其他业务		-14.94		-15.06		-18.00		-0.15
房屋销售和土地整理业务		19.09		10.49		9.79		20.93

索道业务	3.26	2.98	3.01	-61.23
市政工程施工业务	29.42	34.31	13.83	7.71
担保业务	45.00	33.28	41.29	30.93
融资租赁业务	-	32.77	42.55	37.98
其他业务	56.27	59.20	26.24	46.78

注：根据泰山投资提供的数据绘制

(1) 城市基础设施建设业务

该公司作为泰安市城市基础设施建设的投资建设和运营主体，重点从事泰安市重要区域的开发及大型市政工程项目建设，在泰安市的城市基础设施建设领域处于核心地位。下属全资子公司泰安市城市发展投资有限公司（简称“泰安城发投”）、泰安市大汶河综合开发建设有限公司、山东泰安天平湖旅游投资有限公司等公司承担了泰安市大部分的城市基础设施建设及棚户区改造工程。

该公司市政工程施工业务建设资金来源于公司自身筹措及政府拨款，并由项目所在区域的子公司进行建设。公司承担的建设范围涵盖河道整治、道路、交通、环境等多个领域。

该公司稳步推进市政工程建设，此外 2018 年以来因增加并表子公司泰安市徂汶投资有限公司而新增徂汶景区核心先导区建设工程项目。截至 2019 年末，公司主要在建项目预算总投资达 258.24 亿元，已完成投资 230.49 亿元。

该公司基础设施建设项目除徂汶景区核心先导区建设工程项目外，其他重大项目均于 2014 年以前采用 BT 模式，建成后由政府回购；后因在 2014 年末地方政府债务清理甄别过程中，公司基础设施板块对应项目形成融资均纳入政府一类债务，故原 BT 项目模式变更为以政府拨款作为建设成本的补偿，目前泰安市财政局已累计将政府置换债资金 192.24 亿元拨付给公司，计入“长期应付款”，原存量项目资金已落实到位并足以覆盖原 BT 协议约定回款金额，原存量项目 BT 协议不再执行。原存量项目将在完工验收后结算收入，同时冲减长期应付款。后续，公司城市基础设施建设业务主要采用工程施工模式，即主要通过市场化招投标等方式获得施工项目，项目完工验收后，根据结算金额确认工程施工收入。

徂汶景区核心先导区一期项目采用代建模式，项目建成后确认代建收入；徂汶景区核心先导区二期建设工程项目主体部分为棚改项目，采取政府购买服务的业务模式，购买服务费用的资金来源于泰安市政府财政性资金，将于项目建成后财政一次性拨付。2019 年 12 月，该公司下属子公司泰安市城市发展投资与泰安市高铁新区建设发展中心及泰安市旅游经济开发区管委会就高铁新区建设工程签订代建协议，该项目由工程施工模式变更为政府委托代建模式，由建成后结转收入变更为按工程进度结转收入，综合收益率约定为 10%-20%，2019 年结转收入 7.84 亿元。款项支付方式约定为每年度末根据实际发生的代建成本及适当毛利率支付，但实际款项支付存在一定滞后。

此外，《泰安市政府投融资管理暂行办法》（[2014]号）还明确规定，政府收取的城市基础设施综合配套费的 60%将返还给项目法人。

目前因大型存量项目尚未完工，2017~2018 年该公司市政工程收入主要来源于绿化、

燃气或供水配套建设、维修等小型工程，收入规模较小，该类小型工程由委托单位支付款项，根据工程完工进度回款并确认收入，因小型工程投入较小，部分维修安装工程成本支出很少，因此业务毛利率较高，且因结算项目性质差异，毛利率波动较大。2019 年因高铁新区建设工程变更为代建模式而按工程进度结转收入，市政工程收入大幅上升。2017~2019 年及 2020 年第一季度，市政工程业务实现收入分别为 2.20 亿元、1.20 亿元、9.87 亿元和 0.11 亿元；同期毛利率分别为 29.42%、34.31%、13.83%和 7.71%，因高铁新区建设工程毛利率相对较低，2019 年毛利率有所下降。

图表 5. 截至 2019 年末公司主要在建市政工程项目基本情况

序号	在建项目名称	预算总投资（亿元）	已投资（亿元）
1	城市基础设施项目	69.87	69.91
2	大汶河拦蓄工程	19.09	25.51
3	环泰山基础设施项目	11.89	8.98
4	高铁新区建设工程	30.00	28.78
5	灵山大街治理工程项目	7.15	7.13
6	城区水网环境综合整治工程项目	14.36	12.58
7	文化艺术中心建设项目	5.47	5.15
8	天平湖综合治理工程	8.49	4.18
9	城区道路建设改造工程项目	28.22	26.10
10	徂汶景区核心先导区建设工程项目	63.70	42.17
合计	—	258.24	230.49

资料来源：泰山投资

（2）土地整理业务

该公司土地整理业务主要由子公司泰安城发和泰安市泰山城建投资有限公司负责运营。土地整理业务主要以受托开发为主，接受泰安市政府及相关部门委托，对泰安市国土局等相关部门征用、收购的土地进行整理开发；在完成征地、拆迁、与储备宗地相关的配套基础设施建设完成之后，土地成为可供出让的熟地，公司根据市场需求情况、片区规划、投融资进度等制定土地开发时序、出让进度和规模、招商策略和计划、出让价格建议等，报经市政府批准后，由泰安市国土资源局在一级市场出让，通过市财政局向公司拨付土地整理业务收益。

该公司土地整理业务收益的确认在财综【2016】4 号文件发布前后采用“新老划断”的模式，以 2016 年末作为时间节点，在此之前公司收到的土地整理业务收益根据各地块土地出让金额确定；2017 年开始，土地整理业务收益以整理成本加成部分合理利润（通常为 15%左右）方式计算并支付。

2018~2019 年及 2020 年第一季度，该公司完成土地出让面积分别为 117.06 亩、149.82 亩和 86.03 亩，出让总价分别为 2.11 亿元、0.97 亿元和 0.96 亿元，已收到政府实际拨付土地整理收益款分别为 1.40 亿元、0.97 亿元和 0.96 亿元。

图表 6. 2017 年以来公司土地出让情况

地号	出让时间	用途	面积（亩）	价格（万元/亩）	总价（万元）
2017 年合计	—	—	—	—	—
2018-4	2018.6	商服	117.06	180.00	21070.80

2018 年合计	—	—	117.06	—	21070.80
2018-4 号 b 地块	2018.7	住宅	30.08	129.10	3884.46
2018-4 号 c 地块	2018.7	住宅	33.72	129.10	4354.32
2019-36 号土地	2019.12	住宅	86.03	129.10	1500.00
2019 年合计	—	—	149.82	—	9738.78
2019-36 号土地	2020.1	住宅	86.03	129.10	9606.38
2020 年第一季度合计	—	—	86.03	—	9606.38

资料来源：泰山投资

截至 2020 年 3 月末，该公司正在整理尚未出让的土地面积合计 561.81 亩，总投资金额为 10.66 亿元，已投入 3.36 亿元。

图表 7. 截至 2020 年 3 月末公司正在整理土地情况明细

地块名称	整理期间	地块面积（亩）	地块总投资（万元）	累计已投资（万元）
2017-1	2017 年 3 月至今	145.77	16,787.04	8,897.13
2017-2	2017 年 3 月至今	109.91	12,657.36	5,442.67
2017-3	2017 年 4 月至今	15.97	947.15	284.14
2017-4	2017 年 4 月至今	20.12	2,316.69	810.84
2018-1	2018 年 1 月至今	136.05	39,202.09	10,192.54
2018-7	2018 年 2 月至今	133.99	34,718.49	7,985.25
合计		561.81	106,628.82	33,612.57

资料来源：泰山投资

（3）公共事业

燃气业务

该公司燃气业务主要由下属二级子公司泰安市泰山燃气集团有限公司（以下简称“燃气集团”）负责运营。从业务结构看，管道天然气业务是燃气集团重点发展的领域。燃气集团拥有燃气特许经营权，承担泰安、肥城、东平、宁阳、新泰、平阴、东阿等地天然气供应工作，及泰安、肥城、东平、宁阳等地车用压缩天然气供应工作，并负责泰安区域内天然气储备调峰任务，用气群体规模达到 75 万户，天然气储备能力约 15~20 万立方米。目前在泰安市的市场占有率为 95%，在当地市场处于主导地位。

燃气供应方面，燃气集团的天然气供应商以中石油、中石化为主，与中石油、中石化签订了长期协议，基本能够满足当前的供给需求。公司对中石油、中石化等主要供应商议价能力弱，采购价格由供应商根据自身运营成本而定，近年来天然气采购价格持续增长。

图表 8. 公司天然气业务主要供应商采购量及采购价格情况

主要供应商	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	采购数量（立方）	采购价格（元/立方）	采购数量（万立方）	采购价格（元/立方）	采购数量（万立方）	采购价格（元/立方）	采购数量（万立方）	采购价格（元/立方）
中石油	27500	1.87	25352	1.90	27469	2.08	7761	2.10
中石化	11100	2.00	13124	2.14	12751	2.20	3450	2.30

资料来源：泰山投资

燃气业务涉及民生，泰安市天然气价格标准由山东省物价局制定，泰安市物价局综

合上游价格、市场供应情况、省内同类城市对比情况，并按照相关规定调整天然气销售价格：2016 年 11 月，泰安市物价局将非居民用管道天然气价格由每立方米 3.28 元上调为每立方米 3.48 元/立方米；2017 年 7 月和 9 月，泰安市物价局两次下调非居民用管道天然气价格分别至 3.05 元/立方米、2.93 元/立方米，当年 9 月下调车用天然气价格至 3.69 元；2018 年泰安市物价局将冬季采暖期（2018 年 11 月至 2019 年 3 月）天然气价格上调至每立方米 3.51 元。2020 年 3 月，根据泰安市发展和改革委员会（泰发改价格【2020】58 号），决定阶段性调整城区非居民用天然气销售价格，支持企业复工复产，将泰安市城区非居民用天然气终端最高销售价格调整至 2.88 元/立方米。

从经营情况看，2017~2019 年及 2020 年第一季度该公司管道燃气销售量分别为 3.86 亿立方米、4.27 亿立方米、4.15 亿立方米和 1.11 亿立方米。同期实现业务收入分别为 14.45 亿元、16.46 亿元、15.28 亿元和 2.54 亿元，毛利率分别为 13.54%、20.11%、11.80%和 3.88%，毛利率波动较大主要受中石油及中石化等上游供应商定价上升及燃气销售价格变化影响。

供水业务

该公司供水业务由二级子公司泰安市自来水有限公司（以下简称“自来水公司”）负责运营。截至 2020 年 3 月，自来水公司拥有水厂 3 座，设计供水能力为 21 万吨/日，75mm 口径以上的供水管网 1258 千米，供水面积 110 多平方公里，供水服务区域人口 100 余万人，承担泰安市城区 99%的供水任务。

该公司每月根据用户用水量抄回水表码，并计算相应水费后，用户定期到公司营业所或代收银行缴纳水费。公司供水业务收入规模不大，因营业成本中供水设施折旧及日常维护成本较高，公司供水经营持续处于亏损状态。

图表 9. 截至 2020 年 3 月末泰安市自来水公司水费价格情况（单位：元/立方米）

用水性质	阶梯分类	基本水价	水资源费	污水处理费
居民生活用水	第一阶梯	1.80	0.40	0.95
	第二阶梯	2.70	0.40	0.95
	第三阶梯	5.40	0.40	0.95
执行居民用水价格的非居民用户	-	1.98	0.40	0.95
非居民用水	-	2.60	0.79	1.40
特种用水	-	12.50	0.79	1.40

资料来源：泰山投资

图表 10. 公司自来水业务经营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
供水量（万立方米）	5707	5418	5415	1181
有价售水量（万立方米）	4951	4275	4867	1021
水费收入（亿元）	1.44	1.66	1.80	0.34

资料来源：泰山投资

供热业务

供热业务主要由泰安市泰山城区热力有限公司（简称“泰山热力”）等负责开展，2017~2019 年及 2020 年第一季度收入分别为 2.54 亿元、3.48 亿元、3.12 亿元和 2.32 亿元，毛利率分别为-14.94%、-15.06%、-18.00%和-0.15%，因供热属公用事业，终端售价受政府调控而偏低，导致持续亏损。

泰山热力已形成了以泰山城建热电、鲁邦大河热电和国电泰安热电作为上游的主要热源，以区域调峰锅炉为辅助热源的城区集中供热格局，初步形成了热源统一调度、热力管网联网运行的模式。公司拥有三个区域供热站和三个调峰锅炉房，热水管网 247.4 千米，10 个大型换热站，各类调峰锅炉 10 台，10 万平方米以上集中换热站 24 座，小型换热站 300 余座。泰山热力供热用户超过 10 万户，占泰安市区供热总面积的 80% 以上。

泰山热力主要热力来源为热电厂发电的余热，其本身不生产热，为热力输送的中间商。主要运作方式为向上游热电厂购买发热产生的高温热水，通过换热站进行降温、降压，将达到适合用户取暖的热水通过管道输送至终端用户。

(4) 房地产业务

该公司房地产业务由两家全资子公司泰安市泰山城市建设投资有限公司与泰安泰山城市发展置业有限公司负责，其中泰安市泰山城市建设投资有限公司具有房地产开发二级资质，泰安市泰山城市发展置业有限公司具有房地产开发三级资质。

该公司自 2006 年开始经营房地产业务，近年来先后完成了五环小区、嘉和新城一期、正嘉馨居及嘉源居等一系列住宅项目的开发建设，目前公司房地产业务在售项目主要包括印象泰山一期、嘉和新城二期、康平御园、开元盛世和园和开元盛世硕园等商品房项目，以及时代佳苑回迁房项目。2019 年，房地产业务实现收入 18.64 亿元，较上年大幅增长，主要为开元盛世和园和嘉和新城二期结转收入增加。2020 年第一季度，房地产业务收入为 9.77 亿元，主要为开元盛世和园、硕园结转收入增加。2019 年以来，开元盛世和园三期、开元盛世智园二期和开元盛世信园一二三期、印象泰山二期陆续开始预售，回笼资金进一步增加。截至 2020 年 3 月末，公司房地产业务累计回笼资金 95.82 亿元，积累了大量预收款。

图表 11. 截至 2020 年 3 月末公司主要在售房地产项目情况

项目名称	项目类型	建筑面积 (万平方米)	可售面积	总投资 (亿元)	已售/预售面积 (万平方米)	销售均价 (元/平方米)	累计回笼资金 (亿元)	销售进展
印象泰山一期	住宅	17.78	17.00	7.80	17.00	5500	9.40	完成
嘉和新城二期	住宅	11.56	10.26	5.5	8.40	6900	5.80	73%
康平御园	住宅	2.20	2.20	1.20	2.20	5900	1.30	完成
开元盛世和园一、二期	住宅	77.41	52.00	26.50	51.90	5322	29.51	完成
时代佳苑	回迁房	25.00	25.00	2.65	25.00	450	1.08	完成
开元盛世硕园	住宅	52.94	51.00	23.00	39.32	6674	28.14	97%
开元盛世和园三期	住宅	8.28	4.80	5.50	3.96	9345	3.34	68%
开元盛世智园二期	住宅	4.90	3.20	3.30	2.39	9168	1.79	76%
开元盛世信园一期	住宅	27.80	19.00	14.50	3.93	9333	3.66	38%
开元盛世信园二期	住宅	27.98	20.79	15.44	7.17	10000	6.70	52%
开元盛世信园三期	住宅	13.79	9.58	7.80	0.38	9365	0.30	21%
印象泰山二期	住宅	10.80	7.30	6.00	3.00	16000	4.80	41%
合计	-	280.44	222.13	107.69	164.65	-	95.82	-

资料来源：泰山投资

该公司目前主要在建房地产项目为嘉和新城二期、印象泰山二期、开元盛世和园、开元盛世硕园、开元盛世智园和开元盛世信园项目，主要拟建房地产项目为玉石城一期，在建及拟建项目总投资 122.54 亿元，截至 2020 年 3 月末已投资 77.37 亿元，后续存在一定的资本性支出压力。此外，目前公司尚有用于房地产开发的储备土地 90 亩，未来将视市场情况进行项目开发。

图表 12. 截至 2020 年 3 月末在建及拟建房地产项目情况（单位：亿元，万平方米）

项目	项目类型	建设期间	总投资	已投资	未来预计投资			建设进展
					2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年及以后	
在建								
嘉和新城二期	住宅	2013.12-2018.12	5.50	4.60	0.40	0.30	0.20	84%
印象泰山二期	住宅	2018.11-2020.11	6.00	3.50	1.00	0.80	0.70	58%
开元盛世和园	住宅	2016.4-2019.12	26.50	23.40	1.50	0.90	0.70	完工
开元盛世硕园	住宅	2017.7-2019.12	23.00	18.95	2.03	1.22	0.80	完工
开元盛世和园三期	住宅	2018.12-2020.12	5.50	2.68	1.41	0.85	0.56	85%
开元盛世智园二期	住宅	2018.10-2020.9	3.30	1.77	0.77	0.46	0.30	90%
开元盛世信园一期	住宅	2019.2-2021.1	14.50	9.03	2.74	1.64	1.09	45%
开元盛世信园二期	住宅	2019.4-2021.2	15.44	8.89	3.28	1.97	1.30	45%
开元盛世信园三期	住宅	2019.5-2021.3	7.80	4.55	1.63	0.98	0.64	45%
拟建 ²								
玉石城一期	商用	2017.7-2021.7	15.00	-	-	-	-	-
合计	-	-	122.54	77.37	14.76	9.12	6.29	-

资料来源：泰山投资

（5）索道业务

该公司索道业务由下属全资子公司泰安市泰山索道运营中心负责经营，索道运营中心为事业单位，由泰安市政府于 2008 年 12 月整体划拨至公司，主要负责泰山中天门、桃花源、后石坞三条客运索道的安全运营、维护和管理工作的。

该公司索道业务收入为门票收入，营业成本则主要由上缴门票收入、索道中心固定资产折旧及人工成本等构成。跟踪期内索道票价未调整，中天门、桃花源、后石坞三条客运索道分别为 100 元/人、100 元/人、20 元/人。公司索道业务运营情况较平稳，2017~2019 年及 2020 年第一季度索道业务实现收入分别为 3.66 亿元、3.78 亿元、3.91 亿元和 0.13 亿元，2020 年第一季度受疫情影响泰山客流量大幅减少，收入规模较小。

图表 13. 公司泰山景区索道人流及索道业务收入情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
中天门索道载客人次（万人次）	304.71	346.69	305.23	11.92
桃花源索道载客人次（万人次）	60.79	28.96	84.34	1.51
后石坞索道载客人次（万人次）	3.85	6.94	6.84	0.06
索道总载客人次（万人次）	369.35	382.59	396.41	13.49

² 拟建项目已投资额为支付的前期征地拆迁补偿款。

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
索道业务收入（万元）	36626.85	37831.16	39093.68	1343.97

资料来源：泰山投资

（6）担保业务

该公司担保业务原主要由子公司泰安弘泽融资担保有限公司（简称“弘泽担保”）和泰安市基金投资担保经营有限公司（简称“基金担保”）负责运营。2016 年 1 月，公司出资 1.75 亿元参与设立并控股泰安市国泰民安融资性担保有限公司（简称“国泰担保”），国泰担保注册资本 3 亿元，公司持股 60%。2016 年 12 月和 2017 年 1 月，基金担保和国泰担保相继由政府划出。目前公司担保业务经营主体为泰安弘泽融资担保有限公司（简称“弘泽担保”）。弘泽担保于 2005 年 11 月成立，注册资本为 14.70 亿元，截至 2019 年末，公司持股比例为 54.56%。公司担保业务定位于为泰安市范围内的中小企业贷款及工程履约提供担保。

该公司担保业务定位于为泰安市范围内的中小企业贷款及工程履约提供担保。为防范和控制担保风险，保障担保业务的规范化、制度化和程序化，公司制定了《担保业务操作规程》，对包括担保申请和受理、项目初审和实地调查、项目评审与决策、反担保措施、担保项目管理、代偿和追偿等环节在内的担保业务程序进行了明文规定。同时公司重视反担保措施，要求所有担保业务提供有效的反担保，主要反担保措施包括抵押反担保、质押反担保、保证反担保、应收账款质押等，此外公司还要求企业法定人和主要控制人提供无限连带责任的个人担保。

截至 2019 年末，弘泽担保为 115 家企业提供了流动资金担保，担保余额为 24.25 亿元，被担保企业主要位于山东省，合作银行包括泰安银行、交通银行、天津银行、齐鲁银行等金融机构。截至 2020 年 3 月末，弘泽担保累计代偿额 1.55 亿元，代偿率³为 1.05%。2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司担保业务收入分别为 0.32 亿元、0.53 亿元、0.39 亿元和 0.08 亿元。公司担保业务已出现代偿情况，在当前宏观经济形势下行压力加大的背景下，公司仍需进一步加强风险防范及预判能力。

图表 14. 2019 年末公司担保业务前十大担保对象明细

序号	企业名称	担保金额（万元）	担保到期时间
1	山东泰安建筑工程集团有限公司	15,000.00	2021/4/22
2	山东泰山天颐湖旅游开发有限公司	15,000.00	2020/4/1-2020/8/16
3	山东康平纳集团有限公司	11,404.00	2020/1/13-2020/11/10
4	山东瑞福锂业有限公司	10,000.00	2020/1/12-2020/1/19
5	山东宁阳统筹城乡发展有限公司	9,000.00	2020/8/9-2020/8/25
6	山东以利奥林电力科技有限公司	7,700.00	2020/2/14-2020/11/11
7	山东鲁玻包装有限公司	6,940.00	2020/2/11-2020/12/15
8	山东中天泰和实业有限公司	5,390.00	2020/8/13-2020/12/23
9	泰安泰山大汶口旅游置业有限公司	6,000.00	2020/8/21
10	泰安市神舟交通器材有限公司	6,500.00	2020/3/31-2020/6/5
	合计	92,934.00	-

资料来源：泰山投资

³ 担保代偿率=期末累计代偿额/累计已解除担保余额。

（7）融资租赁

该公司融资租赁业务由泰山融资租赁有限公司（简称“泰山融资租赁”）运营，泰山融资租赁成立于 2013 年 9 月，2014 年正式运营，注册资本 3.00 亿元。

该公司融资租赁业务主要为回租融资租赁，承租人先将生产设备按照市场价格卖给泰山融资租赁，然后又以租赁的方式租回原来设备。泰山融资租赁通过收取租赁手续费、服务组合收费等方式获取收益。2017~2019 年及 2020 年第一季度融资租赁业务收入分别为 0.97 亿元、1.28 亿元、1.93 亿元和 0.55 亿元。

该公司融资租赁业务客户合计 35 家，累计合同金额合计 44.01 亿元，2019 年末应收融资租赁款余额 28.49 亿元。2019 年前五大客户收入合计 1.21 亿元，占融资租赁业务总收入的 62.69%。

图表 15. 2019 年末公司融资租赁业务前五大客户明细

客户名称	合同金额（万元）	2019 年收入（万元）
新泰市统筹城乡发展集团有限公司	42,000	3,318.74
山东康平纳集团有限公司	50,600	3,204.02
泰安市科苑基础产业投资建设有限公司	33,000	2,586.61
泰安泰山大汶口旅游置业有限公司	25,000	1,321.86
泰安金水水业有限公司	40,000	1,646.68
合计	190,600	12,077.91

资料来源：泰山投资

（8）其他业务

该公司下属子公司众多，除主业外，还涉及餐饮及住宿、配套费及工程施工安装等多项业务，为公司主业收入形成一定补充，但存在较大波动。公司餐饮及住宿业务主要由全资子公司泰安东岳山庄有限公司、北京泰山御座商务会馆有限公司等负责运营；配套费业务主要由泰安市泰山城区热力有限公司等负责开展；工程施工安装业务主要由泰安市绿能燃气配套设备有限公司、泰安市亚太燃气表有限公司和泰安矿产资源开发投资有限公司等负责运营。2017~2019 年及 2020 年第一季度，其他业务收入分别为 3.70 亿元、1.69 亿元、7.56 亿元和 1.05 亿元，2019 年收入较高，主要因当年子公司销售建筑材料及工程安装收入较高。

管理

跟踪期内，该公司股权结构及管理架构保持稳定。公司仍由泰安市财政局实际控制。

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化。截至 2020 年 3 月末，公司控股股东为财金投资公司，持股比例 100%。实际控制人为泰安市财政局。

财金投资公司成立于 2017 年 8 月 18 日，是由泰安市财政局出资设立的国有独资公司，注册资本 100 亿元，主要承担产业基金组建及运营管理、融资租赁、融资担保、公共基础设施建设市场化服务、土地预储备运营等职责。

该公司关联资金主要体现为应收泰安市财政局及其他当地国有企业往来款、泰安市财政局资产回购款，往来款计入其他应收款，资产回购款计入长期应收款，2019 年末关联方其他应收款和长期应收款账面余额分别为 104.45 亿元和 7.36 亿元，关联方占用资金规模较大。

跟踪期内，该公司无信贷违约等不良行为记录。

图表 16. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	所涉主体名称
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020.4.26	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020.5.25	无
工商	国家工商总局	2020.5.25	无
税务	国家税务总局	2020.5.25	无
诉讼	人民法院	2020.5.25	无

资料来源：根据泰山投资所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

跟踪期内，该公司负债规模持续增长，但随着政府给予资金拨付等支持，资本实力持续增强，同时考虑到负债中存在较大规模的地方政府债券置换资金无明确偿还要求，公司实际负债经营程度维持在较合理水平。政府部门及当地国有企业等对公司资金占用规模较大，其他应收款回收情况将对其信用质量产生较大影响。公司主业收入随着房地产结算项目增加而增长，但盈利能力较弱，整体盈利对政府补助依赖度较高。

1. 公司财务质量

利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年至 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。公司 2020 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2019 年末，该公司合并范围内子公司合计 68 家。2019 年公司合并范围内新增 5 家主体，减少 1 家主体，规模均较小，对公司合并口径财务数据影响有限。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

A. 债务结构

近年来，随着泰安市基础设施建设投入力度的加大，该公司外部融资需求不断增长，负债规模持续扩张。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司负债总额分别为 514.68 亿元、559.21 亿元、668.99 亿元和 670.13 亿元。泰安市政府通过资产划拨、资本金注入、

基础设施建设项目拨款和财政补贴等方式给予公司较大支持⁴，公司资本实力持续增强。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司资产负债率分别为 65.87%、66.33%、68.97%和 68.89%。

从债务期限结构看，该公司负债以非流动负债为主，以匹配公司市政施工建设、土地整理等业务较长的建设周期。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 187.53%、199.83%、158.41%和 168.66%。

2019 年末，该公司流动负债为 258.89 亿元，较上年末增长 38.81%，主要由短期刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款构成。年末短期刚性债务为 58.48 亿元，较上年末增长 133.00%，主要包括 21.07 亿元短期借款、2.22 亿元应付票据、11.83 亿元一年内到期的长期借款、21.60 亿元一年内到期的应付债券和 1.77 亿元一年内到期的融资租赁款，其中短期借款、一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券均增长较快。应付账款为 11.84 亿元，主要包括 7.38 亿元工程款、2.15 亿元购气款和 1.93 亿元材料款。预收款项 61.63 亿元，其中 57.13 亿元为预收房款，逐年有所增长。其他应付款为 124.65 亿元，其中应付工程款 65.24 亿元，往来借款 54.21 亿元，2019 年往来借款大幅增加，主要为应付公司控股股东及其他关联方款项。2020 年 3 月末，公司流动负债为 249.44 亿元，主要构成较上年末变化不大。

2019 年末，该公司非流动负债为 410.09 亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款。其中，长期借款 7.92 亿元，主要用于投入基础设施及房地产项目建设。应付债券 25.00 亿元，较上年末增长 34.41%，主要因新增 19.00 亿元资产支持票据。长期应付款 281.55 亿元，主要包括 199.01 亿元地方政府债券资金、45.24 亿元省财金棚改款、13.84 亿元融资租赁款、2.75 亿元资产支持证券融资和 3.11 亿元旅游经济开发区专项债券资金，其中地方政府债券置换资金系使用地方政府债券募集资金置换存量政府债务，该类债务为公司过去承担市政工程建设项目建设任务所形成的融资，泰安市财政局拨付置换资金实际用于偿付项目建设款；省财金棚改款为泰安市棚改专项贷款，期限约 25 年，利率约 4.5%；旅游经济开发区专项债券资金用于旅游经济开发区土地收储项目，期限 3 年，利率 3.17%。2020 年 3 月末，应付债券进一步增至 38.00 亿元，其他科目变化不大。

B. 刚性债务

2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 180.56 亿元、172.27 亿元、227.59 亿元和 238.14 亿元，随着项目建设投入而持续增长。从期限上看，以中长期刚性债务为主，2019 年末占比 74.30%。从构成上看，2019 年末主要包括借款 112.06 亿元、债券 46.60 亿元、省财金棚改专项贷款 45.24 亿元及融资租赁款 13.84 亿元。考虑到刚性债务偏向中长期，即期偿付压力尚可控。

截至 2020 年 3 月末，该公司存续债券发行金额合计 63.00 亿元。

图表 17. 截至 2020 年 5 月末公司存续债券概况

债项名称	发行金额(亿元)	期限(年)	发行利率(%)	发行时间	到期时间	本息兑付情况
20 泰山 02	10.00	5	4.30	2020-5-13	2025-5-12	未到还本付息期
20 泰山 01	10.00	5 (3+2)	3.94	2020-3-13	2025-3-12	未到还本付息期

⁴ 2019 年收到政府资金拨付 14.22 亿元计入资本公积。

债项名称	发行金额(亿元)	期限(年)	发行利率(%)	发行时间	到期时间	本息兑付情况
20 泰山 02	10.00	5	4.30	2020-5-13	2025-5-12	未到还本付息期
20 泰山 01	10.00	5 (3+2)	3.94	2020-3-13	2025-3-12	未到还本付息期
19 泰山投资 ABN001 次	1.00	4.45	-	2019-07-05	2023-12-20	未到还本付息期
19 泰山投资 ABN001 优先 05	5.60	4.45	5.70	2019-07-05	2023-12-20	未到还本付息期
19 泰山投资 ABN001 优先 04	5.30	3.45	5.48	2019-07-05	2022-12-20	未到还本付息期
19 泰山投资 ABN001 优先 03	4.10	2.45	4.97	2019-07-05	2021-12-20	未到还本付息期
19 泰山投资 ABN001 优先 02	3.00	1.45	4.57	2019-07-05	2020-12-20	未到还本付息期
19 泰山投资 MTN001	9.00	5 (3+2)	4.06	2019-07-02	2024-07-04	未到还本付息期
15 泰山投资 MTN001	15.00	5	4.00	2015-12-15	2020-12-16	正常付息
合计	63.00	-	-	-	-	-

资料来源：泰山投资

C. 或有负债

截至 2020 年 3 月末，除旗下担保公司对外担保外，该公司对外担保余额为 44.81 亿元，主要包括对控股股东财金投资公司提供担保 26.00 亿元，对山东泰阳实业有限公司所发行的公司债券“16 泰阳债”提供的 7.00 亿元担保，为山东康平纳集团有限公司（简称“康平纳”）银行贷款提供的 3.24 亿元担保，为同一控股股东持有的泰安市东岳金财投资有限公司（简称“东岳金财”）提供的 8.50 亿元担保，以及为泰安徕徕羊绒制品有限公司（简称“徕徕羊绒”）提供的 0.07 亿元担保。担保对象中，康平纳及徕徕羊绒均为民营企业，其他为国有企业。公司对康平纳及徕徕羊绒的担保以其股权质押作为反担保措施。据公司《企业信用报告》，公司存在 0.37 亿元关注类对外担保，其中对泰安徕徕羊绒制品有限公司提供的 0.07 亿元担保因贷款评级下调而分至关注类，其他系银行系统原因或社团贷款分类原因造成。公司对外担保额度较大，存在一定的担保代偿风险。

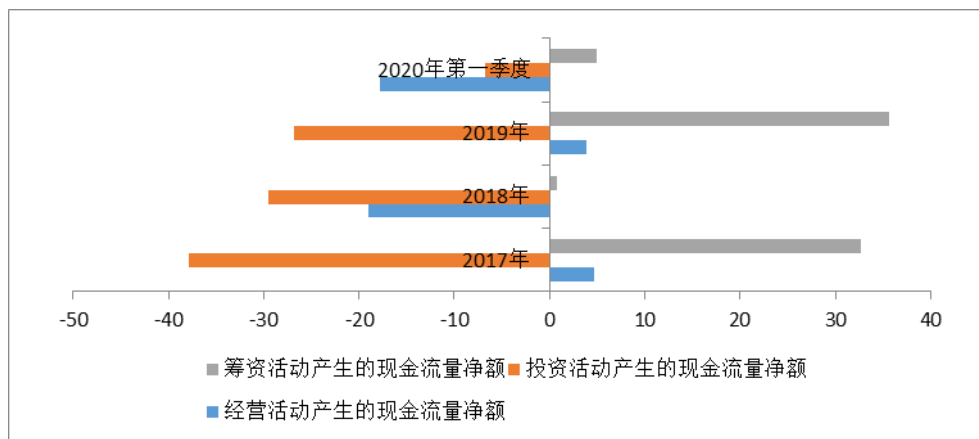
(2) 现金流分析

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 184.08%、163.82%、120.10%和 76.81%，因城市基础设施建设及房地产等项目现金回笼与收入结算时期不完全匹配，营业收入现金率变化较大。此外公司与其他单位往来款规模较大，往来款收支变化导致现金流波动较大。2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 4.65 亿元、-19.08 亿元、3.82 亿元和-17.79 亿元。

该公司基础设施建设及房地产投资规模较大，投资性现金净流量持续呈净流出状态，2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司投资活动产生的现金流净额分别为-37.80 亿元、-29.45 亿元、-26.76 亿元和-6.79 亿元。

该公司通过银行借款和发行债券等方式弥补现金流缺口，2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流净额分别为 32.69 亿元、0.71 亿元、35.60 亿元和 4.95 亿元。

图表 18. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：泰山投资

该公司非筹资性现金流持续呈净流出状态，现金流对债务的覆盖程度弱。公司 EBITDA 主要由利润总额及列入财务费用的利息支出构成，对利息支出及刚性债务的保障程度较低。

图表 19. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	1.35	1.29	1.10
EBITDA/刚性债务(倍)	0.10	0.09	0.08
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	2.70	-10.44	1.71
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	2.68	-10.81	1.91
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-19.27	-26.56	-10.30
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-19.12	-27.51	-11.47

资料来源：泰山投资

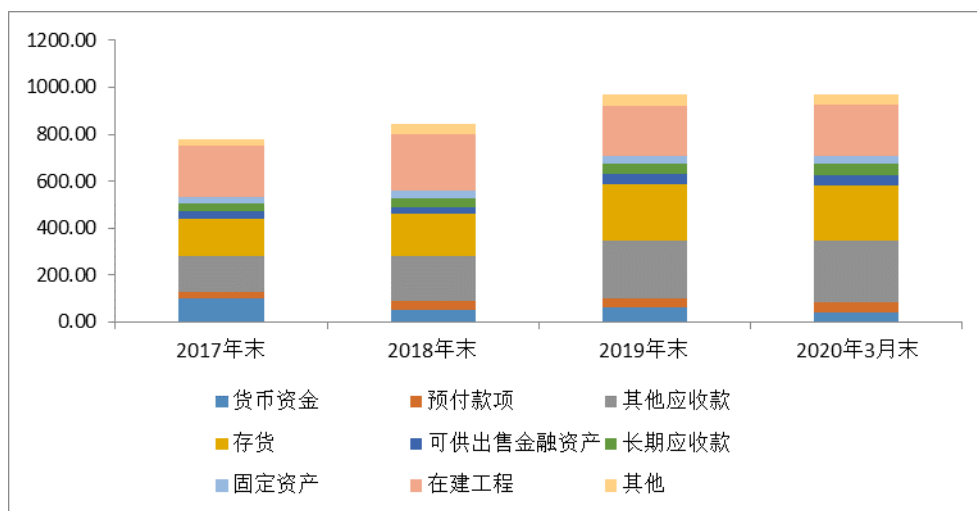
（3）资产质量分析

2019 年末，该公司资产总额为 969.95 亿元，较上年末增长 15.04%。其中，流动资产为 597.37 亿元，较上年末增长 26.13%，主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。年末，货币资金为 65.00 亿元，随着房地产销售现金流入增加而较上年末增长 23.10%，其中用于保证金而受限货币资金为 4.26 亿元。应收账款 4.98 亿元，主要为应收工程设备销售款及代建管理费等。预付款项 38.16 亿元，主要为基础设施建设、房地产项目等形成的预付工程款。其他应收款 242.68 亿元，较上年末增长 27.97%，主要因东岳金财资金需求有所增加，公司对其增加往来款支出，以及因高铁新区处于快速发展阶段，公司与其他参与高铁新区开发的公司间往来款增加；其他应收款主要包括应收关联方往来款 193.26 亿元和应收政府财政款项 26.15 亿元，前五大应收对象分别为泰安市财政局（31.88 亿元）、泰安泰山城乡建设发展有限公司（27.59 亿元）、东岳金财（21.89 亿元）、山东泰山盛世文化地产有限公司（13.64 亿元）和泰安市住房和城乡建设局（6.40 亿元），合计占其他应收款的比重为 41.93%；其他应收款中 17.97 亿元按账龄计提坏账准备合计 1.90 亿元，225.82 亿元关联方往来及政府组合不计提坏账准备。存货 239.05 亿元，较上年末增长 32.76%，主要为开发成本 180.15 亿元及工程施工 50.42 亿元，其中开发成本主要包括房地产项目、基础设施建设配套的保障房建设及会展中心等项目开

发成本，工程施工主要为高铁工程建设项目及高铁片区其他代建资产，2019 年因将高铁新区项目由自有工程建设项目转为高铁新区管委会委托代建项目，将此项目由在建工程转入存货核算，导致年末存货出现增长。2020 年 3 月末，公司流动资产为 591.60 亿元，其中受基础设施及房地产工程项目投入及资金回笼周期性影响，货币资金较上年末下降 36.69%至 41.15 亿元。

2019 年末，该公司非流动资产为 372.59 亿元，主要包括可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产。其中，可供出售金融资产 45.06 亿元，较上年末增长 42.06%，其中 21.83 亿元按公允价值计量，主要包括对中国建材股份有限公司及交通银行股份有限公司的投资，较上年末增长主要因公允价值变动及增资泰安银行股份有限公司所致；23.23 亿元按成本计量，主要为对国有企业的投资，金额较大的投资对象包括泰安银行股份有限公司（8.40 亿元）、山东省铁路建设投资有限公司（6.70 亿元）、新泰市国有资本投资有限公司（1.64 亿元）、山东省天然气管网投资有限公司（1.00 亿元）等，其中增长主要因对泰安银行股份有限公司追加投资所致。长期应收款 45.08 亿元，较上年末增长 22.69%，其中应收泰安市财政局的回购资产款 12.82 亿元，待回购资产为广场等公益性资产；因融资租赁业务形成的应收融资租赁款 28.49 亿元，随着融资租赁业务规模扩大，应收融资租赁款持续增长。固定资产 33.92 亿元，主要为房屋建筑物和机器设备等。在建工程 214.67 亿元，主要为基础设施建设及棚户区改造等项目，较上年末下降 10.63%，主要因高铁工程转入存货所致；当年棚户区改造工程、大汶河拦蓄工程、自来水管网工程增长较快。无形资产 15.19 亿元，主要为土地使用权、采矿权和特许经营权。2020 年 3 月末，公司非流动资产为 381.13 亿元，主要构成较上年末变化不大。

图表 20. 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：泰山投资

（4）流动性/短期因素

2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 248.49%、253.94%、230.74%和 237.18%，现金比率分别为 56.57%、28.59%、25.20%和 16.53%，公司流动资产较多体现为变现能力相对较弱的存货—开发成本和其他应收款等，资产流动性总体一般。随着公司短期刚性债务增长，现金资产对短期刚性债务的覆盖程度有所下降，2020

年3月末货币资金存量减少主要受项目投入及资金回笼周期性影响，整体而言货币资金仍可对短期刚性债务偿付提供一定保障。

图表 21. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率 (%)	248.49	253.94	230.74	237.18
现金比率 (%)	56.57	28.59	25.20	16.53
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	254.79	212.43	111.55	72.55

资料来源：泰山投资

2019 年末，该公司受限资产合计 11.85 亿元，占资产总额的比重为 1.22%。

图表 22. 截至 2019 年末公司受限资产情况

名称	受限金额	受限金额占比 (%)	受限原因
货币资金	4.26	6.56	保证金
无形资产（土地使用权）	0.20	1.29	抵押借款
固定资产（房屋）	0.20	0.58	抵押借款
存货（土地使用权）	7.19	3.01	抵押借款
合计	11.85	-	-

资料来源：泰山投资

3. 公司盈利能力

该公司收益主要来源于营业毛利和政府补贴。公司主业收入及盈利主要来源于燃气业务、房屋销售及土地整理业务，2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司营业收入分别为 32.19 亿元、41.38 亿元、63.48 亿元和 17.85 亿元，主要随着房地产项目结转收入增加而增长。同期毛利率分别为 15.20%、13.72%、11.92%和 16.52%，毛利率持续波动，其中燃气业务受供应商采购成本上升及燃气销售价格下调影响，2019 年及 2020 年第一季度毛利率持续下滑；房地产销售和土地整理业务受当期结算项目差异导致毛利率波动。2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司营业毛利分别为 4.89 亿元、5.68 亿元、7.57 亿元和 2.95 亿元。公司盈利能力总体较弱，房地产开发及城市基础设施建设等业务易受开发计划、区域环境以及政府资金到位进度等影响，燃气业务采购成本易受主要供应商定价及成本核算周期变动影响，进而影响公司盈利稳定性。

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司期间费用分别为 4.43 亿元、3.46 亿元、5.35 亿元和 2.47 亿元，期间费用率分别为 13.78%、8.36%、8.43%和 13.82%，期间费用以管理费用为主，此外 2020 年第一季度随着刚性债务增加，财务费用上升较明显。2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司资产减值损失分别为 0.67 亿元、0.40 亿元、1.72 亿元和 -0.04 亿元，主要为按账龄计提坏的账损失，2019 年因 1-2 年期其他应收款增长较快，计提坏账损失增加。

2017~2019 年，该公司投资收益分别为 0.18 亿元、0.59 亿元和 0.77 亿元，主要来源于可供出售金融资产取得的投资收益及权益法核算长期股权投资获得的投资收益。公司每年因城市基础设施建设、供暖、供水等获得政府补助，2017~2019 年及 2020 年第一季度，公司以政府补助为主的营业外收入（含其他收益）分别为 7.24 亿元、2.29 亿元、2.41 亿元和 0.39 亿元。

2017~2019 年及 2020 年第一季度，该公司实现营业利润分别为 1.07 亿元、4.02 亿元、2.45 亿元和 0.52 亿元，净利润分别为 5.69 亿元、3.23 亿元、1.37 亿元和 0.60 亿元，公司主业盈利能力较弱，整体盈利对政府补助依赖度较高，因补贴收入存在不确定性，公司净利润易受此补贴数额影响而产生波动。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司职能定位于泰安市对外资本运作、政府建设项目投融资业务及市政府授权的国有资产管理运营等，区域竞争地位高。公司在承担泰安市重大基础设施建设和区域开发的同时，还负责运营燃气、供水、供热等公共事业。此外，公司还依托泰安市国有资源经营房地产项目开发、泰山索道、担保、餐饮及住宿等业务。多元化的业务结构使得公司竞争优势进一步增强。

2. 外部支持因素

该公司作为泰安市市本级核心融资平台，由泰安市财政局负责管理，受政府支持力度大。泰安市政府主要通过资产注入、股权划转及财政补贴等方式给予支持，提升公司资本实力。2019 年公司收到政府各项资金拨付 14.22 亿元计入资本公积。2017~2019 年，公司获得政府补助分别为 5.77 亿元、2.07 亿元和 2.09 亿元。

该公司与银行保持良好的合作关系。截至 2020 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 150.44 亿元，尚余 22.82 亿元未使用；其中来自政策性银行及五大国有商业银行授信 55.86 亿元，尚余 13.75 亿元未使用。

跟踪评级结论

该公司作为泰安市市本级核心政府投融资平台，区域地位稳固，受政府支持力度大。公司业务结构较多元化。跟踪期内随着房地产业务结转项目增加，整体收入持续增长。公司城市基础设施建设及房地产业务投入较大，持续面临较大的资金压力。

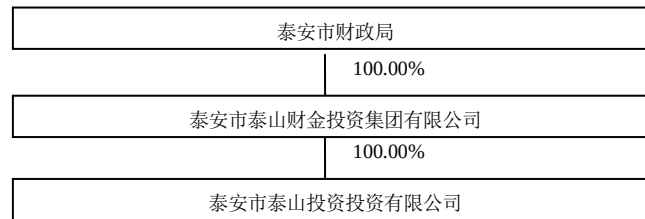
跟踪期内，该公司负债规模持续增长，但随着政府给予资金拨付等支持，资本实力持续增强，同时考虑到负债中存在较大规模地方政府债券置换资金无明确偿还要求，公司实际负债经营程度维持在较合理水平。政府部门及当地国有企业等对公司资金占用规模较大，其他应收款回收情况将对其信用质量产生较大影响。公司主业收入随着房地产结算项目增加而增长，但盈利能力较弱，整体盈利对政府补助依赖度较高。

本评级机构仍将持续关注：（1）泰安市经济及财力发展状况及对该公司经营过程中所能获得政府支持力度的影响；（2）公司货币资金等偿债资源对债务的覆盖程度；（3）泰安市房地产市场情况及公司房地产业务销售情况；（4）公司基础设施建设投入规模变化及回款情况；（5）公司其他应收款规模变化及回收情况；（6）公司负债经营程度及资金压力变化情况；（7）公司对外担保规模变化情况及担保对象运营情况；（8）新冠疫情

对泰安市经济及对公司业务的后续影响。

附录一：

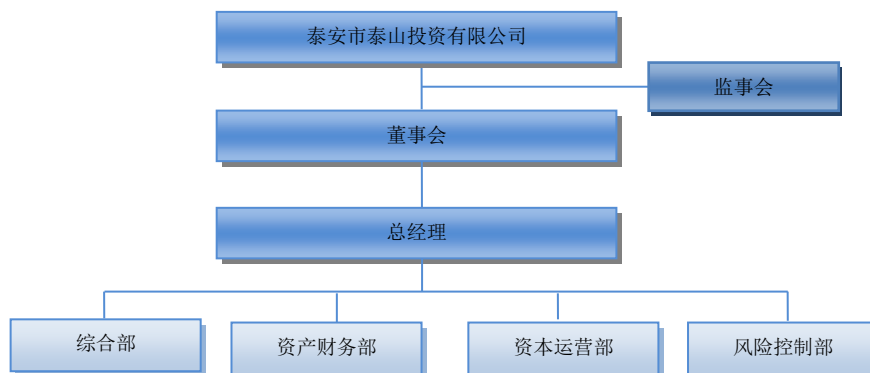
公司与实际控制人关系图



注：根据泰山投资提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据泰山投资提供的资料绘制（截至 2020 年 3 月末）

附录三：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	781.39	843.14	969.95	972.74
货币资金 [亿元]	101.02	52.80	65.00	41.15
刚性债务[亿元]	180.56	172.27	227.59	238.14
所有者权益 [亿元]	266.72	283.92	300.96	302.60
营业收入[亿元]	32.19	41.38	63.48	17.85
净利润 [亿元]	5.69	3.23	1.37	0.60
EBITDA[亿元]	16.96	16.34	15.84	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.65	-19.08	3.82	-17.75
投资性现金净流入量[亿元]	-37.80	-29.45	-26.76	-6.79
资产负债率[%]	65.87	66.33	68.97	68.89
长短期债务比[%]	187.53	199.83	158.41	168.66
权益资本与刚性债务比率[%]	147.71	164.81	132.24	127.07
流动比率[%]	248.49	253.94	230.74	237.18
速动比率[%]	145.22	137.24	123.66	126.29
现金比率[%]	56.57	28.59	25.20	16.53
短期刚性债务现金覆盖率[%]	254.79	212.43	111.55	72.55
利息保障倍数[倍]	1.19	1.08	0.87	—
有形净值债务率[%]	205.64	208.83	234.89	235.01
担保比率[%]	5.40	5.07	14.89	14.81
毛利率[%]	15.20	13.73	11.92	16.52
营业利润率[%]	3.32	9.71	3.86	2.91
总资产报酬率[%]	2.08	1.69	1.38	—
净资产收益率[%]	2.25	1.17	0.47	—
净资产收益率*[%]	2.18	1.18	0.44	—
营业收入现金率[%]	184.08	163.82	120.10	76.81
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.70	-10.44	1.71	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	2.68	-10.81	1.91	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-19.27	-26.56	-10.30	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-19.12	-27.51	-11.47	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.35	1.29	1.10	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.09	0.08	—

注：表中数据依据泰山投资经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：
各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初流动负债合计+期末流动负债合计]/2×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初负债总额+期末负债总额]/2×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。