

泰安市泰山投资有限公司
及其发行的公开发行债券
跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2022)100773】

评级对象: 泰安市泰山投资有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪	前次跟踪	本次跟踪
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
19 泰山投资 MTN001	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2018 年 10 月 30 日
20 泰山 02	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 2 月 19 日
20 泰山 03	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 12 日
20 泰山投资 MTN001	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 29 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AA+/2020 年 10 月 19 日
22 泰山投资 MTN001	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 29 日	—	AA+/稳定/AA+/2021 年 8 月 13 日

主要财务数据及指标

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	7.55	13.93	19.56	22.70
刚性债务	58.88	98.08	160.67	156.45
所有者权益	138.60	137.58	137.77	136.48
经营性现金净流入量	2.13	-37.71	28.36	9.21
合并口径数据及指标:				
总资产	993.45	1,084.97	1,058.61	1,073.42
总负债	690.14	743.87	718.77	733.84
刚性债务	231.28	304.36	326.02	330.88
所有者权益	303.31	341.10	339.84	339.58
营业收入	63.34	79.38	82.26	12.72
净利润	3.73	5.12	2.83	-0.54
经营性现金净流入量	7.19	-84.56	34.71	0.33
EBITDA	17.73	22.17	17.50	—
资产负债率[%]	69.47	68.56	67.90	68.36
长短期债务比[%]	149.19	140.83	149.03	160.58
营业利润率[%]	7.37	9.09	5.10	-4.81
短期刚性债务现金覆盖率[%]	87.55	83.45	82.61	101.65
营业收入现金率[%]	118.76	99.78	83.24	75.38
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-7.86	-41.70	5.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.25	1.35	0.90	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.08	0.06	—

注: 根据泰山投资经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。其中, 2019 年度数据使用 2020 年审计报告经调整的期初/上期数。

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 19 泰山投资 MTN001、20 泰山 02、20 泰山 03、20 泰山投资 MTN001 和 22 泰山投资 MTN001 的跟踪评级反映了 2021 年以来泰山投资在外部环境、政府支持及业务结构等方面保持优势, 同时也反映了公司在部分主业经营稳定性、盈利稳定性、资金占用、资本性支出及经营管控等方面继续面临压力。

主要优势:

- **外部环境较好。**泰安市经济保持增长, 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。得益于政府多年的资产注入、财政补助等支持, 公司资本实力较强。
- **业务结构多元化。**泰山投资负责泰安市重大基础设施建设, 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。此外, 公司市政工程施工业务回款还受项目结算和财政资金返还及时性影响。
- **盈利对非经常性损益依赖大。**泰山投资主业盈利能力较弱, 公司 2021 年盈利对政府补助及投资收益依赖度较高, 易受该类收益变化的影响。

分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com
熊梓 xh@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

- **往来款被占用资金规模较大。**2021 年以来泰山投资被关联方及当地国有企业净占用资金规模小幅下降，但其规模仍较大，公司持续面临一定资金压力。该类款项回收情况将对公司资金状况产生较大影响。
- **资金平衡压力和刚性债务偿付压力。**泰山投资在建城市基础设施建设投入持续增加，而基础设施建设项目回款周期长，导致公司刚性债务规模上升，利息支出压力增大，公司持续面临较大的资金平衡压力和刚性债务偿付压力。
- **经营管控压力。**泰山投资下属子公司众多，随着业务规模的扩大，对其管理及协调能力提出了较高的要求。
- **担保及融资租赁风险。**泰山投资担保及融资租赁业务规模较大，跟踪期内代偿率和逾期率上升，关注担保代偿及款项回收风险。公司除担保业务外，自身也存在一定对外担保，已有被担保方出现不良借款，或有损失风险加大。

➤ 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，本评级机构决定维持公司 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 及其发行的公开发行债券 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的 2019 年度第一期中期票据、2020 年公司债券（第一期）、2020 年公司债券（第二期）、2020 年度第一期中期票据和 2022 年度第一期中期票据（分别简称“19 泰山投资 MTN001”、“20 泰山 02”、“20 泰山 03”、“20 泰山投资 MTN001”和“22 泰山投资 MTN001”）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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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。

19 泰山投资 MTN001 于 2019 年 7 月发行，期限 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行规模 9 亿元，募集资金用于偿还有息债务；20 泰山 02 于 2020 年 5 月发行，期限 5 年，发行规模 10 亿元，募集资金用于偿还有息债务及补充流动资金；20 泰山 03 于 2020 年 8 月发行，期限 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行规模 10 亿元，募集资金用于偿还有息债务及补充流动资金；20 泰山投资 MTN001 于 2020 年 11 月发行，期限 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行规模 19 亿元，募集资金用于偿还有息债务；22 泰山投资 MTN001 于 2022 年 5 月发行，期限 3+N 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及利息递延支付权，发行规模 20 亿元，募集资金用于偿还有息债务。

截至本评级报告日，该公司合并口径存续债券发行金额合计 139.04 亿元和 1.10 亿美元。

图表 1. 截至本评级报告日公司合并口径存续债券概况

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
19 泰山投资 MTN001	9.00	5 (3+2)	4.06	2019/7/2	2024/7/4	正常付息，尚未还本
20 泰山 01	10.00	5 (3+2)	3.94	2020/3/13	2025/3/12	正常付息，尚未还本
20 泰山 02	10.00	5	4.30	2020/5/13	2025/5/12	正常付息，尚未还本
20 泰山 03	10.00	5 (3+2)	4.00	2020/8/31	2025/8/30	正常付息，尚未还本
20 泰山投资 MTN001	19.00	5 (3+2)	4.03	2020/11/2	2025/11/1	正常付息，尚未还本
20 泰山投资 PPN001	10.00	5 (3+2)	4.93	2020/12/4	2025/12/3	正常付息，尚未还本
22 泰山投资 MTN001	20.00	3+N	4.33	2022/5/26	2025/5/25	尚未还本及付息

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
19 泰山投资 MTN001	9.00	5 (3+2)	4.06	2019/7/2	2024/7/4	正常付息, 尚未还本
22 泰山投资 MTN002	10.00	3+N	3.92	2022/6/14	2025/6/13	尚未还本及付息
21 沭汶投资 PPN001	6.00	7 (3+2+2)	6.00	2021/2/1	2028/2/2	正常付息, 尚未还本
21 泰安城投 MTN001	10.00	3+2	3.80	2021/8/25	2026/8/24	正常付息, 尚未还本
22 泰安城投债 01	13.50	7	4.17	2022/3/10	2029/3/9	尚未还本及付息
22 城发展美元债	1.10 亿美元	1	3.75	2022/1/21	2023/1/19	尚未还本及付息
五矿证券-泰山租赁 1 期资产支持专项计划 (21 泰山 A1)	3.00	0.75	3.50	2021/10/21	2022/7/20	正常还本付息
五矿证券-泰山租赁 1 期资产支持专项计划 (21 泰山 A2)	1.25	1.5	4.00	2021/10/21	2023/4/20	正常还本付息
五矿证券-泰山租赁 1 期资产支持专项计划 (21 泰山 B)	1.9	2.25	5.20	2021/10/21	2024/1/20	正常还本付息
五矿证券-泰山租赁 1 期资产支持专项计划 (21 泰山次)	0.66	2.5	—	2021/10/21	2024/4/20	次级自持, 不涉及
五矿证券-泰山租赁 1 期资产支持专项计划 (22 泰山 A1)	2.00	1	3.30	2022/5/6	2023/4/28	正常还本付息
五矿证券-泰山租赁 1 期资产支持专项计划 (22 泰山 A2)	0.75	2	3.80	2022/5/6	2024/4/28	正常还本付息
五矿证券-泰山租赁 1 期资产支持专项计划 (22 泰山 B)	1.52	3	4.50	2022/5/6	2025/4/28	正常还本付息
五矿证券-泰山租赁 1 期资产支持专项计划 (22 泰山次)	0.46	3.5	—	2022/5/6	2025/12/28	次级自持, 不涉及
合计	139.04 及 1.10 亿美元	—	—	—	—	—

资料来源：泰山投资

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度, 全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻, 受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响, 全球经济恢复节奏放缓, 我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击, 经济发展存在较大压力。短期内, 宏观政策将主要围绕“稳增长”开展, 实现年度增长目标任重道远; 从中长期看, 在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上, 贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性, 我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度, 新冠疫苗接种持续推进, 病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位, 经济恢复节奏放缓; 美联储已开启加息进程, 美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发, 地缘政治

局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

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渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021 年以来，疫后经济逐步修复，政府隐性债务管控政策常态化趋严，城投企业融资环境有所收紧。中短期内，政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续，“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

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。“十四五”时期，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性预计中短期内仍将保持。

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。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。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。具体来看，2017 年至 2018 年上半年，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。2018 年下半年至 2019 年，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，城投企业融资政策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，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，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。

2021 年以来，随着疫后经济逐步修复，政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严，城投企业融资环境总体有所收紧。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》（国发[2021]5 号）发布，再次提出坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量；严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年，沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15 号文及补充通知等政策出台，明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款，增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓，但区域融资分化继续，头部地区城投企业净融资规模依然扩张，且在融资成本方面具有良好的议价能力，尾部区域城投企业再融资压力有所加大，净融资规模受限。

2022 年，在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下，作为城市基础设施的主要投资建设主体，城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障，存量债务周转及应政策要求适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整 and 市场化转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

（3）区域市场环境

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。根据第七次人口普查数据，截至 2020 年末泰安市有常住人口为 547.85 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的环境下，固定资产投资有所下降。2021 年泰安市实现地区生产总值（GDP）2,996.7 亿元，按可比价格计算较上年增长 6.1%。其中，第一产业增加值为 327.4 亿元，增长 7.1%；第二产业增加值为 1,166.5 亿元，增长 2.0%；第三产业增加值为 1,502.8 亿元，增长 9.0%。三次产业结构由上年度的 10.8:39.1:50.1 调整为 10.9:38.9:50.2，产业结构保持稳定。固定资产投资同比下降 29.4%，投资结构有所优化，在库工业技改项目个数同比增长 25.1%，236 个项目列入省技术创新项目计划；制造业投资占工业投资的比重达到 76.4%；民间投资活力增强，占全部投资的 66.9%，同比提高 6.7 个百分点。2022 年第一季度，泰安市实现地区生产总值 760.5 亿元，同比增长 5.1%，三大产业均不同程度回升。

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。2021 年，规模以上工业增加值增长 8.3%，增速较上年增长 2.9 个百分点；其中，轻工业增长 19.1%，重工业增长 5.5%。

图表 2. 2019 年以来泰安市主要经济指标（单位：亿元、%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 第一季度	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值（亿元）	2,663.6	6.3	2,766.5	3.5	2,996.7	6.1	760.5	5.1
第一产业增加值（亿元）	288.70	-0.2	299.7	2.3	327.4	7.1	65.4	5.9
第二产业增加值（亿元）	1,036.20	5.7	1,080.4	3.5	1,166.5	2.0	265.0	6.4
第三产业增加值（亿元）	1,338.70	8.6	1,386.4	3.6	1,502.8	9.0	430.2	4.1
固定资产投资完成额（亿元）	—	-23.3	—	2.9	—	-29.4	—	14.5
全社会消费品零售额（亿元）	—	3.7	1,022.4	-3.0	1,161.8	13.6	267.8	4.7
进出口总额（亿元）	172.2	7.1	211.9	24.8	291.1	37.2	72.1	37.7

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、首批全国文明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。2021 年，泰山景区全年接待进山进景点游客 331.7 万人，同比增长 21.4%。全市接待国内外游客 6410.4 万人次，实现旅游总收入 650.5 亿元，同比分别增长 27.2% 和 34.9%。

2021 年，泰安市城市更新步伐加快。徂汶净水厂顺利投入使用，新增日供水能力 3 万立方米；西部热源项目、山口净水厂、引黄入泰工程等顺利推进，完成城燃企业储气能力 3,280 万立方米。同期，泰安市新建地下管网 67.4 公里；新增城市清洁取暖面积 311.8 万平方米；新建 5G 基站 3,629 个。

2021 年，泰安市房地产市场健康运行。房地产开发完成投资 281.2 亿元，同比增长 6.5%；其中，住宅类投资 235.6 亿元，同比增长 8.9%。商品房施工面积 2,787.1 万平方米，同比增长 3.9%；其中，住宅施工面积 2,238.8 万平方米，增长 2.9%。商品房销售面积 450.0 万平方米，同比下降 2.4%；销售额 339.8 亿元，同比下降 4.5%。商品房待售面积 95.5 万平方米，同比下降 5.9%。2022 年第一季度，商品房销售面积 82.6 万平方米，同比下降 5.9%。

图表 3. 2019 年以来泰安市房屋建设、销售情况（单位：万平方米、%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年 第一季度	
	面积	增速	面积	增速	面积	增速	面积	增速
商品房施工面积	—	—	2,683.4	11.8	2,787.1	3.9	—	—
商品房销售面积	411.0	10.7	461.3	12.2	450.0	-2.4	82.6	-5.9

资料来源：泰安市统计局

近年泰安市土地出让面积和土地出让总价有所波动，总体呈现下降趋势；土地出让均价持续增长。2019-2021 年土地出让总面积分别为 971.80 万平方米、1147.74 万平方米和 586.40 万平方米；土地出让总价分别 203.43 亿元、248.59 亿元和 134.41 亿元。2022 年第一季度，土地出让总价为 19.91 亿元，因土地出让总面积的减少而同比下降较多；土地出让均价 2,398.00 元/平方米，所有性质土地出让单价较上年均有一定上升。

图表 4. 2019 年以来泰安市土地市场交易情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
土地出让总面积（万平方米）	971.80	1,147.74	586.40	83.03
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	333.22	434.30	237.55	22.44
商业/办公用地出让面积（万平方米）	74.49	175.81	94.07	9.64
工业用地出让面积（万平方米）	509.83	512.30	251.43	50.46
其他用地出让面积（万平方米）	54.26	25.33	3.36	0.49
土地出让总价（亿元）	203.43	248.59	134.41	19.91
其中：住宅用地出让总价（亿元）	164.63	197.19	109.37	15.38
商业/办公用地出让总价（亿元）	13.34	32.53	16.28	2.70
工业用地出让总价（亿元）	16.06	16.02	8.52	1.78
其他用地出让总价（亿元）	9.39	2.86	0.24	0.05
土地出让均价（元/平方米）	2,093.00	2,166.00	2,292.00	2,398.00
其中：住宅用地出让单价（元/平方米）	4,940.79	4,540.67	4,603.98	6,852.00
商业/办公用地出让单价（元/平方米）	1,791.00	1,850.00	1,731.00	2,802.00
工业用地出让单价（元/平方米）	315.00	313.00	339.00	354.00
其他用地出让单价（元/平方米）	1,731.00	1,129.00	720.00	947.00

资料来源：CREIS 中指数据

2. 业务运营

该公司作为泰安市市本级核心国有企业，跟踪期内区域地位稳固，受政府支持力度大。公司业务结构较多元化。2021 年，随着公用事业业务收入和其他业务收入增长，营业收入保持增长。公司市政工程建设业务投入规模较大，而资金回笼周期长，持续面临较大的资金平衡压力。

该公司作为泰安市市本级核心国有企业，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、融资租赁等业务。

2021 年和 2022 年第一季度，该公司实现营业收入分别为 82.26 亿元和 12.72 亿元。跟踪期内，燃气、房屋销售和市政工程施工业务仍为公司主要收入来源。2021 年，公司营业收入较上年增长 3.63%，主要系燃气业务收入和其他业务收入增长所致，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。2022 年第一季度，公司营业收入较上年同期减少 11.55%，主要系房屋销售受建设及结转周期影响而有所波动，当期销售结转收入减少，以及其他业务收入有所减少所致。

2021 年和 2022 年第一季度，该公司毛利率分别为 14.03%和 13.44%，分别较上年同期增长 1.77 个百分点和下降 0.34 个百分点，其中房屋销售业务毛利率受当期结转项目不同而有所波动；供水、热力业务因公用事业定价较低，持续处于亏损状态；索道业务随着游客流量的逐步恢复，毛利率有所上升；担保及融资租赁业务随客户及合同差异，毛利率有所波动。

图表 5. 公司营业收入及盈利构成（单位：亿元，%）

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年第一季度		2021 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	63.34	100.00	79.38	100.00	82.26	100.00	12.72	100.00	14.38	100.00
公用事业	20.21	31.91	22.35	28.16	25.14	30.56	7.56	59.49	6.32	43.95
其中：燃气业务	15.28	24.12	16.79	21.15	18.80	22.86	4.64	36.52	4.52	31.43
供水业务	1.80	2.84	1.61	2.03	1.78	2.17	0.53	4.13	0.61	4.24
热力及其他业务	3.12	4.93	3.95	4.98	4.55	5.53	2.40	18.84	1.19	8.28
房屋销售和土地整理业务 ²	19.61	30.96	25.77	32.46	22.00	26.75	3.33	26.20	4.14	28.79
索道业务	3.91	6.17	2.53	3.19	2.92	3.55	0.39	3.09	0.49	3.41
市政工程施工业务	9.87	15.58	19.82	24.97	19.45	23.65	—	—	0.11	0.76
担保业务	0.39	0.62	0.38	0.48	0.44	0.54	0.09	0.72	0.09	0.63
融资租赁业务	1.93	3.05	2.50	3.15	2.58	3.13	0.62	4.90	0.77	5.35
其他业务	7.42	11.71	6.03	7.60	9.73	11.83	0.71	5.59	2.46	17.11
毛利率	12.84		12.26		14.03		13.44		13.78	
公用事业	5.93		4.57		4.16		2.83		7.00	
其中：燃气业务	11.80		10.70		11.14		11.24		11.39	
供水业务	-2.43		-19.42		-20.20		-17.04		-15.58	
热力及其他业务	-18.00		-11.69		-15.12		-9.11		1.97	
房屋销售和土地整理业务	9.79		15.44		23.73		23.58		20.00	
索道业务	3.01		0.13		2.53		3.13		-0.53	
市政工程施工业务	13.83		9.74		10.64		—		10.01	
担保业务	41.29		31.80		30.70		30.34		30.50	
融资租赁业务	42.55		31.46		45.34		37.06		43.24	
其他业务	34.34		31.27		18.77		61.57		13.93	

注：根据泰山投资提供的数据绘制

¹ 其他业务主要包括餐饮及住宿收入、生产加工销售收入、配套费收入及工程施工安装收入等。

² 跟踪期内，受政府规划、土地市场和疫情等因素影响，2021 年和 2022 年第一季度，该公司未出让土地。2021 年和 2022 年第一季度，房屋销售和土地整理业务收入全部由房屋销售产生。

(1) 公用事业

燃气业务

该公司燃气业务主要由下属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超过 95%，在当地市场处于主导地位。2019-2021 年及 2022 年第一季度，该公司管道燃气销售量分别为 4.15 亿立方米、3.65 亿立方米、4.12 亿立方米和 1.02 亿立方米。

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，采购价格由供应商根据自身运营成本而定，有所波动。

图表 6. 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	2019 年		2020 年		2021 年	
	采购数量 (万立方米)	采购价格 (元/立方米)	采购数量 (万立方米)	采购价格 (元/立方米)	采购数量 (万立方米)	采购价格 (元/立方米)
中石油	27,469	2.08	24,987	1.93	30,349	2.01
中石化	12,751	2.20	9,697	2.09	10,738	2.47

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，并按照规定调整天然气销售价格。2020 年 3 月，根据泰安市发改委通知，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由 3.19 元/立方米调整至 2.88 元/立方米；2021 年 4 月 1 日起，泰安市城区非居民用天然气终端最高销售价格执行 2.89 元/立方米；2021 年 8 月 1 日起，泰安市城区非居民用天然气最高销售价格执行 3.07 元/立方米；2021 年 11 月 1 日起，泰安市城区非居民用天然气最高销售价格调整至 4.16 元/立方米，各天然气销售公司可与用气客户在最高销售价格范围内适当下调，具体下调比例由供需双方协商确定。

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 2022 年 3 月，自来水公司拥有水厂 3 座，设计供水能力为 23 万吨/日，75mm 口径以上的供水管网 1,540 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，在当地市场具有绝对的主导地位，区域内规模优势较显著。

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。2020 年 10 月 1 日，非居民用水价格调整，基本水价和水资源费下调 0.39 元/立方米至 3.00 元/立方米。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，公司供水业务持续处于亏损状态。2021 年和 2022 年第一季度，供水业务收入分别为 1.78 亿元和 0.53 亿元，毛利率分别为-20.20%和-17.04%。

图表 7. 截至 2022 年 3 月末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	水费总价
居民生活用水	第一阶梯	1.80	0.40	0.95	3.15
	第二阶梯	2.70	0.40	0.95	4.05
	第三阶梯	5.40	0.40	0.95	6.75
执行居民用水价格的非居民用户	—	1.98	0.40	0.95	3.33
非居民用水	—	3.00		1.40	4.40
特种用水	—	12.50	0.79	1.40	14.69

资料来源：泰山投资

图表 8. 公司供水业务经营情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
供水量（万立方米）	5,415	5,132	5,646	1,411
售水量（万立方米）	4,867	4,568	5,050	1,268
供水业务收入（亿元）	1.80	1.61	1.78	0.53

资料来源：泰山投资

供热业务

该公司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。2021 年和 2022 年第一季度，公司供热业务收入分别为 4.55 亿元和 2.40 亿元，毛利率分别为-15.12%和-9.11%，因供热属公用事业，终端售价受政府调控而偏低，导致常年亏损。

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 3 个区域供热站和 3 个调峰锅炉房，十万平方米以上集中换热站 24 座，小型换热站 400 余座，供热管网长度 1,025 公里，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。

(2) 房地产业务

该公司房地产业务主要由两家全资子公司泰安市泰山城市建设投资有限公司（简称“泰山城建”）与泰安泰山城市发展置业有限公司（简称“泰山城发置业”）负责，其中泰山城建具有房地产开发三级资质；泰山城发置业具有房地产开发二级资质。公司房地产业务开发的项目均位于泰安市，覆盖了高中低档商品房³。2021 年及 2022 年第一季度，公司房屋销售业务收入分别为 22.00 亿元和 3.33 亿元，毛利率分别为 23.73%和 23.58%。

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、开元盛世和园三期、开元盛世智园二期和开元盛世信园一至三期项目，上述项目总投资 60.80 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 53.25 亿元。在建项目均已开始预售或部分销售，截至 2022 年 3 月末已销售/预售面积为 60.47 万平方米，整体销售进度为 79.94%。

截至 2022 年 3 月末，该公司暂无拟建房地产项目。

图表 9. 截至 2022 年 3 月末公司已竣工房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目类型	总投资	已投资	已销售金额	回款金额 ⁴	建筑面积	建设期
五环小区	多层住宅	1.30	1.30	1.30	1.30	11.40	2002.08-2009.05
嘉和新城一期	多层住宅	9.80	8.30	8.70	8.70	44.50	2008.05-2011.04
正嘉馨居	高层住宅	1.10	1.10	1.80	1.80	3.90	2008.06-2011.03
印象泰山一期	多层住宅	7.80	9.00	9.00	9.40	17.78	2012.06-2014.10
嘉源居一期	多层住宅	1.80	1.40	1.57	1.57	3.43	2010.04-2012.06
嘉源居二期	多层住宅	0.96	0.96	1.12	1.12	1.90	2012.09-2014.10
嘉源居三期	多层住宅	0.88	0.88	1.19	1.19	1.80	2014.05-2016.09
开元盛世智园一期	住宅	8.15	8.15	1.24	1.37	20.88	2015.04-2016.12
康平御园	住宅	1.10	1.10	1.26	1.26	2.20	2013.11-2016.12
时代佳苑	回迁住宅	2.65	2.65	2.08	2.08	25.00	2006.01-2017.12
开元盛世和园（一期、二期）	多层住宅	26.55	26.55	29.57	29.71	52.00	2016.04-2019.12
开元盛世硕园（一期、二期）	多层住宅	22.61	22.61	13.39	28.89	51.00	2017.07-2019.12
合计	—	84.70	84.00	72.22	88.39	235.79	—

资料来源：泰山投资

图表 10. 截至 2022 年 3 月末公司在建及在售房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目类型	建筑面积	可售面积	总投资	已投资	资金来源		建设期	销售均价	已售/预售面积	销售进度 (%)
						项目回款	借款				
嘉和新城二期	住宅	11.56	10.06	6.37	5.61	5.57	0.80	2015.12-2021.12	6,600	9.50	94.43
印象泰山二期	住宅	10.80	7.50	7.90	7.09	6.50	1.40	2018.11-2021.11	6,631	6.88	91.73
开元盛世和园三期	住宅	8.28	5.96	5.49	3.74	5.47	0.02	2018.12-2021.12	9,391	5.58	93.62

³ 部分项目已投资额大于预算总投资，系工程施工期间受疫情停产停工影响，工程施工成本上升，导致投资额增加所致。

⁴ 由于部分预收购房款尚未结转收入，导致回款金额大于已销售金额。

项目名称	项目类型	建筑面积	可售面积	总投资	已投资	资金来源		建设期	销售均价	已售/预售面积	销售进度(%)
						项目回款	借款				
开元盛世智园二期	住宅	4.90	3.22	3.30	3.28	2.97	0.33	2018.10-2021.09	9,030	3.12	96.89
开元盛世信园一期	住宅	27.80	18.5	14.50	13.60	13.55	0.95	2019.02-2021.10	9,500	11.78	63.68
开元盛世信园二期	住宅	27.98	20.82	15.44	13.42	14.09	1.35	2019.04-2021.12	9,500	17.14	82.32
开元盛世信园三期	住宅	13.79	9.58	7.80	6.51	6.57	1.24	2019.05-2021.12	9,500	6.47	67.54
合计	—	105.11	75.64	60.80	53.25	54.72	6.09	—	—	60.47	79.94

资料来源：泰山投资

(3) 市政工程施工业务

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建设领域处于核心地位。公司城市基础设施项目建设主要由泰安市城市发展投资有限公司（简称“城发展”）、泰安市大汶河综合开发建设有限公司和山东泰安天平湖旅游投资有限公司等公司承担。

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。截至本评级报告日，泰安市财政局已累计将政府置换债务资金 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。

目前，该公司城市基础设施建设业务主要采用工程施工和委托代建两种模式。在工程施工模式下，公司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；在委托代建模式下，公司由城发展等企业接受泰安市政府及相关部门委托，负责部分市区基础设施项目建设。根据签署的委托建设协议安排，由泰安市政府及相关部门根据公司当年实际发生的代建成本及适当毛利总额支付相关费用，公司在项目结算审计后确认相关收入。

截至 2022 年 3 月末，该公司无采用工程施工模式的已完工项目。同期末，公司采用工程施工模式的在建项目主要包括城市基础设施项目、城区道路建设改造工程项目和城区水网环境综合整治工程项目等，该模式在建项目合计预计总投资 126.30 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 115.65 亿元，2022-2024 年分别计划投资 3.02 亿元、2.50 亿元和 4.55 亿元。

图表 11. 截至 2022 年 3 月末公司工程施工模式下在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	回款期间	预计总投资	已投资 ⁵	投资计划		
					2022 年	2023 年	2024 年
城市基础设施项目	2012-2023	2016-2026	69.87	69.91	0.50	—	—
灵山大街治理工程项目	2012-2023	2016-2026	3.65	3.64	0.20	—	—
城区水网环境综合整治工程项目	2012-2023	2016-2026	10.60	9.29	—	—	—
文化艺术中心建设项目	2012-2023	2017-2027	5.47	5.15	0.32	—	—
天平湖综合治理工程	2008-2023	2015-2025	8.49	6.42	1.00	1.00	0.07
城区道路建设改造工程项目	2006-2023	2016-2026	28.22	21.24	1.00	1.50	4.48
合计	—	—	126.30	115.65	3.02	2.50	4.55

资料来源：泰山投资

城市基础设施项目包括了东岳大街改造工程项目、嵩里山旅游线道路建设工程项目、奈河综合治理工程项目等，预计总投资 69.87 亿元，截至 2022 年 3 月末，该项目已投资 69.91 亿元，剩余 0.50 亿元投资将于 2022 年内投入；城区水网环境综合整治工程项目包括梳洗河生态水系改造工程和冯庄河污水管网建设工程，预计总投资 10.60 亿元，截至 2022 年 3 月末，该项目已投资 9.29 亿元，2022-2024 年项目暂无投资计划；城区道路建设改造工程项目主要包括南关路改造工程等，预计总投资 28.22 亿元，截至 2022 年 3 月末，该项目已投资 21.24 亿元，2022-2024 年分别计划投资 1.00 亿元、1.50 亿元和 4.48 亿元。

截至 2022 年 3 月末，该公司采用委托代建模式的已完工项目主要为高铁新区项目等，已累计投入 50.98 亿元，预计回款总额为 55.89 亿元，截至 2022 年 3 月末公司已累计收到回款 34.66 亿元，其中环山路中、西段项目、祥和小区项目和岱岳北景观项目已全部回款。2022-2024 年，相关回款计划分别为 8.60 亿元、7.12 亿元和 5.70 亿元，其中主要为京沪高铁泰安站新区工程（包括回迁 A、B、C 区）预计分别回款 6.20 亿元、4.84 亿元和 3.87 亿元。

图表 12. 截至 2022 年 3 月末公司市政工程代建业务已完工项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设期间	预计总投资	已投资	拟回款金额	已回款金额	回款计划		
						2022 年	2023 年	2024 年
环山路中、西段	2009-2016	6.32	6.32	7.00	7.00	已全部回款		
祥和小区	2010-2019	0.46	0.46	1.34	1.34	已全部回款		
岱岳北景观	2018-2019	0.08	0.08	0.09	0.09	已全部回款		
京沪高铁泰安站新区工程（包括回迁 A、B、C 区）	2014-2017	28.78	30.51	32.23	15.58	6.20	4.84	3.87
灵山大街中段	2011-2015	3.50	3.50	3.92	2.98	0.69	0.59	0.47
万官大街	2015-2019	3.21	3.21	3.59	2.87	0.55	0.54	0.43
泮河三期	2011-2015	2.47	2.47	2.76	2.38	0.38	0.41	0.33

⁵ 部分项目已投资额大于预算总投资，系工程施工期间受疫情停产停工影响，工程施工成本上升，导致投资额增加所致。

项目名称	建设期间	预计总投资	已投资	拟回款金额	已回款金额	回款计划		
						2022 年	2023 年	2024 年
其他项目	2011-2019	4.43	4.43	4.96	2.41	0.78	0.74	0.60
合计	—	49.25	50.98	55.89	34.66	8.60	7.12	5.70

资料来源：泰山投资

截至 2022 年 3 月末，该公司采用委托代建模式的在建项目主要包括徂汶景区核心先导区建设工程项目和天平湖水资源利用及改造、滨湖路景区项目等，该模式在建项目合计预计总投资 130.98 亿元，截至 2022 年 3 月末已投资 77.56 亿元，2022-2024 年分别计划投资 22.60 亿元、17.77 亿元和 1.06 亿元。

图表 13. 截至 2022 年 3 月末公司市政工程代建业务主要在建项目情况(单位: 亿元)

项目名称	建设期间	回款期间	预计总投资	已投资 ⁶	投资计划		
					2022 年	2023 年	2024 年
泰安市体育运动学校	2019-2022	2019-2028	4.49	0.22	1.50	2.77	—
天平湖水资源利用及改造、滨湖路景区	2019-2023	2019-2025	43.70	7.64	20.00	15.00	1.06
大汶河拦蓄工程	2009-2021	2014-2025	19.09	25.54	0.60	—	—
徂汶景区核心先导区建设工程项目	2015-2021	2015-2024	63.70	44.16	0.50	—	—
合计	—	—	130.98	77.56	22.60	17.77	1.06

资料来源：泰山投资

徂汶景区核心先导区建设工程总占地 89.93 亿元。其中，该项目中保障住房项目部分由徂汶景区管委会授权泰安市天泽市政工程有限公司（简称“天泽市政”）负责统一采购安置房⁷，配套商业部分通过租赁等方式获得收益。天泽市政将与该项目建设主体徂汶投资签订《保障房项目购置协议书》，购房资金来源为被拆迁户的房屋征收拆迁补偿款，并按照上述协议书约定及徂汶景区安置工作主管部门出具的安置计划按季度、半年度、年度向保障房建设单位支付相应的房屋购置款。

2021 年，该公司市政工程施工业务实现收入 19.45 亿元，同比小幅下降，主要系受到在建项目建设及结转周期影响所致，后续待项目结算后，在建工程将结转并确认收入。2022 年第一季度，该业务因相关工程尚未结算而未确认收入。

（4）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，

⁶ 部分项目已投资额大于预算总投资，系工程施工期间受疫情停产停工影响，工程施工成本上升，导致投资额增加所致。

⁷ 原定泰安市 2015 年棚户区住房改造工程（第一批）采用代建模式，泰安市 2015 年棚户区住房改造工程（第二批）采用政府购买服务的模式，尚未产生回款。2021 年 1 月，徂汶景区管委会下发《泰安市徂徕山汶河风景名胜区管理委员会关于泰安市徂徕山汶河景区核心先导区棚户区改造项目安置房购置授权委托书》（泰徂汶管字[2021]9 号），项目回款模式发生变更。

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、维护和管理的工作。

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。近三年来索道票价未调整，中天门、桃花源、后石坞三条客运索道全价门票分别为 100 元/人、100 元/人、20 元/人。2021 年，随新冠疫情得到控制，泰山客流量回暖，该业务收入有所恢复；2022 年第一季度，国内疫情反复，泰山客流量有所减少，该业务收入同比有所下降。

图表 14. 公司泰山景区索道人流及索道业务收入情况（单位：万人次）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
中天门索道载客人次	305.23	204.32	249.82	35.16
桃花源索道载客人次	84.34	34.01	39.10	4.53
后石坞索道载客人次	6.84	5.87	11.81	3.05
索道总载客人次	396.41	244.20	300.73	42.74
索道业务收入（万元）	39,093.68	25,289.07	29,166.22	3,934.93

资料来源：泰山投资

（5）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，截至 2022 年 3 月末注册资本 6.35 亿元。

该公司融资租赁业务模式主要为售后回租，承租人先将生产设备按照市场价格销售给泰山融资租赁，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。风险控制上，泰山融资租赁接入征信系统，通过征信对承租人进行辅助约束，此外对租赁物在中登网进行登记的同时进行工商抵押。

截至 2022 年 3 月末，该公司存量融资租赁业务客户合计 45 家，存量融资租赁业务 101 笔，合同余额合计 38.87 亿元；应收融资租赁款余额 29.98 亿元。同期末，前五大客户合同金额合计 11.77 亿。2022 年第一季度，前五大客户产生收入合计 0.26 亿元，占同期融资租赁业务总收入 41.71%，客户集中度较高。2019-2021 年，融资租赁业务逾期率分别为 0.10%、0.04%和 0.60%。2021 年公司融资租赁业务逾期率上升，需关注相关款项回收风险。

图表 15. 2022 年 3 月末公司融资租赁业务前五大客户明细（单位：亿元）

客户名称	合同余额	2022 年第一季度收入
山东泰丰钢业有限公司	2.99	0.07
泰安市科苑基础产业投资建设有限公司	2.48	0.05
泰安金水水业有限公司	2.26	0.05

客户名称	合同余额	2022 年第一季度收入
山东金麟实业有限公司	2.16	0.05
新泰市统筹城乡发展集团有限公司	1.89	0.04
合计	11.77	0.26

资料来源：泰山投资

(6) 担保业务

该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”）。弘泽担保成立于 2005 年 11 月，截至 2021 年 9 月末注册资本为 14.70 亿元，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。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。

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 2022 年 3 月末，弘泽担保为 208 家企业提供了流动资金担保，担保余额为 31.14 亿元。2019-2021 年及 2022 年第一季度，弘泽担保代偿额分别为 0.31 亿元、0.36 亿元、0.49 亿元和 0.10 亿元，代偿率分别为 1.11%、1.29%、1.51%和 1.06%。公司担保业务持续有代偿情况发生，在当前宏观经济形势下行压力加大企业经营风险的背景下，公司需进一步加强风险防范及预判能力。

图表 16. 2022 年 3 月末公司担保业务前十大被担保方明细（单位：亿元）

客户名称	担保金额	担保到期时间
山东泰山天颐湖旅游开发有限公司	1.50	2022/7/29
山东康平纳集团有限公司	1.04	2022/11/8
山东宁阳统筹城乡发展有限公司	0.80	2022/8/18
力博重工科技股份有限公司	0.76	2022/11/18
山东泰山花海旅游开发有限公司	0.70	2022/6/16
山东瑞福锂业有限公司	0.70	2023/1/11
泰安泰山大汶口旅游置业有限公司	0.60	2022/8/23
山东鲁玻包装有限公司	0.55	2022/12/13
山东铁鹰建设工程有限公司	0.40	2023/3/16
山东泰山新世纪环境艺术有限公司	0.39	2023/1/26
合计	7.43	—

资料来源：泰山投资

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 2022 年 3 月末，公司控股股东为泰安市泰山财金投资集团有限公司（简称“财金投资集团”），持股比例 100%。实际控制人为泰安市财政局。

财金投资集团成立于 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。

该公司关联交易涉及采购商品、接受劳务和出售商品、提供劳务，2021 年，公司向关联方采购商品、接受劳务 1.80 亿元，向关联方销售商品、提供劳务 1.57 亿元，上述关联交易定价方式全部为市场价；2021 年末，应收关联方款项合计金额为 76.91 亿元，其中应收泰安市东岳金财投资有限公司（简称“东岳金财”）31.46 亿元、应收泰安泰山城乡建设发展有限公司（简称“泰山城乡建发”）37.57 亿元，关联方占用资金规模同比有所下降，但其规模仍较大。

跟踪期内，该公司无信贷违约等不良行为记录。对外担保方面，公司已有一定比例对外担保进入关注和不良分类，全部为公司对山东康平纳集团有限公司（简称“康平纳”）的借款担保。

图表 17. 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	2022.06.21	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2022.5.20	无
工商	国家工商总局	2022.5.20	无
税务	国家税务总局	2022.5.20	无
诉讼	人民法院	2022.5.20	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

该公司刚性债务规模持续增长，利息支付压力上升，跟踪期内财务费用大幅增长，同时 2021 年因采用新会计准则，公司计提了较大规模坏账减值，导致 2021 年净利润同比有所减少。2022 年第一季度，公司因利息支出较大，出现了净亏损。公司与关联方及当地国有企业之间资金往来频繁，2021 年公司资金被净占用规模小幅下降，但其规模仍较大，公司持续面临一定资金压力。

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 2019 年财务报表进行了审计，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2020-2021 年财务报表进行了审计⁸，均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。该公司 2022 年第一季度财务报表未经审计。

截至 2021 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 1,058.61 亿元，所有者权益为 339.84 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 313.49 亿元）；2021 年度实现营业总收入 82.26 亿元，实现净利润 2.83 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 2.73 亿元）。2021 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 34.71 亿元。

截至 2022 年 3 月末，该公司未经审计的合并会计报表口径资产总额为 1,073.42 亿元，所有者权益为 339.58 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 313.14 亿元）；2022 年第一季度实现营业总收入 12.72 亿元，实现净利润 -5,358.66 万元（其中归属于母公司所有者的净利润为 -6,113.44 万元）。同期公司经营活动产生的现金流量净额为 3,275.54 万元。

截至 2021 年末，该公司合并报表范围较上年末未发生变化，一级子公司数量依然为 17 家。截至 2022 年 3 月末，公司合并报表范围较上年末减少 1 家一级子公司，为泰安市泰山矿产资源开发投资有限公司（简称“泰山矿产”）⁹。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

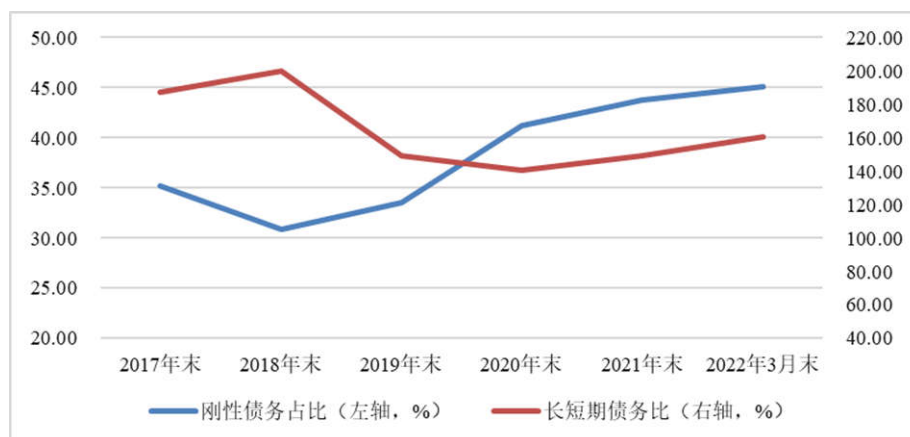
2021 年末和 2022 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 339.84 亿元和 339.58 亿元，跟踪期内公司所有者权益变化较小。其中，实收资本未发生变化，仍为 5 亿元；资本公积分别为 263.04 亿元和 262.44 亿元，2021 年末较上年末减少 0.56%，变动主要系子公司宁阳县财金投资有限公司少数股东投入资本变动减少资本公积 1.28 亿元所致。同期末，公司未分配利润分别为 33.39 亿元和 33.63 亿元，其中 2021 年末较上年末减少 8.71%，主要系因公司执行新会计准则而于 2021 年初调减未分配利润 4.23 亿元所致。近年来，公司实收资本与资本公积合计占所有者权益比重约 77%，所有者权益结构较稳定。

⁸ 截至 2021 年 4 月，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）已连续为公司提供审计服务 8 年，根据公司业务发展和未来审计的需要，经审慎考虑，改聘致同会计师事务所（特殊普通合伙）担任公司 2020 年度和 2021 年度审计机构。

⁹ 根据《泰安市人民政府（泰政字[2022]16 号）泰安市人民政府关于泰安市泰山矿产资源开发投资有限公司股权划转有关事项的批复》，公司将持有的泰山矿产 100%股权划转至泰安市泰山产业发展投资集团有限公司所属的泰安市国泰民安投资集团有限公司，公司已于 2022 年 2 月 21 日将该事项进行公告。

2021 年末和 2022 年 3 月末，该公司负债总额分别为 718.77 亿元和 733.84 亿元，较上年末分别下降 3.37%和上升 2.10%，其中 2021 年公司负债总额有所下降主要系当期其他应付账款减少较多所致。公司负债总额的变化使资产负债率有所波动，同期末分别为 67.90%和 68.36%。

图表 18. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据泰山投资所提供数据绘制

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等业务较长的建设周期。2021 年末和 2022 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 149.03%和 160.58%。

2021 年末，该公司流动负债为 288.63 亿元，较上年末减少 6.56%，主要由短期刚性债务、应付账款、预收款项（含合同负债）和其他应付款¹⁰构成，其中短期刚性债务为 95.90 亿元，占流动负债比例为 33.22%；应付账款为 8.61 亿元，较上年末减少 13.39%，主要为应付工程款和应付货款等；预收款项（含合同负债）45.54 亿元，较上年末减少 21.42%，主要包括 40.27 亿元预收购房款和 2.61 亿元预收取暖费，预收款项（含合同负债）同比有所下降系部分预收款项结转收入所致；其他应付款为 132.84 亿元，较上年末减少 21.10%，主要包括往来款及其他 127.93 亿元和 2.98 亿元保证金及押金，2021 年减少较多主要系公司当年结清部分往来款所致。2022 年 3 月末，该公司流动负债为 281.62 亿元，较上年末减少 2.43%，主要系短期刚性债务减少所致，其余流动负债科目较上年末变化不大。

2021 年末，该公司非流动负债为 430.14 亿元，较上年末减少 1.11%，主要由中长期刚性债务、长期应付款（除刚性债务外部分）、专项应付款和递延收益构成，其中中长期刚性债务为 230.72 亿元，占非流动负债比例为 53.63%；长期应付款（除刚性债务外部分）为 148.27 亿元，主要包括 144.19 亿元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，该类债务为公司承担市政工程建设项目建设任务所形成的融资）；专项应付款为 21.39 亿元，主要为 G104 工程（104 国道泰安绕城西线）专项资金 7.61 亿元、徂徕中心社区专项资金 3.07 亿元和山水林田湖草生态保护修复工程专项资金

¹⁰ 其他应付款不包含应付利息和应付股利，下同。

2.01 亿元等；递延收益为 33.15 亿元，主要为政府补助 30.94 亿元。2022 年 3 月末，公司非流动负债为 452.23 亿元，较上年末增长 5.13%，主要系中长期刚性债务增长所致，其余非流动负债科目较上年末变化不大。

图表 19. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	39.74	25.10	74.52	70.24	95.90	86.45
其中：短期借款	14.25	12.34	21.87	30.96	44.65	41.73
一年内到期的长期借款	15.35	4.00	24.05	23.61	21.57	15.29
应付票据	3.14	0.16	2.22	3.00	7.65	8.60
其他短期刚性债务	7.00	8.60	26.38	12.67	22.02	20.82
中长期刚性债务合计	140.82	147.17	156.76	234.12	230.72	244.44
其中：长期借款	77.65	95.54	77.88	68.71	48.87	54.20
应付债券	28.01	18.60	25.00	82.90	89.67	103.17
其他中长期刚性债务	35.16	33.03	53.88	82.51	92.18	87.07

资料来源：根据泰山投资所提供数据整理

从刚性债务看，2021 年末，该公司刚性债务为 337.46 亿元，较上年末增长 7.12%。其中，其中银行借款为 115.09 亿元，主要用于投入基础设施等；其他短期刚性债务为 22.02 亿元，较上年末增长 52.38%，主要系子公司城发展于 2021 年 3 月发行的 6.08 亿元“望岳美元债”所致¹¹，其余部分主要为一年内到期的应付融资租赁款等；应付债券为 89.67 亿元，较上年末增长 8.16%，主要系城发展于 2021 年 8 月发行 10 亿元“21 泰山城投 MTN001”和徂汶投资于 2021 年 2 月发行 6 亿元“21 徂汶投资 PRN001”所致；其他中长期刚性债务为 92.18 亿元，其中主要包括应付融资租赁款 63.38 亿元、省财金棚改资金¹²28.62 亿元等。2022 年 3 月末，随着该公司偿付部分短期借款等，短期刚性债务规模下降至 86.45 亿元；中长期刚性债务规模较上年末增长至 244.44 亿元，增量部分主要系城发展于 2022 年 3 月发行 13.50 亿元“22 泰安城投债 01”所致。

融资成本上，银行借款利率主要分布在 3.85-8.02%，因子公司众多，小型子公司融资成本相对较高；融资租赁款利率范围为 4.35-11.29%；发行债券、资产支持证券等的利率范围为 3.92-6.00%。

或有负债方面，截至 2022 年 3 月末，除弘泽担保对外担保外，该公司对外担保余额为 7.90 亿元。跟踪期内，新增子公司泰山融资租赁对山东岱银纺织集团股份有限公司（简称“岱银纺织”）0.45 亿元银行借款的担保。被担保方中，康平纳和岱银纺织为民营企业，其他均为国有企业。公司对岱银纺织的担保以其土地抵押作为反担保措施；公司对康平纳的担保以其股权质押作为反担保措施，可覆盖一定风险敞口。整体看，公司对外担保金额较大且对

¹¹ 该笔美元债已于 2022 年 3 月到期兑付。

¹² 该笔省财金棚改资金为泰安市棚改专项贷款，期限为 25 年，利率为 4.5%。

象较集中，同时对康平纳的担保已进入关注和不良分类，公司代偿风险加大。同期末，公司无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债。

图表 20. 2022 年 3 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	被担保方 2021 年（末）主要财务数据			
		总资产	所有者权益	营业收入	净利润
山东康平纳集团有限公司	3.25	53.68	38.32	20.17	2.44
山东泰阳实业有限公司	2.70	21.54	13.53	0.005	0.01
山东泰山旅游集团有限公司	1.50	9.55	2.35	2.75	0.02
山东岱银纺织集团股份有限公司	0.45	35.53	16.66	40.74	1.79
合计	7.90	—	—	—	—

资料来源：根据泰山投资所提供数据及公开信息查询

（2）现金流分析

2021 年及 2022 年第一季度，该公司营业收入现金率分别为 83.24%和 75.38%，分别较上年同期下降 16.54 个百分点和 36.05 个百分点。因城市基础设施建设及房地产项目现金回笼与收入结算时期不完全匹配以及合同负债结转收入导致营业收入现金率波动较大。此外公司与其他单位往来款规模较大，主要为控股股东财金投资集团融资用于下属子公司偿还金融机构借款、购买原材料等，造成资金拆借，以及与关联方之间的往来款，受款项收支节点及各方资金需求变化而易产生波动。2021 年因偿还财金投资集团现金流出减少，以及参与基础设施建设的关联方建设资金需求量减少，公司收到其他与经营活动有关的现金同比增加。2021 年及 2022 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 34.71 亿元和 0.33 亿元，同比分别增加 119.27 亿元和 3.97 亿元。

该公司基础设施建设投资规模较大，此外还包括融资租赁子公司的售后回租业务产生收回投资、投资支付的现金流动。公司投资性现金净流量继续呈净流出状态，2021 年及 2022 年第一季度，公司投资活动产生的现金流净额分别为-17.97 亿元和-8.22 亿元，同比分别变动 9.15 亿元和-7.25 亿元。

跟踪期内该公司主要通过银行借款和发行债券等方式弥补现金流缺口。2021 年公司偿还债务的现金流出较大，当年筹资活动现金流呈净流出；2022 年第一季度，公司取得借款收到的现金较大主要系子公司城发展发行了“22 泰安城投债 01”所致。2021 年及 2022 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流净额分别为-7.59 亿元和 15.51 亿元，同比分别变动-109.30 亿元和 8.75 亿元。

2021 年，该公司非筹资性现金流由多年持续净流出状态转为净流入 16.74 亿元，非筹资性现金流对债务提供保障程度有所改善，但由于公司刚性债务规模较大，仍无法对其产生有效保障。公司 EBITDA 主要由列入财务费用的利息支出及利润总额构成，对利息支出及刚性债务的覆盖程度较低。

(3) 资产质量分析

2021 年末，该公司资产总额为 1,058.61 亿元，较上年末减少 2.43%。其中，流动资产为 729.13 亿元，较上年末减少 5.74%，主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2021 年末，货币资金为 78.68 亿元，较上年末增长 34.86%，其中包含因作为保证金而受限的货币资金 24.10 亿元；预付款项为 28.54 亿元，较上年末减少 46.74%，主要为基础设施建设、房地产项目等形成的预付工程款，随着工程进度结转而有所减少。其中余额前五名的预付对象占比为 24.50%，预付对象主要为建筑工程公司、拆迁服务中心等；其他应收款为 199.72 亿元，较上年末减少 25.86%，主要系关联公司泰山城乡建发资金需求有所减少，公司与其往来款余额有所减少及公司与关联公司山东泰山盛世文化地产有限公司（参与高铁新区开发的主体之一）间往来款减少所致。公司其他应收款应收对象以关联方或其他当地国有企业为主，前五大应收对象占比 39.37%，分别为泰山城乡建发（37.57 亿元）、东岳金财（31.46 亿元）、泰山融资租赁（5.59 亿元）、泰安市科苑基础产业投资建设有限公司（3.50 亿元，泰安市财政局全资子公司）和泰安点石资产管理有限公司（3.00 亿元，泰安市财政局全资子公司）；存货 387.89 亿元，较上年末增长 3.68%，主要为开发成本 248.11 亿元及合同履约成本 134.97 亿元，其中开发成本主要包括土地资产、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，合同履约成本主要为沮汶投资、城发展等子公司的代建项目；其他流动资产 23.14 亿元，较上年末增长 87.42%，主要为委托贷款 18.72 亿元，其中借款人主要为泰安泰山大汶口旅游置业有限公司等当地国有企业。2022 年 3 月末，公司流动资产为 744.39 亿元，其中货币资金增至 87.83 亿元，较上年末增长 11.62%。除此之外，公司其他的流动资产构成较上年末变化较小。

2021 年末，该公司非流动资产为 329.49 亿元，较上年末增长 5.79%，主要由其他权益工具投资、长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产等构成。其中，其他权益工具投资 41.16 亿元，主要包括中国建材股份有限公司 25.17 亿元、山东铁路投资控股集团有限公司 6.70 亿元、新泰市国有资本投资运营有限公司 1.64 亿元和交通银行股份有限公司 1.07 亿元等；长期应收款 43.97 亿元，较上年末减少 5.02%，其中包括由融资租赁业务所产生的应收融资租赁款 29.22 亿元（已计提坏账准备 2.16 亿元）和其他长期应收款 14.32 亿元，主要为由泰安市财政局回购公益性资产所产生的应收款项 12.82 亿元；长期股权投资 28.35 亿元，较上年末减少 14.44%，其中全部为对联营企业投资，包括泰安银行股份有限公司 18.33 亿元、山东泰山盛世文化地产有限公司 2.71 亿元、山东泰山财金融资租赁有限公司 2.11 亿元等；固定资产 37.87 亿元，较上年末增长 12.61%，主要为房屋建筑物 9.52 亿元和机器设备 27.53 亿元；在建工程 148.20 亿元，较上年末增长 3.35%，主要为城市基础设施建设、道路建设改造等工程；无形资产为 16.03 亿元，较上年末增长 8.37%，主要包括土地使用权 5.55 亿元、采矿权 5.02 亿元和特许经营权 5.40

亿元。2022 年 3 月末，公司非流动资产为 329.03 亿元，其中无形资产较上年末减少 35.37%至 10.36 亿元，主要系公司划出泰山矿产股权所致。此外，公司其他的非流动资产构成较上年末变化较小。

截至 2022 年 3 月末，该公司受限资产为 30.81 亿元，占总资产比重的 2.87%。受限资产中存货主要为向国家开发银行申请贷款所抵押的土地使用权 6.71 亿元¹³。

图表 21. 截至 2022 年 3 月末公司主要受限资产的分布情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
存货	6.71	国家开发银行抵押
货币资金	24.10	委托贷款保证金、票据保证金、保函保证金等
合计	30.81	—

资料来源：根据泰山投资所提供数据整理

（4）流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率（%）	251.14	250.42	252.61	264.33
现金比率（%）	23.56	18.98	27.28	31.20
短期刚性债务现金覆盖率（%）	87.55	83.45	82.61	101.65

资料来源：根据泰山投资所提供数据整理

2021 年末和 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 252.61%和 264.33%，因流动负债减少而有所上升。现金比率分别为 27.28%和 31.20%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 82.61%和 101.65%，主要随货币资金存量增长而有所上升。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。跟踪期内，公司现金资产对短期刚性债务的覆盖程度上升，可对短期刚性债务偿付提供一定保障。

3. 公司盈利能力

2021 年和 2022 年第一季度，该公司实现营业收入分别为 82.26 亿元和 12.72 亿元，同比分别增长 3.63%和下降 11.55%，其中 2022 年第一季度同比有所下降主要系房屋销售受建设及结转周期影响而有所波动，当期销售结转收入减少以及其他业务收入有所减少所致；实现营业毛利分别为 11.54 亿元和 1.71 亿元，同比分别变动 18.59%和-13.75%，其中 2022 年第一季度同比有所下降主要系当期公用事业业务毛利率有所下降所致。同期，公司综合毛利率分别为 14.03%和 13.44%，同比分别变动 1.77 个百分点和-0.34 个百分点。整

¹³ 抵押的存货包括国有土地使用证编号为泰土国用（2013）第 D-0145 号、泰土国用（2013）第 K-0030 号、泰土国用（2014）第 2-0001 号和泰土国用（2014）第 2-0002 号共四宗地块的土地使用权。

体来看，公司主业盈利能力稳定性仍较弱。

从期间费用来看，2021 年和 2022 年第一季度，该公司期间费用分别为 9.35 亿元和 2.64 亿元，同比分别增长 51.19%和 33.65%，期间费用率分别为 11.36%和 20.76%，同比分别增加 3.58 个百分点和 7.02 个百分点。具体看，同期管理费用分别为 4.02 亿元和 0.94 亿元，同比分别增长 20.84%和 0.10%；销售费用分别为 1.04 亿元和 0.37 亿元，同比分别减少 31.22%和 1.35%；财务费用分别为 4.29 亿元和 1.33 亿元，同比分别增长 218.47%和 101.09%，主要系跟踪期内公司刚性债务规模增长，导致利息费用上升，以及利息收入有所减少所致。2021 年，公司计提了 2.11 亿元信用减值损失，较上年有所增长主要系公司采用新会计准则¹⁴，导致当期计提了较大其他应收款坏账损失所致。

2021 年，该公司投资收益为 2.85 亿元，主要来自权益法核算的长期股权投资收益及持有其他权益工具投资期间取得的股利收入，从项目上看持股泰安银行股份有限公司及中国建材股份有限公司贡献投资收益较多。此外，公司因承担了泰安市主要公用事业运营和基础设施建设，泰安市政府每年对公司进行一定的补贴支持，2021 年和 2022 年第一季度，公司分别获得政府补助 2.96 亿元和 0.51 亿元，政府补助对公司利润总额的贡献较大。此外，2021 年公司营业外收入为 1.03 亿元，主要为违约金及罚款 0.67 亿元及与企业日常经营活动无关的政府补助 0.11 亿元。

总体看，跟踪期内，该公司主业可贡献一定盈利，但主业盈利能力偏弱。同时，快速增长的财务费用侵蚀了主业盈利以及 2021 年公司计提了较大规模坏账损失，导致公司整体盈利能力进一步下降。2021 年和 2022 年第一季度公司净利润分别为 2.83 亿元和 -0.54 亿元，同比分别减少 44.70%和 199.21%，2021 年公司盈利对投资收益、政府补助依赖程度较高。

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、基础设施项目建设及市政府授权的国有资产管理运营等，平台地位高。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、融资租赁等业务。多元化的业务结构使得公司竞争优势进一步增强。

¹⁴ 该公司于 2021 年起，采用《企业会计准则第 22 条——金融工具确认和计量（修订）》等新金融工具准则，相关准则使用“预期信用损失法”替代了原金融工具准则规定的、根据实际已发生减值损失确认减值准备的方法。“预期信用损失法”模型要求持续评估金融资产的信用风险，因此在新金融工具准则下，公司信用损失的确认时间点早于原金融工具准则。

2. 外部支持因素

该公司作为泰安市市本级核心国有企业，由泰安市财政局负责管理，受政府支持力度大。跟踪期内，公司获得了较稳定的政府补助。

该公司与银行保持良好的合作关系。截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 236.03 亿元，其中 185.48 亿元已使用，尚余 50.55 亿元未使用；银行授信中来自政策性银行及五大国有商业银行授信 65.87 亿元，其中 58.18 亿元已使用，尚余 7.69 亿元未使用。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 19 泰山投资 MTN001、20 泰山投资 MTN001：发行人调整利率选择权及投资者回售选择权

在 19 泰山投资 MTN001 和 20 泰山投资 MTN001 存续期的第 3 年末，发行人可选择调整票面利率，后两年票面利率为调整后的票面利率，在该期中期票据存续期后两年固定不变。投资者有权在回售登记期内进行登记，将持有的该期中期票据按面值全部或部分回售给发行人，或选择继续持有该期中期票据。

截至本评级报告日，上述发行人调整利率选择权及投资者回售选择权尚未到行权时间。

2. 20 泰山 03：发行人调整利率选择权及投资者回售选择权

在 20 泰山 03 存续期的第 3 年末，发行人可选择调整票面利率，后两年票面利率为调整后的票面利率，在该期债券存续期后两年固定不变。投资者有权在回售登记期内进行登记，将持有的该期债券按面值全部或部分回售给发行人，或选择继续持有该期债券。

截至本评级报告日，尚未到行权时间。

跟踪评级结论

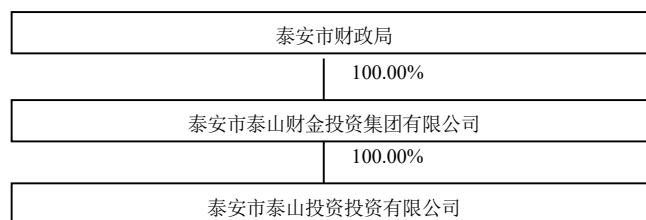
该公司作为泰安市市本级核心国有企业，跟踪期内区域地位稳固，受政府支持力度大。公司业务结构较多元化。2021 年，随着公用事业业务收入和其他业务收入增长，营业收入保持增长。公司市政工程建设业务投入规模较大，而资金回笼周期长，持续面临较大的资金平衡压力。

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。

该公司刚性债务规模持续增长，利息支付压力上升，跟踪期内财务费用大幅增长，同时 2021 年因采用新会计准则，公司计提了较大规模坏账减值，导致 2021 年净利润同比有所减少。2022 年第一季度，公司因利息支出较大，出现了净亏损。公司与关联方及当地国有企业之间资金往来频繁，2021 年公司资金被净占用规模小幅下降，但其规模仍较大，公司持续面临一定资金压力。

附录一：

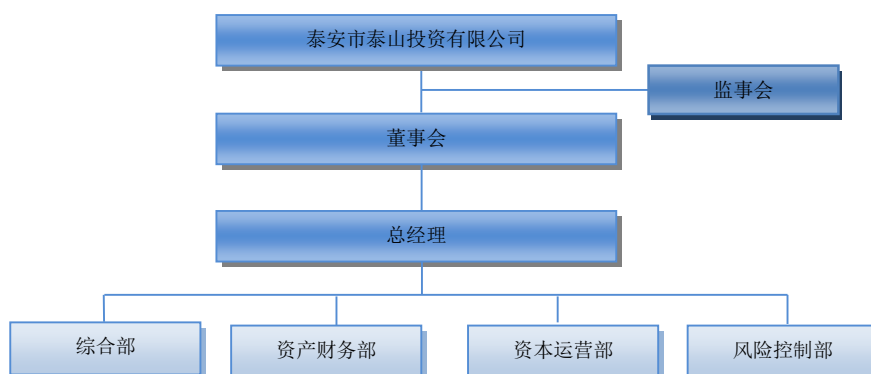
公司与实际控制人关系图



注：根据泰山投资提供的资料绘制（截至 2022 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 2022 年 3 月末）。

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司持股 比例（%）	主营业务	2021 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 （亿元）	所有者权益 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营环节现金净流入量 （亿元）	
泰安市泰山投资有限公司	泰山投资	—	对外投资；基础设施建设	160.67	137.77	—	0.75	28.36	母公司口径
泰安市城市发展投资有限公司	城发展	100.00	基础设施建设	62.17	122.62	65.10	2.41	17.26	
泰安市徂汶投资有限公司	徂汶投资	80.00	基础设施建设	61.13	22.14	1.84	0.02	-6.56	
泰山融资租赁有限公司	泰山融资租赁	30.71	融资租赁	22.33	7.22	2.58	0.37	2.56	

注：根据泰山投资提供资料整理

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度
资产总额 [亿元]	993.45	1,084.97	1,058.61	1,073.42
货币资金 [亿元]	65.00	58.34	78.68	87.83
刚性债务[亿元]	231.28	304.36	326.02	330.88
所有者权益[亿元]	303.31	341.10	339.84	339.58
营业收入[亿元]	63.34	79.38	82.26	12.72
净利润 [亿元]	3.73	5.12	2.83	-0.54
EBITDA[亿元]	17.73	22.17	17.50	—
经营性现金净流入量[亿元]	7.19	-84.56	34.71	0.33
投资性现金净流入量[亿元]	-23.06	-27.12	-21.47	-8.22
资产负债率[%]	69.47	68.56	67.90	68.36
长短期债务比[%]	149.19	140.83	149.03	160.58
权益资本与刚性债务比率[%]	131.14	112.07	104.24	102.63
流动比率[%]	251.14	250.42	252.61	264.33
速动比率[%]	100.28	111.95	108.34	114.74
现金比率[%]	23.56	18.98	27.28	31.20
短期刚性债务现金覆盖率[%]	87.55	83.45	82.61	101.65
利息保障倍数[倍]	1.03	1.15	0.86	—
有形净值债务率[%]	240.34	228.78	222.68	223.33
担保比率[%]	14.77	2.29	2.31	2.33
毛利率[%]	12.84	12.26	14.03	13.44
营业利润率[%]	7.37	9.09	5.10	-4.81
总资产报酬率[%]	1.60	1.82	1.56	—
净资产收益率[%]	1.27	1.59	0.83	—
净资产收益率*[%]	1.27	1.61	0.87	—
营业收入现金率[%]	118.76	99.78	83.24	75.38
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.10	-28.87	11.62	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.56	-31.57	11.01	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-6.85	-38.13	5.60	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-7.86	-41.70	5.31	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.25	1.35	0.90	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.08	0.06	—

注：表中数据依据泰山投资经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	5
		盈利能力	9
		公司治理	3
	财务风险	财务政策风险	2
		会计政策与质量	1
		现金流状况	8
		负债结构与资产质量	5
		流动性	6
	个体风险状况		4
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA ⁺

附录六：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2015 年 5 月 14 日	AA+/稳定	朱侃、付婷	新世纪评级方法总论（2012） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021 年 12 月 31 日	AA+/稳定	翁斯喆、贾飞宇	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022 年 6 月 29 日	AA+/稳定	翁斯喆、熊梓	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	—
19 泰山投资 MTN001	历史首次评级	2018 年 10 月 30 日	AA+	王婷亚、黄梦姣	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2021 年 6 月 28 日	AA+	翁斯喆、贾飞宇	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022 年 6 月 29 日	AA+	翁斯喆、熊梓	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	—
20 泰山 02	历史首次评级	2020 年 2 月 19 日	AA+	黄梦姣、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021 年 6 月 28 日	AA+	翁斯喆、贾飞宇	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022 年 6 月 29 日	AA+	翁斯喆、熊梓	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	—
20 泰山 03	历史首次评级	2020 年 6 月 12 日	AA+	黄梦姣、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021 年 6 月 28 日	AA+	翁斯喆、贾飞宇	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022 年 6 月 29 日	AA+	翁斯喆、熊梓	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	—
20 泰山投资 MTN001	历史首次评级	2020 年 10 月 19 日	AA+	黄梦姣、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2021 年 6 月 28 日	AA+	翁斯喆、贾飞宇	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022 年 6 月 29 日	AA+	翁斯喆、熊梓	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	—
22 泰山投资 MTN001	历史首次评级	2021 年 8 月 13 日	AA+	翁斯喆、熊梓	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2022 年 6 月 29 日	AA+	翁斯喆、熊梓	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 公共融资评级模型（城投类政府相关实体） MX-GG001（2019.8）	—

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：

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+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×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刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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

附录八：

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、CCC 及以下等级外，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

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。