



山东正方控股集团有限公司 2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 1867 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	山东正方控股集团有限公司	AA/稳定
担保主体及评级结果	中国投融资担保股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“23 正方绿色债/ G 正方 01”	AAA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。该债项级别充分考虑了中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际认为邹城市的经济实力及财政增长潜力领先，潜在的支持能力强；山东正方控股集团有限公司（以下简称“正方控股”或“公司”）作为邹城市重要的基础设施建设主体，主要承担邹城经济开发区基础设施建设职能，在推进邹城市城市建设和城市更新中发挥重要作用，对邹城市政府的重要性较高，与邹城市政府维持高度的紧密关系。同时，需关注公司资产流动性较弱、短期偿债压力较大及项目建设资本支出压力较大等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，山东正方控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：区域经济及财政实力大幅增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升等。 可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。	
正 面		
■ 邹城市经济稳步发展。邹城市区域经济实力较强，县域经济发展水平多年位列济宁市首位；且近年来稳步发展，为公司发展提供了良好的外部环境。 ■ 区域重要性较高。作为邹城市重要的基础设施建设主体，公司承担邹城经济开发区基础设施建设职能，在资产划转和财政补助等方面持续得到股东的有力支持，区域重要性较高。 ■ 有效的偿债保障措施。本次债券由中投保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，该担保措施对本次跟踪债券的还本付息起到了很强的保障作用。		
关 注		
■ 资产流动性较弱。公司因委托代建项目和政府划入矿山资源形成的存货、应收账款、往来款形成的其他应收款等资产占总资产的比重较大，矿山资源目前刚开始开采，产生的收益较少，整体资产流动性较弱。 ■ 短期偿债压力较大，债务结构有待持续改善。截至2023年末，公司短期债务占比为43.36%，短期偿债压力仍较大，债务结构有待持续改善。 ■ 未来资本支出压力较大。公司在建的代建项目和自营项目较多，尚需投资规模较大，使得公司未来将面临较大的资本支出压力，且自营项目未来主要用于租赁，未来自营项目的经营情况值得关注。		

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：何林晓 lxhe@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021) 60330988

传真：(021) 60330991

财务概况

正方控股（合并口径）	2021	2022	2023
总资产（亿元）	138.98	162.49	180.58
经调整的所有者权益合计（亿元）	50.90	67.83	75.08
总负债（亿元）	88.08	94.66	105.50
总债务（亿元）	60.81	70.16	65.47
营业总收入（亿元）	15.37	21.42	22.76
经营性业务利润（亿元）	-1.68	-1.57	-0.74
净利润（亿元）	0.92	1.26	0.85
EBITDA（亿元）	2.69	3.90	5.67
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-7.53	6.55	2.94
总资本化比率(%)	54.44	50.84	46.58
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.80	1.02	1.44

注：1、中诚信国际根据正方控股提供的其经北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度及 2023 年度审计报告整理。其中，2021 年和 2022 年财务数据分别采用 2022 年和 2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用 2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司其他应付款中的有息债务调整至短期债务核算，将长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算；3、经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，公司无相关调整项；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

担保主体财务概况

中投保（合并口径）	2021	2022	2023
总资产（亿元）	262.56	279.76	275.47
担保损失准备金（亿元）	21.22	28.75	26.01
所有者权益（亿元）	111.35	109.42	110.93
在保余额（亿元）	634.62	827.82	902.10
年新增担保额（亿元）	429.10	470.62	394.59
已赚保费（亿元）	4.45	6.41	7.82
利息净收入（亿元）	(2.28)	(1.87)	(3.24)
投资收益（亿元）	11.99	7.27	12.30
净利润（亿元）	8.07	5.43	5.71
平均资本回报率（%）	7.09	4.92	5.18
平均资本回报率（%）（年报口径）	8.21	5.11	5.63
累计代偿率（%）	0.14	0.18	0.41
净资产放大倍数（X）（母公司口径）	5.89	7.69	7.51
融资担保放大倍数（X）	4.53	5.37	5.23

注：1、中诚信国际根据公司提供并经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2021 年审计报告及经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2022 和 2023 年审计报告。其中 2021 年财务数据为 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据为 2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据为审计报告期末数；2、累计代偿率为公司三年累计代偿率；3、除特别说明外，本报告引用业务数据均为中投保单体口径；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

同行业比较（2023 年数据）

项目	正方控股	章丘国运	少海集团
最新主体信用等级	AA	AA	AA
地区	济宁市-邹城市	济南市-章丘区	青岛市-胶州市
GDP（亿元）	1,041.00	1,120.70	1,541.09
一般公共预算收入（亿元）	91.28	54.20	112.98
经调整的所有者权益合计（亿元）	75.08	147.20	187.65
总资本化比率（%）	46.58	27.87	38.40
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.44	0.87	0.93

中诚信国际认为，邹城市与章丘区、胶州市行政地位、经济发展水平和财政实力相当，区域环境相似；公司与可比公司的定位均为当地重要的基础设施建设或国有资产投资及运营主体，职能定位相当；公司资产和权益规模处于比较组下游水平，总债务规模

略低于比较组平均水平，财务杠杆水平高于可比公司，财务融资能力接近。同时，当地政府均具有强的支持能力，并对上述公司具有相近的支持意愿。

注：“章丘国运”系“章丘市国有资产运营有限公司”简称；“少海集团”系“青岛少海发展集团有限公司”的简称。其中，正方控股采用了 2023 年的区域经济数据和财务数据，章丘国运和少海集团均采用了 2022 年的区域经济数据和财务数据。
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

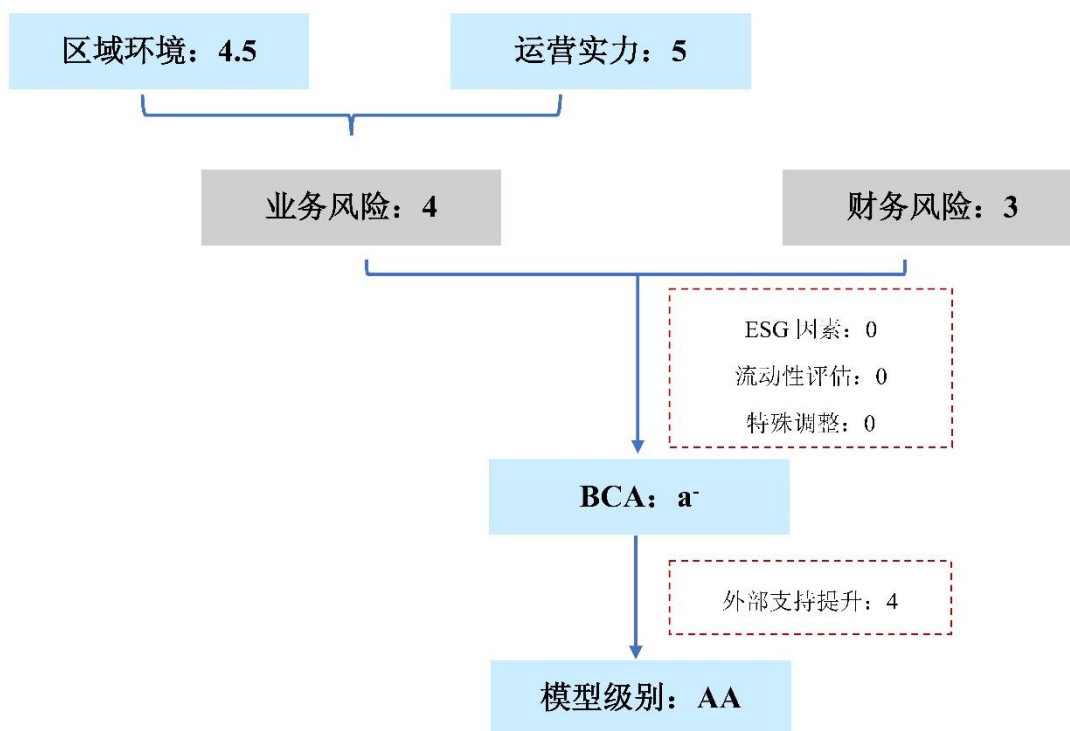
● 本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
23 正方绿色债/G 正方 01	AAA	AAA	2023/06/27 至 本报告出具日	7/7	2023/03/30~2030/ 03/30	提前偿还

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
正方控股	AA/稳定	AA/稳定	2023/6/27 至本报告出具日

● 评级模型

山东正方控股集团有限公司评级模型打分(C220000_2024_04_2024_01)



注:

外部支持: 邹城市政府支持能力强, 并对公司具备较强的支持意愿, 主要体现在邹城市入榜全国百强县, 具有强的经济财政实力和增长潜力; 正方控股作为邹城市重要的城市建设主体, 成立以来持续获得政府在财政补助及资本金注入等方面的大力支持, 对邹城市政府重要性较高, 与邹城市政府维持高度的紧密关系。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿, 外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济和行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投资企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

邹城市为山东省辖县级市，由济宁市代管，位于山东省西南部、济宁市东部，是国家级历史文化名城、新兴能源工业城市。邹城市下辖 16 个镇街、1 个省级经济开发区，行政区域面积 1,616.56 平方公里，截至 2023 年末，常住人口 114.40 万人。2023 年，邹城市实现地区生产总值 1,041.00 亿元，同比增长 7.0%。其中，第一产业增加值 72 亿元，同比增长 5.2%；第二产业增加值 476 亿元，同比增长 8.8%；第三产业增加值 494 亿元，同比增长 5.6%。三次产业结构为 6.9:45.7:47.4。同年，全年固定资产投资同比增长 6.3%。

邹城市主要种植小麦、玉米、花生等作物，特产核桃、樱桃、食用菌等，种植业发达；除此之外，邹城市作为资源型城市，煤炭、花岗石、石灰石等自然资源丰富，同时背靠京沪铁路、京台高速公路等交通要道，形成了以煤炭、电力、机械制造、化工为主导的工业体系，产业结构中第二、三产业占比较高。邹城市常年在榜全国百强县名单，经济延续稳步发展的态势，各项经济指标均居于济宁市前列，整体发展水平较高。

表 1：2023 年济宁市下属区县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
济宁市	5,516.47	--	6.65	--	475.01	--
邹城市	1,041.00	1	9.10	2	91.28	1
任城区	628.00	2	5.83	6	73.03	2
兖州区	615.00	3	11.37	1	53.79	3
微山县	449.00	4	7.36	4	31.40	4
曲阜市	442.00	5	7.44	3	24.31	5
梁山县	301.00	6	4.12	10	17.68	9
汶上县	283.00	7	4.22	9	20.16	7
嘉祥县	276.59	8	4.05	11	19.68	8
金乡县	275.29	9	4.43	7	21.94	6
鱼台县	246.30	10	5.91	5	14.76	10
泗水县	227.00	11	4.29	8	14.34	11

注：兖州区、梁山县人均 GDP 中使用人口数据为第七次人口普查数据，鱼台县人均 GDP 中使用人口数据为截至 2022 年末数据，其余区县人均 GDP 中使用人口数据为截至 2023 年末各区县常住人口数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长为邹城市的财政实力形成较好支撑，一般公共预算收入稳步提升，税收收入占比情况一般，财政自给度很高；政府性基金收入对邹城市地方政府财力形成一定的补充，近年来呈现稳定增长趋势，但需关注房地产下行因素或对土地出让收入产生不利影响。再融资环境方面，邹城市债务率水平较高，但受益于区域综合财力的提升，区域债务风险整体可控。区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标融资亦占有一定比重，债券市场发行利差较高，发债主体未出现债务违约事件，但曾出现票据逾期等负面舆情，整体再融资环境一般。

表 2：近年来邹城市地方经济财政实力

项目	2021	2022	2023
GDP（亿元）	960.55	1,009.06	1,041.00
GDP 增速（%）	8.70	5.00	7.0
人均 GDP（万元）	8.26	8.76	9.10
固定资产投资增速（%）	13.30	-9.00	6.30
一般公共预算收入（亿元）	84.18	85.70	91.28
政府性基金收入（亿元）	20.47	28.90	32.20
税收收入占比（%）	65.30	60.44	62.45
公共财政平衡率（%）	95.52	101.07	99.95

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：邹城市人民政府，中诚信国际整理

邹城经济开发区作为山东省政府于 1992 年批准设立的省级开发区，规划用地面积 95.41 平方公里；功能定位为高新技术产业基地、先进制造业基地、现代物流基地，经过多年的建设发展，邹城经济开发区在煤化工、机械制造、医药、新材料等行业领域已形成良好的产业基础，对邹城市经济规模的增长和财政收入的提高有着重要作用。

运营实力

中诚信国际认为，公司作为邹城市重要的基础设施建设主体，主要承担邹城经济开发区的基础设施建设任务，在建及拟建项目数量较多、投资规模较大；同时，公司自主开展贸易业务、租赁等各类市场化业务及公交运营、电力和热气销售等专营性业务，形成了以基础设施建设业务为主，贸易、租赁、公交运营、电力和热气销售等业务为辅的格局，业务稳定性和可持续性较强。

表 3：2021~2023 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
项目建设	7.96	51.79	16.67	11.62	54.26	17.36	9.98	43.83	24.81
贸易	5.14	33.44	0.68	5.62	26.23	1.04	6.66	29.28	0.97
公交运营及加气	0.44	2.86	-190.87	0.32	1.50	-354.10	0.42	1.85	-228.34
工业供汽及供热	0.35	2.28	21.78	0.97	4.52	13.48	1.65	7.24	15.78
墓地销售	0.21	1.37	83.16	0.30	1.40	72.12	0.26	1.14	55.29
其他业务	1.26	8.20	55.21	2.59	12.09	17.99	3.79	16.66	19.13
合计	15.37	100.00	9.52	21.42	100.00	8.16	22.76	100.00	11.89

注：1、其他业务包括石材开采、培训、劳务服务、租赁、物业费；2、表格加总数与合计数值的差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程建设板块

工程建设板块系公司核心业务板块，公司主要负责邹城经济开发区的基础设施建设业务，在建及拟建项目较多，投资规模较大，需关注后续每年较大的投资支出形成的资本支出压力。

工程建设业务由公司本部负责运营，作为邹城市重要的基础设施建设主体，公司主要承担邹城经济开发区范围内的园区建设、道路改造、河道治理等工作。

业务模式方面，2019 年，公司与委托方邹城市国资局下属企业邹城市城建实业发展有限公司（以下简称“城建实业”）签订《委托代建协议》。根据该协议，公司主要负责城市基础设施项目施工、资金筹集、质量把控、施工管理、投资控制以及竣工验收等环节，根据项目建设进度，按实际建设成本加成一定比例（一般为 20%）确认收入。公司工程项目前期资金来源于自有资金及银行贷款，公司每年根据投资支出和工程进度确认收入及收取回款。近年来邹城经济开发区储备项目及在建项目充足，但受项目完工结算进度的影响，近年来公司项目建设业务收入呈现波动。

具体业务开展方面，截至 2023 年末，公司已完工项目主要有经济开发区核心综合建设工程 epc、临港物流园区、白马河大沙河治理等，上述项目实现建设收入 23.95 亿元，除经济开发区核心综合建设工程 epc 项目尚有 3.84 亿元未回款外，其余项目均已完成回款。

表 4：截至 2023 年末公司主要已完工委托代建项目情况（万元）

项目名称	总投资额	资金来源	已确认收入
孟子大道与双大路	21,500.00	自筹	10,157.47
殡仪馆	7,460.58	自筹	4,024.38
临港物流园区	50,000.00	自筹	32,239.63
湖水东调	19,390.00	自筹	27,249.48
白马河大沙河治理	37,400.00	自筹	14,080.64
水库信息化	2,100.00	自筹	4,036.28
经济开发区核心综合建设工程 epc	124,500.00	自筹	93,199.51
机器人研究院	13,000.00	自筹	8,850.41
工业园区道路	28,000.00	自筹	22,922.66
矿区热源	22,109.97	自筹	22,748.22
合计	325,460.55	自筹	239,508.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建及拟建方面，截至 2023 年末，公司主要在建项目总投资额为 22.34 亿元，尚需投入 8.20 亿元，已确认收入 9.78 亿元，均未回款；公司拟建项目主要包括香城镇污水处理中心建设项目和中科荣信（山东）科学研究院项目等 2 个项目，均计划于 2024 年开工，项目计划总投资分别为 5.00 亿元和 8.00 亿元，前期资金来源主要为公司自筹，目前均未签署委托代建协议。公司委托代建业务在建及拟建规模相对较大，业务持续性较好，后续项目资金压力及回款情况值得关注。

表 5：截至 2023 年末公司主要在建委托代建项目情况（万元）

项目名称	计划建设周期	总投资	已投资	已确认收入
工业园区道路	2022.07-2024.07	28,000.00	18,830.03	19,592.15
大沙河治理	2020.04-2024.04	37,400.00	17,531.31	26,600.00
2020 小型水库	2022.05-2024.06	700.00	623.31	841.32
2020 年病险塘坝加固工程	2021.03-2024.05	500.00	381.04	218.19
邹城经开区合金材料产业基地	2021.10-2024.10	36,800.00	64,457.13	37,237.73
邹城市正方高端装备制造产业园基础设施建设项目	2023.09-2028.09	120,000.00	39,568.95	13,300.00
合计	--	223,400.00	141,391.77	97,789.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

贸易业务板块

随着贸易规模不断扩张，公司贸易业务成为主营业务收入的重要来源，但板块附加值较低，盈利贡献有限，供应链上下游集中度很高且给与下游客户一定账期，存在一定的经营风险。

公司商品贸易业务由子公司邹城政源通能源科技有限责任公司（以下简称“政源通”）负责运营，政源通成立于 2019 年 5 月，主要货种为煤炭、镍生铁和镍矿石。

业务模式方面，政源通按照客户需求，先与其签订购销合同，煤炭贸易由政源通子公司山东正源通物流货运有限责任公司去上游提货，运送至下游客户，下游客户按合同约定比例支付货款，政源通再支付给上游供应商，剩余煤款在政源通收到下游客户全部煤款后与供应商结算。镍铁矿石及提炼后的产品方面，客户按合同约定预付不定比例货款，政源通按时交付货物。上述贸易产品单价根据市场行情确定，相关价格波动风险由下游客户承担，交易方式以现货交易为主，针对下游客户，公司会给予其一定周转期限，贸易账期一般为 45 至 60 天。公司贸易业务以销定采的业务模式使得销售量与采购量基本持平。近年来贸易收入呈扩张趋势，在公司营业收入中占比较大。

表 6：2021~2023 年公司主要货种采购及贸易情况（元/吨、万元）

产品	年份	平均采购单价	采购金额	平均销售单价	销售金额
煤炭	2021	555.02	26,239.94	598.54	26,584.00
	2022	841.52	31,539.75	853.46	31,986.95
	2023	762.97	26,404.62	773.25	36,894.74
石油焦	2021	1,601.51	1,178.45	1,616.54	1,059.95
	2022	--	--	--	--
	2023	--	--	--	--
镍铁	2021	2,155.93	22,601.91	2,183.00	22,656.78
	2022	1,267.87	22,885.24	1,275.13	23,016.23
	2023	1,264.99	21,863.88	1,269.60	21,943.40

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

上下游集中度方面，2022~2023 年，公司前五大供应商采购额、前五大客户销售额的占比均在 80%左右，上下游集中度很高。公司部分上下游客户由于交易的商品或品种不同，故有部分重叠，主要重叠的客户为山东恒屹工贸有限公司和连云港力福保温材料科技有限公司。

表 7：2022 年公司贸易业务前五大供应商及客户情况（万元、%）

供应商	采购的业务品种	当年采购金额	占总采购的比重
山东恒屹工贸有限公司	镍矿石	15,836.47	29.10
连云港力福保温材料科技有限公司	镍生铁、煤炭	9,281.14	17.05
山东隆邦能源有限公司	煤炭	8,816.62	16.20
山东宏河集团嘉祥红旗煤矿有限公司	煤炭	5,248.67	9.64
邹城市信远物流有限公司	煤炭	4,488.88	8.25
合计	--	43,671.78	80.24
下游客户	客户需求品种	销售金额	销售金额占比
山东恒屹工贸有限公司	煤炭、镍生铁	28,993.66	52.71
连云港力福保温材料科技有限公司	镍矿石	10,039.75	18.25
兖矿能源集团国际贸易有限公司	煤炭	4,497.76	8.18
连云港海赣科技有限公司	镍矿石	2,190.51	3.98
华电集团北京燃料物流有限公司山东分公司	煤炭	883.74	3.42
合计	--	46,605.42	86.54

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：2023 年公司贸易业务前五大供应商及客户情况（万元、%）

供应商	采购的业务品种	当年采购金额	占总采购的比重
-----	---------	--------	---------

山东恒屹工贸有限公司	煤炭、镍矿石	14,199.79	24.20
海南智信宝润国际贸易有限公司	煤炭	12,567.25	21.41
连云港力福保温材料科技有限公司	镍生铁、煤炭	10,348.47	17.64
山东宏晟供应链管理有限公司	煤炭	5,499.80	9.37
张家港保税区安顺贸易有限公司	煤炭	3,781.04	6.60
合计	--	46,396.35	79.22
下游客户	客户需求品种	销售金额	销售金额占比
山东恒屹工贸有限公司	镍生铁、煤炭	26,501.15	44.71
连云港力福保温材料科技有限公司	镍矿石	13,718.75	23.16
邹城市瑞和祥工贸有限公司	煤炭	3,785.63	6.39
山东誉隆新力能源有限公司	煤炭	2,653.73	4.48
山东中垠贸易有限公司	煤炭	2,175.24	3.67
合计	--	48,834.50	82.41

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公交运营及加气板块

公交运营及加气业务运营稳定，因其具有一定公益性而使得盈利能力较弱，对补贴依赖程度较高。

公司公交业务主要由子公司邹城市国运公共交通有限公司（以下简称“国运公交”）负责运营，国运公交作为邹城市内唯一一家城市公交运营主体，运营线路覆盖邹城市内所有线路和部分城乡线路。

根据邹城市市区公交线路票价执行邹城市物价局、邹城市交通运输局《关于核定公交线路票价及明确相关事项的通知》（邹价字[2017]16 号）文件，普通车运营里程 15km 以内（含 15km）票价 1 元/人次，15-30km（含 30km）票价 2 元/人次，30km 以上票价 3 元/人次，实行全程一票制，对 65 岁以上老人、残疾人及军人免费；根据《山东省人民政府关于进一步优化老年人优待政策的通知》（鲁政字[2020]240 号）文件，2021 年 1 月 1 日起，在维持票价的基础上，优化老年人乘车待遇，实行 60 岁以上老人、残疾人及军人免费政策。截至 2023 年末，公交公司拥有公交车辆 928 辆，公交站场 21 个，市内运输线路 17 条和城乡区间线路 49 条。

加气业务主要系国运公交旗下持股 51% 的子公司邹城市国运燃气有限公司对外进行车用天然气销售业务，主要是面向邹城市出租车行业提供 CNG/LNG 等车用天然气的加气服务。

由于公交业务的稳定性和公益性，收入波动较为可控，同时，邹城市政府给予公司的票价优惠补贴等政策，成为公司利润的重要补充。2021~2023 年，公司分别收到政府补贴 10,923.22 万元、14,407.08 万元和 6,824.76 万元。

表 9：2021~2023 年公交业务经营情况

	2021	2022	2023
公交车总里程（万公里）	3,510.8	2,547.0	3,239.0
公交线路（条）	66	66	66
公交车辆（辆）	1,067	991	928
运行能力（辆/日）	860	800	750
客运量（万人次）	2,581	1,717	2,000
公交营运收入（万元）	4,150.20	3,219.50	3628

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他业务板块

公司经营电力和热气销售、墓地销售和租赁等各类业务，对公司营业收入形成良好补充；但在建产业园仍有较大的投资需求，后续资金平衡及运营情况需关注。

公司其他业务主要包括电力和热气销售、墓地销售、租赁等。电力及热气销售业务系由 2021 年 6 月成立的子公司邹城正方能源投资有限公司（以下简称“正方能源”）负责经营，2021 年正方能源为东滩、鲍店、南屯矿区及兖州区居民供暖工作，年供热能力达 1,200 万 m²，2022 年起为邹城市经济开发区境内工业企业提供蒸汽以及为企业与居民提供供暖服务，年供汽能力达 300 万吨，年供热能力达 1,200 万平方米。截至 2023 年末，公司在建的用于供热供汽自营的项目有邹城市经济开发区工业供汽工程、热源替代项目等，其中，邹城市经济开发区工业供汽工程预计总投资 5.60 亿元，已投资 4.11 亿元；热源替代项目总投资 2.30 亿元，已投资 2.28 亿元。由于电力和热气销售业务具备区域专营优势，近年收入规模稳步增长。

公司公墓销售业务由圣福园负责运营，主要持有朱山公墓和唐王山陵园等公墓，面向邹城市矿区及市区居民进行销售，其中朱山公墓于 1993 年经山东省民政厅批准设立，占地 121 亩；唐王山陵园于 2006 年 9 月经邹城市人民政府批准，已建墓地 100 亩。墓地销售业务的下游客户均为个人消费者，所取得的收入主要来源于墓位销售、殡仪服务费和墓穴维护费。下游客户购买墓位，墓位使用期限为 20 年，客户不取得该墓位所占用土地的使用权，单个墓位售价为 0.67-5.96 万元不等，墓位价格主要依据所处墓园位置划分；殡葬服务包括合葬服务、刻字服务、丧葬用品等增值服务；朱山公墓已有部分墓穴进入维护管理费收取阶段，圣福园按照指导价与丧主签订协议，约定每五年收取一次维护管理费。新建陵园方面，公司在建项目为圣土山陵园，该项目占地面积 590 亩，建设工期自 2020 年至 2025 年，按墓地需求量逐年建设，计划总投资 0.98 亿元，截至 2023 年末已投资 0.63 亿元。

租赁业务主要由公司本部运营，对外租赁的资产类型主要系办公楼、房屋、园区、水厂等，目前在运营的租赁资产主要通过政府划拨、招拍挂自行购买、自建等方式取得。2022 年以来，承租方主要为邹城市财政局（国资局）、邹城市华源房地产开发有限公司和邹城市华源物业服务有限责任公司，租期为 1 年，物业出租率为 100%。此外，2022 年，邹城市人民政府将 7 处国有城镇住宅、143 套直管公房及城乡联合供水资产 1 宗无偿划转至公司，上述资产账面价值 12.30 亿元，2023 年实现租赁收入 6,746.72 万元。此外，公司作为邹城经开区的主要开发运营主体，承担了区域内产业园开发运营及周边配套基础设施建设的职能，以自建自营模式为主，完工后依靠销售、租赁、服务等方式回笼前期投入资金。截至 2023 年末，公司目前已完工的自建项目包括创客中心、海外产业园、中心机电产业园、大学科技工业园等，出租率为 100%。2022~2023 年，公司分别实现房租租赁及园区管理服务收入 3,546.35 万元与 9,124.77 万元。公司在建项目主要有聚合生物平台工程、珞石智能产业园、邹城市小微产业园工程以及华源医药产业园及周边基础设施配套和邹城市供水能力提升工程等，资金来源主要为自筹，项目预计总投资 39.51 亿元，尚需投资 30.77 亿元。预计未来随着公司在建自营项目的完工使用，公司业务收入仍有较大发展空间，但项目建设阶段资本支出压力较大，且产业园项目后期招商引资及实际运营情况仍需关注。

表 10：截至 2023 年末公司主要在建自营及周边配套基础设施项目情况（万元）

项目名称	计划建设周期	总投资	已投资
高精新医药园区孵化中心	2018.04-2023.12	33,071.00	24,028.41
机器人产业园	2020.01-2024.03	13,000.00	10,530.58

工业园区提升改造项目	2020.07-2024.10	28,000.00	17,561.22
珞石智能产业园	2021.02-2024.12	51,000.00	4,075.34
聚合生物平台工程	2022.01-2025.01	108,000.00	1,231.34
中日韩产业园项目	2022.04-2025.04	20,000.00	13,903.67
邹城市供水能力提升工程	2022.06-2025.06	100,000.00	9,382.39
邹城市小微产业园工程	2022.08-2025.08	42,000.00	6,612.70
合计	--	395,071.00	87,325.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，受益于公司业务保持扩张和政府的大力支持，近年来公司的所有者权益有所增长，资本实力有所提升；公司整体债务负担相对较重，债务结构仍有待改善；公司 EBITDA 对政府补助依赖度较高，公司经营发展及债务偿还对外部融资存在较大依赖，需关注融资监管政策变化对公司再融资能力及短期偿债安排的影响。

资本实力与结构

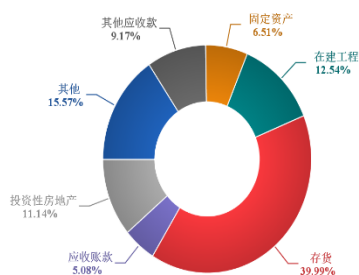
作为邹城市重要的基础设施建设主体，公司在推进邹城经济开发区工业化进程、孕育当地经济增长和产业发展环境中发挥重要作用，近年来获得政府在项目资金投入和财政补贴等方面的支持，资产规模保持快速增长态势，2021~2023 年复合增长率为 13.99%。

公司目前形成了以基础设施建设为主，贸易、公交运营、电力和热气销售及产业园开发运营等多元城市服务业务为辅的业务格局，资产构成主要由上述业务形成的应收类款项、存货、投资性房地产、固定资产及在建工程等资产构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，截至 2023 年末，其占总资产的比重约 84.43%，预计随着在建产业园陆续建成，非流动资产占比或将有所提升。公司基建项目投入及持有的矿山资源形成的存货和其他应收款占公司总资产的比重约为 48%，其中，矿山资源来源系 2020 年根据邹城市人民政府印发《邹城市人民政府关于向山东正方实业发展有限公司¹划转注入矿山资源的批复》，将邹城市看庄镇白山 1#、2#、3# 三座矿山资源依据评估价值 49.92 亿元（含矿石原料 45.06 亿元、矿山开采经营权 4.86 亿元）作价优先冲抵财政账款（冲抵 21.53 亿元），剩余部分（28.29 亿元）以增加资本金方式划转注入公司，计入资本公积，2023 年，矿山资源开始开采，实现石材开采及销售收入 2,100 万元。公司其他应收款主要系公司与当地国有企业往来款，应收账款主要系已确认收入未到账的委托代建项目款项。投资性房地产主要是用于出租的自营资产及土地使用权，固定资产主要系房屋建筑物及机器设备，2022 年大幅增长主要系无偿划入的水厂等资产，2023 年实现租赁收入 6,746.72 万元。在建工程随项目持续投入有所增长。同时，公司保有一定规模的货币资金及等价物用于经营周转及债务偿付，但受限货币资金占比较大。整体来看，公司工程代建项目建设周期较长，同时自营在建项目变现能力较弱，造成了大量的资金沉淀，影响资产流动性；同时，公司具备一定规模的投资性房地产等自营资产，可以贡献一定的收益，未来随着矿山资源的持续开采，预计公司资产收益性将有所提升。整体来看，目前公司资产质量较低。

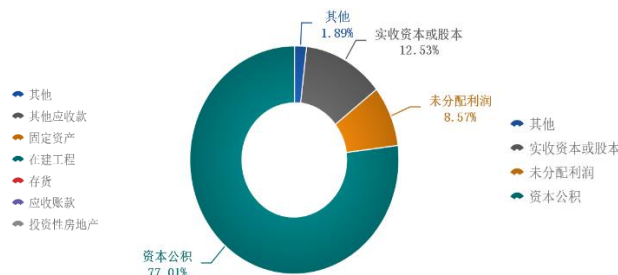
图 1：截至 2023 年末公司资产分布情况

图 2：截至 2023 年末公司权益情况

¹ 山东正方实业发展有限公司系公司曾用名，现已更名为现名。



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来，受益于政府无偿划转房产、资产及宝信投资股权，公司资本公积快速增长，2023 年政府将湖水东调工程、热源替代项目等合计 6.12 亿元的资产注入公司，带动公司经调整的所有者权益²增长。预计未来随着公司对基建项目及自营项目的持续投入、资金缺口的扩大，政府将持续向公司拨付资金并予以一定的资本支持，公司经调整的所有者权益将进一步增厚，资本实力将继续保持增长态势。

近年来，公司财务杠杆水平有所波动，2022 年受益于公司资本实力增长，杠杆比率小幅下降；2023 年，公司依托邹城市乡镇政府及邹城市其他国有企业拆借资金，偿还了部分应急转贷资金及定向融资工具等。随着项目建设的持续推进，预计未来公司投资资金缺口仍将对外部融资形成一定依赖。

表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2021	2022	2023
总资产	138.98	162.49	180.58
流动资产占比	71.88	63.33	60.01
经调整的所有者权益合计	50.90	67.83	75.08
资产负债率	63.38	58.25	58.42
总资本化比率	54.44	50.84	46.58

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

受益于业务的扩张及较快的多元化发展，公司近年收入保持较快增长，其中，2022 年工程建设投入规模较大且当年代建项目回款进度滞后，加之贸易业务影响的现金流量较大，收现比呈现有所下降，2023 年，受益于工程项目的回款以及贸易、工业供热及供汽业务的扩张，公司收现比得到改善。

由于公司主要在建项目投入较大、回款及收益滞后的业务特征，2021 年公司经营活动现金流呈净流出状态，2022 年以来，因政府补贴流入增加及往来款盈余，加之 2023 年各收入板块回款情况良好，公司经营活动现金流均为净流入状态，表现有所好转。

公司在建自营的产业园项目较多且存在部分对外投资行为，随着项目的持续投入，近年来公司投资活动现金流呈现净流出状态，根据其自身发展计划，预计公司未来两三年内投资活动现金流仍将保持这一态势。

² 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，2021~2023 年未涉及调整。

如前所述，公司投资活动形成资金缺口，加之债务偿还金额的增长，进一步加剧了公司对外部融资的需求。公司主要依赖于政府拨款、银行借款、债券发行和非标融资来弥补资金缺口，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资环境、融资监管政策变化情况。总体来看，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等融资方式筹集的资金，基本可以覆盖部分资金缺口，自有资金逐渐被消耗。

表 12：近年来公司现金流情况（亿元、X）

项目	2021	2022	2023
经营活动产生的现金流量净额	-7.53	6.55	2.94
投资活动产生的现金流量净额	-2.88	-4.76	-4.18
筹资活动产生的现金流量净额	10.20	-0.41	-1.04
现金及现金等价物净增加额	-0.20	1.38	-2.27
收现比	1.03	0.44	1.09

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

随着经营业务的持续发展、项目投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，债务负担相对较重，2022 年债务规模增长较快，2023 年以来，公司依托邹城市乡镇政府及邹城市其他国有企业拆借资金，进行部分应急转贷资金及定向融资工具等偿还，付息债务规模有所收缩。公司债务以银行借款、债券融资、非标融资和应付票据等为主，其中银行借款多为保证及信用贷款。近年来，公司债务期限结构波动变化，截至 2023 年末，公司债务结构以长期债务为主，但短期债务压力仍较大，整体债务结构有待改善。

表 13：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	类型	金额	1 年以内	1 年以上（不含 1 年）
银行借款	担保、信用、抵押等	18.44	11.04	7.40
债券融资	公司债	14.02	1.30	12.72
非标融资	融资租赁、信托、保债等	10.15	5.44	4.72
政府专项债	专项债、专项资金等	12.25	0.00	12.25
其他	其他应付款、应付票据等	10.61	10.61	0.00
合计		65.47	28.39	37.08

注：表格加总数与合计数的差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额、费用化利息支出和折旧构成，利润总额对政府补助具有较强的依赖性，费用化利息支出和折旧规模逐年增长，近年来公司 EBITDA 对利息支出覆盖能力有所好转。此外，2022 年以来，公司经营活动净现金流的提升改善了其对利息的覆盖能力，但公司经营发展及债务偿还仍对外部融资存在较大依赖，需持续关注公司短期偿债安排和再融资情况。

截至 2023 年末，公司可动用账面资金为 0.67 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源，但规模较小；同时，公司银行授信总额为 27.46 亿元，尚未使用授信额度为 6.26 亿元，备用流动性较弱。此外，作为重要的基础设施建设主体，公司在邹城市城投体系中占据重要地位，由于部分业务的公益属性，可持续获得政府补助；公司目前已拓展了债券融资渠道，境外债在手批文额度 1.5 亿美元，截至报告日已发行 8.78 亿元人民币与 1,800 万美元，未来仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

表 14：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

项目	2021	2022	2023
总债务	60.81	70.16	65.47

短期债务占比	48.88	66.77	43.36
EBITDA	2.69	3.90	5.67
EBITDA 利息覆盖倍数	0.80	1.02	1.44
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-2.24	1.71	0.75

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产占据总资产的一定比重，截至 2023 年末，公司受限资产为 16.08 亿元，约占当期末总资产的 8.91%，主要系受限货币资金、存货、固定资产、无形资产和投资性房地产等。或有负债方面，公司无重大未决涉诉情况；截至 2023 年末，公司对外担保余额 6.97 亿元，约占同期末净资产的比例为 9.29%，担保对象均为邹城市区域内国有企业，或有风险较为可控。

表 15：截至 2023 年末公司对外担保情况（万元）

序号	被担保对象	企业性质	担保余额
1	邹城市利民建设发展集团有限公司	国企	32,550.00
2	邹城市公路工程有限公司	国企	4,550.00
3	邹城市圣城文化旅游开发有限公司	国企	6,790.00
4	邹城市市政工程公司	国企	4,500.00
5	山东正方智能机器人产业发展有限公司	国企	2,000.00
6	邹城市正德劳务服务有限公司	国企	500.00
7	邹城正方能源投资有限公司	国企	3,980.00
8	邹城市城资控股集团有限公司	国企	7,000.00
9	邹城正方热力有限公司	国企	1,000.00
10	山东正方机动车驾驶员培训有限公司	国企	1,000.00
11	山东宏河矿业集团有限公司	国企	3,700.00
12	山东圣琪生物有限公司	国企	1,900.00
合计		-	69,740.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2024 年 5 月，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

中诚信国际认为，邹城市政府支持能力强，主要体现在以下方面：

邹城市作为多项经济指标多年排名济宁市县域首位的全国百强县，经济发展势头强劲，借助资源型经济和开发区基地双重发展模式，通过新型工业化主导产业发展，区域产业的结构和布局不断优化，发展质量和效益不断提升，为全市经济和财政实力提供了有力支撑。同时，近年来固定资产投资及城市建设等推升了邹城市政府的资金需求，政府融资规模稳步上升，2023 年政府性债务规模位列济宁市区县前列，显性债务率水平高于国际 100%警戒标准；区域内融资平台较多，未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

同时，邹城市政府对公司的支持意愿较强，主要体现在以下 3 个方面：

1) 区域重要性较高：公司作为邹城市重要的基础设施建设主体，区域地位突出，与区域内其他同层级平台的职能定位不同、各自分工明确，资产规模在邹城市国资局管理资产中占有较大比

重，区域重要性较高。

2) 与政府的关联度高：公司由邹城市国资局直接控股，根据政府意图承担邹城经济开发区范围内的基础设施建设，以及邹城市范围内的公交运营及电力和热气销售等业务职能，股权结构和业务开展均与政府具有高度的关联性。

3) 过往支持力度大：公司在资产划转、运营补贴等方面有良好记录。2021 年，邹城市人民政府先后将邹城市隆城投资发展有限责任公司 100%、邹城市龙腾实业发展有限公司 100%、邹城市正方园区运营管理有限公司 100%、邹城正方能源投资有限公司 80%的股权划拨至公司，合计账面价值为 3.28 亿元；2022 年，邹城市人民政府将 7 处国有城镇住宅、143 套直管公房及城乡联合供水资产 1 宗无偿划转至公司，合计账面价值为 12.30 亿元。2023 年邹城市人民政府将合计 6.12 亿元的资产无偿划转至公司。

表 16：2023 年邹城市区域平台比较（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
山东正方控股集团有限公司	邹城市国资局 76.51%	邹城经开区重要的基础设施投资建设主体	180.58	75.08	58.42	22.76	0.85	7.00
邹城市城资控股集团有限公司	邹城市国资局 100%	邹城市主要的城市基础设施建设主体和国有资产运营主体	520.67	172.30	66.91	88.82	2.21	136.17
邹城市利民建设发展集团有限公司	邹城市利民控股集团有限公司 90%	孟子湖新区（生态科技新城）的基础设施投资建设主体	221.61	86.73	60.86	18.27	0.84	21.90
邹城市圣城文旅集团有限公司	邹城市国资局 100%	邹城市文旅开发、建设	--	--	--	--	--	--
山东至澄农业发展有限公司	邹城市国资局 100%	邹城市现代农业开发、建设	--	--	--	--	--	--
邹城市恒泰控股集团有限公司	邹城市国资局 100%	邹城市老旧小区、棚户区改造	118.56	59.93	49.45	8.13	0.76	6.20

注：1、大股东及持股比例为截至本报告出具日情况；2、债券融资余额为截至 2024 年 6 月 14 日上述企业本部公开市场存续境内信用债的债券本金余额。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，邹城市政府强的支持能力和对公司较强的支持意愿可为公司带来较强的外部支持。

跟踪债券信用分析

“23 正方绿色债/ G 正方 01”募集资金 7.00 亿元，其中 3.5 亿元用于邹城经济开发区工业供汽工程，其余 3.5 亿元用于补充营运资金。截至 2023 年末，“23 正方绿色债/ G 正方 01”募集资金已使用完毕，其中 3.50 亿元用于补充流动资金，3.50 亿元用于建设邹城经济开发区工业供汽工程项目。邹城经济开发区工业供汽工程项目预计总投资 5.60 亿元，截至 2023 年末已投资 4.11 亿元。本次债券设置了本金提前偿还条款，即在第 3 至第 7 个计息年度逐年分别按照未回售部分债券的每百元本金值 20%的比例偿还债券本金。“23 正方绿色债/ G 正方 01”由中投保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

偿债保障分析

中国投融资担保股份有限公司（以下简称“中投保”）为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

中投保前身为 1993 年 12 月成立的中国经济技术投资担保公司，由财政部和原国家经贸委共同发起组建，截至 2024 年 3 月末，中投保注册资本为 45.00 亿元，其中国家开发投资集团有限公司持股 48.93%，为中投保控股股东。基于自身战略发展需要，近年来中投保主动调整担保业务结构，降低城投债担保业务的比重，加强央国企合作担保业务和普惠金融担保业务拓展力度，同时受政策影响，城投债发行对担保增信的依赖度降低，2023 年以来中投保年内担保业务增速较往年有所放缓。截至 2024 年 3 月末，中投保担保业务在保余额为 845.00 亿元，较年初有所下降，业务规模仍处于行业领先水平。融资担保业务以发行债券担保业务为主，担保品种主要为公募城投债；2023 年以来中投保借款类担保业务规模略有下滑，同时其他融资担保余额有所回升。中投保积极推进非融资担保业务发展，投标担保和工程履约担保业务规模的快速增长推动非融资担保业务规模持续提升。担保组合行业及客户集中度处于较高水平；2023 年累计代偿率有所增加，但仍维持在行业内较低水平；考虑到中投保担保业务准入标准相对较高，代偿回收能力较强，实际承担的代偿损失风险可控，担保组合质量较优。中投保加大高评级债券资产配置力度，债券投资规模及占比持续提升，母公司口径各类资产比例满足监管规定；在宏观经济面临多重压力的环境下，仍需对中投保投资资产的价值波动风险及债务变化情况保持关注。

受业务结构调整影响，2023 年中投保担保业务收入有所下降，担保损失准备金的转回推动中投保担保业务净收入大幅增加，同时得益于投资收益的大幅增长，中投保盈利水平有所提升；2023 年中投保担保损失准备金对在保责任余额的覆盖水平虽有所下降但仍处于行业极高水平，资本实力很强，但资产流动性水平有所下滑，未来仍需加强流动性管理能力。

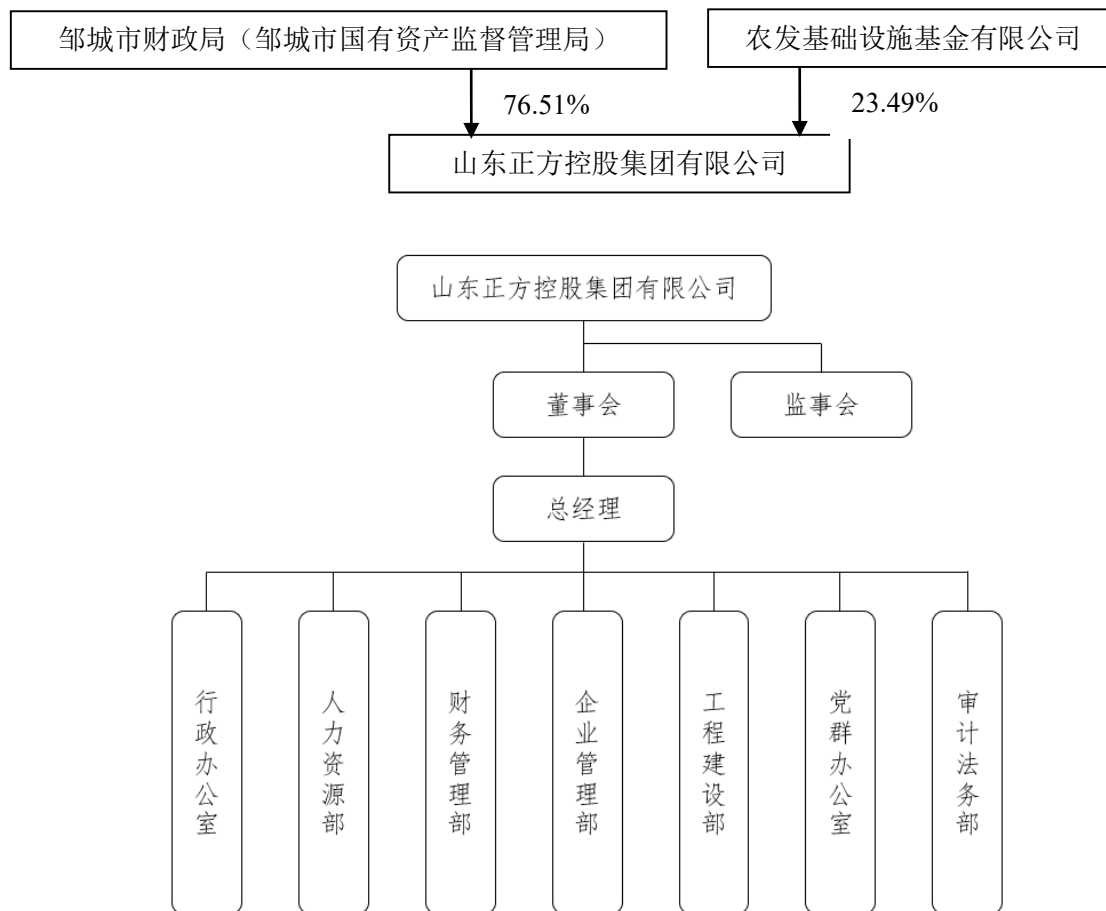
截至 2024 年 3 月末，中投保受限资产合计为 43.61 亿元，占当期末总资产的 15.94%；其中受限货币资金为 31.78 亿元，主要系为子公司提供借款质押担保所致；受限固定资产为 11.84 亿元，主要系公司向中国农业银行抵押借款所致。

综合来看，中诚信国际维持中国投融资担保股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保对本次债券还本付息起到有力保障作用。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持山东正方控股集团有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“23 正方绿色债/G 正方 01”的债项信用等级为 **AAA**。

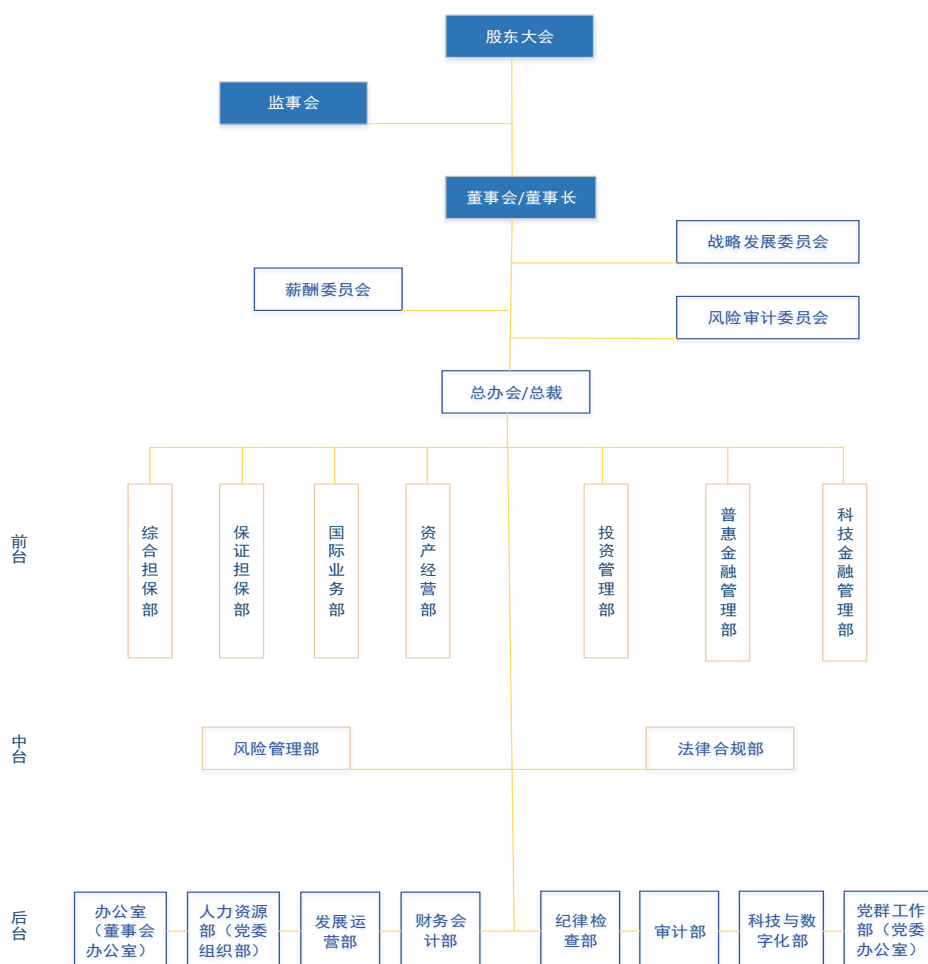
附一：山东正方控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附二：中国投融资担保股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年末）

股东名称	股份（亿股）	持股比例（%）
国家开发投资集团有限公司	22.02	48.93
青岛信保投资发展合伙企业（有限合伙）	7.93	17.62
信宸资本担保投资有限公司	3.01	6.68
金鼎投资（天津）有限公司	2.98	6.63
鼎晖嘉德（中国）有限公司	2.70	6.00
TETRAD VENTURES PTE LTD	2.06	4.57
中信证券投资有限公司	1.14	2.54
孙晨	0.45	1.00
宁波华舆股权投资合伙企业（有限合伙）	0.40	0.89
上海义信投资管理有限公司	0.39	0.87
合计	43.07	95.73



资料来源：中投保，中诚信国际整理

附三：山东正方控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023
货币资金	78,494.99	95,848.42	80,212.15
非受限货币资金	15,673.99	29,493.90	6,744.27
应收账款	13,312.99	129,047.37	91,668.69
其他应收款	218,886.42	200,344.51	165,583.23
存货	676,406.38	587,317.64	722,187.28
长期投资	44,806.50	37,420.11	74,812.68
在建工程	130,479.16	104,582.10	226,472.36
无形资产	86,716.49	81,715.79	80,850.04
资产总计	1,389,781.47	1,624,879.42	1,805,794.16
其他应付款	262,462.25	350,064.75	292,880.73
短期债务	297,252.74	468,452.84	283,858.99
长期债务	310,825.05	233,112.20	370,812.05
总债务	608,077.79	701,565.04	654,671.03
负债合计	880,815.61	946,558.87	1,054,952.89
利息支出	33,675.74	38,225.74	39,262.01
经调整的所有者权益合计	508,965.86	678,320.55	750,841.27
营业总收入	153,693.37	214,212.67	227,571.98
经营性业务利润	-16,754.09	-15,680.49	-7,403.01
其他收益	11,535.15	14,535.14	6,854.62
投资收益	106.96	1,705.34	145.55
营业外收入	30,137.82	30,162.40	22,598.91
净利润	9,150.17	12,578.41	8,470.94
EBIT	16,430.21	25,197.66	27,435.48
EBITDA	26,929.73	39,034.43	56,668.89
销售商品、提供劳务收到的现金	157,562.17	95,063.89	247,455.63
收到其他与经营活动有关的现金	52,211.80	139,716.44	267,983.76
购买商品、接受劳务支付的现金	223,900.48	101,944.00	276,350.58
支付其他与经营活动有关的现金	42,805.23	30,781.17	197,839.90
吸收投资收到的现金	201.00	22,100.00	5,931.82
资本支出	4,013.75	47,136.71	14,552.13
经营活动产生的现金流量净额	-75,282.35	65,510.14	29,392.03
投资活动产生的现金流量净额	-28,779.57	-47,589.03	-41,752.95
筹资活动产生的现金流量净额	102,042.75	-4,101.20	-10,388.70
现金及现金等价物净增加额	-2,019.17	13,819.91	-22,749.62
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率（%）	9.52	8.16	11.89
期间费用率（%）	26.54	21.10	16.58
应收类款项占比（%）	16.71	20.27	14.29
收现比（X）	1.03	0.44	1.09
资产负债率（%）	63.38	58.25	58.42
总资本化比率（%）	54.44	50.84	46.58
短期债务/总债务（%）	48.88	66.77	43.36
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-2.24	1.71	0.75
总债务/EBITDA（X）	22.58	17.97	11.55
EBITDA/短期债务（X）	0.09	0.08	0.20
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.80	1.02	1.44

注：1、中诚信国际根据正方控股提供的其经北京中名国成会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年度及 2023 年度审计报告整理。其中，2021 年和 2022 年财务数据分别采用 2022 年和 2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用 2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司其他应付款中的有息债务调整至短期债务核算，将长期应付款中的有息债务调整至长期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

附四：中国投融资担保股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（金额单位：百万元）	2021	2022	2023
资产			
货币资金	7,141.10	6,528.94	6,112.95
交易性金融资产	9,804.86	8,895.14	8,806.50
债权投资	1,760.47	2,730.95	3,260.85
其他债权投资	2,841.81	4,589.81	5,333.99
长期股权投资	2,155.39	2,374.09	1,925.75
资产合计	26,256.35	27,975.72	27,547.43
负债及所有者权益			
短期债务	6,747.56	4,674.59	7,702.28
长期债务	9,068.48	12,043.55	8,459.49
总债务	15,816.04	16,718.14	16,161.77
未到期责任准备金	918.13	1,522.70	1,444.47
担保赔偿准备金	1,203.60	1,352.66	1,156.87
担保损失准备金合计	2,121.73	2,875.37	2,601.34
负债合计	15,121.51	17,034.18	16,454.84
股本	4,500.00	4,500.00	4,500.00
其他综合收益	336.29	(2.83)	73.15
其他权益工具	3,486.45	3,495.81	3,497.05
所有者权益合计	11,134.84	10,941.54	11,092.59
利润表摘要			
担保业务收入	998.62	1,313.16	854.28
净利润	807.47	542.98	570.85
担保组合			
在保余额	63,462.15	82,782.06	90,210.27
年新增担保额	42,910.17	47,062.30	39,458.89
在保责任余额	62,201.18	80,551.73	82,366.10
融资担保责任余额	43,194.97	50,666.67	51,953.09
财务指标			
盈利能力（%）			
营业费用率	29.16	43.89	25.02
平均资产回报率	3.10	2.00	2.06
平均资本回报率	7.09	4.92	5.18
担保组合质量（%）			
年内代偿额	0.00	105.71	250.89
年内回收额	3.78	106.51	252.16
年内代偿率	0.00	0.38	0.78
累计代偿率*	0.14	0.18	0.41
累计回收率*	59.11	97.39	101.64
担保责任准备金/在保责任余额（母公司口径）	3.39	3.53	3.13
担保业务集中度（%）			
最大单一客户在保余额/净资产	13.63	13.28	12.67
最大十家客户在保余额/净资产	109.59	102.55	96.66
资本充足性			
净资产	11,134.84	10,941.54	11,092.59
净资产放大倍数（X）（母公司口径）	5.89	7.69	7.51
融资担保放大倍数（X）	4.94	5.37	5.23
流动性（%）			
高流动性资产/总资产	32.32	26.16	26.02

注：累计代偿额、累计代偿率、累计回收率为三年累计数据。

附五：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
盈利能力	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附六：中国投融资担保股份有限公司基本财务指标计算公式

指标		计算公式
盈利能力	业务及管理费	销售费用+管理费用
	营业费用率	业务及管理费/(担保业务净收入+其他业务收入-其他业务支出+投资收益+利息净收入)
	平均资本回报率	净利润/[(期末所有者权益总额+期初所有者权益总额)/2]
	平均资产回报率	净利润/[(期末资产总额+期初资产总额)/2]
风险抵御能力	高流动性资产	货币资金+交易性金融资产中的高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分-受限部分资产
	经调整的所有者权益	所有者权益-其他权益工具-有偿还义务的明股实债-其他调整项
	净资产放大倍数	在保责任余额/净资产
	融资性担保放大倍数	融资性担保责任余额/(母公司口径净资产-对其他融资担保公司和再担保公司的股权投资)

附七：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

担保公司等级符号	含义
AAA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较大。
B	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力对良好经济环境的依赖程度较高，违约风险很大。
CCC	受评公司履行代偿义务及偿还其他债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极大。
CC	受评公司基本不能履行代偿义务或偿还其他债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能履行代偿义务或偿还其他债务。

注：1、除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。2、此评级符号与中诚信国际授予其他固定收益证券发行主体的评级符号一致，具有可比性。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn