跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1716 号

山东发展投资控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

山东发展投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

山东发展投资控股集团有限公司公开发行的“19 发展 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

山东发展投资控股集团有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19 发展 01	5.00 亿元	5 年（3+2）	AAA	AAA	2019 年 9 月 20 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	205.89	243.33	247.83
所有者权益（亿元）	153.33	196.86	196.86
长期债务（亿元）	21.47	14.10	20.96
全部债务（亿元）	22.84	15.45	21.52
营业收入（亿元）	2.24	2.58	3.09
净利润（亿元）	2.82	3.16	4.48
EBITDA（亿元）	2.67	3.31	5.16
经营性净现金流（亿元）	22.03	1.97	1.26
营业利润率（%）	65.57	65.21	79.29
净资产收益率（%）	2.97	1.80	2.27
资产负债率（%）	25.53	19.10	20.57
全部债务资本化比率（%）	12.97	7.28	9.85
流动比率（倍）	1.14	0.77	1.30
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.21	0.24
EBITDA 利息倍数（倍）	136.62	29.51	18.42
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.53	0.66	1.03

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 其他应付款已计入相关债务指标核算

评级观点

2019 年，山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）继续发挥其作为山东省基础设施建设和现代产业发展的投融资主体职能，政策性委托贷款和股权投资业务发展良好，公司营业收入和净利润保持增长，投资收益有所增加，综合毛利率进一步提升；公司货币资金充足，资产质量较高，债务负担仍属很轻。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司成立时间较短、股权投资业务易受外部环境影响等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司投资范围及业务规模的不断扩大，公司综合实力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“19 发展 01”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. **政府支持力度大，外部环境良好。**公司作为山东省基础设施建设和现代产业发展的投融资主体，在资产划拨、项目来源等方面受到政府较大支持，外部发展环境良好。

2. **资产质量良好，债务负担很轻。**截至2019年底，公司现金类资产为26.92亿元，流动比率为1.30倍，速动比率为1.30倍，资产流动性较好，资产质量良好，整体债务负担仍属很轻。

关注

1. **股权投资业务易受外部环境影响。**2019年，公司投资收益为 4.25 亿元，占营业利润的比例为 85.98%。目前宏观经济下行压力较大，如被投资企业未来经营状况不佳，将会对公司经营业绩造成一定影响。

分析师

杨　野　登记编号（R0040219090001）
候珍珍　登记编号（R0040215120003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

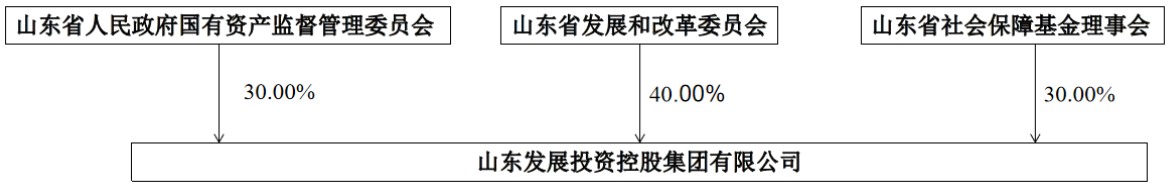
分析师：杨野 徐秋玲

联合信用评级有限公司

一、主体概况

山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）是依据山东省政府《关于同意山东发展投资控股集团有限公司组建工作有关事宜的批复》（鲁政字〔2015〕183 号文），于 2015 年 12 月在山东省工商行政管理局注册成立的省属大型国有投资控股集团，成立时注册资本为 80.00 亿元。截至 2019 年底，公司注册资本为 80.00 亿元，山东省发展和改革委员会为公司第一大股东，山东省人民政府为公司实际控制人。

图 1　截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019年，公司经营范围和组织架构未发生变化。

截至2019年底，公司合并范围内子公司共25家；公司本部共有员工63人。

截至2019年底，公司合并资产总额247.83亿元，负债合计50.97亿元，所有者权益（含少数股东权益）196.86亿元，其中归属于母公司所有者权益194.37亿元。2019年，公司实现营业收入3.09亿元，净利润（含少数股东损益）4.48亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.42亿元；经营活动产生的现金流量净额1.26亿元，现金及现金等价物净增加额-0.83亿元。

公司注册地址：山东省济南市高新区舜华路 2000 号舜泰广场 1 号楼西塔 19 层；法定代表人：孟雷。

二、债券发行及募集资金使用情况

2019 年 9 月，经中国证监会“证监许可〔2019〕1627 号”文核准，公司获准面向合格投资者公开发行总额不超过 20 亿元的公司债券。2019 年 9 月 27 日，公司成功发行“山东发展投资控股集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）”，发行规模为 5.00 亿元，票面利率为 3.55%，债券期限为 5 年，附第 3 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权，并于 2019 年 10 月 14 日在上海证券交易所上市，债券代码“155758.SH”，债券简称“19 发展 01”，募集资金扣除相关发行费用后，拟用于股权投资和补充营运资金。截至 2019 年底，“19 发展 01”债券募集资金已使用 1.34 亿元，符合募集说明书约定。截至本报告出具日，“19 发展 01”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

2019 年，我国全社会用电量稳步增长，电力延续绿色低碳发展态势，电力供需总体平衡。

电力行业是国民经济发展中最重要的基础能源产业。2019 年，我国全社会用电量稳步增长，增速有所回落。2019 年，我国全社会用电量 7.23 万亿千瓦时，较上年增长 4.50%。2019 年，第一产业用电量 780 亿千瓦时，较上年增长 4.50%；第二产业用电量 4.94 万亿千瓦时，较上年增长 3.10%；第三产业用电量 1.19 万亿千瓦时，较上年增长 9.50%。2019 年，城乡居民生活用电量 1.02 万亿千瓦

时，较上年增长 5.70%。第三产业和城乡居民生活用电量对全社会用电量增长贡献率超过 50%。

截至 2019 年底，全国全口径发电装机容量 20.10 亿千瓦，电力延续绿色低碳发展态势，非化石能源发电装机容量占比继续提高；非化石能源发电量保持快速增长；跨区、跨省送电量实现两位数增长。

2019 年，全国电力供需总体平衡。东北、西北区域电力供应能力富余；华北、华东、华中、南方区域电力供需总体平衡，其中，蒙西、冀北、辽宁、浙江、江西、湖北、海南等省级电网在部分时段采取了有序用电措施，蒙西电网从电力供应能力富余转为偏紧；预计 2020 年全国电力供需总体平衡。

四、管理分析

跟踪期内，公司高管团队变动不大；公司对外担保制度得到完善，公司整体管理运作正常。

跟踪期内，公司原董事嵇境科先生因退休原因不再担任公司董事，公司其他董事、监事及高级管理人员未发生变动。

公司制定《山东发展投资控股集团有限公司担保管理办法（试行）》，明确规定公司及子公司对外担保的权限及审批流程、担保人和担保申请人条件、担保形式及反担保要求、担保程序等，集团财务部为担保管理主管部门。公司为其非全资实际控制企业超出资比例提供担保，被担保企业其他股东必须提供合法有效的反担保；为参股企业、无产权关系的企业提供担保，被担保企业必须同时提供反担保。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，公司继续发挥支持山东省基础设施建设和现代产业发展的投融资主体职能，营业收入和净利润稳定增长，综合毛利率进一步上升。

公司作为山东省省管功能型国有资本投资运营公司，功能定位为支持山东省基础设施建设和现代产业发展的投融资主体。2019 年，公司实现营业收入 3.09 亿元，同比增长 19.65%，收入仍主要来源于划转的委托贷款的利息收入和盈余资金运营产生的利息收入；公司实现净利润 4.48 亿元，同比增长 41.75%，主要系营业收入增长、综合毛利率提升以及投资收益增加所致。

从收入构成来看，利息收入仍为公司的主要收入来源，主要包括公司本部的省基建基金利息收入、子公司山东省丝路投资发展有限公司（以下简称“丝路公司”）的委托贷款利息收入及理财资金利息收入。2019 年，公司实现利息收入 1.96 亿元，同比下降 9.90%，主要系理财收入减少所致，占营业收入的比重下降至 63.51%；公司管理费收入为 8,763.76 万元，较上年增加 8,163.12 万元，主要系丝路公司管理的莱阳项目重组，增加管理费 7,030.28 万元所致，占营业收入的比重上升至 28.36%；公司酒店收入、服务费收入等占营业收入比重较小。

表 1　2017－2019 年公司业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目		2017 年			2018 年			2019 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营	利息	19,238.64	85.76	69.69	21,784.87	84.34	67.08	19,627.66	63.51	73.74
	酒店收入	1,141.76	5.09	67.81	665.82	2.58	68.19	259.85	0.84	68.95

业务	管理费	539.27	2.40	85.20	600.64	2.33	96.42	8,763.76	28.36	99.91
	服务费收入	136.91	0.61	100.00	1,556.17	6.02	89.65	1,493.31	4.83	69.75
	文化娱乐业收入	505.45	2.25	-2.07	146.69	0.57	-265.37	47.83	0.15	-198.17
	培训收入	82.23	0.37	85.61	37.18	0.14	50.70	104.25	0.34	53.71
	IT 收入	516.33	2.30	74.87	927.54	3.59	56.63	576.79	1.87	75.06
其他业务	扶贫融资服务费	110.53	0.49	100.00	--	--	--	--	--	--
	租赁收入	161.51	0.72	96.63	32.27	0.12	49.43	33.23	0.11	54.99
	其他	--	--	--	79.66	0.31	100.00	--	--	--
合计		**22,432.64**	**100.00**	**69.05**	**25,830.84**	**100.00**	**66.94**	**30,906.68**	**100.00**	**80.45**

数据来源：公司提供

从毛利率来看，2019 年，公司利息收入毛利率为 73.74%，较上年上升 6.66 个百分点；管理费毛利率为 68.95%，较上年小幅上升 3.49 个百分点。综上，2019 年，公司综合毛利率为 80.45%，较上年上升 13.51 个百分点，主要系毛利率较高的管理费收入占比上升所致。

2．委托贷款业务

2019 年，丝路公司政策性贷款余额稳定增长，未发生违约情况；公司本部委托贷款业务仍为存续款项，2019 年无新增贷款业务。

公司委托贷款业务主要分为两部分，一是丝路公司开展的政策性贷款，包括“十一五”规划政策性贷款与“十三五”易地扶贫搬迁政策性贷款；二是根据组建公司的批复，划转至公司本部的原山东省基建基金存续的委托贷款。公司委托贷款业务的盈利，部分来源于委托贷款利息收入，部分为根据项目管理情况收取管理费用。

“十一五”政策性贷款资金来源为国家开发银行山东省分行，贷款发放对象主要为山东省重点扶持经济项目，包括：菏泽开发区建设项目、南水北调工程污水处理项目、高校及棚户区改造项目等。“十三五”扶贫贷款资金来源分为财政厅地方债、国家开发银行、农业发展银行，发放对象为山东省内易地扶贫搬迁地区，具体包括鄄城、费县、沂水、沂南、五莲、东平等地区。

截至 2019 年底，丝路公司政策性贷款业务账面余额为 15.97 亿元，较上年增加 1.70 亿元。其中，期限 36 个月以内贷款余额为 1.21 亿元（占 7.58%），3 年以上贷款余额 14.76 亿元（占 92.42%）。截至 2020 年 3 月底，丝路公司贷款项目未发生违约情况。

截至 2019 年底，公司本部的委托贷款业务仍为存续款项，2019 年内没有新增贷款业务。

3．股权投资业务

2019 年，公司股权投资业务发展平稳，投资收益保持增长，为公司利润的重要来源。

公司股权投资业务主要运营主体为舜和资本管理有限公司（以下简称“舜和资本”）和山东省一圈一带产业投资基金有限公司（以下简称“圈带基金”）。公司股权业务分为直接股权投资和私募股权基金投资。其中，直接股权投资投向行业主要为电力、能源及交通运输行业等领域，所投资企业主要为大型国有企业，近年来经营情况良好，投资收益主要来自于被投资单位的分红。私募股权基金投资主要投向包括山东省“一圈一带”区域，为山东省加快实施新旧动能转换重大工程提供有力支撑。2019 年，公司实现投资收益 4.25 亿元，较上年增长 10.23%，为公司利润的重要来源。

舜和资本成立于 2016 年 8 月，为公司全资控股的专业化资本运营管理平台，注册资本 2 亿元。舜和资本控股或参股多家基金管理公司，包括圈带基金、山东舜宁股权投资基金管理公司、山东省科技成果转化基金管理公司等，建立了涵盖天使基金、创业基金、股权基金和并购基金等全生命周

期产业发展的母子基金模式。截至 2019 年底，舜和资本直接或间接管理基金 17 支，基金募集总规模为 96.67 亿元。

圈带基金成立于 2016 年 10 月，是在山东省发展和改革委员会指导下，由公司负责发起实施的省级产业投资基金，为公司制基金，注册资本 10 亿元，运作模式主要是采用“母基金+”的方式，重点支持山东省“一圈一带”区域内重大基础设施、战略性新兴产业、高新技术产业、生态环保产业、社会民生事业、科技成果孵化等项目建设，服务区域经济社会全面协调发展。截至 2019 年底，圈带基金完成投资规模 4.73 亿元，项目带动其他社会资金配套投资 19.48 亿元。

表 2　截至 2019 年底公司主要股权投资情况（单位：亿元、%）

被投资单位	投资金额	持股比例
山东铁路发展基金有限公司	30.00	14.55
胶济铁路客运专线有限责任公司	23.66	28.29
山东核电有限公司	13.35	10.00
中国石化青岛炼油有限公司	8.22	10.00
华电莱州发电有限公司	6.57	25.00
山东铁路建设投资有限公司	5.00	1.53
济南国际机场股份有限公司	2.78	11.23

资料来源：审计报告

4．重大事项

公司现金收购山东华鹏玻璃股份有限公司股权，构成重大资产重组，对公司未来营业收入产生较大影响。

2019 年 11 月，公司全资子公司舜和资本管理有限公司（以下简称“舜和资本”）与上市公司山东华鹏玻璃股份有限公司（以下简称“山东华鹏”）控股股东张德华先生签署股份转让协议，约定张德华先生将其持有的山东华鹏 2,695.00 万股股份（占总股本 8.42%）转让给舜和资本。本次股权划转工作完成后，舜和资本将合计持有山东华鹏 16.48%股份，成为其控股股东。

山东华鹏主营高档玻璃器皿和玻璃瓶罐的研发，为 A 股上市公司，股票简称“山东华鹏”，股票代码“603021.SH”。截至 2019 年底，山东华鹏资产总额 33.27 亿元，负债总额 19.21 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 14.05 亿元；2019 年实现营业收入 8.66 亿元，净利润-0.86 亿元。山东鹏华 2019 年营业收入为公司同期营业收入（3.09 亿元）的 2.80 倍，构成重大资产重组。

2020 年 1 月 17 日山东华鹏召开 2020 年第一次临时股东大会改组董事会，改组后的董事会 9 名成员中有 6 人为公司推荐，公司取得山东华鹏的实质性控制权。本次收购完成后，公司营业收入将大幅增长。

5．经营关注

（1）对外投资风险

公司利润主要来自投资收益，如被投资企业未来经营状况不佳，将会对公司经营业绩造成一定影响。

（2）委托贷款资金回收风险

公司营业收入以委托贷款及其他债权投资业务为主，随着经济形势下行压力加大，需持续关注委托贷款及其他债权投资业务的资金回收情况。

6．未来发展

公司对未来产业布局和经营方向规划明确，可行性较高。

公司作为支持山东省基础设施建设和现代产业发展的投融资主体，将坚持贯彻供给侧结构性改革，根据省委省政府战略部署，紧紧围绕新旧动能转换重大工程，服务全省经济社会发展，促进产业结构转型升级。公司将落实省委省政府战略意图，遵循市场经济规律，深度融合政策性功能、市场化经营两大导向，扎实完成重大投融资任务，支持一批成长潜力大、综合效益好、科技含量高的优质项目，服务国计民生事业和现代产业发展；精准分析产业现状与发展趋势，整合多方资源、优化资本布局，聚焦基础设施、国计民生、智慧绿色、文化创意等产业领域，实现“基础设施+现代产业”一体融合、双轨联动新格局，塑造引导重点产业发展投资特色；积极参与国家和省里区域规划实施，在重点区域、关键节点开展投融资合作，塑造区域资源高效整合特色；建立完善符合公司实际的发展方式和盈利模式，创新经营管理体制机制，增强企业核心竞争力，塑造经营模式创新特色。

六、财务分析

公司 2019 年度财务报表已经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》进行编制。截至 2019 年底，公司纳入合并范围子公司共 25 家，较上年未发生变化，财务数据的可比性较强。

截至2019年底，公司合并资产总额247.83亿元，负债合计50.97亿元，所有者权益（含少数股东权益）196.86亿元，其中归属于母公司所有者权益194.37亿元。2019年，公司实现营业收入3.09亿元，净利润（含少数股东损益）4.48亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润4.42亿元；经营活动产生的现金流量净额1.26亿元，现金及现金等价物净增加额-0.83亿元。

1．资产质量

截至2019年底，公司资产规模较年初变化不大，仍以金融资产和对山东省内电力、铁路行业的股权投资为主，整体资产质量良好。

截至2019年底，公司合并资产总额为247.83亿元，较年初增长1.85%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占13.08%，非流动资产占86.92%，以非流动资产为主。

截至2019年底，公司流动资产为32.42亿元，较年初增长67.43%，主要系公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占33.06%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占49.97%）和预付款项（占10.83%）构成。

截至2019年底，公司货币资金为10.72亿元，较年初下降7.14%，主要系公司购买银行结构性存款所致，货币资金以银行存款为主（占98.50%）。

截至2019年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为16.20亿元，较年初增长136.04%，主要系银行结构性存款产品增加所致。

截至2019年底，公司预付款项为3.51亿元，较年初增长768.43%，主要为对自然人张德华2.18亿元（占62.01%）的股权收购款和中国电力工程顾问集团华北电力设计院有限公司1.26亿元（占35.98%）的工程设计款。

截至2019年底，公司非流动资产为215.41亿元，较年初下降3.82%，主要由可供出售金融资产（占74.29%）和长期股权投资（占11.09%）构成。

截至2019年底，公司可供出售金融资产160.03亿元，较年初变化不大，投资标的主要有山东铁

路发展基金有限公司、山东核电有限公司、胶济铁路客运专线有限责任公司等，其中按成本法计量的占77.96%；公司累计计提减值准备0.84亿元，计提比例为0.52%。

截至2019年底，公司长期股权投资为23.88亿元，较年初增长2.11%，股权投资仍集中于山东省内铁路行业；未计提减值准备。

2．负债及所有者权益

（1）负债

截至2019年底，公司负债总额较年初小幅增加，债务规模快速增长，但整体债务负担仍属很轻。

截至2019年底，公司负债总额为50.97亿元，较年初增长9.68%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占49.05%，非流动负债占50.95%，负债结构较均衡。

截至2019年底，公司流动负债为25.00亿元，较年初变化不大。公司流动负债主要由预收款项（占93.77%）构成。

截至2019年底，公司预收款项为23.44亿元，较年初变化不大，主要为公司向山东省财政厅预收的款项，代山东省政府向山东铁路发展基金有限公司出资。

截至2019年底，公司非流动负债为25.97亿元，较年初增长22.67%，主要系发行债券和增加长期借款所致。公司非流动负债主要由长期借款（占61.49%）、应付债券（占19.24%）和长期应付款（占18.58%）构成。

截至2019年底，公司长期借款为15.97亿元，较年初增长13.25%，主要为山东省财政厅拨付的地方债资金借款、中国农业发展银行山东省分行扶贫专项贷款及国家开发银行山东省分行借款。公司长期借款全部为政策性借款，资产无实质性质押。

截至2019年底，公司应付债券为5.00亿元，主要为新发行的公司债券“19发展01”。

截至2019年底，公司长期应付款为4.83亿元，较年初下降11.52%，主要系公司支付方正证券股份有限公司0.56亿元款项所致。公司长期应付款主要为代山东财政厅出资的直投基金。

截至2019年底，公司全部债务为21.52亿元，较年初增长39.25%，主要系公司发行债券以及新增银行贷款所致。其中，短期债务占2.58%，长期债务占97.42%，以长期债务为主。公司短期债务为0.56亿元，较年初下降58.98%，主要系公司归还渤海信托借款所致；长期债务为20.96亿元，较年初增长48.68%，主要系公司发行公司债券和增加银行贷款所致。截至2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为20.57%、9.85%和9.62%，较年初分别上升1.47个百分点、2.58个百分点和2.94个百分点。公司债务负担仍属很轻。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益较年初持平，所有者权益结构较为稳定。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 196.86 亿元，较年初持平。归属于母公司所有者权益 196.03 亿元（占 98.74%），其中实收资本占 41.16%，资本公积占 53.50%，公司所有者权益结构较为稳定。

3．盈利能力

2019 年，公司营业收入和净利润稳定增长，营业利润仍主要由投资收益贡献，公司整体盈利能力较上年有所提升。

2019年，公司实现营业收入3.09亿元，较上年增长19.65%，仍主要来源于划转的委托贷款的利息收入和盈余资金运营产生的利息收入；实现净利润4.48亿元，较上年增长41.75%，主要系营业成本下降及投资收益增加所致。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为1.02亿元，较上年增长22.63%，主要系管理费用增加所致。2019年，公司销售费用为2,032.26万元（占19.92%），较上年增长15.66%，主要系差旅费支出增加所致；管理费用为7,720.65万元（占75.68%），较上年增长19.20%，主要系职工薪酬增加所致；研发费用为48.35万元（占0.47%），对费用总额影响不大；财务费用为400.08万元（占3.92%），较上年增长571.81%，主要系债务规模扩大所致。2019年，公司费用收入比为33.01%，较上年小幅上升0.80个百分点。

从收入构成看，2019年，公司投资收益为4.25亿元，较上年增长10.23%，主要来自于山东省内电力及铁路企业的分红，占营业收入的比重为85.98%，为公司营业利润的主要来源。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为79.29%，较上年上升14.07个百分点；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为2.15%、2.07%和2.27%，较上年分别上升0.46个百分点、0.62个百分点和0.47个百分点。

4．现金流

2019年，公司经营活动现金流保持净流入状态，投资活动现金流由净流入转为净流出状态；因增加长期借款和发行公司债券，公司筹资活动现金流由净流出转为净流入状态。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入量为4.36亿元，较上年下降21.78%，主要系山东省财政厅拨付的代投资款和收回的委托贷款本金较上年减少所致；公司经营活动现金流出量为3.10亿元，较上年下降13.94%，主要系投入产业的基金支出减少所致。综上，2019年，公司经营活动现金流量净额为1.26亿元，较上年下降36.11%。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入量为93.06亿元，较上年下降16.10%，主要系公司收回投资收到的现金减少所致；投资活动现金流出量为101.88亿元，较上年下降3.12%，主要系公司投资支付的现金减少所致。综上，2019年，公司投资活动现金流量净额为-8.82亿元，由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入量为12.28亿元，较上年增加11.62亿元，主要系公司长期借款增长和发行公司债券所致；筹资活动现金流出量为5.55亿元，较上年下降28.32%，主要系公司偿还债务支付的现金减少所致。综上，2019年，公司筹资活动现金流量净额为6.73亿元，由净流出转为净流入。

5．偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标表现良好，未使用银行授信规模较大，整体偿债能力仍属极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的 0.77 倍和 0.76 倍上升至 1.30 倍和 1.30 倍，流动资产对流动负债的保障程度有所提高。截至 2019 年底，公司现金短期债务比由年初的 13.60 倍上升至 48.50 倍，现金类资产对短期债务的保障程度仍很高。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 5.16 亿元，较上年增长 55.99%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 1.36%）、摊销（占 0.13%）、计入财务费用的利息支出（占 2.89%）和利润总额（占 95.62%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 29.51 倍下降至 18.42 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度仍很高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.21 倍上升至 0.23 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2020 年 1 月 10 日，公司无未结清不良贷款，

已结清贷款无不良或关注类信贷记录。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保事项。

截至 2020 年 3 月底，公司不存在可能对经营或者财务产生重大不良影响的未决诉讼情况。

截至 2020 年 3 月底，公司获得金融机构授信总额 135.00 亿元，尚未使用授信额度 131.80 亿元，间接融资渠道畅通。

6．公司本部财务分析

公司本部资产以非流动资产为主，债务负担很轻，所有者权益结构稳定性很高；营业收入规模有所减少，利润仍主要来自投资收益；经营活动现金流为净流入状态，整体偿债能力极强。

截至 2019 年底，公司本部资产总额为 224.25 亿元，较年初变化不大，占公司合并口径资产总额的比重为 90.49%。其中，流动资产占 10.45%，主要为货币资金（占 23.08%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 32.62%）和其他应收款（占 44.08%）；非流动资产占 89.55%，主要为可供出售金融资（占 64.67%）和长期股权投资（占 29.00%）。

截至 2019 年底，公司本部负债总额为 15.00 亿元，较年初变化不大，占公司合并口径负债总额的比重为 66.01%。其中，流动负债占 70.81%，主要为预收款项（占 98.24%）；非流动负债占 29.19%，主要为应付债券（占 50.86%）和长期应付款（占 49.14%）。截至 2019 年底，公司本部资产负债率为 15.00%，债务负担很轻。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 190.61 亿元，较年初变化不大，主要由实收资本（占 41.97%）和资本公积（占 55.36%）构成，所有者权益稳定性很高。

2019 年，公司本部营业收入为 0.60 亿元，较上年减少 52.22%，主要系委托贷款业务规模下降所致。投资收益 3.57 亿元，资产处置损失 1.72 亿元，净利润为 2.32 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流量净额为 0.75 亿元；投资活动现金流量净额为-5.74 亿元；筹资活动现金流量净额为 4.61 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年底，公司现金类资产为26.92亿元，约为“19发展01”待偿本金合计（5.00亿元）的5.38倍，公司现金类资产对“19发展01”待偿本金的覆盖程度很高；公司净资产196.86亿元，约为“19发展01”待偿本金（5.00亿元）的39.37倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“19发展01”待偿本金的按期偿付起到积极的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司 EBITDA 为5.16亿元，约为“19发展01”待偿本金（5.00亿元）的1.03倍，公司 EBITDA 对“19发展01”待偿本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金流入为4.36亿元，约为“19发展01”待偿本金（5.00亿元）的0.87倍；经营活动产生的现金净流量为1.26亿元，约为“19发展01”待偿本金（5.00亿元）的0.25倍。公司经营活动现金流量对“19发展01”待偿本金的覆盖程度一般。

综上分析，公司对“19发展01”的偿还能力仍属极强。

八、综合评价

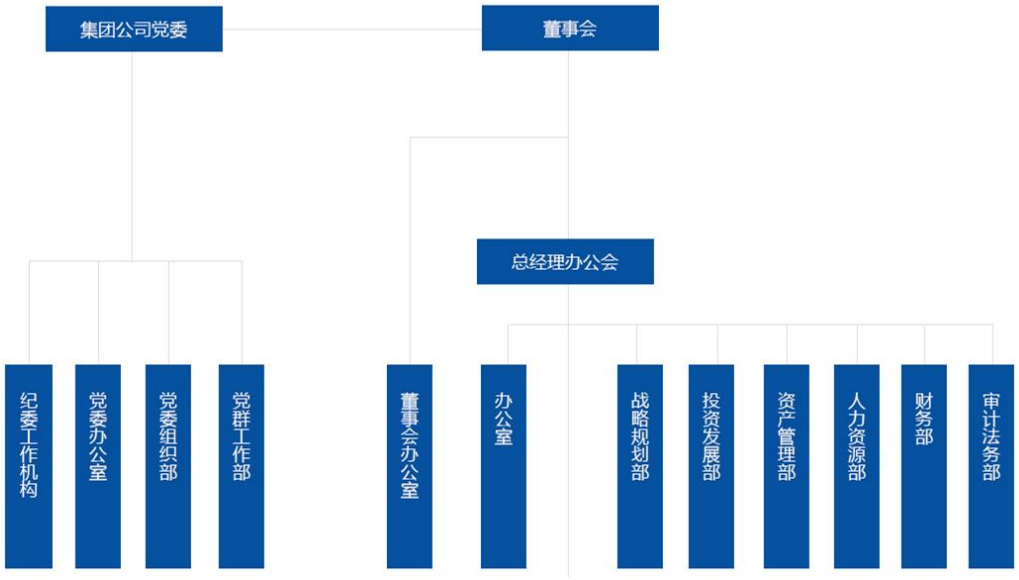
2019 年，公司继续发挥其作为山东省基础设施建设和现代产业发展的投融资主体职能，政策性委托贷款和股权投资业务发展良好，公司营业收入和净利润保持增长，投资收益有所增加，综合毛

利率进一步提升；公司货币资金充足，资产质量较高，债务负担仍属很轻。同时，联合评级也关注到公司成立时间较短、股权投资业务易受外部环境影响等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司投资范围及业务规模的不断扩大，公司综合实力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”；同时维持“19 发展 01”的债项信用等级为 AAA。

附件1　截至2019年底山东发展投资控股集团有限公司组织结构图



附件2 山东发展投资控股集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	205.89	243.33	247.83
所有者权益（亿元）	153.33	196.86	196.86
短期债务（亿元）	1.37	1.35	0.56
长期债务（亿元）	21.47	14.10	20.96
全部债务（亿元）	22.84	15.45	21.52
营业收入（亿元）	2.24	2.58	3.09
净利润（亿元）	2.82	3.16	4.48
EBITDA（亿元）	2.67	3.31	5.16
经营性净现金流（亿元）	22.03	1.97	1.26
应收账款周转次数（次）	82.32	36.77	31.06
存货周转次数（次）	50.50	65.34	36.92
总资产周转次数（次）	0.02	0.01	0.01
现金收入比率（%）	46.97	41.38	67.11
总资本收益率（%）	2.49	1.68	2.15
总资产报酬率（%）	1.92	1.45	2.07
净资产收益率（%）	2.97	1.80	2.27
营业利润率（%）	65.57	65.21	79.29
费用收入比（%）	41.26	32.20	33.01
资产负债率（%）	25.53	19.10	20.57
全部债务资本化比率（%）	12.97	7.28	9.85
长期债务资本化比率（%）	12.28	6.68	9.62
EBITDA 利息倍数（倍）	136.62	29.51	18.42
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.21	0.24
流动比率（倍）	1.14	0.77	1.30
速动比率（倍）	1.14	0.76	1.30
现金短期债务比（倍）	20.77	13.60	48.50
经营现金流动负债比率（%）	86.58	7.78	5.03
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.53	0.66	1.03

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 其他应付款已计入相关债务指标核算

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/ [（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
存货周转率	营业成本/[（期初存货余额+期末存货余额）/2]
总资产周转率	营业收入/[（期初总资产+期末总资产）/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用+研发费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。