信用评级公告

联合〔2021〕4900号

联合资信评估股份有限公司通过对山东发展投资控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东发展投资控股集团有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“19发展01”和“21发展01”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

山东发展投资控股集团有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山东发展投资控股集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 发展 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 发展 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 发展 01	10.00	10.00	2026-01-08
19 发展 01	5.00	5.00	2024-09-27

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	6
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为省管功能型国有资本投资运营公司及省内基础设施建设和现代产业发展的投融资主体，在股东背景、政府支持、投资项目来源等方面具有很强的综合竞争优势。跟踪期内，公司完成收购并控股山东华鹏玻璃股份有限公司（以下简称“山东华鹏”）以及受让上海齐鲁实业（集团）有限公司新增玻璃制造及材料贸易业务，产业结构发生调整，经营规模大幅提升；持有的股权资产优质，可获得较好的投资收益及现金流入。同时，联合资信也关注到公司部分债权资产回收存在一定不确定性、贸易业务附加值低并拉低公司综合毛利率水平等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力较强。

未来，随着公司投资范围及业务规模不断扩大，公司综合实力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 发展 01”和“19 发展 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **政府支持力度较大。**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、项目来源等方面获得政府较大支持。

2. **公司所持股权资产优质，带来了较好的投资收益和现金流入。**公司非流动资产以对山东省内电力、铁路行业的股权投资为主，2020 年，取得投资收益收到的现金为 8.31 亿元，同比增长 4.06 亿元。

3. **跟踪期内，公司债务规模有所增长，但整体债务负担轻，财务弹性良好。**截至 2020 年底，公司资产负债率为 25.29%，全部债务资本化比率为 14.85%，财务弹性良好。

分析师： 刘祎烜　谭心远
邮箱： lianhe@lhratings.com
电话： 010-85679696
传真： 010-85679228
地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

关注

1. **部分债权资产回收存在一定不确定性**。公司现有资产主要来源于股东划拨的股权及债权资产。受制于外部经济及政策环境变化，部分债权资产回收存在一定不确定性。

2. **利润主要来自投资收益**。2018－2020 年，公司投资收益占利润总额的比例分别为 123.29%、86.14%和 144.74%。若未来经济环境出现不利变化，被投资企业经营状况波动，可能对公司经营业绩造成一定影响。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产(亿元)	11.54	26.92	24.68
资产总额(亿元)	243.33	247.83	294.70
所有者权益(亿元)	196.85	196.86	220.18
短期债务(亿元)	0.00	1.91	11.95
长期债务(亿元)	14.65	21.52	26.46
全部债务(亿元)	14.65	23.42	38.41
营业收入(亿元)	2.58	3.09	51.12
利润总额(亿元)	3.13	4.94	5.74
EBITDA(亿元)	3.24	5.16	8.56
经营性净现金流(亿元)	1.97	1.26	1.16
营业利润率(%)	65.21	79.29	11.04
净资产收益率(%)	1.60	2.27	2.45
资产负债率(%)	19.10	20.57	25.29
全部债务资本化比率(%)	6.93	10.63	14.85
流动比率(%)	76.48	129.67	215.67
经营现金流动负债比(%)	7.78	5.03	5.14
现金短期债务比	*	14.13	2.07
EBITDA 利息倍数(倍)	28.90	7.05	4.93
全部债务/EBITDA（倍）	4.52	4.54	4.49

公司本部（母公司）			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额(亿元)	224.45	224.25	238.86
所有者权益(亿元)	194.37	190.61	198.66
全部债务(亿元)	0.00	5.00	10.00
营业收入(亿元)	1.27	0.60	1.35
利润总额(亿元)	2.02	1.99	2.79
资产负债率(%)	13.40	15.00	16.83
全部债务资本化比率(%)	0.00	2.55	4.79
流动比率(%)	70.87	98.39	1270.87
经营现金流动负债比(%)	9.45	3.16	94.66

注：现金类资产已剔除受限货币资金；合并口径其他应付款及长期应付款中有息部分已分别调至短期债务与长期债务；“*”代表过大
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	主体级别	债项级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 发展 01	AAA	AAA	稳定	2020-12-25	孙长征　杨野	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 发展 01	AAA	AAA	稳定	2020-6-19	杨野　侯珍珍	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文
19 发展 01	AAA	AAA	稳定	2019-9-20	孙长征　范琴	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声　明

一、本报告引用的资料主要由山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

山东发展投资控股集团有限公司
公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“山东发展”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

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 80 亿元。山东省人民政府委托山东省发展和改革委员会（以下简称“山东省发改委”）、山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）和山东省社保基金理事会（以下简称“山东社保基金”）分别持有公司 40%、30%和 30%的股权。后经多次股权变更，截至 2020 年底，公司注册资本及实收资本均为 80.00 亿元，山东省国资委、山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠”）和山东社保基金分别持有公司 70%、20%和 10%。山东省国资委为公司控股股东，山东省人民政府为公司实际控制人。

截至 2020 年底，公司通过全资子公司舜和资本管理有限公司（以下简称“舜和资本”）持有并控股山东华鹏玻璃股份有限公司（上海证券交易所上市公司，以下简称“山东华鹏”，股票代码：603021.SH）52727080 股，持股比例为 16.48%，未质押。

公司经营范围：投资与管理（不含法律法规限制行业）；资本运营；资产管理，托管经营；投资咨询。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2020 年底，公司本部设有董事会办公室、战略规划部、投资发展部、资产管理部、人力资源部、财务部等职能部门（见附件 1-2）。

截至 2020 年底，公司合并资产总额为 294.70 亿元，所有者权益合计为 220.18 亿元（含少数股东权益 17.21 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 51.12 亿元，利润总额 5.74 亿元。

公司注册地址：山东省济南市高新区经十东路7000号汉峪金谷A3-5号楼39层；法定代表人：孟雷。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级且存续的债券情况如下表所示。截至本报告出具日，上述债券募集资金均已按计划用途使用完毕。跟踪期内，“19 发展 01”正常付息，“21 发展 01”尚未到付息日。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	期限
21 发展 01	10.00	10.00	2021-01-08	5 年（3+2）
19 发展 01	5.00	5.00	2019-09-27	5 年（3+2）
合计	**15.00**	**15.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长

的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%～6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2　2017－2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格

指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有

望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

作为山东省属国有资本投资运营主体，公司资产主要为对山东省内基础设施类企业的股权投资，其中对电力、铁路、炼化等基础设施建设行业的投资收益是公司利润的重要来源，因此本报告行业分析部分从电力行业和山东省区域经济两方面阐述。

1. 电力行业

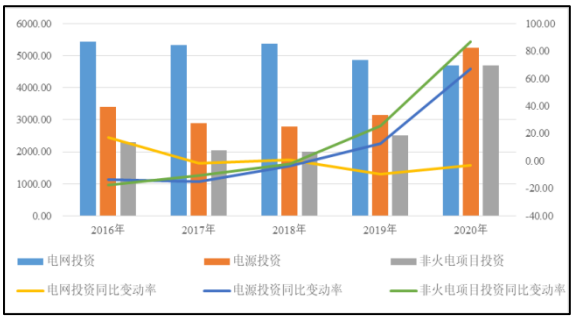
（1）行业概况

近年来，中国电力供需总体平衡，电力投资波动增长，电力装机规模持续增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，一季度全国电网建设投资完成额及发售电量规模均同比下降；伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电源建设投资完成额及发售电量规模均同比回升；且受补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响，清洁能源工程投资完成额及装机容量同比大幅增长，非化石能源发电设备装机容量及发电量不断提升，清洁能源替代作用日益突显。

根据中电联及国家能源局统计数据[1]，2020年初，受新冠肺炎疫情及春节假期影响，电力行业基建及终端用电需求减弱，1－2月全国主要发电企业电源工程及电网工程完成投资均同比下降。伴随疫情得以控制以及经济逐步复苏，2020年，全国电力投资同比增长9.6%至9944亿元。其中，电源工程完成投资5244亿元，同比增长29.2%，主要系补贴退坡引发抢装潮以及碳减排等政策影响下清洁能源项目投资建设完成额同比大幅增长（风电和太阳能发电项目投资完成额分别同比增长70.6%和66.4%）；电网工程建设完成投资4699亿元，同比下降6.2%，主要因电网企业提前一年完成国家新一轮农网改造升级任务，占电网投资比重达44.3%的35千伏及以下电网投资同比下降20.2%。

图 1　近年中国电源及电网投资情况

（单位：亿元、%）



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

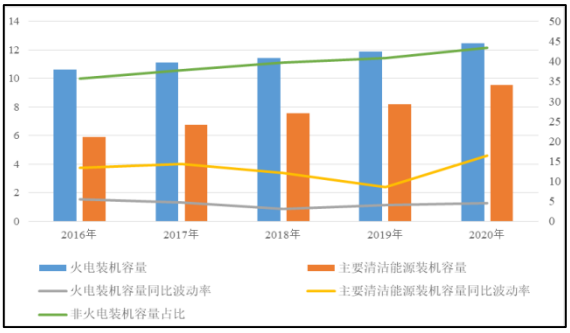
装机容量方面，中国发电装机前期快速扩张并逐步出现产能过剩问题，2016－2019年装机容量增速逐年回落，2020年呈现回升趋势。2020年，全国新增发电装机容量19087万千瓦，其中新增并网风电、太阳能发电装机容量分别为7167万千瓦和4820万千瓦，新增并网风电装机规模创历史新高。截至2020年底，中国全口径发电设备装机容量22.01亿千瓦，较上年底增长9.45%，增速提高3.63个百分点。其中，全口径非化石能源发电装机容量合计9.8亿千瓦，占全口径发电装机容量的比重为44.8%，比上年底

[1] 根据中电联披露统计数据，以历年统计报告中期初数据追溯调整上年度期末数据

提高2.8个百分点；全口径煤电装机容量10.8亿千瓦，占总装机容量的比重为49.1%，首次降至50%以下。

图 2　近年中国发电装机容量变动情况

（单位：亿千瓦、%）

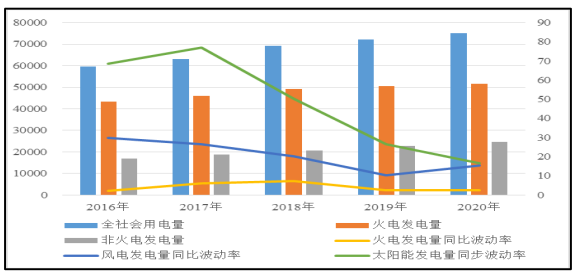


资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

发电机组运行方面，2020年，全国发电设备平均利用小时3758小时，同比降低70小时。其中，受来水情况良好，水电设备利用小时同比提高130小时，历年来首次突破3800小时；同期，核电设备利用小时同比提高59小时；而火电设备利用小时同比降低92小时；并网风电和太阳能发电设备利用小时均同比降低10小时。伴随装机容量的增长以及用电需求的小幅提高，全国全口径发电设备发电量保持增长，且延续绿色低碳发展趋势。2020年，全国全口径发电量为7.62万亿千瓦时，同比增长4.0%。其中，火电发电量较为稳定；水电和核电发电量同比稳步提高；同期，并网风电和太阳能发电量保持较高增速，分别同比增长15.1%和16.6%。整体看，2020年，全口径非化石能源发电量同比增长7.9%至2.58万亿千瓦时，占全口径发电量的33.9%，占比同比增长1.2个百分点。

图 3　中国发电量、用电量及增幅情况

（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：联合资信根据中电联及国家能源局数据整理

用电需求方面，近年来中国全社会用电量保持增长，但增速波动下降。2020年一季度，受新冠疫情肺炎影响，全社会用电量同比下降6.5%，伴随疫情得到有效控制以及国家逆周期调控政策逐步落地，复工复产、复商复市持续取得明显成效，国民经济持续稳定恢复，2020年，全社会用电量7.51万亿千瓦时，同比增长3.1%。其中，第一产业用电量同比增长10.2%，且连续三个季度增速超过10%，主要是近年来国家加大农网改造升级力度，村村通动力电，乡村用电条件持续改善，电力逐步代替人力和畜力，电动机代替柴油机，以及持续深入推进脱贫攻坚战，带动乡村发展，促进第一产业用电潜力释放。

（2）行业关注及政策调整

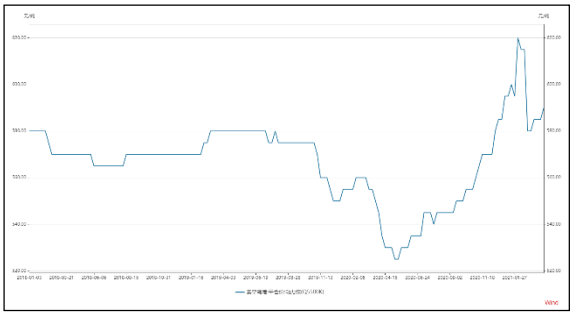
煤炭价格波动对火电企业经营压力影响较大，煤炭价格提高一定程度侵蚀火电盈利水平。此外，伴随碳减排政策的陆续出台，电源结构将逐步调整，火电调峰作用逐步突显，其装机容量占比将有所下降。

煤炭价格及供需波动

受煤炭去产能政策的逐步推动以及煤炭下游需求有所回暖影响，煤炭行情于 2016 年下半年开始复苏。截至 2016 年 11 月 9 日，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价达到峰值 610 元/吨。2017－2019 年底，秦皇岛港动力煤（Q5500k）平仓价在 550 元/吨至 600 元/吨之间震荡。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发，初期对煤炭生产及运输均有一定负面影响，导致短期内煤炭供应减弱；而同时火电企业为保障电力供应，加强储煤力度，煤炭需求随之增长，导致煤炭价格于 2020 年初有所回升。随后，政策导向煤炭保供，煤矿复工复产效果较好，主产地煤炭产量持续增加；但下游电力需求恢复不足，水电、风电等清洁能源替代效应冲击火电需求，叠加天气回暖导致供热用煤需求减弱；煤炭供应充裕，带动煤炭价格回落。2020 年下半年，伴随疫情得以控制后国内经济逐步复苏，同时受内蒙古

煤炭减产以及进口煤政策实行总量严控和冷冬气候等因素影响，煤炭供不应求，带动价格快速回升。2021 年，煤炭市场由“去产能”转为“煤炭保供”，伴随进口煤顺畅通关、煤炭主产地先进产能释放以及供暖煤炭需求减弱，煤炭市场供不应求局面得以缓和，煤炭价格自 2 月初开始有所回落，但仍保持较高水平。

图4　秦皇岛港5500大卡动力煤平仓价



资料来源：Wind

煤电上网电价调整

随着电力市场化改革的不断深化，竞争性环节电力价格加快放开，燃煤发电标杆上网电价机制已难以适应形势发展，2019 年 10 月 21 日，国家发展和改革委员会发布《关于深化燃煤发电上网电价形成机制改革的指导意见》（发改价格规〔2019〕1658 号，以下简称“《指导意见》”）。《指导意见》提出将燃煤发电标杆上网电价机制改为“基准价+上下浮动”的市场化价格机制，基准价按当地燃煤发电标杆上网电价确定，浮动幅度范围为上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，对电力交易中心依照电力体制改革方案开展的现货交易，可不受此限制；国家发改委将根据市场发展适时对基准价和浮动幅度范围进行调整；暂不具备市场交易条件或没有参与市场交易的工商业用户用电对应的电量以及燃煤发电电量中居民、农业用户用电对应的电量仍按基准价执行。《指导意见》于 2020 年 1 月 1 日起实施，并约定实施“基准价+上下浮动”价格机制的省份，2020 年暂不上浮，确保工商业平均电价只降不升，燃煤发电上网电价形成机制改革后，煤电价格联动机制不再执行。

《指导意见》的实施一定程度推动电力价格市场化，但在全社会用电需求相对平稳，并确保用户端用电成本相对稳定的前提下，电力企业将采取降电价的方式争取市场电量。整体看，受环保限产等因素影响，“基准价+上下浮动”的市场化价格机制改革短期内将压缩煤电企业利润水平。

碳减排政策

2020年9月22日，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。随后，“3060目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一，力争加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。能源企业方面，五大电力集团均提出大力发展清洁能源发电，预计至少提前五年实现“碳达峰”；国家电网有限公司也承诺“十四五”期间新增跨区输电通道以输送清洁能源为主，保障清洁能源及时同步并网，到2025年，其经营区跨省跨区输电能力达到3.0亿千瓦，输送清洁能源占比达到50%。此外，2020年以来，生态环境部陆续发布《2019－2020年全国碳排放权交易配额总量设定与分配实施方案（发电行业）》《纳入2019—2020年全国碳排放权交易配额管理的重点排放单位名单》《碳排放权交易管理办法（试行）》等文件，电力行业成为首个由试点向全国推广碳排放交易的行业。上述政策均对火电碳排放指标做出限定，在总电力需求稳步提高的前期下，清洁能源发电装机容量将快速增长，发电量占比将不断提升，同时火电调峰作用将逐步突显。

（3）行业展望

预计 2021 年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。未来，电力行业将主要围绕保障安全稳定供应及清洁低碳结构转型发展。

根据中电联发布的《2020－2021 年度全国

电力供需形势分析预测报告》，预计 2021 年全国电力供需总体平衡、局部地区高峰时段电力供应偏紧甚至紧张。当前，在国家加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局背景下，在“碳达峰”“碳中和”目标要求下，一方面，电力行业要保障电力供应安全可靠；另一方面，电力行业需加快清洁低碳供应结构转型进程，实现碳减排目标。

保障电力供应方面，首先应切实落实国家关于煤炭的保供稳价措施，保障电力燃料供应；其次要密切跟踪经济走势、电力需求、天气变化合理安排电网运行方式，加强电网运行方式和电力电量平衡协调；同时应加快构建大规模源网荷储友好互动系统，加强源网荷储协同互动，对电力柔性负荷进行策略引导和集中控制，充分利用用户侧资源，化解短时电力供需矛盾。

电力供应低碳转型方面，首先应统筹考虑各类电源中长期规划、网源规划以及电力行业内部产业链条的紧密接续，将国家清洁能源战略更好融入电力规划顶层设计，推动电力规划从供应侧、输电网向配网侧、用户端延伸，统筹电力行业各环节有序发展；其次应在发挥煤电保底支撑作用的基础上，根据区域煤电机组的特点以及在系统调节中的作用和地位，推进机组灵活性改造，加快煤电向电量和电力调节型电源转换；同时应持续优化新能源发展布局，提高新能源在电网的渗透率，保障高比例新能源消纳。

“十四五”期间，新能源消纳、煤电转型都将面临更多挑战，对此，电力行业需理顺市场环境下电价形成机制，加强中长期市场和现货市场的协调，加快和完善碳市场建设。

2. 区域环境分析

2020 年，山东省政府积极推进新旧动能转换，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，深化供给侧结构性改革。公司作为山东省政府授权的投资主体和国有资本运营机构，外部环境良好。

根据《2020 年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，山东省实现生产总值 73129.0 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%。分产业看，第一产业增加值 5363.8 亿元，增长 2.7%；第二产业增加值 28612.2 亿元，增长 3.3%；第三产业增加值 39153.1 亿元，增长 3.9%。三次产业结构由上年的 7.3：39.9：52.8 调整为 7.3：39.1：53.6。

2020年，山东省政府持续推进新旧动能转换工作，坚决淘汰落后产能，压减焦化产能729万吨，退出地炼产能1176万吨。坚决改造提升传统动能，世界高端铝业基地、山东重工绿色智造产业城等重大制造业项目落地实施；工业技改投资比上年增长17.6%。培育壮大新动能方面，新技术、新产业、新业态、新模式等“四新”经济增加值占比达到30.2%，投资占比达到51.3%。2020年，省内新登记“四新”经济企业增长83.4%。新增高新技术企业3157家，总量达到1.46万家，增长27.5%。高新技术产业产值占规模以上工业产值比重为45.1%，比上年提高5.0个百分点。十强产业中，新一代信息技术制造业、新能源新材料、高端装备等增加值分别增长14.5%、19.6%和9.0%，依次高于规模以上工业9.5、14.6和4.0个百分点。高技术制造业增加值增长9.8%，高于规模以上工业4.8个百分点。光电子器件、服务器、半导体分立器件、碳纤维、工业机器人等高端智能产品产量分别增长24.8%、35.3%、15.5%、129.5%和24.9%。软件业务收入5848.5亿元，增长12.4%；软件业务出口15.8亿美元，下降1.0%。

基础设施建设方面，高速铁路建设扎实推进，在建6条高铁，潍莱高铁建成通车，高铁通车里程达到2110公里。高速公路建设强力推进，公路通车里程28.68万公里，比上年增加6489公里。其中，高速公路通车里程达到7473.4公里，新增1026公里。水运建设成绩显著，沿海港口生产型泊位607个，其中新增万吨级以上深水泊位14个，累计达到340个。能源项目建设全力推动，原油、成品油、天然气管道里程分别为3980

公里、2200公里和6730公里。可再生能源发电装机总容量4541.2万千瓦，占电力总装机容量的28.6%，比上年提高6.0个百分点；光伏、生物质发电装机居全国首位。

山东省经济社会发展态势良好，为公司经营提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司注册资本及实收资本均为80.00亿元，控股股东为山东省国资委，持股比例为70%；公司实际控制人为山东省人民政府。

2. 企业规模及竞争力

公司作为山东省基建及产业发展的重要投融资主体，跟踪期内，在山东省内基础设施建设及产业投资领域维持优势地位，项目来源广泛，具有较强的融资、投资项目管理和资源整合、协调能力。

截至 2020 年底，公司下辖山东省丝路发展投资有限公司（以下简称“丝路公司”）、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”）等 77 家子公司。

根据山东省委、省政府的工作部署安排，丝路公司被省政府确定为山东省“十三五”易地扶贫搬迁项目省级投融资主体，承担国家“十三五”规划中易地扶贫搬迁项目融资和扶贫资金的投放，规划总投资约 31.20 亿元，项目规划实施范围涉及全省 7 个县（区）、24 个乡镇、86 个行政村、14405 户、46169 人。

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。舜和资本业务涵盖天使基金、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；先后组织实施了公司制基金、有限合伙制基金、契约式基金等不同组织形式的基金产品备案工作，通过存续期、结构化、决策机制等差异化设计，广泛吸引社会资本参与。截至 2021 年 3 月底，舜和资本直接或间接管理基金 17 支，基金募集总规模为 107.33 亿元。

圈带基金是公司负责发起实施的省级产业投资基金，注册资本 10.00 亿元，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。依据项目的性质，按照合伙协议或项目合同约定的金额和期限，获取投资收益。

公司积极参与省政府重点项目资源整合工作，项目来源广泛：除山东省发改委推荐项目外，公司通过与省财政厅等有关部门对接直投基金投资项目、接入山东省重大工程项目储备库等措施挑选符合公司功能定位和规划方向的项目。

3. 企业信用记录

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》（中征码3701120000039511），截至2021年4月25日，公司本部已结清和未结清信贷业务中，均无不良和关注类信贷信息记录。

七、管理分析

跟踪期内，公司除部分董事及高级管理人员变动外，在法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

根据山东省人民政府国有资产监督管理委员会（鲁国资任字〔2020〕10 号、鲁国资任字〔2020〕11 号），委派张希才为公司财务总监及外部董事。

根据中国共产党山东省委员会《中共山东省委关于赵辉、李建同志任职的通知》（鲁委

〔2020〕555 号），省委批准赵辉、李建任公司党委委员。

根据中国共产党山东省委员会《中共山东省委关于王智永等 3 名同志任职的通知》（鲁委〔2020〕556 号）和公司第一届董事会第 58 次会议全体董事表决通过，任命王智永、赵辉、李建为公司副总经理，王智永不再兼任山东发展投资控股集团有限公司董事会秘书。

经公司职工大会暨工会会员大会投票表决通过，王智永不再担任职工董事职务、尚存领不再担任职工监事职务，民主投票选举尚存领为第二届职工董事。

八、重大事项

1．控股股东变更

公司控股股东由山东省发改委变更为山东省国资委。

根据《山东省人民政府关于调整部分省属国有企业国有股东持股比例的通知》（鲁政字〔2018〕55 号）、《山东省人民政府关于山东省土地发展集团有限公司等 3 户省属企业国有产权无偿划转有关事项批复》（鲁政字〔2020〕8 号）：（1）将山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东省社保基金理事会”）持有的省属企业 20%国有资本及享有的权益一次性调整至山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠”）持有；（2）将山东省发改委持有公司 40%的国有产权及享有权益无偿划转至山东省国资委，产权划转后，山东省国资委对公司履行出资人职责，山东省发改委继续对公司履行业务指导和工作协调等职责。

变更后，公司的股东包括山东省国资委、山东国惠投资有限公司和山东省社保基金理事会，持股比例分别为 70%、20%和 10%。本次国有产权无偿划转工作完成后，山东省国资委成为公司控股股东，公司实际控制人为山东省人民政府。2020 年 7 月 10 日，公司完成工商变更，取得中国（山东）自由贸易试验区济南片区管理委员会发放的营业执照。

2．重大资产重组

公司现金收购山东华鹏股权，构成重大资产重组。

2019 年 11 月，公司全资子公司舜和资本与上市公司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 2695.00 万股股份（占总股本 8.42%）转让给舜和资本，合计对价 2.18 亿元。股权划转工作完成后，舜和资本合计持有山东华鹏 16.48%股份，成为其控股股东。

山东华鹏是国内日用玻璃行业龙头企业，产品覆盖玻璃瓶罐集日用玻璃器皿，全产业链运营，产能充足。截至 2020 年底，山东华鹏资产总额 35.97 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 14.48 亿元；2020 年实现营业收入 9.94 亿元，利润总额 0.86 亿元。

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。

上海齐鲁实业（集团）有限公司与深圳市东华实业（集团）有限公司股权无偿划入

根据山东省国资委 2020 年 7 月 17 日印发《山东省国资委关于上海齐鲁实业（集团）有限公司 100%国有产权无偿划转有关问题的通知》（鲁国资产权字〔2020〕45 号），以 2019 年 12 月 31 日经审计的财务报表数据为基础，将山东省国资委、山东国惠和山东社保基金分别持有的上海齐鲁实业（集团）有限公司（以下简称“上海齐鲁”）70%、20%、10%国有产权及享有的权益，无偿划转给公司持有。

根据《关于深圳市东华实业（集团）有限公司 15%国有产权无偿划转有关事项的通知》（鲁发展发〔2020〕18 号），以 2019 年 12 月 31 日经审计的财务报表数据为基础，将上海齐鲁持有的深圳市东华实业（集团）有限公司（以下简称“深圳东华”）15%国有产权及享有的权益，无偿划转给公司持有。无偿划转后，公司持有

深圳东华100%的股权。上述整合及股权划转完成后，上海齐鲁和深圳东华将成为公司的全资子公司。

上海齐鲁主营业务为化工产品进出口贸易及供应链服务。截至2020年底，上海齐鲁资产总额合计13.11亿元，所有者权益合计5.64亿元；2020年实现收入37.13亿元，利润总额-0.10亿元。深圳东华主要业务包括酒店运营及投资业务，运营包括深圳东华假日酒店、深圳市东华嘉悦商务酒店、深圳市亚美酒店公寓等三家酒店。截至2020年底，深圳东华总额合计7.66亿元，所有者权益合计4.08亿元；2020年实现收入1.02亿元，利润总额-264.84万元。

九、经营分析

1. 经营概况

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，跟踪期内，随着山东华鹏和上海齐鲁纳入合并范围，公司新增玻璃制造和贸易业务，产业结构有所调整，收入规模显著增长。受低毛利率的贸易业务收入占比提升影响，公司综合毛利水平大幅下滑。

2020年，公司主营业务主要由利息收入、玻璃制造业务、贸易业务和以基金管理费和酒店收入为主的其他业务构成，当年实现收入51.12亿元。由于上海齐鲁及山东华鹏纳入合并范围，公司2020年新增化工产品贸易和玻璃制造业务，当年分别实现收入36.74亿元和9.79亿元，占公司主营业务收入的71.87%和19.15%。公司利息收入主要来自原省基建基金委托贷款、丝路公司政策性贷款和盈余资金运营三部分，2020年实现收入1.98亿元，同比变动不大。2020年，公司其他业务同比增长113.04%至2.61亿元，主要系深圳东华纳入合并范围新增酒店收入所致。

从毛利率来看，跟踪期内，受新增低附加值的贸易业务且其占收入比重大影响，公司综合毛利率同比大幅下滑至11.64%。其中，贸易业务毛利率为0.14%；玻璃制造业务毛利率为27.44%；利息收入毛利率为78.28%，跟踪期内保持高水平；其他业务毛利率为63.60%。

表3　2018－2020年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
利息收入	2.18	84.82	67.08	1.96	63.43	73.74	1.98	3.87	78.28
玻璃制造	--	--	--	--	--	--	9.79	19.15	27.44
贸易业务	--	--	--	--	--	--	36.74	71.87	0.14
其他业务	0.39	15.18	65.66	1.12	36.57	92.22	2.61	5.11	63.60
营业收入	**2.57**	**100.00**	**68.70**	**3.09**	**100.00**	**80.47**	**51.12**	**100.00**	**11.64**

资料来源：公司提供

2. 委托贷款业务

委托贷款利息收入为公司营业收入的重要来源，跟踪期内，丝路公司政策性贷款业务规模有所收缩，风险管控和贷后管理措施较完善；山东省基建基金委托贷款均为存续款项，公司正逐步对其清收处置。

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收入，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的管理费用。

（1）丝路公司政策性贷款业务

“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，包括鄄城、费县、沂水、沂南、五莲、东平等地区。

风险管控方面，对于经营性项目，丝路公司要求融资人采取抵押、质押、合格第三方保证等多种担保方式降低风险；对于政府项目，采用政府购买服务形式将还款资金纳入财政预算提供还款保证等措施降低风险。丝路公司单项贷款金额一般不超过 7.5 亿元，期限通常为 10～20 年。

贷后管理措施方面，丝路公司定期对借款人的经营状况、经营效益、资信情况进行综合评价；对项目单位和建设项目进行实地检查，判断借款人经营是否正常、有无重大变化，督促项目单位及时偿还贷款本息；丝路公司对问题项目实施跟踪检查、对贷款的担保条件进行检查；并发挥金融机构及开发银行的优势，与其相互协作，形成整体的监管措施，降低信贷风险。

跟踪期内，丝路公司政策性贷款业务规模有所收缩。截至 2020 年底，政策性贷款业务账面余额为 11.34 亿元。其中，期限 36 个月以内贷款余额为 1.85 亿元（占 16.31%），3 年以上贷款余额 9.49 亿元（占 83.69%）。截至 2020 年底，丝路公司贷款项目未发生违约情况。

（2）山东省基建基金委托贷款业务

山东省基建基金是山东省政府为支持山东省重点项目建设设立的财政性专项建设资金，主要由能交基金、煤炭基金、电力基金、铁路基金、路港建设费及省筹其他基金滚动积累组成，自 1988 年起实行统一管理，以股权投资和委托贷款等方式用于山东省重点产业和重点项目建设。

根据《山东省人民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），山东省基建基金持有的股权资产、债权资产和货币资金划转用于组建山东发展投资控股集团有限公司。自 2017 年起省基建基金相关资产陆续入账，债权资产主要为委托贷款，公司针对该部分资产加强了存续期管理和回收处置工作。

截至 2020 年底，相关债权资产账面价值为 3.94 亿元，均为原划转债权资产的存续款项，跟踪期内，正常类及关注类陆续完成回收。公司债券资产中次级类金额占比为 88.37%，主要系相应委托贷款存在逾期情况，按照五级分类标准划分为次级类所致。公司以净值入账，目前正在逐步进行该部分委托贷款的清收处置工作。

3. 股权投资业务

跟踪期内，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、圈带基金、济南产业发展基金管理有限公司（以下简称“发展基金”）等公司。公司股权投资业务分为直接股权投资和私募股权基金投资。

（1）直接股权投资

公司直接股权投资项目包括接收的省基建基金股权资产和公司成立后直接投资的股权项目。公司主要投资于成熟期的企业，作为省管功能型国有资本投资运营公司，项目来源稳定，除公司股东推荐项目外，公司还可采取接入山东省重大工程项目储备库等措施挑选符合公司功能定位和规划方向的项目。

公司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，跟踪期内经营情况良好，为公司带来了较好的投资收益和现金流入。截至 2020 年底，公司重要直接股权投资项目共 18 个，账面价值合计 162.78 亿元。2020 年，公司实现投资收益 6.55 亿元，同比增长 54.12%，获得现金分红 6.06 亿元，同比增长 27.58%，投资收益及相应的现金流入主要来源于对有关国有企业的股权投资。

表 4　截至 2020 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
华电国际电力股份有限公司	31.08	8.84
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
邯济铁路有限责任公司	22.92	40.97
山东核电有限公司	14.19	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	8.03	25.00
山东铁路建设投资有限公司	5.00	1.53
泰合资产管理有限公司	3.00	15.00
鲁南中联水泥有限公司	1.16	19.66
华电潍坊发电有限公司	5.00	30.00
合计	**152.26**	**--**

资料来源：公司审计报告

（2）私募股权投资

舜和资本为公司全资控股的专业化资本运营管理平台，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有限公司、济南舜腾股权投资管理有限公司等。以上主体和公司子公司发展基金为私募股权投资业务的主要经营主体。

公司私募股权基金主要投向包括山东省“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，致力于通过服务区域经济全面协调发展，为山东省加快实施新旧动能转换重大工程和推进扶贫协作政治任务提供支撑。公司私募股权基金投资主要以 IPO、新三板、并购、回购或其他方式实现投资退出，通过股权增值和股息收取等方式实现收益。截至 2021 年 3 月底，舜和资本直接或间接管理基金 17 支，基金募集总规模为 107.33 亿元，跟踪期内，恒通物流股份有限公司项目实现退出，退出收益 1188.86 万元；山东万斯达集团有限公司项目实现退出，退出收益 2450.24 万元。2020 年，舜和资本作为基金管理方实现管理费收入 0.13 亿元。

4. 玻璃制造业务

跟踪期内，玻璃制造业务经营主体山东华鹏业务运营稳定，产能利用充足，成为公司收入利润的重要补充。

山东华鹏主营高档玻璃器皿和玻璃瓶罐的生产与销售。其中，玻璃瓶罐按用途分为酒水饮料瓶、食品调味品瓶，以及医药包装瓶等 3 大类十几个品种；玻璃器皿主要为玻璃高脚杯产品。山东华鹏拥有著名商标“石岛”和高端子品牌“弗罗萨”。

截至 2020 年底，山东华鹏资产总额 35.97 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 14.48 亿元；2020 年实现营业收入 9.94 亿元，利润总额 0.86 亿元。其中，玻璃产品制造业务实现收入 6.41 亿元。

采购方面，山东华鹏的原材料以玻璃棉、石英砂、纯碱、碎玻璃、石灰石、白云石等为主，燃料动力主要包括块煤、天然气以及电等。山东华鹏纯碱和块煤等大宗物料的采购由其总部采购中心统一组织实施。2020 年，山东华鹏向前五大供应商采购金额合计为 1.35 亿元，占采购总额的 31.26%，集中度一般。

生产方面，山东华鹏主要采用“以销定产”的生产经营模式，玻璃器皿均在其总部生产，玻璃瓶罐由总部瓶罐生产部和各子公司生产。玻璃瓶罐作为公司主打产品，截至 2020 年底，产能合计 25.51 万吨/年，2020 年产量合计 23.84 万吨，产能利用率 93.45%，同比变动不大且保持较高水平。

销售方面，在国内市场，山东华鹏玻璃瓶罐以直销模式为主，2020 年，山东华鹏玻璃瓶罐合计销量 22.06 万吨，同比下滑 22.68%，实现收入 4.78 亿元；玻璃器皿以经销模式为主，仅对少数客户采用直销，2020 年玻璃器皿实现收入 0.96 亿元。在出口市场，主要采用经销（经贸）方式。2020 年，山东华鹏向前五大客户销售金额合计 1.00 亿元，占销售总额的 15.24%，下游客户较分散。

5. 贸易业务

跟踪期内，公司增加化工产品贸易业务，

成为公司重要收入来源。公司贸易业务附加值低，上下游集中度高，若主要客户出现信用风险，将对公司产生一定不利影响。

公司贸易业务主要由上海齐鲁下属全资子公司上海广颖国际贸易有限公司（以下简称“上海广颖”）和上海齐鲁瀛莱（以下简称“齐鲁瀛莱”）企业发展有限公司负责运营。

上海广颖和齐鲁瀛莱主要从事塑料原料（聚乙烯 PE、聚丙烯 PP 等）、液体化工产品（液化石油气、甲醇、乙二醇、苯乙烯、芳烃）等化工产品的进口、转口、代理业务及国内石油化工企业聚乙烯、液化石油气的购销业务。公司贸易业务分为国内贸易和进出口贸易两部分。其中，国内贸易分为自营业务和代理业务，自营业务是自国内供应商采购，贸易公司寻找国内终端客户进行直销；代理业务是根据代理商的要求向指定下游客户进行购货，按照供应价格上浮一定比例收取代理费。公司进出口贸易全部为代理业务模式，自国外供应商进行采购，向国内下游客户进行销售。2020 年，国内贸易收入 13.35 亿元，其中自营业务 12.37 亿元，代理业务 0.98 亿元；进出口贸易实现收入 23.39 亿元。

公司外贸业务主要进口地区包括伊朗、阿曼、科威特。2020 年，公司进口合计金额 10.27 亿元；结算方式全部为国际信用证（全部为美元），账期为 3 个月。进口商品主要包括丙烷、乙烯、丁烷和醇类，进口金额分别为 6.68 亿元、1.47 亿元、1.18 亿元和 0.94 亿元。内贸业务方面，主要内贸商品包括铜、纸、棉花、聚乙烯等，结算方式电汇和现金结算，均为款到发货，无账期。2020 年，公司贸易业务上下游前五大占比分别为 49.00%和 38.00%，公司贸易业务上下游集中度尚可。

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，根据山东省委、省政府的战略部署，计划围绕山东省新旧动能转换工作，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；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；积极参与国家和地方规划实施，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。

7. 经营效率

受合并范围及经营结构变动的影响，公司经营效率变动较大。2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 8.92 次、21.02 次和 0.19 次。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年合并财务报告，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。

合并范围方面，截至 2020 年底，公司纳入合并范围的子公司共 77 家，较上年底增加 55 家，减少 1 家，处置 2 家。公司合并范围变动较大，财务可比性较弱。

截至2020年底，公司合并资产总额为294.70亿元，所有者权益合计为220.18亿元（其中少数股东权益17.21亿元）。2020年，公司实现营业收入51.12亿元，利润总额5.74亿元。

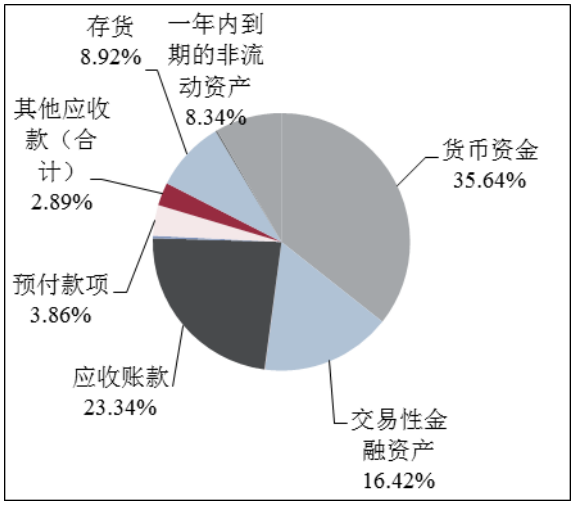
2. 资产质量

截至 2020 年底，受合并范围变化影响，公司资产规模有所增长，构成仍以对山东省内电力、铁路行业的股权投资为主，现金类资产充裕，股权资产优质。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司资产总额 294.70 亿元，较上年底增长 18.91%。资产构成方面，流动资产占 16.53%，非流动资产占 83.47%，资产结构以非流动资产为主。

图 5　截至 2020 年底公司流动资产构成情况



数据来源：联合资信整理

截至 2020 年底公司流动资产为 48.71 亿元，较上年底增长 50.26%，主要系合并范围变动，新增贸易及玻璃制造业务带动应收账款等经营性资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金 17.09 亿元（占 35.09%）、交易性金融资产 7.88 亿元（占 16.17%）、应收账款 11.19 亿元（占 22.98%）、存货 4.28 亿元（占 8.78%）和一年内到期的非流动资产 4.00 亿元（占 8.21%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金为 17.09 亿元，较 2019 年底增长 59.46%，主要系合并范围变动所致。其中，受限货币资金 0.31 亿元，受限比例低。

截至 2020 年底，公司交易性金融资产合计 7.88 亿元，较上年底减少 51.39%，主要系公司赎回银行结构性存款所致。公司交易性金融资产全部为银行结构性存款。

截至 2020 年底，公司应收账款合计 11.19 亿元，较上年底大幅增长，主要系公司新增材料贸易及玻璃制造业务所致。其中，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款合计 7.50 亿元，一年以内的占 60.80%，1－2 年的占 20.53%，2 年以上的占 18.67%，公司应收账款整体账龄较长。期末欠款方余额前五名合计 5.42 亿元，占公司应收账款余额的 42.82%，集中度较高。

表 5　截至 2020 年底公司应收账款欠款方余额前五名

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	占比
天邦食品股份有限公司	5.00	39.50
耒阳市自然资源局	0.12	1.01
临沂洁盛园林工程有限公司	0.10	0.79
大庆油田天宇工程设计有限责任公司	0.10	0.76
西藏福地天然饮品包装有限责任公司	0.10	0.76
合计	**5.42**	**42.82**

资料来源：公司提供、联合资信整理

截至 2020 年底，公司存货账面价值为 4.28 亿元，较 2019 年底大幅增长，主要系公司将山东华鹏纳入合并范围，原材料和库存商品增长所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动资产合计 4.00 亿元，全部为一年内到期的长期应收款。

（2）非流动资产

截至 2020 年底公司非流动资产为 245.99 亿元，较上年底增长 14.19%。截至 2020 年底，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 67.52%）、长期应收款（占 5.47%）、长期股权投资（占 10.99%）和固定资产（合计）（占 6.78%）构成。

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产合计 166.10 亿元，较上年底增长 3.79%。其中，以成本计量可供出售权益工具余额 131.99 亿元，以公允价值计量的可供出售权益工具余额

29.24 亿元。公司按成本计量的可供出售金融资产主要为山东铁路发展基金有限公司（30.00 亿元）、山东核电有限公司（14.19 亿元）、胶济铁路客运专线有限责任公司（23.66 亿元）等 41 家被投企业股权组成。2020 年计提减值准备 1.85 亿元。

截至 2020 年底，公司长期应收款合计 13.47 亿元，较上年底减少 23.95%，主要系收回部分借款及部分转入一年内到期的非流动资产所致。截至 2020 年底，公司长期应收款主要由专项扶贫款（11.34 亿元）、应收拆迁款 2.10 亿元和借款（0.03 亿元）构成。

截至 2020 年底，公司长期股权投资为 27.03 亿元，较上年底增长 13.19%，全部为对联营企业的投资。其中，主要为对邯济铁路有限责任公司的投资（23.80 亿元）。2020 年，公司长期股权投资权益法下合计确认投资收益 0.74 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产为 16.69 亿元，较 2019 年末大幅增长，主要系山东华鹏纳入合并范围，公司房屋及建筑物、机器设备等固定资产大幅增长所致。公司固定资产累计折旧 10.68 亿元，计提减值准备 0.06 亿元。截至 2020 年底，公司固定资产抵押合计 4.11 元。

截至 2020 年底公司商誉规模为 3.24 亿元，较上年底大幅增长，主要系收购山东华鹏形成的 2.20 亿元商誉。

公司其他非流动资产主要由委托贷款、工程及设备款和土地款构成，截至 2020 年底，公司其他非流动资产账面余额合计 10.48 亿元，其中委托贷款账面余额 9.04 亿元，计提减值准备 5.00 亿元，工程及设备款 1.27 亿元。截至 2020 年底，公司其他非流动资产账面价值合计 5.48 亿元。

受限资产方面，截至 2020 年底，公司合计受限资产 5.77 亿元，其中主要为固定资产受限 4.11 亿元和无形资产受限 1.34 亿元。公司整体资产受限规模较小。

3. 所有者权益及负债

截至 2020 年底，公司所有者权益稳定性良好，受合并范围变动影响，少数股东权益规模有所增长；公司有息债务规模整体可控，债务结构以长期债务为主，财务弹性良好。

（1）所有者权益

截至 2020 年底，公司所有者权益为 220.18 亿元，较上年底增长 11.84%。其中，少数股东权益较上年底大幅增长，主要系山东华鹏纳入合并范围，公司持股比例较低所致。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 39.42%、资本公积占 54.77%、盈余公积占 0.58%、未分配利润占 6.91%。

（2）负债

截至 2020 年底，公司负债总额为 74.52 亿元，较上年底增长 46.20%。截至 2020 年底，公司负债总额中流动负债占 30.31%，非流动负债占 69.69%。公司负债以非流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债为 22.58 亿元，较上年底下降 9.66%。截至 2020 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 31.99%）、应付票据（占 13.02%）、应付账款（占 18.74%）、预收款项（占 8.42%）和其他应付款（占 13.15%）构成。

截至 2020 年底，公司新增短期借款 7.23 亿元，主要系山东华鹏纳入合并范围所致。公司短期借款以抵押借款为主，占短期借款总额的 91.42%。

截至 2020 年底，公司新增应付票据 2.94 亿元，主要系新增贸易业务增加票据结算所致。同期，公司应付账款较上年底大幅增长至 4.23 亿元，前五大债权单位合计 0.54 亿元，集中度较低。

截至 2020 年底，公司预收款项同比大幅减少至 1.90 亿元，主要系部分代政府出资款项转入长期应付款核算所致。截至 2020 年底，公司预收款项主要由预收货款（1.55 亿元）构成。

截至 2020 年底，公司其他应付款为 2.97 亿元，较上年底大幅增长 141.46%，主要系代收代

付款增长所致。公司其他应付款主要由往来款（1.20 亿元）、代收代付款（0.87 亿元）和借款（0.43 亿元）构成。其他应付款前五名合计 0.11 亿元，集中度较低。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 51.93 亿元，较上年底大幅增长 99.98%。截至 2020 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 32.42%）、应付债券（占 9.62%）和长期应付款（合计）（占 57.62%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款为 16.84 亿元，较 2019 年末增长 5.46%。公司长期借款以质押借款为主（11.34 亿元），抵押借款与信用借款分别为 0.50 亿元和 5.00 亿元。

截至 2020 年底，公司应付债券合计 5.00 亿元，为公司于 2019 年发行的 5 年期 5 亿元的公司债券“19 发投 01”。

截至 2020 年底，公司长期应付款合计 29.92 亿元，较 2019 年底大幅增长，主要系预收山东省财政厅直投基金款转入长期应付款科目所致。截至 2020 年底，应付山东省财政厅直投基金款余额 28.15 亿元，占公司长期应付款总额的 94.08%。

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务合计 38.41 亿元，较 2019 年底增长 63.97%。其中，短期债务 11.95 亿元，长期债务 26.46 亿元，债务结构以长期债务为主。截至 2020 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均较上年底有所增长，分别为 25.29%、14.85%和 10.73%。

4.盈利能力

受合并范围变动影响，2020 年公司收入规模快速增长，低附加值的贸易与玻璃制造业务拉低公司整体营业利润率。投资收益规模快速增长，对公司利润贡献大，若未来被投资企业经营状况波动，或将对公司经营业绩产生一定影响。

2020 年，随着合并范围新增山东华鹏及上海齐鲁，公司营业收入快速增长，2020 年营业收入规模同比大幅增长至 51.12 亿元。同期，营业成本同比大幅增长至 45.17 亿元。公司营业利润率为 11.04%，2020 年营业利润率大幅下滑主要系低附加值的材料贸易业务收入占比大幅增长所致。

2020 年，公司期间费用为 5.42 亿元，同比增长 430.97%。其中，受合并范围变动影响，职工薪酬及折旧摊销等费用带动管理费用同比大幅增长至 3.32 亿元。受有息债务规模增长影响，财务费用同比大幅增长至 1.00 亿元。同期，公司期间费用率为 10.60%，公司整体费用控制能力尚可。

2020 年，公司实现投资收益 8.31 亿元，2020 年投资收益同比大幅增长主要来自出售部分可供出售金融资产获得的投资收益。2020 年公司资产减值损失为 4.13 亿元，同比大幅增长，主要来自委托贷款业务计提减值损失所致。

2020 年，公司实现利润总额 5.74 亿元。同期，公司投资收益占利润总额比例为 144.74%，利润总额主要来自投资收益。从盈利指标来看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均同比增长，分别为 2.52%和 2.45%

5. 现金流

2020 年，公司经营活动现金持续呈净流入状态，投资活动资金需求较大，公司存在一定的外部融资需求。

经营活动方面，受公司开展材料贸易业务的影响，2020 年，公司经营活动现金流入和流出规模分别同比大幅增长至 52.71 亿元和 51.55 亿元。2020 年，公司经营活动现金流量净额为 1.16 亿元，同期，公司现金收入比为 98.31%，公司经营获现能力一般。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入和流出规模分别为 110.56 亿元和 105.70 亿元。收到与支付其他与投资活动有关的现金主要为往来借款，2020 年分别为 11.28 亿元和 10.72 亿元。考虑到对外投资规模较大，公司存在一定对外融资需求。

筹资活动方面，2020 年，公司筹资活动现

金流入量同比大幅增长，为 21.77 亿元，同比增长 77.30%。同期，筹资活动现金流出量为 21.70 亿元，同比大幅增长。公司筹资活动现金流量净额为 0.08 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司债务规模整体可控，财务弹性良好，现金类资产充裕，长短期偿债指标良好。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率和速动比率分别为215.67%和196.73%。公司现金类资产充裕，短期债务规模较小，2020年公司现金短期债务比为2.07倍。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA同比增长至8.56亿元；同期，受债务规模增长，财务费用上升的影响，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA逐年增长，分别同比下降至4.93倍和4.49倍。

截至2021年3月底，公司共获得各家商业银行授信额度总量为人民币201.84亿元，尚未使用额度184.11亿元，间接融资渠道通畅。此外，公司控股子公司山东华鹏为国内A股上市公司，具有直接融资渠道。

截至2021年3月底，公司无对外担保及重大诉讼。

7. 公司本部财务概况

公司本部资产流动性较强，债务负担轻，财务弹性良好。

截至 2020 年底，公司本部资产总额 238.86 亿元，其中流动资产 26.18 亿元，非流动资产 212.68 亿元；流动资产主要由其他应收款 18.63 亿元构成，其中，本部货币资金合计 3.99 亿元；非流动资产以可供出售金融资产 128.52 亿元和长期股权投资 73.01 亿元为主。

截至2020年底，公司本部负债合计40.20亿元，其中流动负债2.57亿元，非流动负债38.14亿元；流动负债以其他应付款（1.86亿元）为主；非流动负债主要为长期应付款28.15亿元。截至2020年底，公司本部有息债务合计10.00亿元，全部为长期债务。同期，本部资产负债率为16.83%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均为4.79%，债务负担轻。

截至2020年底，公司本部所有者权益合计198.66亿元，其中实收资本80.00亿元，资本公积114.23亿元。

2020年，公司本部实现营业收入1.35亿元；当期利润总额2.79亿元。

2020 年，公司本部经营活动现金流量净额为 1.95 亿元，投资活动现金流量净额为-7.38 亿元，筹资活动现金流量净额为 4.02 亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值保障能力较强。

截至本报告出具日，公司存续债券余额为15.00亿元，本年度无剩余应到期债券，未来待偿债券本金峰值为15.00亿元。2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量以及EBITDA对未来待偿债券本金峰值的覆盖倍数分别为3.51倍、0.08倍和0.57倍。

表6　截至2020年底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额	--
未来待偿债券本金峰值	15.00
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	3.51
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.08
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.57

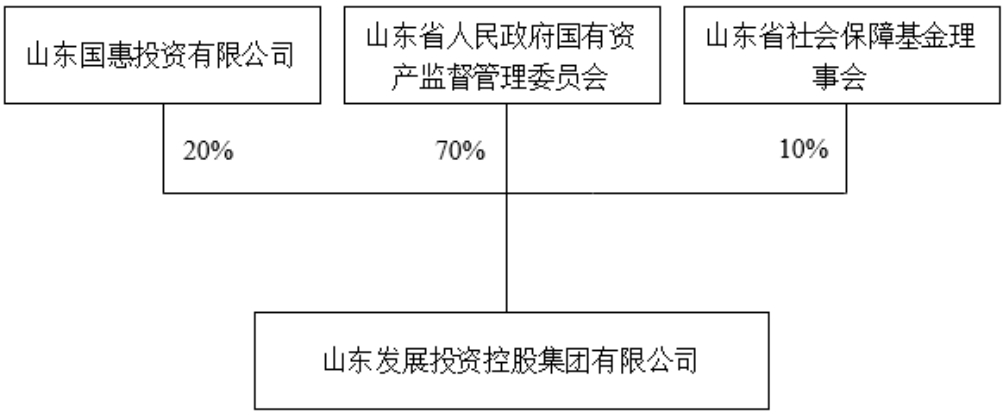
注：经营活动现金流入量和净流量、EBITDA使用最新一年（2020年）财务数据

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

十二、 结论

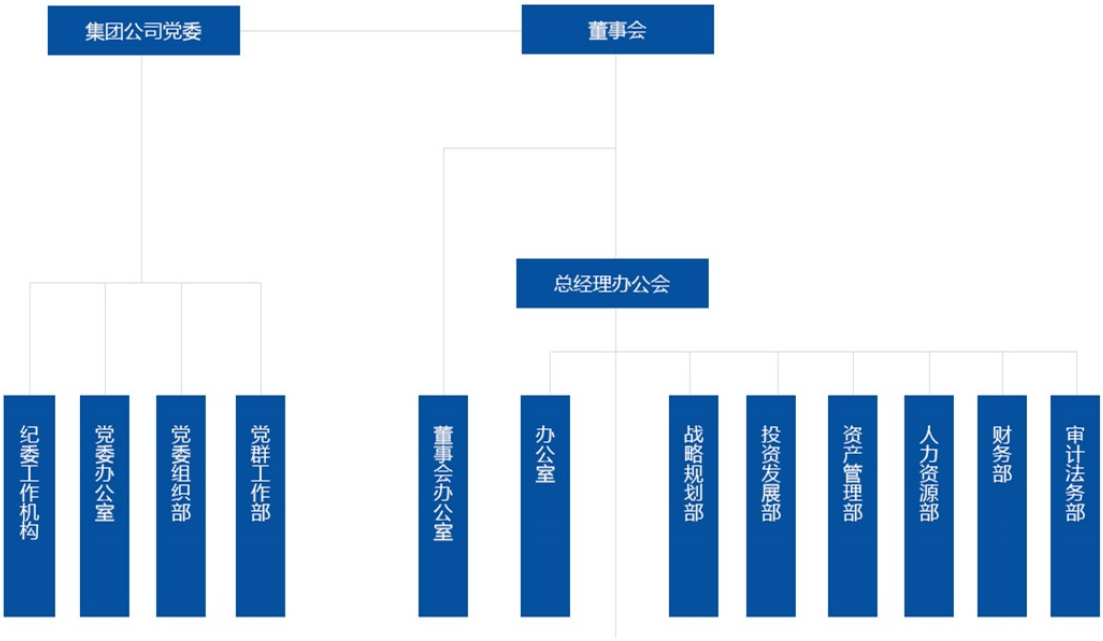
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 发展 01”和“19 发展 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	11.54	26.92	24.68
资产总额(亿元)	243.33	247.83	294.70
所有者权益(亿元)	196.85	196.86	220.18
短期债务(亿元)	0.00	1.91	11.95
长期债务(亿元)	14.65	21.52	26.46
全部债务(亿元)	14.65	23.42	38.41
营业收入(亿元)	2.58	3.09	51.12
利润总额(亿元)	3.13	4.94	5.74
EBITDA(亿元)	3.24	5.16	8.56
经营性净现金流(亿元)	1.97	1.26	1.16
财务指标			
销售债权周转次数(次)	*	67.39	8.92
存货周转次数(次)	65.34	36.92	21.02
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.19
现金收入比(%)	41.38	67.11	98.31
营业利润率(%)	65.21	79.29	11.04
总资本收益率(%)	1.54	2.10	2.52
净资产收益率(%)	1.60	2.27	2.45
长期债务资本化比率(%)	6.93	9.85	10.73
全部债务资本化比率(%)	6.93	10.63	14.85
资产负债率(%)	19.10	20.57	25.29
流动比率(%)	76.48	129.67	215.67
速动比率(%)	76.44	129.59	196.73
经营现金流动负债比(%)	7.78	5.03	5.14
现金短期债务比(倍)	*	14.13	2.07
EBITDA 利息倍数(倍)	28.90	7.05	4.93
全部债务/EBITDA(倍)	4.52	4.54	4.49

注：合并口径现金类资产已剔除受限货币资金；合并口径其他应付款及长期应付款中有息部分已分别调至短期债务与长期债务；“*”代表过大
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	10.72	13.05	7.54
资产总额(亿元)	224.45	224.25	238.86
所有者权益(亿元)	194.37	190.61	198.66
短期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00
长期债务(亿元)	0.00	5.00	10.00
全部债务(亿元)	0.00	5.00	10.00
营业收入(亿元)	1.27	0.60	1.35
利润总额(亿元)	2.02	1.99	2.79
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	2.24	0.75	1.95
财务指标			
销售债权周转次数(次)	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.01
现金收入比(%)	0.00	0.00	0.00
营业利润率(%)	96.91	96.43	98.52
总资本收益率(%)	--	--	--
净资产收益率(%)	0.95	1.22	1.27
长期债务资本化比率(%)	0.00	2.55	4.79
全部债务资本化比率(%)	0.00	2.55	4.79
资产负债率(%)	13.40	15.00	16.83
流动比率(%)	70.87	98.39	1270.87
速动比率(%)	70.87	98.39	1270.87
经营现金流动负债比(%)	9.45	3.16	94.66
现金短期债务比(倍)	*	*	*
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

注：“*”代表过大

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。