

# 山东省国有资产投资控股有限公司

## 2026 年度第二期中期票据

### 信用评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

# 信用评级公告

联合〔2026〕70号

联合资信评估股份有限公司通过对山东省国有资产投资控股有限公司及其拟发行的山东省国有资产投资控股有限公司 2026 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定山东省国有资产投资控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，山东省国有资产投资控股有限公司 2026 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年一月五日

# 声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 山东省国有资产投资控股有限公司

## 2026 年度第二期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2026/1/5

### 债项概况

本期债项发行规模为人民币 5.00 亿元，在山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“公司”）依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期，期限为 3+N（3）年期；扣除发行费用后的募集资金将全部用于偿还存量可续期公司债券。

### 评级观点

公司是山东省政府授权的国有资本运营公司，主营业务涉及 IT、贸易、医药、远洋渔业、金融等多个行业，核心业务符合区域产业发展方向，产业布局稳定，控股产业内部协同性高，其中 IT 和医药板块市场占有率高，行业地位位居前列，为公司长期可持续发展奠定了基础。2022—2024 年，公司 IT 业务所属的服务器市场规模快速增长但竞争激烈，受此影响，公司营业总收入保持增长，毛利率有所下降。管理方面，公司管理架构与战略相匹配，但管理跨度大对管控能力提出挑战。整体看，公司经营风险很低。财务方面，公司资产流动性强；债务负担偏重；盈利能力极强，经营获现能力较好；偿债指标表现良好，融资渠道畅通，财务风险极低。综合考虑公司在资产划转和政府补贴等方面获得的外部支持力度大，公司偿债能力极强。

本期债项具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累计等特点，在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务，利率重置条款设置使本期债项不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力较弱。公司经营活动产生的现金流入量对本期债项发行后长期债务的保障能力较好，且公司本部直接持有多家上市公司股权，可对本期债项的偿付提供有效支持。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**公司作为山东省重要的国有资本运营与管理平台，在资产划转和政府补贴等方面获得政府有力支持。

### 评级展望

未来，公司将持续推进 IT 等现有业务的发展，并继续探索投资与资本运营、资产管理等业务领域，产业布局及协同性有望得以优化，加之持续的外部支持，综合实力有望进一步增强。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**不适用。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**公司股东及相关各方支持意愿显著减弱；财务指标显著弱化。

### 优势

- **公司是山东省政府授权的国有资本运营公司，获得政府支持力度大。**公司履行国有产（股）权的经营管理及处置、资产管理、股权投资管理及经营、企业重组收购兼并等职能，在资产划转和政府补贴等方面获得政府支持力度大。2022—2024 年，公司分别实现其他收益 25.25 亿元、27.14 亿元和 26.05 亿元。
- **公司核心业务在细分领域具备显著的竞争优势。**公司控股子公司浪潮集团有限公司为中国本土综合实力最强的大型 IT 企业之一，其服务器等产品市场占有率保持行业前列地位；控股子公司山东华特控股集团有限公司聚焦于儿童健康领域产品的研发与生产，旗下“伊可新”为中国驰名商标，同类产品市场占有率位居第一。
- **本部资产流动性较强。**公司本部资产以控股子公司股权及投资类股权为主，截至 2025 年 3 月末直接持有 20 余家上市公司股权，本部交易性金融资产账面余额为 57.63 亿元。

### 关注

- **公司债务规模持续增长，债务负担偏重。**2022—2024 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 16.52%。截至 2024 年末，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 79.77%、59.50%和 34.77%。
- **下属子公司众多，涉及行业分散，加大了公司管理难度。**公司资产规模庞大，拥有数量众多的控股和参股子公司，产业分布在多个区域和行业领域，加大了管理难度，对公司管理能力带来挑战。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 <a href="#">多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505</a>				
评级模型 <a href="#">多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505</a>				
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	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		4
		偿债能力		1
指示评级				aa <sup>+</sup>
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa <sup>+</sup>
外部支持调整因素：政府支持				+1
评级结果				AAA

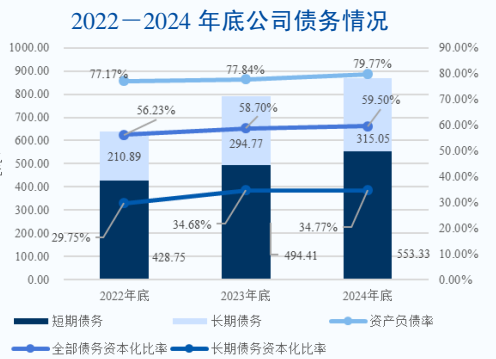
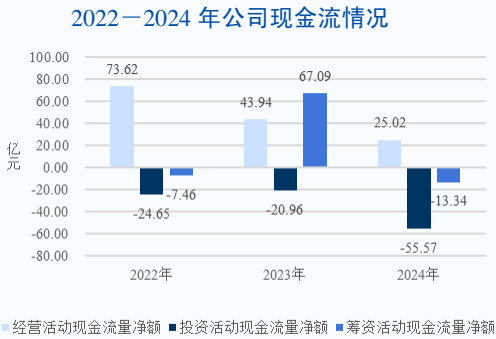
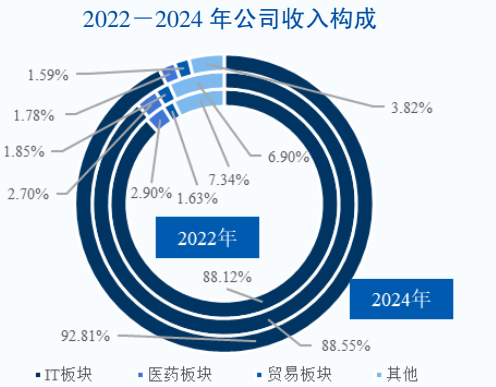
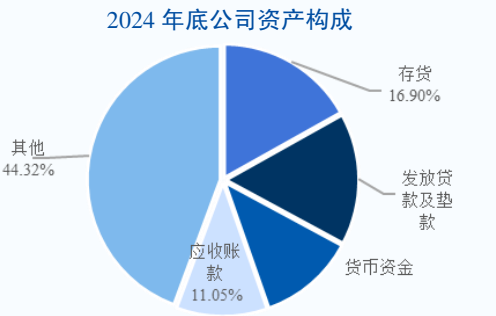
**个体信用状况变动说明：**公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。  
**外部支持变动说明：**公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。  
**评级模型使用说明：**评级映射关系矩阵参见公司最新披露评级技术文件。

主要财务数据

合并口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	382.90	485.20	452.23	447.38
资产总额（亿元）	2181.09	2505.56	2920.65	3081.32
所有者权益（亿元）	497.99	555.18	590.98	589.04
短期债务（亿元）	428.75	494.41	553.33	600.31
长期债务（亿元）	210.89	294.77	315.05	335.66
全部债务（亿元）	639.63	789.17	868.38	935.97
营业总收入（亿元）	1193.38	1385.47	1771.27	596.30
利润总额（亿元）	44.94	55.45	59.88	9.84
EBITDA（亿元）	75.49	97.86	99.42	--
经营性净现金流（亿元）	73.62	43.94	25.02	-43.93
经调整的营业利润率（%）	5.02	4.61	4.02	2.53
现金及现金等价物净增加额（亿元）	43.16	90.59	-49.01	-0.26
资产负债率（%）	77.17	77.84	79.77	80.88
全部债务资本化比率（%）	56.23	58.70	59.50	61.37
流动比率（%）	75.15	81.38	82.31	82.39
经营现金流入量/流动负债（倍）	1.05	1.03	1.15	0.42
现金短期债务比（倍）	0.89	0.98	0.82	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	5.87	7.89	6.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.47	8.06	8.73	--

公司本部口径				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	265.98	279.54	299.21	301.67
所有者权益（亿元）	121.71	122.67	129.87	132.35
全部债务（亿元）	139.78	152.86	162.94	162.39
营业总收入（亿元）	0.29	0.26	0.25	0.08
利润总额（亿元）	-7.57	1.36	7.67	2.28
资产负债率（%）	54.24	56.12	56.60	56.13
全部债务资本化比率（%）	53.45	55.48	55.65	55.10
流动比率（%）	179.32	198.86	232.41	264.48
经营现金流动负债比（%）	6.51	-2.18	8.33	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 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；3. 2022—2024 年其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务其相关指标核算；4. 2022—2024 年合并口径其他应付款、长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务及其相关指标核算；5. 公司全部债务包含下属金融租赁公司的长短期借款  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理



同业比较（截至 2024 年底/2024 年）

主要指标	信用等级	控股股东	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	资产负债率	全部债务 资本化比率	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	山东省国资委	2920.65	590.98	1771.27	59.88	79.77%	59.50%	8.73	6.68
浙资运营	AAA	浙江省国资委	3390.23	882.06	6848.82	92.17	73.98%	51.51%	6.30	5.42
广晟控股	AAA	广东省人民政府	1786.95	573.73	1277.31	30.15	67.89%	60.39%	7.39	4.15
青岛国信	AAA	青岛市国资委	1253.15	407.70	147.71	26.29	66.24%	62.95%	11.60	3.23

注：浙江省国有资本运营有限公司简称为浙资运营，广东省广晟控股集团有限公司简称为广晟控股，青岛国信发展(集团)有限责任公司简称为青岛国信；  
资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2025/06/24	刘丙江 贺苏凝	<a href="#">一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208）</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	2022/01/29	刘丙江 郭蕾	<a href="#">一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907）</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）</a>	--

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘丙江 [liubj@lhratings.com](mailto:liubj@lhratings.com)

项目组成员：刘柏源 [liuby@lhratings.com](mailto:liuby@lhratings.com)

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）





## 一、主体概况

山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“公司”）原名山东省交通开发投资有限公司，于 1994 年 3 月由山东省交通厅投资设立，初始注册资本 13171 万元。2005 年，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”）以改组山东省交通开发投资有限公司的方式将浪潮集团有限公司（以下简称“浪潮集团”）等九家企业的共 135619.43 万元国有出资划入公司，作为公司的注册资本金，同时将公司原实收资本 15171.00 万元及盈余公积 9209.57 万元转增注册资本。重组完成后，公司名称变更为现名，注册资本增至 160000.00 万元。后经多次股权变更，截至 2025 年 3 月末，公司注册资本及实收资本为 450000.00 万元，山东省国资委、山东发展投资控股集团有限公司及山东省财欣资产运营有限公司分别持有公司 70.00%、20.00% 和 10.00% 的股权，公司控股股东和实际控制人为山东省国资委。

公司主营业务涉及 IT、贸易、医药、远洋渔业、金融等多个行业，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

截至 2025 年 3 月末，公司董事会下设企业管理部、财务部、投资运营中心等职能部门（见附件 1-2）。

截至 2024 年末，公司资产总额为 2920.65 亿元，所有者权益合计 590.98 亿元（含少数股东权益 407.68 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 1771.27 亿元，利润总额 59.88 亿元。

截至 2025 年 3 月末，公司资产总额为 3081.32 亿元，所有者权益合计 589.04 亿元（含少数股东权益 405.18 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 596.30 亿元，利润总额 9.84 亿元。

公司注册地址：济南市历下区经十路 9999 号黄金时代广场 5 号楼；法定代表人：栾健。

## 二、本期债项概况

公司注册总金额为 20 亿元的中期票据，本期拟发行 2026 年度第二期中期票据（以下简称“本期债项”），发行额度为 5.00 亿元。本期债项无担保，扣除发行费用后的募集资金将全部用于偿还存量可续期公司债券。本期债项在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

**债券利率及其确定方式：**本期债项采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将通过簿记建档方式确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在之后的 3 个计息年度内保持不变。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。本期债项的初始基准利率为簿记建档前 5 个工作日中国债券信息网（[www.chinabond.com.cn](http://www.chinabond.com.cn)）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；自首个利率重置日起，每期的基准利率为当期票面利率重置日前 5 个工作日中国债券信息网（[www.chinabond.com.cn](http://www.chinabond.com.cn)）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

**赎回选择权：**本期债项以每 3 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择赎回本期债项。公司赎回选择权的行使不受次数的限制。公司如果进行赎回，将在该赎回之日前 20 个工作日通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》，说明其影响及相关赎回安排，并由上清所代理完成赎回工作（该中期票据由权益重分类为金融负债之日距年度末少于 20 个工作日的情况除外，但公司应在该中期票据由权益重分类为金融负债之日后 5 个工作日内及时进行公告）。赎回方案一旦公告不可撤销，公司将以票面面值加当期利息及递延支付利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期中期票据。赎回的支付方式与本期债项到期本息支付相同。若公司不行使赎回选择权，则本期债项将继续存续。

**递延支付利息权：**本期债项附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债项的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息，如公司选择利息递延支付，则于付息日前 10 个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。

**强制付息事件：**本期债项付息日前 12 个月内，发生以下事件的，应当在事项发生之日起两个工作日内，通过交易商协会认可的网站及时披露，明确该事件已触发强制付息条件，且公司不得递延支付当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：

- （1）向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）；
- （2）向偿付顺序劣后于本期债项的证券进行任何形式的兑付；
- （3）减少注

册资本。公司承诺不存在隐性强制分红情况。

**利息递延下的限制事项：**公司有利息递延支付的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得从事下列行为：1、向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）；2、减少注册资本。

**偿付顺序：**本期债项在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期债项如不赎回，从基础期限后每延长一个周期，重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加上 300 个基点。从票面利率角度分析，本期债项公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调升幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（2）本期债项在除公司发生向股东分配利润（按规定上缴国有资本收益除外）和公司减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制；本期债项的发行条款对利息支付的约束力较弱。

（3）本期债项在破产清算时的清算顺序劣后于公司普通债务。

综合以上分析，本期债项在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务，具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累计等特点，利率重置条款设置使本期公司债券不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力较弱。公司一旦出现利息递延支付，累计的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

### 三、宏观经济和政策环境分析

2025 年前三季度，宏观政策呈现多维度协同发力特征，货币政策保持适度宽松精准发力，财政政策提质加力保障重点，纵深推进统一大市场建设，强化险资长周期考核，依法治理“内卷式”竞争，推动金融资源支持新型工业化发展，贷款贴息助力服务业发展，加快筑牢“人工智能+”竞争基石，服务消费提质惠民，共同构筑了经济回升向好的政策支撑体系。

2025 年前三季度，经济在政策发力与新质生产力推动下总体平稳，但面临内需走弱、外部环境复杂严峻的挑战。当前经济运行呈现结构化特征：供给强于需求，价格仍然偏弱，但“反内卷”政策下通胀已出现改善。宏观杠杆率被动上升，信用总量增长呈现出“政府加杠杆托底、企业居民需求偏弱”的格局。工业企业利润在低基数、费用压降与非经常性损益的支撑下转为正增长，但改善基础尚不牢固。信用质量总体稳定，三季度以来高低等级利差走势出现分化。

下阶段，宏观政策将紧盯全年经济增长目标，持续推进扩内需、稳增长工作，采取多种举措稳外贸。在已出台政策的持续托举下，完成全年增长目标压力较小。新型政策性金融工具等资金落地有望支撑基建，但消费与地产政策效果仍需观察，出口受前期透支与高基数影响承压，CPI 或保持低位震荡，PPI 降幅有望继续收窄。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年前三季度）](#)》。

### 四、行业及区域环境分析

#### 1 行业分析

多元产业投资控股企业以控股多领域子公司实现跨行业经营，通过战略投资管理分散风险，促进协同效益与整体价值增值，母公司主要收益来源为股权分红、资本运作收益及管理服务费，行业内企业面临不同业务经济周期交织、扩张带来高杠杆压力、跨行业管理难度大、盈利模式和资本结构存在差异等挑战。从企业规模看，行业内企业梯度较为分明，大型控股集团资产庞大，中小企业竞争力相对较弱。从政策环境看，反垄断审查、产业准入规范、央企市值管理与 ESG 标准等均对企业决策与运营形成影响。展望 2025 年，流动性合理充裕、利率缓慢下降有利融资环境改善，行业整合与优化趋势加强；数字化与产业协同成为提高效率的重要手段，政府背景的地方产业投资平台继续承担区域产业引导职能，整体行业迎来新的发展机遇，但需强化合规与资本效率管理。完整版行业分析详见《[多元产业投资控股行业分析](#)》。

#### 2 区域环境分析

山东省经济运行稳中有进，加快新旧动能转化，努力构建“5+N”的战略性新兴产业发展格局；公司核心产业符合战略性新兴产业发展方向。

2022—2024 年，山东省地区生产总值持续增长，稳居全国第三名。根据《2024 年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2024 年，山东省实现地区生产总值 98565.8 亿元，比上年增长 5.7%。其中，第一产业增加值 6616.9 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值



39608.6 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 52340.3 亿元，增长 5.4%。三次产业结构为 6.7：40.2：53.1。2023 年，山东省全年全部工业增加值 31934.9 亿元，比上年增长 7.1%。规模以上工业增加值增长 8.3%。分门类看，规模以上采矿业增加值增长 6.4%，制造业增加值增长 9.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增长 2.6%。全年固定资产投资（不含农户）比上年增长 3.3%，三次产业投资构成为 1.8：42.4：55.8。重点投资领域中，制造业投资增长 15.1%，占全部投资的比重为 34.4%；基础设施投资增长 0.2%，占比为 22.6%；高新技术产业投资增长 15.9%，占比为 22.7%。

2022—2024 年，山东省财政收入持续增长。2024 年，山东省全年一般公共预算收入 7711.5 亿元，比上年增长 3.3%。其中，税收收入 5039.6 亿元，下降 3.6%；一般公共预算支出 13077.2 亿元，增长 3.9%。

十四五期间，山东省加快新旧动能转化，努力构建形成“5+N”的战略新兴产业发展格局。山东省委、省政府《山东省“十四五”战略性新兴产业发展规划》提出立足全省新旧动能转换取得突破、塑成优势的坚实基础和巨大潜力，充分发挥“十强”产业中新一代信息技术、高端装备、新能源新材料、现代海洋、医养健康等“五强”新兴产业的引领作用，加快培育壮大新能源汽车、航空航天、绿色环保、新兴服务等新兴产业的规模和实力，努力构建形成“5+N”的战略新兴产业发展新格局。提出具体产业发展重点，并以专栏形式提出每个产业重点推进的重大项目。公司重点发展的 IT 行业、医药健康行业符合山东省战略性新兴产业发展方向。

## 五、控股产业布局及子公司概况

### 1 业务构成

公司营业总收入主要来自 IT、医药、贸易以及远洋渔业和金融投资业务，其中 IT 业务板块占收入规模占比很高。2022—2024 年，受 IT 业务板块收入规模扩大因素带动，公司营业总收入持续增长。除贸易业务板块盈利水平低，公司其他业务板块毛利率水平平均相对较高，但由于 IT 板块为公司营业总收入的最主要来源，由于该板块盈利水平的持续下降，以致公司综合毛利率持续下降。

2022—2024 年，公司营业总收入持续增长，主要来自 IT、医药、贸易以及远洋渔业和金融投资等其他板块。其中，IT 板块为公司营业总收入的最主要来源。从毛利率来看，2022—2024 年，受市场竞争激烈等因素影响，IT 板块毛利率下滑，导致公司综合毛利率持续下降。

2025 年 1—3 月，受益于 IT 业务规模快速增长，公司营业总收入同比增长 94.65%；受 IT 业务客户结构、产品结构、原材料供应、市场竞争激烈等多方面因素的综合影响，毛利率同比下降 7.11 个百分点。

图表 1 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
IT 板块	1051.60	88.12%	15.23%	1226.89	88.55%	14.45%	1643.93	92.81%	12.01%	566.88	95.07%	6.70%
医药板块	34.63	2.90%	58.56%	37.42	2.70%	63.25%	31.50	1.78%	62.89%	8.19	1.37%	67.83%
贸易板块	19.47	1.63%	1.94%	25.62	1.85%	2.15%	28.23	1.59%	1.06%	7.52	1.26%	0.55%
其他	87.69	7.34%	39.73%	95.54	6.90%	37.54%	67.61	3.82%	54.37%	13.71	2.30%	62.62%
合计	1193.38	100.00%	18.07%	1385.47	100.00%	17.14%	1771.27	100.00%	14.36%	596.30	100.00%	8.75%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

### 2 重要子公司

公司核心产业为 IT 产业，其主要经营实体为浪潮集团；公司医药产业的主要经营实体山东华特控股集团有限公司（以下简称“华特控股”）对公司净利润贡献较大；公司其他业务板块中，德州银行股份有限公司（以下简称“德州银行”）的资产总额在合并口径中占比较高。

图表 2 • 公司下属主要经营主体 2024 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	持股比例	所在业务板块	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	经营性净现金流
浪潮集团	48.51%	IT	1684.71	379.89	1628.07	44.23	-23.15
华特控股	100.00%	医药	60.84	51.14	30.22	10.33	8.91

德州银行	44.00%	其他	842.52	57.18	29.14	1.24	33.33
公司合并口径	--	--	2920.65	590.98	1771.27	49.48	25.02

资料来源：联合资信根据公司资料整理

## 六、基础素质分析

### 1 竞争实力

公司是山东省政府授权的国有资本运营公司，控股产业多元且以竞争性行业为主，产业布局保持稳定且产业内部协同性高，其中 IT 及医药等业务在细分行业内具备显著的竞争优势。

公司为山东省政府授权的国有资本运营公司，资产及营收规模在山东省属国有企业中处于第一梯队，履行国有产（股）权的经营管理及处置、资产管理、股权投资管理及经营、企业重组收购兼并等职能，经营管理多家重要子公司，控股产业布局保持稳定，主要涉及 IT、贸易、医药、远洋渔业、金融等多个行业，并在 IT 行业和医药行业布局产业链上下游，产业内部协同性高。

#### （1）IT 行业

随着电子信息产业快速发展以及网络信息安全建设逐步推进，中国 IT 行业保持快速增长。根据国际数据公司 IDC 发布的数据，2022—2024 年，中国加速服务器市场规模分别为 67 亿美元、94 亿美元和 221 亿美元；液冷服务器市场规模分别为 10.1 亿美元、14.2 亿美元和 23.7 亿美元。竞争格局方面，中国服务器市场主要厂商为浪潮电子信息产业股份有限公司（以下简称“浪潮信息”）、新华三集团有限公司和联想集团有限公司等。公司控股子公司浪潮集团（截至 2024 年末公司持股 48.51%）控股浪潮信息（证券代码：000977.SZ）和浪潮软件股份有限公司（以下简称“浪潮软件”，证券代码：600756.SH）两家 A 股上市公司以及港股上市公司浪潮数字企业技术有限公司（以下简称“浪潮数字企业”，证券代码：0596.HK）。浪潮集团于 1993 年制造出中国第一台服务器，并一直在中国服务器领域处于领先地位。浪潮集团拥有 IT 领域唯一设在企业的国家重点实验室——“浪潮高效能服务器和存储技术国家重点实验室”，自主研发的中国第一款关键应用主机浪潮 K1 使中国成为继美日之后第三个掌握高端服务器核心技术的国家，荣获 2014 年度国家科技进步一等奖，浪潮天梭 K 系统已超过美国甲骨文，跻身高端 Unix 服务器市场的前三强。根据 Gartner、IDC 发布的数据，2024 年浪潮信息服务器市场份额位列国内第一、全球第二；存储装机容量位列国内第一、全球前三，市场地位突出。

#### （2）医药制造行业

2024 年，医保控费、带量采购等政策进入常态化阶段，行业需求基本盘稳健，医药制造企业营业收入止跌回升，利润水平整体企稳。公司控股子公司山东省医药集团有限公司（以下简称“山东医药”）以药品批发、零售、现代医药物流、健康服务为主营业务，并拥有“益寿堂”和“真诚大药房”品牌的 200 多家零售连锁药店，销售覆盖山东省大部分二级医院和连锁药店，经营品种 1 万余个，是山东省医药供应保障体系的骨干企业；控股子公司华特控股主要聚焦儿童健康领域，已形成以伊可新为龙头，伊 D 新、伊佳新、盖笛欣、伊甘欣、舒童欣、伊之优等为代表的儿童营养类和治疗类产品组合。其中“伊可新”为中国驰名商标，持续位居同类产品市场占有率第一。

#### （3）贸易行业

公司控股子公司山东省轻工业供销有限公司（以下简称“轻工供销”）具有商务部认可的从事纸浆、油脂、大型机电设备进出口的合法资质，自 2002 年取得棕榈油全省独家进口经营权以来，自营及代理进口量一直稳居山东省同行业首位，同时也是山东省销量大型的纸浆经销商之一。

### 2 人员素质

公司董事会成员以及高级管理人员所具备的行业及管理经验与公司产业布局相匹配，且具备资源获取能力，管理经验丰富。

截至报告出具日，公司董事会成员共 9 名；高级管理人员包括总经理 1 名、副总经理 4 名、财务总监 1 名。

栾健，1966 年 2 月生，男，山东省党校研究生，中共党员，现任公司党委书记、董事长，兼任山东人才发展集团有限公司党委书记、董事长。历任山东省贸易厅办公室综合处助理调研员，莱芜市钢城区委副书记、副区长，莱芜市钢城区委副书记、区长，莱芜市莱城区委书记，山东省区域发展战略推进办公室副主任，山东省物价局党组书记、局长，山东省能源局党组书记、局长。

董合平，1972 年 3 月生，男，中央党校研究生、教育学学士，现任公司党委副书记、董事、总经理，兼任山东金融业联合会副理事长，山东聚赢产业基金合伙企业（有限合伙）投资决策委员会委员、主席，山东国控泰康一期产业发展基金合伙企业（有限

合伙)投资决策委员会委员、主任委员。历任山东省国资委规划发展处副调研员,山东省国资委资本运营与收益管理处调研员,山东省国资委资本运营与收益管理处处长,山东省国资委办公室(党委办公室)主任,公司副总裁、党委委员,公司党委常委、副总经理。

### 3 信用记录

**公司本部过往信用记录良好。**

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:3701010000254937),截至2025年11月7日,公司本部无不良信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,未发现公司存在逾期或违约记录,历史履约情况良好。

截至2026年1月4日,联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单,未发现公司存在重大税收违法失信案件信息,未发现公司存在证券期货市场失信记录,未发现公司存在行政处罚信息、列入严重违法失信名单(黑名单)信息,未发现公司存在严重失信信息。

## 七、管理分析

### 1 法人治理

**公司法人治理结构较完善,整体运行情况良好。**

根据《山东省国有资产投资控股有限公司章程》,公司设股东会,股东会是公司的权力机构,由全体股东组成,主要决定公司的经营方针、发展战略规划,按权限委派和更换非由职工代表担任的董事,审议批准董事会的报告,审议批准公司的年度预算方案和决算方案等;公司设董事会,由9名董事组成,其中外部董事4名、职工董事1名,目前存在董事缺位的情况。董事会对股东会负责,行使召集股东会会议,并向股东会报告工作、制订公司的发展战略规划,决定公司的主营业务、经营计划、审计计划、年度投资计划、投资方案和具体投资项目、对公司高级管理人员职务的管理等职权。根据《中共山东省委山东省人民政府关于山东省省级机构改革的实施意见》(鲁发〔2018〕42号),山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅,不再设立省属企业监事会,公司不再设立监事会,在董事会中设置审计委员会行使《公司法》规定的监事会的职权。

### 2 管理水平

**公司管理架构与战略相匹配,但涉及行业众多,管理跨度大对管控能力提出挑战,贸易业务管理措施能够有效防范风险。**

公司本部内设企业管理部、财务部、投资运营中心、资产管理中心和数字信息科技等职能部门,控股业务主要由下属子公司运营。截至2025年3月末,公司经山东省国资委授权经营管理的一级子公司共16家,下属企业众多,主营业务涉及IT、医药健康、贸易、远洋渔业、金融投资等多个行业,对公司的经营管理、财务规划、内部控制以及人力资源配置等方面提出了更高要求。

公司依据《公司法》等法律、法规及规范性文件,建立了比较健全的制度管理体系,制定了包括投资管理、资金管理、预算管理、融资管理、担保管理、资产损失处置、权属企业内部控制、安全生产、内部审计、法律事务、关联交易管理等一系列的管理制度。

在资金管理方面,公司财务部下设资金结算中心,在财务部的直接领导下开展工作,依托资金集中管理系统,负责成员单位资金集中管理的各项具体业务,包括账户管理、资金预算、资金集中、资金结算、融资管理及票据管理等业务,加强了对成员单位的资金管控,发挥资金规模优势,提高使用效率。

在融资管理方面,公司财务部负责根据年度资金预算,拟定筹资计划和筹资方案,并负责筹资方案的具体实施。山东省国资委以及公司董事会、总经理办公会是对外筹资方案的审核和批准机构。风险管理部门对筹资各环节风险进行把控,审计部门对筹资行为及资金使用情况进行审计监督。

在对外担保方面,对于公司本部及下属子公司的对外担保、抵押、质押等事项,在取得可行性论证后,通过公司有权决策机构审核批准,对需报山东省国资委批准或备案的,及时报送山东省国资委。

在权属企业管理方面,公司权属企业的重大财务事项由其股东会或董事会依法、依企业章程进行决策;公司向所出资企业委派财务人员,按公司及派驻企业要求开展财务会计工作;公司对权属企业负责人实行绩效考核制度,通过建立党建工作责任制考核、

经营绩效考核与主要工作考核相结合、年度考核与任期考核相衔接、统一考核与单独考核相协调的综合考核评价体系，客观、全面地评价企业负责人的经营业绩与管理水平。

贸易业务风险管理措施方面，公司主要有依托成熟的经营团队对经济环境、市场需求等方面的分析研判，适时选择进货时机；采取快进快出，现款现货销售原则；以销定购，尽可能提前锁定买家再与进口商签订进货合同。在汇率方面主要为及时了解汇率变化信息，采取锁汇操作；通过不断探索开具人民币信用证，最大可能规避汇率风险。

## 八、经营分析

### 1 业务经营分析

#### (1) IT 板块

**2022—2024 年，得益于服务器市场快速增长，公司加强产品规划和创新，服务器及部件销售额大幅增加，IT 业务收入规模保持增长；硬件业务上下游集中度高，需关注国际贸易摩擦加剧下对原材料供应稳定性的影响；公司根据零部件供应情况调节备货力度，存货规模处于较高水平。**

公司 IT 业务主要由浪潮集团负责运营。浪潮集团拥有浪潮信息、浪潮软件两家 A 股上市公司以及浪潮数字企业一家香港联交所上市公司，业务范围涵盖硬件产品（服务器及微型计算机等）和软件产品（系统集成、软件开发及云计算等），主要业务收入集中于两家国内上市公司。

2025 年 3 月，美国商务部工业与安全局将浪潮信息、浪潮软件在内的 6 家浪潮集团子公司列入“实体清单”，需持续关注该事件可能对公司核心芯片供应稳定性方面带来的不利影响。

##### A. 硬件产品

公司硬件产品的生产和销售主要由浪潮信息负责，主要产品分为通用服务器产品、存储服务器产品、高端服务器产品和边缘服务器产品等产品，产品结构丰富。通用服务器主要产品为通用机架式和塔式服务器；边缘服务器主要提供面向边缘云侧、远边侧、近边侧不同场景的极致边缘算力，满足用户边缘算力需求；存储服务器主要包括分布式存储、集中式存储及数据管理与保护系统等相关类别，支持数据快照、数据复制、远程数据同步的高端应用，可满足云计算、文件服务、视频图片处理等多领域的应用；高端服务器产品为客户关键业务应用而设计，具备享誉业界的“三高一强”特性，可为用户提供强大的计算性能、极致的可用性和从内核到系统的全方位安全防护能力。

2024 年，浪潮信息实现营业总收入 1147.67 亿元，同比增长 74.24%，利润总额 23.63 亿元，同比增长 57.09%，收入和利润同比增长主要系服务器市场快速增长，公司加强产品规划和创新，服务器及部件销售额和毛利润大幅增加所致；经营活动现金净流入 0.98 亿元。

##### 采购

公司硬件产品原材料主要有 CPU、内存、硬盘等，主要采用“以需定购”的采购模式，由浪潮信息采购部门根据生产需要进行采购。浪潮信息已经与规模较大、信誉较好的供应商建立了合作伙伴关系，通过签订长期供货合同、建立安全库存，保证供应。浪潮信息与上游供应商的结算模式包括电汇、银行承兑汇票、信用证，并根据原材料的类别设定信用账期，基本为 30 天~90 天，进口采购结算货币以美元为主。价格方面，近年来公司元器件采购价格波动较大，一方面受市场供求关系影响，另一方面由于 CPU 等高端部件采用美元结算，汇率波动亦对采购价格存在影响。在应对汇率波动风险方面，浪潮信息已开展与主业经营相关、以对冲现货市场风险为目的的货币类金融衍生品套期保值业务，包括远期结售汇、利率掉期等产品或者上述产品的组合。2022—2024 年，公司根据上游零部件供应情况调节备货力度，各期末存货分别为 214.63 亿元、282.44 亿元和 493.57 亿元。供应商集中度方面，2022—2024 年，浪潮信息前五大供应商集中度分别为 47.83%、71.53%和 74.13%，供应商集中度高。总体来看，公司构建了较为完整的采购体系，制定了科学合理的供应商管理模式，与主要原材料供应商的合作稳定性高。

##### 生产

产能方面，公司拥有 8 个研发中心、10 个生产基地、26 个分支机构，业务遍及 120 多个国家和地区。生产模式方面，公司形成了信息化生产和自动化柔性生产模式。产品分为标准化生产和定制化生产两种模式。由于服务器特别是 K1 等高端服务器应用场景的特殊性，服务器生产更多采取按单定制的方式。此外，公司通过与客户实现供应链平台的信息化对接、自动化下单、共享库存提高运营效率，实现了与客户之间协同创新、量身定制，建立了与客户长期稳定的合作关系。在产线质量控制方面，公司考核产品



上线直通率、交验合格率、出库合格率和产品研发水平，形成了成熟的产品可靠性测试制度（ORT）以保证产品质量，产品交检合格率逾 99%。

## 销售

公司硬件产品销售收入主要来自于国内地区，2024 年国内销售占比为 70.30%，主要客户为互联网客户、银行类金融机构、通信运营商和能源企业等。销售模式分直销和渠道销售两类。其中，直销模式主要面向政府、大中型企业集团等客户，主要通过参与大型项目招投标方式取得订单；渠道销售主要包括以下三种情形：（1）公司销售给分销商，由分销商销售给二级渠道即授权经销商再销售给最终客户；（2）公司销售给行业代理和金牌经销商，然后再销售给最终客户；（3）公司销售给系统集成商和独立软件开发商，由其再销售给最终客户。公司硬件产品直销和渠道销售比例约为 8：2。公司会对直销和渠道客户进行信用评估以确定信用账期，其中直销客户主要采取发货后付款、分阶段验收并按进度付款等方式；渠道客户主要采取发货付款方式，信用账期为 0~60 天，并以现付和 30 天账期为主。硬件销售的结算方式主要有现金、电汇、银行承兑汇票等。客户集中度方面，2022—2024 年，浪潮信息前五大客户集中度分别为 32.18%、56.15%和 83.22%，客户集中度高。总体来看，公司主要客户具有良好的信用和较强的实力，公司也加强应收账款管理，下游回款风险整体可控。

### B. 软件及系统集成

公司软件及系统集成业务涉及政府电子政务、烟草等其他行业信息化建设，主要由浪潮软件负责。经过多年发展，在国内区域电子政务和烟草行业信息化等领域积累了一定优势。截至 2024 年末，浪潮软件资产总额为 43.32 亿元，所有者权益合计 23.37 亿元；2024 年，浪潮软件实现营业总收入 18.70 亿元，同比下降 26.77%，主要系数字政府领域收入下降所致；利润总额 0.07 亿元，同比下降 91.92%，主要系受宏观经济形势的影响，客户端资金紧张、项目招标延期且交付验收延迟，收入规模和毛利额下降所致。2022—2024 年，浪潮软件前五大供应商集中度分别为 17.17%、28.75%和 25.51%；前五大客户的集中度分别为 11.98%、35.00%和 26.98%。总体来看，上下游集中度一般。

### （2）医药板块

公司医药业务涵盖医药批发、零售及医药制造。2022—2024 年，华特控股营业总收入及净利润均波动增长，山东医药营业总收入和净利润均持续下降。2024 年，受集采中标率不高，集采范围内药品价格下降综合因素影响，山东医药收入规模同比下降较大并出现经营亏损。

公司医药业务主要由全资子公司山东医药和华特控股运营。

山东医药主营业务为药品批发、零售、现代医药物流以及健康服务。2022—2024 年，山东医药实现营业总收入分别为 14.23 亿元、13.18 亿元和 10.16 亿元，净利润分别为 0.64、0.12 和 -0.67 亿元，其中，受集采中标率不高，集采范围内药品价格下降等因素影响，2024 年收入规模下降幅度较大并出现经营亏损。

华特控股主要聚焦儿童健康领域产品的研发与生产，已形成了以伊可新（维生素 AD 滴剂）为龙头，伊 D 新（维生素 D 滴剂）、伊佳新（右旋糖酐铁颗粒），盖笛欣（复方碳酸钙泡腾颗粒）、伊甘欣（甘草锌颗粒）和小儿布洛芬栓为代表的儿童营养类和治疗类产品组合。2022—2024 年，华特控股分别实现营业总收入 29.68 亿元、33.89 亿元和 30.22 亿元，实现净利润 10.02 亿元、11.53 亿元和 10.33 亿元。

### （3）贸易板块

公司进出口贸易产品以纸浆、油脂和淀粉为主，上下游集中度不高。2022—2024 年，由于国外订价价格持续高位，海运费价格及汇率波动带动进口成本大幅增加，但国内销售价格低迷，公司贸易业务利润总额持续下滑。

公司从事进出口贸易多年，具有商务部认可的从事纸浆、油脂、大型机电设备进出口的合法资质。经过多年的产品调整，公司贸易业务以油脂和纸浆为主要贸易品种，主要经营实体为全资子公司轻工供销。轻工供销自 2002 年取得棕榈油全省独家进口经营权以来，自营及代理进口量一直稳居山东省同行业首位，同时也是山东省销量大型的纸浆经销商之一。

公司贸易采购主要分为进口采购及国内采购，进口采购主要结算方式为进口信用证，纸浆业务多为 90 天远期信用证，淀粉及油脂业务主要以即期信用证结算，信用证开出后外商组织装船交货，公司可根据船期提前组织销售，淀粉及油脂因运输距离较短，一般在装船后 1 个月内可基本销售，纸浆因海运时间较长，一般在装船后 3 个月内可基本销售。国内采购主要以现货为主，大部分为以销定采模式，存货相对周转较快。公司销售业务均为现款或银行承兑汇票（6 个月内）交易，目前仅对 4 户优质纸浆客户在限额有 10-15 天账期。

在油脂业务方面，轻工供销业务以进口工业棕榈油为主，下游客户主要为国内油脂生产厂，主要销售区域为山东、河北、天津。近年来国家对棕榈油的进口有所放宽，但棕榈油进口公司仍必须满足经营量等方面的要求，有一定进入壁垒。纸浆方面，轻工供销



主要从美国、加拿大、日本、巴西、智利、俄罗斯、瑞典、芬兰、新西兰等地进口纸浆，下游客户以山东省内主要大、中型造纸企业为主，并辐射周边省份造纸、出版企业。

图表 3 • 2022—2024 年公司贸易业务经营情况

年度	经营量（万吨）			销售收入（万元）			利润总额（万元）
	油脂	纸浆	淀粉	油脂	纸浆	淀粉	
2022 年	1.83	22.66	4.72	49486.00	128915.00	15532.00	3726.00
2023 年	2.81	34.98	17.51	17400.00	157342.00	63939.00	1899.48
2024 年	3.09	34.32	23.79	21255.31	168984.63	85539.45	309.46

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2023 年，油脂、纸浆和淀粉的销售量保持增长，淀粉销售量及销售收入增幅较大。2024 年，油脂、淀粉的销售量和销售收入保持增长，纸浆销售量略有下降，但销售收入保持增长。2022—2024 年，由于国外订货价格持续高位，海运费价格以及汇率波动带动进口成本大幅增加，但国内销售价格低迷，公司贸易业务利润总额持续下滑。

从上下游集中度来看，2024 年，轻工供销前五大供应商及前五大客户的集中度分别为 23.98%和 26.80%，集中度不高。

#### （4）其他业务

公司其他业务收入主要包括远洋渔业收入、利息收入等。其中，公司从事远洋渔业的子公司为山东省中鲁远洋渔业股份有限公司（以下简称“中鲁远洋”），中鲁远洋拥有编号为 2018-059 的农业农村部远洋渔业企业资格证书，主要从事外海、远洋捕捞；水产品加工、销售业务。2022—2024 年，中鲁远洋分别实现收入 9.85 亿元、11.45 亿元和 13.85 亿元；公司利息收入主要来自德州银行，2022—2024 年，德州银行分别实现利息收入 27.28 亿元、27.85 亿元和 28.58 亿元。

## 2 未来发展

公司发展思路清晰，发展前景良好。

未来，公司将持续推进 IT 等现有业务板块的发展，并在已初步搭建的包括投资、担保等在内的类金融业务板块平台基础上，继续探索投资与资本运营、资产管理等领域，积极参与和服务山东省管国有资本向资源性、支柱及基础性行业、先进制造业、现代服务业、新材料、新能源和高新技术等产业集中，用国有资本引导社会资金进行投资兴业，发挥国有资本的引导力、影响力、带动力和服务、调节作用，提高国有资本的运营效率，实现国有资产保值增值。

## 九、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年财务报告进行了审计，北京国富会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023—2024 年财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2025 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2022 年，公司合并范围内二级子公司减少 1 家，且浪潮集团合并范围内子公司有所增加；2023 年及 2024 年公司合并范围无重大变化；2025 年 1—3 月，公司合并范围内二级子公司新增 2 家，减少 1 家，截至 2025 年 3 月末，公司合并范围内共计 16 家一级子公司。整体来看，浪潮集团合并范围变化对公司财务数据可比性产生一定影响。

## 1 资产质量

2022—2024 年末，公司资产规模持续增长，资产结构符合产业布局特征，货币资金较为充裕，资产受限比例低，资产流动性强。

2022—2024 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 15.72%。截至 2024 年末，公司资产总额为 2920.65 亿元，较上年末增长 16.57%，主要系应收账款和存货增加所致。公司资产结构相对均衡，其中流动资产占 55.96%。截至 2024 年末，公司货币资金较上年末有所减少，主要系银行存款减少所致；随着 IT 业务规模的增长，公司应收账款和存货规模同比均有所增长，其中应收账款账面余额 359.48 亿元，已累计计提坏账准备 36.64 亿元，账面价值 322.84 亿元，账龄在 1 年以内的占 76.23%，前五名客户欠款金额占比 17.59%，集中度一般；公司存货较上年末增长 74.75%至 493.57 亿元，主要系浪潮信息增加日常经营性备货所致，公司存货主要为浪潮信息储备的原材料、在产品以及库存商品等，累计计提存货跌价准备/合同履约成本减值准备 13.24 亿元；公司一

年内到期的非流动资产较上年末有所增长，主要为一年内到期的长期应收款；公司发放贷款及垫款主要为德州银行放出的贷款，放款规模较上年末变动不大；公司其他债权投资较上年末有所增长，主要系投资的商业银行类债券增加所致；公司长期应收款较上年末有所增长，主要系融资租赁款增加所致；公司固定资产较上年末有所增长，主要系机器设备、房屋及建筑物增加所致，累计计提折旧 96.56 亿元，累计计提减值准备 2.39 亿元。截至 2025 年 3 月末，公司合并资产总额为 3081.32 亿元，较 2024 年末增长 5.50%，资产构成变动不大。

图表 4 • 公司主要资产构成情况

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>1077.03</b>	<b>49.38%</b>	<b>1323.01</b>	<b>52.80%</b>	<b>1634.25</b>	<b>55.96%</b>	<b>1748.15</b>	<b>56.73%</b>
货币资金	292.17	13.40%	373.96	14.93%	343.67	11.77%	327.27	10.62%
应收账款	236.44	10.84%	254.44	10.16%	322.84	11.05%	424.27	13.77%
存货	214.63	9.84%	282.44	11.27%	493.57	16.90%	506.42	16.44%
一年内到期的非流动资产	114.84	5.27%	134.97	5.39%	153.38	5.25%	177.08	5.75%
<b>非流动资产</b>	<b>1104.05</b>	<b>50.62%</b>	<b>1182.55</b>	<b>47.20%</b>	<b>1286.40</b>	<b>44.04%</b>	<b>1333.17</b>	<b>43.27%</b>
发放贷款及垫款	433.89	19.89%	457.39	18.26%	466.09	15.96%	497.63	16.15%
其他债权投资	121.65	5.58%	167.14	6.67%	206.92	7.08%	219.39	7.12%
长期应收款	170.58	7.82%	191.88	7.66%	217.43	7.44%	214.17	6.95%
固定资产	92.29	4.23%	113.77	4.54%	146.04	5.00%	143.80	4.67%
<b>资产总额</b>	<b>2181.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>2505.56</b>	<b>100.00%</b>	<b>2920.65</b>	<b>100.00%</b>	<b>3081.32</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

资产受限方面。截至 2024 年末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 140.73 亿元，占同期末资产总额的 4.82%，资产受限比例很低。

图表 5 • 截至 2024 年末公司受限资产明细

资产名称	受限金额	受限金额占该科目的比例
货币资金	65.27	18.99%
无形资产	2.48	7.22%
固定资产	9.06	6.20%
其他非流动资产	3.11	9.41%
应收账款	11.27	3.49%
其他应收款	0.75	2.93%
在建工程	1.99	26.17%
其他非流动金融资产	0.22	1.58%
长期股权投资	5.45	7.80%
投资性房地产	0.09	0.42%
长期应收款	17.19	7.90%
债权投资（面值）	1.23	6.89%
其他债权投资（面值）	21.61	10.44%
其他流动资产	1.00	1.56%
<b>合计</b>	<b>140.73</b>	<b>--</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 2 资本结构

### （1）所有者权益

2022—2024 年末，公司资本实力持续增强；截至 2024 年末，公司所有者权益中少数股东权益占 68.98%。

2022—2024 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 8.94%，截至 2024 年末，公司所有者权益为 590.98 亿元。其中，实收资本占 7.16%、资本公积占 8.52%、未分配利润占 9.53%、少数股东权益占 68.98%。截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益较 2024 年末保持稳定。

## (2) 负债

### 2022—2024 年末，公司债务规模持续增长，债务负担偏重。

2022—2024 年末，公司负债总额持续增长，年均复合增长 17.65%。截至 2024 年末，公司负债总额较上年末大幅增长 19.45%，主要系应付账款和合同负债增加所致。公司负债结构以流动负债为主，流动负债占 85.22%。截至 2024 年末，公司短期借款较上年末小幅增加，主要由信用借款（占 96.66%）构成；公司应付账款较上年末大幅增长，主要系 IT 业务规模的增长，应付材料款规模扩大所致；公司合同负债较上年末显著增长，主要系浪潮信息预收客户合约工程款增加所致；公司吸收存款及同业存放主要系德州银行吸收的存款，整体规模较上年末小幅增加；受公司调整债务结构影响，公司长期借款较上年末有所下降，应付债券较上年末有所增长。

图表 6 • 公司主要负债构成情况

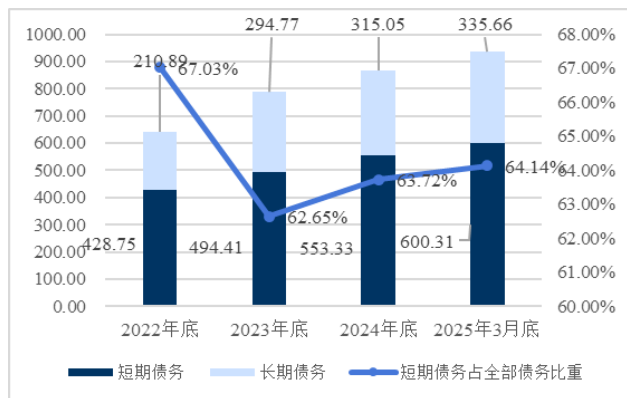
科目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债</b>	<b>1433.17</b>	<b>85.15%</b>	<b>1625.78</b>	<b>83.36%</b>	<b>1985.39</b>	<b>85.22%</b>	<b>2121.84</b>	<b>85.14%</b>
短期借款	252.94	15.03%	344.32	17.65%	351.21	15.08%	443.53	17.80%
应付账款	194.36	11.55%	236.20	12.11%	397.32	17.05%	540.49	21.69%
合同负债	84.56	5.02%	82.90	4.25%	166.21	7.13%	89.33	3.58%
吸收存款及同业存放	643.89	38.26%	694.57	35.61%	760.92	32.66%	778.11	31.22%
<b>非流动负债</b>	<b>249.93</b>	<b>14.85%</b>	<b>324.60</b>	<b>16.64%</b>	<b>344.28</b>	<b>14.78%</b>	<b>370.44</b>	<b>14.86%</b>
长期借款	108.86	6.47%	177.04	9.08%	130.01	5.58%	148.20	5.95%
应付债券	98.95	5.88%	112.37	5.76%	179.18	7.69%	184.81	7.42%
<b>负债总额</b>	<b>1683.09</b>	<b>100.00%</b>	<b>1950.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>2329.67</b>	<b>100.00%</b>	<b>2492.28</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022—2024 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 16.52%。截至 2024 年末，公司全部债务为 868.38 亿元，较上年底增长 10.04%，主要系应付债券增加所致。其中短期债务占 63.72%，占比较上年末增长 1.07 个百分点。公司全部债务中，银行借款占 55.42%、应付债券占 20.63%。从债务指标来看，2022—2024 年末，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持续增长。截至 2024 年末，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 79.77%、59.50%和 34.77%，较上年底分别提高 1.92 个百分点、提高 0.80 个百分点和提高 0.09 个百分点。若将其他权益工具中的永续债计入全部债务，截至 2024 年末，公司全部债务为 888.90 亿元，全部债务资本化比率为 60.91%。公司债务负担偏重。

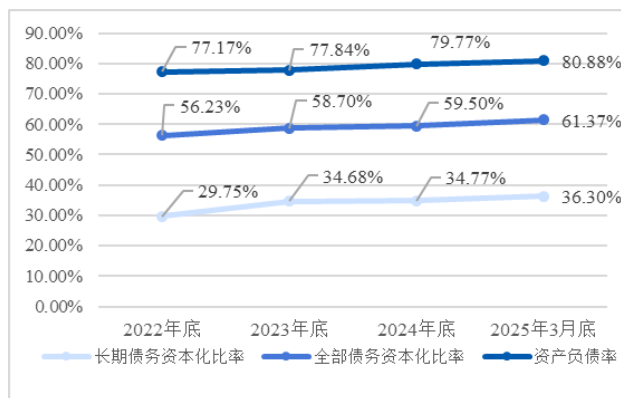
截至 2025 年 3 月末，公司全部债务较 2024 年末增长 7.78%，主要系短期借款增加所致。从债务指标来看，截至 2025 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.88%、61.37%和 36.30%，较上年末分别提高 1.12 个百分点、提高 1.87 个百分点和提高 1.53 个百分点。

图表 7 • 公司全部债务构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 8 • 公司偿债指标



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 3 盈利能力

2022—2024 年，公司营业总收入和利润总额保持增长，利润主要来自核心产业贡献的经营利润及其他收益，期间费用对利润的侵蚀明显，但公司整体盈利能力极强。

2022—2024 年，公司营业总收入及毛利润均持续增长，期间费用率持续下降，其中 2024 年公司期间费用总额为 177.90 亿元，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 24.09%、28.96%、43.16%和 3.79%；投资收益（以处置长期股权投资和交易性金融资产获得的投资收益为主）及其他收益对利润形成一定补充；减值损失主要为坏账损失以及浪潮信息存货跌价损失，对利润造成一定影响。得益于主业盈利的持续增加，2022—2024 年，公司利润总额保持增长，公司盈利能力极强。

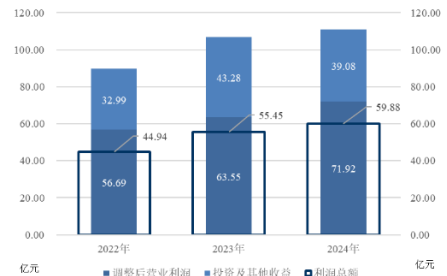
2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 596.30 亿元，同比增长 94.65%，主要系 IT 板块收入增长所致；利润总额 9.84 亿元，同比增长 51.94%，主要系 IT 业务规模增长，毛利润增加所致。

图表 9 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入	1193.38	1385.47	1771.27
毛利润	215.66	237.43	254.30
期间费用	155.72	169.70	177.90
投资收益	12.95	12.19	6.86
公允价值变动收益	-11.75	2.05	5.21
其他收益	25.25	27.14	26.05
减值损失(合计)	-21.98	-24.09	-23.40
利润总额	44.94	55.45	59.88
归属于母公司所有者的净利润	-0.18	8.35	5.28
调整后营业利润率	5.02%	4.61%	4.02%
期间费用率	13.05%	12.25%	10.04%
总资产收益率	4.46%	4.39%	4.40%
净资产收益率	7.60%	8.41%	8.37%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 2022—2024 年公司利润构成及变化趋势



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 4 现金流

2022—2024 年，公司经营活动现金净流入规模有所收窄，但经营获现仍保持较强水平；公司投资活动现金流持续净流出，经营活动净现金无法完全覆盖投资活动资金需求，同时，考虑到公司 IT 业务规模扩张以及本部股权类投资业务的开展，公司存在一定的对外融资需求。

图表 11 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动现金流入小计	1506.90	1666.79	2284.24
经营活动现金流出小计	1433.27	1622.86	2259.22
经营现金流量净额	73.62	43.94	25.02
投资活动现金流入小计	169.05	449.59	341.20
投资活动现金流出小计	193.70	470.55	396.77
投资活动现金流量净额	-24.65	-20.96	-55.57
筹资活动前现金流量净额	48.97	22.98	-30.54
筹资活动现金流入小计	393.62	402.26	439.45
筹资活动现金流出小计	401.09	335.18	452.78
筹资活动现金流量净额	-7.46	67.09	-13.34
现金收入比	109.14%	104.46%	115.37%
现金及现金等价物净增加额	43.16	90.59	-49.01

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022—2024 年，公司经营活动现金流入量及流出量均持续增长，但经营活动现金净流入规模有所收窄。2024 年，公司经营活动现金流出增长幅度较大，主要系 IT 业务原材料备货增加等原因所致，经营活动现金净流入规模同比下降，现金收入比仍保持在较高水平。2022—2024 年，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金，投资活动现金流出主要为投资支付的现金，投资活动持续净流出；筹资活动前现金由净流入转为净流出，经营活动净现金无法覆盖投资活动所需资金。2022—2024 年，公司筹资活动现金流量净额波动较大，考虑到公司 IT 业务规模扩张以及本部股权类投资业务的开展，公司存在一定的对外融资需求。

2025 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-43.93 亿元，投资活动现金流量净额为-34.92 亿元，公司筹资活动现金流量净额为 79.80 亿元。

## 5 偿债指标

公司偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

图表 12 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	75.15%	81.38%	82.31%
	速动比率	60.17%	64.00%	57.45%
	经营现金流动负债比	5.14%	2.70%	1.26%
	经营现金流入量/流动负债（倍）	1.05	1.03	1.15
	经营现金/短期债务（倍）	0.17	0.09	0.05
	现金短期债务比（倍）	0.89	0.98	0.82
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	75.49	97.86	99.42
	全部债务/EBITDA（倍）	8.47	8.06	8.73
	经营现金/全部债务（倍）	0.12	0.06	0.03
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.87	7.89	6.68
	经营现金/利息支出（倍）	5.73	3.54	1.68

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2022—2024 年，公司经营现金/流动负债和经营现金/短期债务指标受经营活动现金净流入量变动的影响大，经营现金对流动负债和短期债务的保障程度一般，经营现金流入量对流动负债的保障程度较强。2022—2024 年末，公司流动比率持续增长，速动资产对流动负债的保障能力不足，现金类资产对短期债务覆盖能力较强。

从长期偿债指标看，2022—2024 年，公司 EBITDA 持续增长，EBITDA 对利息支出的覆盖能力良好，对全部债务的覆盖能力一般；公司经营现金/全部债务和经营现金/利息支出持续下降，经营现金对债务和利息支出的覆盖程度有所弱化。

截至 2025 年 3 月末，公司对外担保余额为 16.68 亿元，系对关联企业的担保。

截至 2024 年末，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2025 年 3 月末，公司获得银行授信总额 1269.99 亿元，未使用授信余额 758.87 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司下属多家上市公司，具备直接融资渠道。

## 6 公司本部财务分析

公司本部资产以控股子公司股权及投资类股权为主，资产流动性强；2024 年，本部收益主要来自投资收益，现金类资产对短期债务覆盖能力很强。

本部开展资产管理与股权投资业务，并承担管理职能以及部分融资职能。

截至 2024 年末，公司本部资产总额为 299.21 亿元，资产结构以现金类资产和长期股权投资为主，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 88.08 亿元，长期股权投资较上年末增长 8.19%至 186.51 亿元，主要为对子公司的投资（占 70.92%）。截至 2025 年 3 月末，本部直接持有 20 余家上市公司股权，均未质押，交易性金融资产账面价值合计 57.63 亿元。



图表 13 • 截至 2025 年 3 月末公司本部持股的部分上市公司情况

证券简称	持股数量(万股)	占总股本比例	期末参考市值(亿元)
积成电子	5233.76	10.38%	3.67
中泰证券	12087.18	1.73%	7.76
中通客车	7098.16	11.97%	8.02
新华医疗	2515.36	4.15%	4.04
江苏国泰	3286.40	2.02%	2.50
奥拓电子	2794.55	4.29%	1.62
正海磁材	1516.06	1.81%	2.00
岳阳林纸	3250.00	1.84%	1.49
鲁银投资	2827.80	4.19%	1.74
国药现代	1583.46	1.18%	1.68
鲁北化工	1747.24	3.31%	1.39
银座股份	1801.69	3.46%	0.87
好莱客	469.43	1.51%	0.46
普邦股份	2544.65	1.48%	0.44

资料来源：wind

截至 2024 年末，公司本部所有者权益合计 129.87 亿元，全部债务为 162.94 亿元，较上年末增长 6.59%，债务期限结构偏长期（短期债务占 26.49%）。公司本部全部债务中，发行债券约占 79.31%。资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.60%和 55.65%，债务负担偏重；本部现金类资产对短期债务覆盖能力很强（2.61 倍）。

2024 年，本部实现营业总收入 0.25 亿元，利润总额 7.67 亿元（上年同期为 1.36 亿元），其中投资收益和公允价值变动收益分别为 10.31 亿元和 4.30 亿元；本部取得投资收益收到的现金为 10.72 亿元。

偿债能力方面，短期来看，截至 2024 年底，公司本部现金类资产合计 88.08 亿元，为当期本部短期债务的 2.61 倍；2024 年，公司本部经营活动现金净流入 3.30 亿元，取得投资收益收到的现金 10.72 亿元，可以覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 7.61 亿元；长期来看，截至 2024 年底，公司本部现金类资产、债权投资及股权类资产估值合计对本部全部债务的保障能力好。

## 十、ESG 分析

**公司积极履行社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。**

环境方面，公司 IT、医药等业务板块涉及生产制造，可能面临一定的环境风险。截至报告出具日，联合资信未发现公司因为环境问题受到监管部门的处罚。

社会责任方面，公司已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备，人员稳定性较高，积极履行作为国有企业的社会责任。

治理方面，公司未设置 ESG 部门，产业战略规划清晰，法人治理结构较为完善，内部规章制度和内控制度较为健全。

## 十一、外部支持

### 1 支持能力

**政府支持能力极强。**

根据山东省政府数据，2022—2024 年，山东省生产总值持续增长，财政收入持续增长，税收收入波动增长，一般公共预算收入持续增长；同期，一般公共预算支出持续增长，财政自给能力较强。同期，受房地产市场调整以及土地市场行情等综合因素影响，山东省政府性基金收入持续下降。截至 2024 年末，山东省政府债务余额 32811 亿元。整体看，公司实际控制人综合实力极强。

## 2 支持可能性

公司作为山东省重要的国有资本运营与管理平台，在资产划转和政府补贴等方面获得政府有力支持。

公司为山东省政府授权的国有资本运营公司，履行国有产（股）权的经营管理及处置、资产管理、股权投资管理及经营、企业重组收购兼并等职能。2018 年以来，在山东省国资委的安排下，公司先后将德州银行、华特控股等企业纳入合并范围，资产和权益规模得到拓展，业务范围增加。2022—2024 年，公司分别实现其他收益 25.25 亿元、27.14 亿元和 26.05 亿元，以政府补贴为主。

## 十二、债券偿还风险分析

### 1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司现有债务规模影响不大。

考虑到本期债项具有赎回选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期债项利率重置条款设置使本期债项赎回的可能性较大，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。

本期债项拟发行规模为人民币 5.00 亿元，分别占公司 2024 年末长期债务和全部债务的 1.59%和 0.58%，本期债项的发行对公司现有债务规模影响不大。

以 2024 年末财务数据为基础，若将本期永续债计入有息债务，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，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由 79.77%、59.50%和 34.77%上升至 79.80%、59.64%和 35.13%，考虑到本期债项扣除发行费用后的募集资金将全部用于偿还存量公司债券，发行后公司债务负担可能低于上述测算。

### 2 本期债项偿还能力

公司经营活动产生的现金流入量对本期债项发行后长期债务的保障能力较好，且公司本部持有多家上市公司股权，可对本期债项的偿付提供有效支持。

以 2024 年财务数据为基础，预计本期债项发行后公司长期债务将上升至 320.05 亿元，公司经营活动产生的现金流入量以及 EBITDA 对发行后长期债务的保障程度较好；考虑到公司本部持有多家上市公司股权，极端情况下可对本期债项的偿付提供有效支持。

图表 14 • 本期债项偿还能力测算

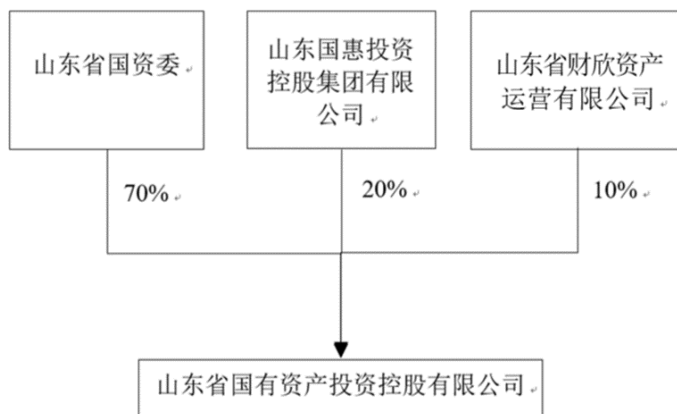
项目	2024 年
发行后长期债务*（亿元）	320.05
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	7.14
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.08
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.22

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 十三、评级结论

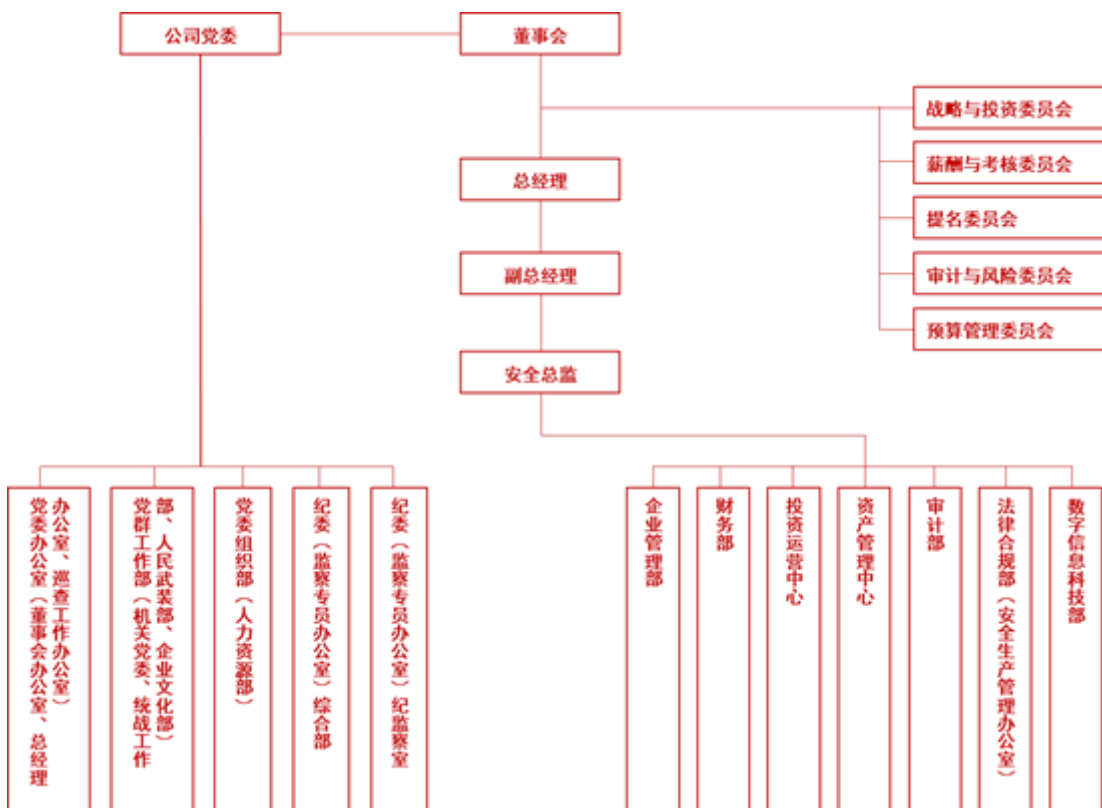
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

## 附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	382.90	485.20	452.23	447.38
应收账款（亿元）	236.44	254.44	322.84	424.27
其他应收款（亿元）	37.65	42.12	25.66	30.79
存货（亿元）	214.63	282.44	493.57	506.42
长期股权投资（亿元）	66.29	66.45	69.98	72.82
固定资产（亿元）	92.29	113.77	146.04	143.80
在建工程（亿元）	23.20	11.89	7.61	10.33
资产总额（亿元）	2181.09	2505.56	2920.65	3081.32
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00	45.00
少数股东权益（亿元）	337.23	378.82	407.68	405.18
所有者权益（亿元）	497.99	555.18	590.98	589.04
短期债务（亿元）	428.75	494.41	553.33	600.31
长期债务（亿元）	210.89	294.77	315.05	335.66
全部债务（亿元）	639.63	789.17	868.38	935.97
营业总收入（亿元）	1193.38	1385.47	1771.27	596.30
营业成本（亿元）	977.72	1148.04	1516.98	544.15
其他收益（亿元）	25.25	27.14	26.05	3.66
利润总额（亿元）	44.94	55.45	59.88	9.84
EBITDA（亿元）	75.49	97.86	99.42	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1302.44	1447.25	2043.58	798.32
经营活动现金流入小计（亿元）	1506.90	1666.79	2284.24	883.48
经营活动现金流量净额（亿元）	73.62	43.94	25.02	-43.93
投资活动现金流量净额（亿元）	-24.65	-20.96	-55.57	-34.92
筹资活动现金流量净额（亿元）	-7.46	67.09	-13.34	79.80
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	5.18	5.37	5.87	--
存货周转次数（次）	3.88	4.62	3.91	--
总资产周转次数（次）	0.59	0.59	0.65	--
现金收入比（%）	109.14	104.46	115.37	133.88
营业利润率（%）	17.80	16.84	14.10	8.57
总资本收益率（%）	4.46	4.39	4.40	--
净资产收益率（%）	7.60	8.41	8.37	--
长期债务资本化比率（%）	29.75	34.68	34.77	36.30
全部债务资本化比率（%）	56.23	58.70	59.50	61.37
资产负债率（%）	77.17	77.84	79.77	80.88
流动比率（%）	75.15	81.38	82.31	82.39
速动比率（%）	60.17	64.00	57.45	58.52
经营现金流动负债比（%）	5.14	2.70	1.26	--
现金短期债务比（倍）	0.89	0.98	0.82	0.75
EBITDA 利息倍数（倍）	5.87	7.89	6.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.47	8.06	8.73	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 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；3. 2022—2024 年其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务其相关指标核算；4. 2022—2024 年其他应付款、长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务及其相关指标核算；5. 公司全部债务包含下属金融租赁公司的长短期借款

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	74.65	81.71	88.08	88.78
应收账款（亿元）	1.12	1.12	1.12	1.12
其他应收款（亿元）	5.50	5.65	2.85	2.86
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	162.50	172.38	186.51	188.16
固定资产（亿元）	1.58	1.52	1.47	1.46
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	265.98	279.54	299.21	301.67
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00	45.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	121.71	122.67	129.87	132.35
短期债务（亿元）	40.83	40.49	33.72	28.66
长期债务（亿元）	98.95	112.37	129.23	133.73
全部债务（亿元）	139.78	152.86	162.94	162.39
营业总收入（亿元）	0.29	0.26	0.25	0.08
营业成本（亿元）	0.10	0.10	0.10	0.03
其他收益（亿元）	0.38	0.37	0.30	0.00
利润总额（亿元）	-7.57	1.36	7.67	2.28
EBITDA（亿元）	-2.70	6.25	12.54	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	12.24	24.88	64.05	8.58
经营活动现金流量净额（亿元）	2.95	-0.97	3.30	0.57
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.04	5.40	-1.23	-0.42
筹资活动现金流量净额（亿元）	-3.15	7.27	2.29	-2.70
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	0.26	0.23	0.22	--
存货周转次数（次）	*	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	26.98	19.49	25.33	50.43
总资本收益率（%）	-0.63	2.20	3.96	--
净资产收益率（%）	-5.35	1.11	5.31	--
长期债务资本化比率（%）	44.84	47.81	49.88	50.26
全部债务资本化比率（%）	53.45	55.48	55.65	55.10
资产负债率（%）	54.24	56.12	56.60	56.13
流动比率（%）	179.32	198.86	232.41	264.48
速动比率（%）	179.32	198.86	232.41	264.48
经营现金流动负债比（%）	6.51	-2.18	8.33	--
现金短期债务比（倍）	1.83	2.02	2.61	3.10
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.56	1.33	2.67	--
全部债务/EBITDA（倍）	-51.70	24.47	12.99	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 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；3. “\*”表示该指标分母为零；4. 2022—2024 年其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务其相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理



### 附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

## 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。