

山东发展投资控股集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行 公司债券（第二期）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〔2024〕6584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及其拟发行的2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定山东发展投资控股集团有限公司长期信用等级为AAA，山东发展投资控股集团有限公司2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）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：

二〇二四年七月十七日

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发展投资控股集团有限公司（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，联合资信控股股东联合信用管理有限公司控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。

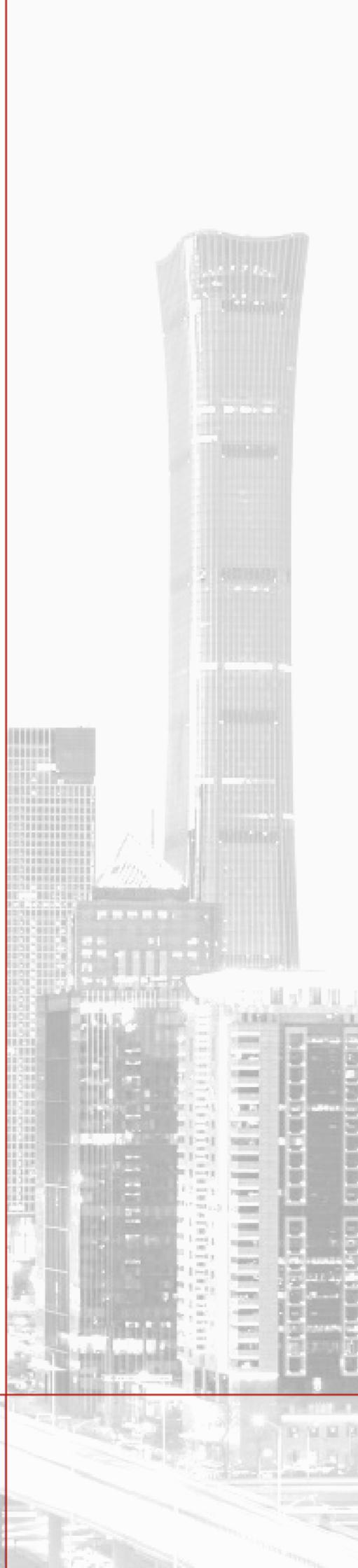
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。



山东发展投资控股集团有限公司

2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）

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	2024/07/17

债项概况 本期债项发行规模为不超过 7.50 亿元（含），期限为 5 年期；本次募集资金用于偿还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”）拟到期有息债务及股权投资；兑付方式为按年付息，到期一次性偿还本金及最后一期利息。

评级观点 公司是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”）直属的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，在股东支持和投资项目获取等方面具有很强的竞争优势，区域重要性强；内控体系建设完善，内部管理制度健全。公司主要从事股权投资、发电业务和贸易等业务。近年来，受收缩贸易业务规模及剥离玻璃制造业务影响，公司营业总收入有所下降，受益于高盈利水平的发电业务收入快速提升，公司主营业务盈利能力显著增长，需关注在建及拟建电站项目未来持续投入带来的资本支出压力；此外，公司持有的省内电力、铁路等优质股权持续贡献较好的投资收益及现金流入。财务方面，公司资产质量及流动性良好；有息债务负担较轻，偿债能力指标表现良好。公司投资活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力良好，加之公司间接融资渠道畅通，可为本期债项偿还提供一定支撑。

个体调整：不适用。

外部支持调整：公司区域产业定位突出，在项目资源获取及资本金注入等方面持续获得外部支持。

评级展望 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。

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：公司所在区域经济实力显著下滑；公司财务指标显著弱化等。

优势

- 公司在区域内产业地位突出，股东支持力度大。**公司作为山东省国资委直属的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，区域内产业地位突出，在项目资源获取及资本金注入等方面持续获得外部支持。
- 公司所持股权资产优质，持续贡献较好的投资收益和现金分红。**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。2021—2023 年，公司分别实现直接股权投资收益 7.06 亿元、6.47 亿元和 5.10 亿元，收到的现金分红分别为 4.62 亿元、6.07 亿元和 5.55 亿元。
- 公司财务弹性良好。**截至 2023 年底，公司资产负债率为 32.12%，全部债务资本化比率为 26.66%，财务弹性良好。

关注

- 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。受外部经济及政策环境变化影响，部分债权资产回收存在一定不确定性。
- 以风电项目为主的在建及拟建项目未来资本支出规模较大。**公司在建的景泰 A 区 B 区 110 万千瓦风电项目及拟建的平川 A 区 20 万千瓦风电项目和靖远 A 区 40 万千瓦风电项目计划总投资 108.71 亿元，截至 2023 年底累计投资 16.26 亿元，未来资本支出规模较大。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

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

本次评级打分表及结果

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
财务风险	F2	现金流	经营分析	2
			资产质量	6
			盈利能力	2
		现金流量	2	
		资本结构	1	
偿债能力	2			
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

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

主要财务数据

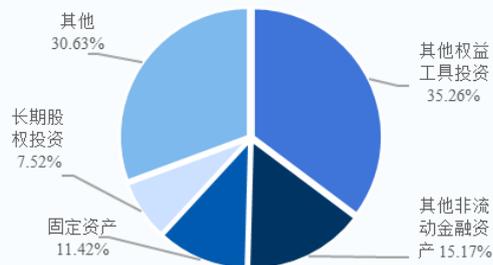
项目	合并口径			
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	38.13	50.78	39.49	40.16
资产总额（亿元）	376.10	427.01	431.89	452.03
所有者权益（亿元）	253.96	288.49	293.17	303.60
短期债务（亿元）	27.40	22.13	44.24	29.72
长期债务（亿元）	47.47	79.84	62.36	82.58
全部债务（亿元）	74.87	101.97	106.59	112.30
营业总收入（亿元）	41.16	40.97	34.28	5.57
利润总额（亿元）	6.59	7.93	5.60	1.55
EBITDA（亿元）	11.08	13.01	11.69	--
经营性净现金流（亿元）	1.15	1.84	2.58	0.89
营业利润率（%）	14.36	12.89	19.97	29.20
净资产收益率（%）	2.41	2.29	1.71	--
资产负债率（%）	32.47	32.44	32.12	32.84
全部债务资本化比率（%）	22.77	26.12	26.66	27.00
流动比率（%）	144.69	170.70	102.86	135.51
经营现金流动负债比（%）	2.92	3.99	4.01	--
现金短期债务比（倍）	1.39	2.29	0.89	1.35
EBITDA 利息倍数（倍）	6.08	4.88	3.52	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.76	7.84	9.12	--

项目	公司本部口径			
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	293.45	308.75	310.34	296.93
所有者权益（亿元）	228.15	255.85	250.26	235.29
全部债务（亿元）	27.83	30.52	34.44	36.99
营业总收入（亿元）	2.72	2.51	0.70	0.07
利润总额（亿元）	10.93	9.26	4.99	0.52
资产负债率（%）	22.25	17.13	19.36	20.76
全部债务资本化比率（%）	10.87	10.66	12.10	13.59
流动比率（%）	241.62	247.96	72.51	105.12
经营现金流动负债比（%）	29.54	4.10	3.74	--

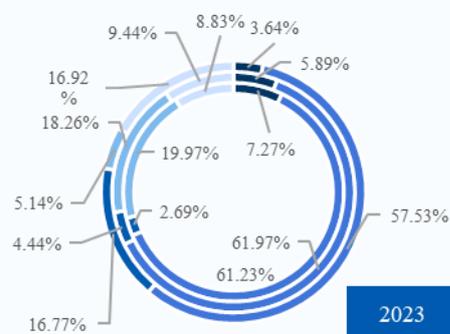
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 公司其他流动负债和其他应付款中有息债务已调至短期债务；长期应付款中有息债务已调至长期债务计量。

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年底公司资产构成



2021—2023 年公司收入构成



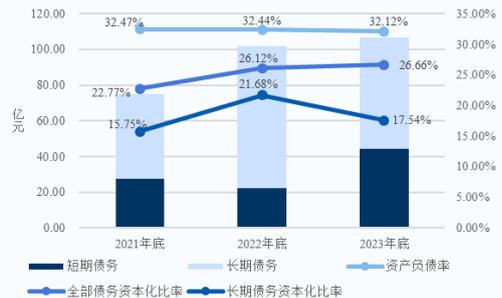
■ 利息收入 ■ 贸易业务 ■ 发电业务 ■ 玻璃制造 ■ 其他业务

2021—2023 年公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

2021—2023 年底公司债务情况



■ 短期债务 ■ 长期债务 ■ 全部债务资本化比率 ■ 资产负债率

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	2024/06/25	刘祎焯 景雪	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
AAA/稳定	2019/09/20	孙长征 范琴	原联合信用评级有限公司工商企业评级方法 原联合信用评级有限公司工商企业打分模型	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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘祎焯 liuyixuan@lhratings.com

项目组成员：景雪 jingxue@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

山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“山东发展”）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”）和山东省社会保障基金理事会（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2024年3月底，公司注册资本及实收资本均为100.00亿元，山东省国资委、山东国惠投资控股集团有限公司（以下简称“山东国惠”）和山东省财欣资产运营有限公司（以下简称“山东财欣”）分别持有公司70%、20%和10%的股权。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。

公司主营业务为股权投资，电力、贸易业务等，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一般工商企业。

截至2024年3月底，公司本部设公司党委，下设纪委工作机构、党委办公室、党委组织部和党群工作部；公司本部设董事会，下设董事会办公室、总经理办公会、办公室、战略投资部、资本运营部、资产管理部、人力资源部、财务部和审计法务部等职能部门（见附件1-2）

截至2023年底，公司合并资产总额431.89亿元，所有者权益293.17亿元（含少数股东权益34.53亿元）；2023年，公司实现营业收入34.28亿元，利润总额5.60亿元。

截至2024年3月底，公司合并资产总额452.03亿元，所有者权益303.60亿元（含少数股东权益35.02亿元）；2024年1-3月，公司实现营业总收入5.57亿元，利润总额1.55亿元。

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：郭晓东。

二、本期债项概况

公司拟发行山东发展投资控股集团有限公司2024年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）。发行金额不超过7.50亿元（含）；期限为5年期；兑付方式为按年付息，到期一次性偿还本金及最后一期利息。本期债项募集资金在扣除发行费用后，拟将不超过5.00亿元（含）用于偿还到期债券，不超过2.50亿元（含）用于股权投资。

本期债项无信用增进。

三、宏观经济和政策环境分析

2024年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处于结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024年一季度，中国经济开局良好。一季度GDP同比增长5.3%，上年四季度同比增长5.2%，一季度GDP增速稳中有升；满足全年经济增长5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024年一季度报）》](#)。

四、行业分析

1 股权投资行业

受复杂的外部环境影响，2023 年中国股权投资市场整体延续下行态势。募资端，2023 年中国股权投资市场新募基金数量及新募基金总规模同比均有所下降，国有资金主导地位持续提升；投资端，2023 年中国股权投资市场投资案例数及投资总金额同比均有所下降，硬科技领域仍是投资布局主线，半导体及电子设备行业投资规模位居前列，机械制造、汽车领域表现强劲。退出端，受国内 IPO 节奏收紧影响，2023 年中国股权投资市场退出案例数同比下滑，随着越来越多的行业逐渐进入调整与整合阶段，叠加 IPO 项目溢价降低、上市不确定性持续增强的影响，股权投资机构开始更多地关注并考虑通过回购、股权转让、并购等实现收益变现。进入 2024 年，一季度股权投资市场募资端延续下滑态势，投资端出现回升，投资趋势以国家战略性新兴产业为导向，股权投资市场复苏节奏较为缓慢，未来仍将面临较多考验。完整版行业分析详见[《股权投资行业运行分析》](#)。

2 电力行业

2023 年电力系统安全稳定运行，全国电力供需总体平衡，但在极端天气、用电负荷增长以及燃料不足等特殊情况下，局部地区存在电力供应不足的问题。近年来，能源供应和环境保护等问题逐步凸显。在政策导向下，国家电源结构向清洁能源偏重明显，并开始布局储能配套设施，在资源优势区域稳步推进大基地项目等，带动风电和太阳能发电新增装机量大幅提升。为保障电力供应稳定性，目前火电仍占据较大市场。由于动力煤等燃料价格仍处高位，火电企业成本控制压力仍较大。预计 2024 年中国电力供需总体平衡，但局部地区高峰时段电力供应或偏紧。未来，电力行业将在科技创新力推动下着力保障安全稳定供应、建立健全市场化电价体系及加快推动新型电力系统建设。完整版行业分析详见[《2024 年电力行业运行分析》](#)。

3 贸易行业

进出口贸易方面，2023 年，受全球主要经济体持续通胀和货币紧缩导致的需求放缓、全球供应链格局重塑、以及主要商品价格回落影响，以人民币计价的中国货物贸易进出口总额增速同比放缓，进出口贸易国家框架基本稳定，但欧美国家需求放缓、新兴国家对出口需求拉动有限，中国外贸压力仍存；进出口产品结构不断改善，附加值高的机电产品出口占比提升，有进出口实绩的外贸企业数量不断增加。2024 年一季度，得益于全球制造业需求恢复，中国进出口贸易增速回升。

大宗商品贸易方面，2023 年，中国固定资产投资增速 3.0%，增速放缓，基建投资景气度仍在高位，房地产新开工面积同比下降 20.4%。受供求关系的影响，大宗商品价格呈窄幅震荡态势。原油价格受海外货币政策紧缩、OPEC 减产等影响呈窄幅震荡；钢材价格受中国国内地产行业景气度下行拖累，整体呈下跌态势；煤炭价格受海外煤炭供应较充足、房地产行业低迷导致钢铁及建材行业需求不足等因素影响，震荡回落。

展望 2024 年，随着新一轮稳外贸支持政策持续发力、美国经济韧性仍存以及在新兴市场出口份额的提升，中国外贸总额增速同比有望提升。同时，中国出口产品结构将持续改善，高附加值的机电产品出口占比有望持续提升，大宗商品市场将受货币政策、地缘政治、国内地产行业政策等影响持续调整。详见[《2023 年贸易行业运行分析及 2024 年信用风险展望》](#)。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司作为山东省基建及产业发展的重要投融资主体，在山东省内基础设施建设及产业投资领域处于优势地位，具有较强的投融资项目管理和资源整合能力。

近年来，公司持续围绕山东省生产力布局、产业政策和发展方向，根据国民经济中长期发展战略规划和年度计划，开展国有资本投资运营，推动全省基础设施建设和现代产业发展与转型升级。截至 2024 年 3 月底，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”）、山东省绿色资本投资集团有限公司（以下简称“绿色投资”）、山东省现代产业投资集团有限公司（以下简称“现代产业”）和山东绿色能源投资有限公司（以下简称“绿色能源”）等 10 家二级子公司。

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。

绿色投资控股/参股多家基金管理公司，包括山东舜宁股权投资基金管理公司、山东省山发绿色私募（投资）基金管理有限公司等。绿色投资业务涵盖创业基金、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 2024 年 3 月底，绿色投资直接或间接管理基金 28 支，基金募集总规模为 196.82 亿元，实缴总规模为 62.42 亿元。2023 年，实现管理费收入 2164.83 万元。

2 人员素质

公司高级管理人员管理经验较为丰富；员工结构符合公司业务设置，可满足公司现有业务运营需要。

截至 2023 年底，公司本部高级管理人员包括董事长、总经理、副总经理、财务总监和董事会秘书；公司合并口径在职人员 1181 人，从学历来看，硕士及以上学历占 17.78%、本科学历占 34.97%、专科及以下学历占 47.25%；从年龄来看，35 岁以下占 45.05%、36~45 岁占 33.19%、45 岁以上占 21.76%。

公司党委书记、董事长郭晓东先生，汉族，1966 年 5 月生，大学学历，工学学士，中共党员。历任山东省发展和改革委员会工业处副处长、能源交通处副处长、能源交通处处长、能源处处长，山东省对口支援办公室主任（副厅级），公司党委副书记、总经理。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370000MA3C2J2J45），截至 2024 年 6 月 12 日，公司本部无未结清及已结清的不良信贷信息记录。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 2024 年 7 月 15 日，联合资信未发现公司曾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、列入经营异常名录信息、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。

六、管理分析

1 法人治理

公司已建立相对完善的法人治理结构。

法人治理方面，公司设立了股东会和董事会，实际运行情况良好。公司董事中，职工董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生，外部董事人选由山东省国资委依法聘任或者推荐派出；总经理由董事会决定聘任或者解聘；公司不设监事会，设职工监事一名。

2 管理水平

公司逐步完善内控体系建设，内部管理制度健全，能够满足公司日常经营和管理需要。

公司制定并不断完善内部控制制度。对子公司的管理方面，各子公司高级管理人员的人选由权属企业提名并经公司党委把关批准，或由公司党委向权属企业推荐。对外投资方面，董事会是投资决策机构，决定公司的年度投资计划和投资项目，公司党委会对重大投资事项前置研究，提前把关；资产管理方面，公司制定了不良债权资产处理的五项原则，并设立专门的不良债权资产处置管理工作领导小组，通过依法追偿、修改债务条款、债转股、处置抵（质）押物、破产清算、债权转让、委托处置等方法管理债权资产。财务管理方面，公司财务部通过合理筹集资金、有效营运资产、控制成本费用、规范收益分配、加强财务监督和财务信息管理、建立财务评价体系和财务预警机制等有效管理措施，来实现公司的财务战略，并推动公司经营战略的最终实现。

七、重大事项

山东华鹏不再纳入公司合并范围。

2022 年 10 月 21 日，山东华鹏玻璃股份有限公司（以下简称“山东华鹏”，证券代码 603021.SH）第一大股东张德华与山东海科控股有限公司（以下简称“海科控股”，实控人为自然人杨晓宏）签署了《张德华与山东海科控股有限公司关于山东华鹏玻璃股份有限公司之

股份转让协议》，拟协议转让其所持山东华鹏无限售条件流通股 77853056 股股份（以下简称“标的股权”），占山东华鹏总股本的 24.33%。本次交易完成前，张德华放弃 20.00% 股份表决权，表决权比例为 5.27%。公司子公司绿色投资表决权比例为 16.48%，为山东华鹏的控股股东。本次交易完成后，标的股份过户至海科控股名下，根据山东省国资委出具的《山东省国资委关于山东发展投资控股集团有限公司转让山东华鹏控制权的批复》文件，同意公司恢复张德华持有标的股权对应的表决权。受此影响，海科控股持有山东华鹏 24.33%，为山东华鹏控股股东，本次交易于 2023 年 1 月 18 日完成过户，绿色投资持有山东华鹏 16.48% 股权。2023 年 3 月，山东华鹏不再纳入公司合并范围。2021 年以来，山东华鹏净利润持续亏损，出表后公司经营性利润得到一定改善。

八、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，受贸易业务收缩及剥离玻璃制造业务影响，公司营业总收入有所下降，综合毛利率在高盈利水平的发电业务收入占比提升带动下明显增长。

公司收入主要由发电业务、利息收入、贸易业务和其他业务收入构成，其他业务包括酒店业务、技术服务、管理服务等。2021—2023 年，公司营业总收入规模逐年减少，主要系公司贸易业务产品结构调整，减少丙烷、丁烷等贸易品种规模以及玻璃制造业务剥离综合所致。公司利息收入主要来自盈余资金运营、原省基建基金委托贷款和丝路公司政策性贷款三部分，2023 年公司利息收入同比下降 48.13%，主要系受央行降准降息影响，结构性存款利率下降所致。公司自 2021 年以来新增发电业务，受益于建设项目陆续投产，2021—2023 年公司发电业务收入规模持续增长，2023 年同比大幅增长至 5.75 亿元。毛利率方面，在附加值较低的玻璃制造业务剥离及贸易业务规模减少和高附加值的发电业务收入增长的综合影响下，2021—2023 年公司综合毛利率波动增长，2023 年同比增长 7.28 个百分点至 20.85%。

2024 年一季度，公司营业总收入同比减少 16.87%，综合毛利率同比上升 2.11 个百分点，主要系上年同期玻璃制造业务仍在合并范围内所致，其他细分业务板块收入及毛利率同比变动不大。

图表 1 • 2021—2023 年及 2024 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	2021 年			2022 年			2023 年			2024 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
利息收入	2.99	7.26%	70.57%	2.41	5.88%	72.61%	1.25	3.64%	49.76%	0.27	4.76%	49.32%
玻璃制造业务	8.22	19.97%	13.38%	7.48	18.26%	4.14%	1.76	5.14%	-1.54%	--	--	--
贸易业务	25.21	61.25%	0.16%	25.39	61.97%	0.43%	19.72	57.53%	0.10%	2.58	46.43%	0.87%
发电业务	1.11	2.69%	69.42%	1.82	4.44%	61.37%	5.75	16.77%	52.50%	1.47	26.33%	50.95%
其他业务	3.64	8.84%	59.08%	3.87	9.44%	58.80%	5.80	16.92%	60.69%	1.26	22.55%	61.45%
合计	41.16	100.00%	14.97%	40.97	100.00%	13.57%	34.28	100.00%	20.85%	5.57	100.00%	30.02%

注：其他业务包括酒店业务、技术服务、管理服务等细分业务。
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表 2 • 公司下属主要经营主体 2023 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	注册资本	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	净利润 同比变动
丝路公司	16.45	100.00%	投资与资产管理、委托贷款	43.75	30.14	0.77	1.25	-16.11%
绿色投资	16.50	100.00%	股权投资	25.94	21.47	2.58	-2.16	40.00%
绿色能源	40.00	40.00%	发电业务	80.66	37.50	5.77	1.85	272.06%
上海齐鲁投资控股集团有限公司	5.80	100.00%	酒店及投资管理、贸易业务	22.09	9.13	20.12	0.19	--

注：绿色投资亏损主要系山东华鹏出表前亏损；上海齐鲁投资控股集团有限公司 2023 年 9 月完成股权变更，控股股东由上海齐鲁实业（集团）有限公司变更为公司，未做期初数据未调整。
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 业务经营分析

公司主营业务收入主要来自发电业务、利息收入和贸易业务，股权投资收益是公司重要利润来源。

(1) 发电业务

近年来，发电业务在建项目陆续投运带动收入快速增长，在建及拟建电站项目投资规模较大，未来资本支出压力大。

公司发电业务运营主体为绿色能源，公司持有其 40% 的股权，为绿色能源的控股股东。国华能源投资有限公司和国家电投集团山东能源发展有限公司分别持有其 30% 的股权。

绿色能源下属五家电站，所属电厂分别为武城县三自风力发电有限公司、吉鲁（长岭）新能源有限公司、东明绿能新能源有限公司、菏泽绿源新能源有限公司和东明绿色新能源有限公司。生产运营方面，2023 年，公司风电业务发电量 20 亿千瓦时，同比大幅增长，主要系长岭 50 万千瓦风电项目于 2022 年底完工投运，2023 年为首个完整运营年度，实现收入 3.06 亿元。东明绿能新能源有限公司下属的东明 100MW 风电项目和东明绿色新能源有限公司下属的 50MW 风电项目均于 2022 年末起部分投运，2023 年为首个完整运营年度，分别实现发电收入 5618 万元和 3306 万元。

公司风电业务主要在建项目为景泰 A 区 60 万千瓦风电项目和 B 区 50 万千瓦光伏项目，该项目是“陇电入鲁”配套新能源基地项目的重要组成部分。其中，景泰 A 区项目拟投资规模 41.64 亿元，资金来源为资本金+银行贷款模式，资本金占总投资的 30%，景泰 B 区投资规模 28.47 亿元，资金来源为资本金+银行贷款模式，资本金占总投资的 30%。截至 2023 年底，项目已完成投资 16.26 亿元。该项目建设工期为两年，预计于 2025 年陆续投运。

公司风电业务主要拟建项目包括平川 A 区 20 万千瓦风电项目和靖远 A 区 40 万千瓦风电项目。平川 A 区 20 万千瓦风电项目静态计划总投资 12.81 亿元，是“陇电入鲁”配套新能源基地项目的重要组成部分，装机规模 200MW，设计安装 50 台 4.0MW 风力发电机组，每台风机配一台箱式变压器。建设总工期 21 个月，根据项目可行性研究报告，项目运营期为 20 年，基于上网电价 0.3078 元/kWh 测算，投资回收期为 12.4 年，预计 2025 年开工。靖远 A 区 40 万千瓦风电项目静态计划总投资 25.79 亿元，是“陇电入鲁”配套新能源基地项目的重要组成部分，工程装机规模 400MW，设计安装 100 台 4.0MW 风力发电机组，建设工期为两年，根据项目可行性研究报告，项目运营期为 20 年，基于上网电价 0.3078 元/kWh 测算，投资回收期为 11.9 年，预计 2025 年开工。

（2）股权投资业务

公司股权投资业务以直接股权投资为主，投资标的主要为电力、能源及交通运输行业大型国有企业，形成的投资收益及现金分红稳定，为公司利润总额的重要来源。

公司股权投资业务主要运营主体包括公司本部、绿色投资、丝路公司等，经营模式分为直接股权投资和私募股权基金投资。

公司直接股权投资项目包括接收的山东省基建基金股权资产和公司成立后直接投资的股权项目。公司直接股权投资业务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，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，项目来源广泛。

公司直接股权投资投向主要为电力、能源及交通运输等领域，所投资企业主要为大型国有企业，为公司带来了较好的投资收益和现金流入。截至 2024 年 3 月底，公司重要的直接股权投资项目共 13 个，账面价值合计 194.62 亿元，较 2023 年底变动不大。2021—2023 年，公司分别实现直接股权投资收益 7.06 亿元、6.47 亿元和 5.10 亿元，分别获得现金分红 4.62 亿元、6.07 亿元和 5.55 亿元，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。

图表 3 • 截至 2024 年 3 月底公司主要股权投资情况（单位：亿元）

投资标的	账面价值	持股比例
华电国际电力股份有限公司	36.45	7.21%
山东铁路发展基金有限公司	33.44	14.55%
胶济铁路客运专线有限责任公司	23.49	28.29%
邯济铁路有限责任公司	24.03	40.97%
山东核电有限公司	19.01	10.00%
中国石化青岛炼化有限责任公司	13.28	10.00%
华电莱州发电有限公司	9.65	25.00%
泰合资产管理有限公司	2.53	15.00%
山东铁路投资控股集团有限公司	3.69	1.03%
华鲁控股集团有限公司	4.98	3.32%
先进制造产业投资基金二期（有限合伙）	4.67	1.51%

鲁南中联水泥有限公司	1.95	19.66%
华电福新能源发展有限公司	17.45	1.77%
合计	194.62	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

私募股权基金投资方面，绿色投资为公司全资控股的专业化资本运营管理平台公司，公司通过绿色投资控股或参股多家基金管理公司。绿色投资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提供支撑。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，目前收益占公司整体收益规模较小。

截至 2024 年 3 月底，绿色投资直接或间接管理基金 28 支，基金募集总规模为 196.82 亿元，实缴总规模为 62.42 亿元，其中绿色投资实缴规模 30.18 亿元。2023 年，公司实现基金管理费收入 2164.83 万元，同比变动不大。截至 2024 年 3 月末，绿色投资作为 LP 方，投资基金 4 支，实缴金额 2.08 亿元，主要投资行业包括装备制造、新材料及生物医药等。2023 年，绿色投资于 2021 年投资的潍柴动力定增项目实现完全退出，累计收回投资本金 1990 万元，投资收益共计 14 万元。

（3）利息收入业务

委托贷款利息收入为公司利润重要来源，近年来，丝路公司政策性贷款业务规模持续收缩，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次级贷款，目前处于逐步清收处置过程中。

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，主要为“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

丝路投资公司开展的政策性委托贷款业务系根据 2016 年 4 月 18 日山东省人民政府印发的《山东省人民政府关于山东省“十三五”易地扶贫搬迁规划的批复》，包括“十三五”易地扶贫搬迁政策性委托贷款。“十三五”易地扶贫搬迁资金来源分为山东省财政厅地方债、国开行和农发行政策性贷款等，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、东平地区。公司按贷款余额 0.10% 计收管理费，无息差。业务一般期限为 8~20 年，“十三五”易地扶贫搬迁政策性贷款项目执行扶贫优惠利率 1.20%~4.90%。

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；并借助金融机构及国家开发银行的优势，与其相互协作，形成整体的监管措施，降低信贷风险。

2021—2023 年，丝路公司政策性贷款业务规模持续收缩。截至 2024 年 3 月底，政策性贷款业务账面余额为 9.72 亿元，较上年底减少 0.69 亿元，主要为资金陆续收回导致。其中，期限 36 个月以内的贷款余额为 1.81 亿元（占 18.63%），3 年以上的贷款余额 7.91 亿元（占 81.37%）。截至 2024 年 3 月底，丝路公司贷款项目根据公司五级分类标准均为正常类。

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 年起山东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，正常类及关注类已陆续完成回收。截至 2024 年 3 月底，相关债权资产账面价值为 1.19 亿元，对手方为山东铁路投资控股集团有限公司，债权资产按照公司五级分类标准划分为次级类。

（4）贸易业务

公司贸易业务附加值低，2023 年贸易规模有所收缩，上下游集中度仍高。

公司贸易业务主要由子公司上海齐鲁投资控股集团有限公司（以下简称“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”）和上海齐鲁瀛莱企业发展有限公司（以下简称“齐鲁瀛莱”）负责运营。

上海广颖和齐鲁瀛莱主要从事有色金属的进口、转口、代理业务及国内石油化工企业聚乙烯、液化石油气及铁矿石贵金属的购销业务。上海广颖和齐鲁瀛莱贸易业务分为国内贸易和进出口贸易两部分。其中，国内贸易是通过国内供应商采购，下游对国内终端客户进行直销，

国内贸易作为上海广颖和齐鲁瀛莱的传统业务，客户资源稳定。进出口贸易是通过国外供应商进行采购，向国内下游客户进行销售。2023年，国内贸易实现收入 12.42 亿元，进出口贸易实现收入 6.66 亿元，整体贸易规模同比下降，主要系公司减少了丙烷、丁烷等品种的贸易规模。

公司贸易业务货物的购销价格主要参照 SABIC、大连期交所、卓创资讯、ICIS 资讯、RIM 资讯相关定价和 market 分析定价。由于大宗商品贸易市场为充分竞争的市场，价格透明，公司贸易业务进销差价率普遍较低。公司外贸业务主要进口地区包括伊朗、阿曼、新加坡。公司贸易业务上游结算模式以电汇为主，该结算方式占比约为 57%，付款周期为 1 个月以内；辅以银行承兑汇票和信用证，占比分别约为 25% 和 18%，付款周期均为 1~3 个月。下游结算方式以电汇为主，该结算方式占比约为 60%，回款周期为 1 个月以内；辅以银行承兑汇票和信用证，占比分别约为 25% 和 15%，回款周期均为 1~3 个月，公司贸易业务对营运资金占用情况尚可。2023 年，贸易业务上下游前五大占比分别为 79.81% 和 62.77%，均为非关联方，集中度高。价格波动风险控制方面，公司一般为买卖双方价格都已确定的现货交割，受市场价格波动影响小。

3 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，服务山东省经济社会发展，促进产业结构转型升级。公司将落实省委省政府战略部署，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，扶持一批成长潜力大、综合效益好、科技含量高的优质项目；分析产业现状与发展趋势，整合多方资源、优化资本布局，重点关注基础设施、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，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。

九、财务分析

公司提供了 2021—2023 年合并财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2024 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2021 年末，公司合并财务报表范围内共 12 家二级子公司，较 2020 年末减少 2 家，增加 2 家；截至 2022 年末，公司合并财务报表范围内共 12 家二级子公司，较 2021 年末减少 1 家，增加 1 家；截至 2023 年末，公司合并范围二级子公司合计 10 家，较上年末减少 2 家；截至 2024 年 3 月末，公司合并范围二级子公司较上年末无变化。公司合并范围变化对公司财务数据可比性有一定影响。

1 资产质量

2021—2023 年末，随着股权投资业务开展及电站项目持续投入，公司资产规模持续增长，构成以对山东省内电力、铁路行业的股权投资及电站相关资产为主，现金类资产充裕，资产质量良好，流动性偏弱。

公司作为山东省国资委直属的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，以股权资产为主的投资类资产及投资发电业务形成的固定资产和在建工程规模较大。2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，截至 2023 年末，公司资产总额 431.89 亿元，较上年末增长 1.14%。

2021—2023 年末，公司流动资产规模波动增长，截至 2023 年末，公司流动资产合计 66.27 亿元，较上年末减少 15.78%。其中，货币资金占 46.44%，期末余额较上年末减少 26.05%；同期，受山东华鹏及山东天元信息技术集团有限公司不再纳入合并范围影响，公司应收账款和存货分别较上年末减少 58.97% 和 64.03%。2021—2023 年末，公司非流动资产规模逐年增长，截至 2023 年末，公司非流动资产较上年末增长 4.97%，主要由其他权益工具投资、其他非流动金融资产和长期股权投资等投资类资产构成。其中，公司其他权益工具投资 152.26 亿元，较上年末变动不大，主要由华电国际电力股份有限公司（36.45 亿元）、山东铁路发展基金有限公司（33.44 亿元）等 22 家被投资企业股权组成。2021—2023 年，公司其他权益工具投资在持有期间分别取得的股利收入 4.04 亿元、5.43 亿元和 4.69 亿元；截至 2023 年底，其他非流动金融资产较上年末增长 26.73%，主要为以成本计量的基金及股权投资，主要包括华电新能源集团股份有限公司（17.84 亿元）、山东绿色发展股权投资基金合伙企业（有限合伙）（4.30 亿元）等。2023 年持有其他非流动金融资产期间产生的投资收益 1.02 亿元；固定资产较上年末变动不大，主要由房屋及建筑物和机器设备构成，累计计提折旧 10.16 亿元，未计提减值准备；在建工程较上年末大幅增长 83.40%，主要系公司持续增加发电业务投资，主要为对景泰项目持续新增投资 16.20 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司资产总额 452.03 亿元，较上年末增长 4.66%，主要来自投资类资产增长及公司对电力项目持续投资带动在建工程增长，其他科目较上年末变动不大。

资产受限方面。截至 2023 年末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 18.50 亿元，占同期末资产总额的 4.28%，受限资产比例较小。

图表 4 • 2023 年末公司受限资产明细（单位：万元）

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	17307.33	保证金等
应收账款	13238.69	银行借款质押
存货	12159.33	银行借款抵押
固定资产	92656.94	银行借款抵押、抵押发债
无形资产	1987.25	银行借款抵押
在建工程	44685.50	银行借款抵押
投资性房地产	2971.01	银行借款抵押
合计	185006.04	--

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 资本结构

（1）所有者权益

近年来，受益于股东增资及利润累积，公司所有者权益规模持续增长，权益稳定性较强。

2021—2023 年末，受益于股东增资及利润累积，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长 7.44%，截至 2023 年末，公司所有者权益合计 293.17 亿元，较上年末变动不大。其中，归属于母公司所有者权益占 88.22%，主要由实收资本（占权益总额的 34.11%）、资本公积（占权益总额的 37.82%）和未分配利润（占权益总额的 10.65%）为主。少数股东权益占比为 11.78%，所有者权益结构稳定性较强。截至 2024 年 3 月末，公司所有者权益较上年末变动不大。

（2）负债

2021—2023 年末，公司有息债务规模持续增长，债务负担较轻，结构以长期债务为主，公司财务弹性良好。

2021—2023 年末，公司负债总额持续增长，截至 2023 年末为 138.72 亿元，较上年末变动不大，负债结构以非流动负债为主。受应付工程款增长及部分长期债务转入一年内到期的非流动负债核算影响，2021—2023 年末，公司流动负债规模快速增长，截至 2023 年末为 64.43 亿元。2021—2023 年末，公司非流动负债规模波动减少，截至 2023 年末为 74.29 亿元，较上年末减少 19.61%，主要由长期借款和应付债券构成。截至 2024 年 3 月末，公司负债总额较上年末增长 7.00%，主要来自长期借款及应付债券增长，非流动负债占比较上年末上升至 65.60%。

2021—2023 年末，公司有息债务规模持续增长，截至 2023 年末，公司全部债务 106.59 亿元，较上年底增长 4.53%。其中，短期债务占 41.50%，长期债务占 58.50%。从债务指标来看，截至 2023 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 32.12%、26.66%和 17.54%，较上年底分别下降 0.32 个百分点、提高 0.55 个百分点和下降 4.14 个百分点。公司债务负担较轻。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 112.30 亿元，较上年底增长 5.35%，长期债务占比上升至 73.54%。从债务指标来看，截至 2024 年 3 月底，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 32.84%、27.00%和 21.38%，均较上年末有所上升。

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入规模有所下降，投资收益仍为利润总额的核心来源，2023 年受投资收益下滑影响，公司利润总额同比有所下降。

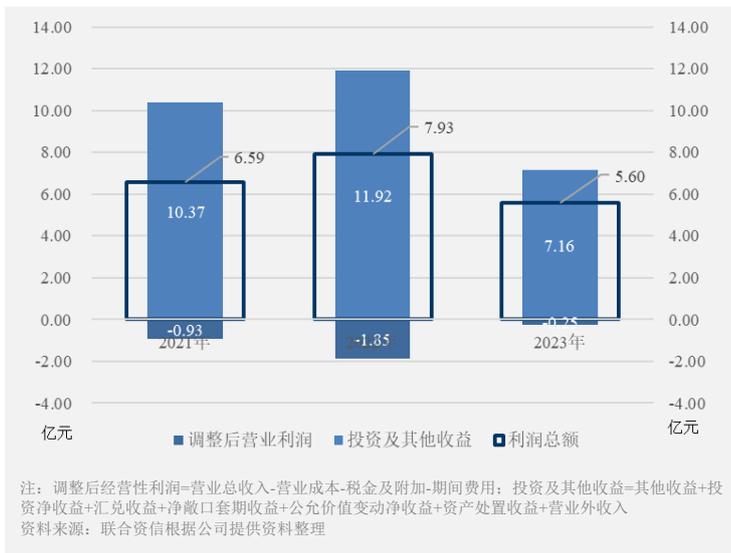
2021—2023 年，公司营业总收入受贸易业务收缩及剥离玻璃制造业务影响有所下降，同时高盈利水平的发电业务收入贡献度大幅提升，带动 2023 年营业利润率同比上升 7.08 个百分点至 19.97%。2021—2023 年，公司投资收益规模波动减少，2023 年同比减少 41.51%，主要系其他权益工具持有期间投资收益下降（2022 年及 2023 年分别为 5.43 亿元和 4.69 亿元）及处置长期股权投资产生损失（2022 年及 2023 年分别为 0.91 亿元和 -1.45 亿元）所致。受此影响，公司利润总额波动减少，2023 年同比下降 29.32% 至 5.60 亿元，投资收益占利润总额的 103.75%。

图表5· 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
营业总收入	41.16	40.97	34.28	5.57
毛利润	6.16	5.56	7.15	1.67
投资收益	8.49	9.94	5.81	1.93
公允价值变动收益	1.78	1.63	1.14	-0.16
利润总额	6.59	7.93	5.60	1.55
营业利润率	14.36%	12.89%	19.97%	29.20%
期间费用率	16.61%	17.41%	20.71%	24.93%
总资产收益率	2.41%	2.31%	1.97%	--
净资产收益率	2.41%	2.29%	1.71%	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

图表6· 2021—2023年公司利润构成及变化趋势



4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动现金流呈净流入状态，电站相关资本支出持续增长，导致筹资活动前现金流缺口持续存在。考虑到风电项目未来投资以及股权投资业务发展需求，公司外部融资需求大。

2021—2023 年，公司经营活动现金流持续净流入，经营获现水平尚可，2024 年一季度，公司经营活动现金流持续净流入。公司近年来在项目建设和股权投资方面始终保持一定规模的对外投资，投资活动现金流持续净流出，经营活动现金流净额无法覆盖投资活动资金缺口，2021—2023 年，通过外部债务融资叠加股东资金支持等筹集的资金覆盖资金缺口。考虑公司未来持续项目建设投资支出，公司仍存在较大对外融资需求。

图表7· 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	47.52	44.31	42.31	10.02
经营活动现金流出小计	46.37	42.47	39.73	9.13
经营现金流量净额	1.15	1.84	2.58	0.89
投资活动现金流入小计	76.63	66.42	79.79	18.61
投资活动现金流出小计	101.67	79.70	119.48	19.79
投资活动现金流量净额	-25.04	-13.28	-39.70	-1.18
筹资活动前现金流量净额	-23.89	-11.44	-37.11	-0.29
筹资活动现金流入小计	56.00	70.09	57.69	20.12
筹资活动现金流出小计	24.06	42.75	32.30	18.93
筹资活动现金流量净额	31.94	27.34	25.39	1.20
现金收入比	93.08%	93.10%	112.54%	169.79%
现金及现金等价物净增加额	8.05	15.92	-11.71	0.91

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现较强，融资渠道通畅。

图表 8 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	144.69%	170.70%	102.86%
	速动比率	132.76%	161.10%	100.39%
	经营现金/流动负债	2.92%	3.99%	4.01%
	经营现金/短期债务（倍）	0.04	0.08	0.06
	现金类资产/短期债务（倍）	1.39	2.29	0.89
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	11.08	13.01	11.69
	全部债务/EBITDA（倍）	6.76	7.84	9.12
	经营现金/全部债务（倍）	0.02	0.02	0.02
	EBITDA/利息支出（倍）	6.08	4.88	3.52
	经营现金/利息支出（倍）	0.63	0.69	0.78

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2021—2023 年末，公司流动比率及速动比率均波动下降，但仍处于较高水平，经营活动现金对流动负债的保障能力有所提升，现金类资产对短期债务覆盖能力有所下降；2021—2023 年，公司 EBITDA 波动增长，EBITDA 对利息覆盖情况良好。

截至 2024 年 3 月底，公司对外担保余额 19.97 亿元，为对山东天元信息技术集团有限公司 0.46 亿元和对水发集团有限公司 19.51 亿元提供的担保，对外担保比例为 6.58%。

截至 2024 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司获得银行授信总额 642.00 亿元，尚未使用额度 584.30 亿元，公司间接融资渠道畅通。

6 公司本部财务分析

公司本部资产以股权资产为主，债务负担轻，财务弹性良好，利息偿付压力不大。

公司本部是股权投资业务运营主体，并承担战略决策、投融资等职能。

截至 2023 年末，公司本部资产总额为 310.34 亿元，较上年末变动不大，资产结构仍以非流动资产为主（占 91.18%）。其中，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 19.32 亿元，长期股权投资（118.28 亿元）规模较大且保持稳步增长态势（较上年末增长 11.86%），主要为对下属企业的投资。同期，公司本部其他权益工具投资合计 131.29 亿元，较上年末变动不大，主要为山东省内电力、铁路行业的股权资产。

截至 2023 年末，公司负债总额较上年末增长 13.57%，负债结构以流动负债为主（流动负债占 62.84%），主要为一年内到期的非流动负债 25.61 亿元和超短期融资券 10.10 亿元，全部债务较上年末增长 12.83%，债务期限结构偏短期（短期债务占 59.38%，其中一年内到期非流动负债占比 18.45%），资产负债率和全部债务资本化比率分别为 19.36%和 12.10%，债务负担轻。

2023 年，本部投资收益及取得投资收到的现金同比均有所下滑，带动本部利润总额同比下降 46.10%。偿债能力方面，2023 年，公司本部经营活动现金净流入 1.41 亿元，取得投资收益收到的现金 5.05 亿元，能够覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 3.25 亿元，考虑到公司本部净利息支出（利息费用-利息收入）规模不大，实际利息支付压力不大；截至 2024 年 3 月底，公司本部现金短期债务比为 1.77 倍。

十、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，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，子公司绿色能源近年来持续投资以风能为主的新能源电站，2022 年公司发行了 5 亿元绿色中期票据（碳中和债）用于风电项目建设，所投建项目每年可减排 CO₂ 65.98 万吨，节约标准煤 24.73 万吨，减排烟尘 13.98 吨，减排 SO₂ 68.27 吨，减排 NO_x 109.39 吨。公司本部及子公司绿色投资持续聚焦环保、新型基建、科技等产业，坚持绿色投资，聚焦绿色产业。

社会方面，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。公司员工激励机制、培养体系健全，拥有专业精干的运营管理团队，在股权投资方面积累了较为丰富的经验。公司作为山东省基建及产业发展的重要投融资主体，社会贡献度较高。

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

山东省经济平稳发展，财政运营稳定。

山东省经济基础较好，经济总量保持平稳发展。2021—2023 年，山东省实现生产总值（GDP）分别为 8.29 万亿元、8.74 万亿元和 9.21 万亿元；山东省财政运行稳定，2021—2023 年，一般公共预算收入分别为 7284.5 亿元、7104.0 亿元和 7464.7 亿元，2023 年税收收入 5229.6 亿元，增长 9.1%。2023 年，山东省一般公共预算支出 12582.7 亿元，比上年增长 3.7%，其中，民生支出占一般公共预算支出的比重 79.3%。截至 2023 年底，山东省政府债务余额 2.75 万亿元，其中，省级政府债务余额 0.20 万亿元。整体看，山东省经济实力强，经济发展平稳，支持能力强。

2 支持可能性

公司战略定位清晰，在项目资源获取及资本金注入等方面持续获得外部支持。

公司积极参与省政府重点项目资源整合工作，公司通过与省财政厅、省发改委等有关部门对接直投资基金投资项目、接入山东省重大项目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，项目来源广泛。此外，公司是山东省国资委直属的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，在资本金注入方面持续获得支持。

2022 年 7 月，根据《山东省财政厅关于将部分区域战略推进专项资金转增为山东发展投资控股集团有限公司资本金的通知》文件，将 2016、2017 年安排公司对山东铁路发展基金有限公司出资的 20.40 亿元区域战略推进专项资金转为对公司的增资。增资完成后，公司资本实力进一步增强。

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债务结构影响不大。

本期债项发行金额不超过 7.50 亿元（含），按发行金额上限测算，分别占 2023 年底公司长期债务和全部债务的 12.03%和 7.04%，对公司现有债务结构影响不大。以 2023 年底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 32.12%、26.66%和 17.54%上升至 33.28%、28.01%和 19.24%，考虑到本期债项募集资金部分拟用于偿还公司拟到期的有息债务，发行后公司实际债务负担或将低于预测值。

2 本期债项偿还能力

公司投资活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力良好。加之公司间接融资渠道畅通，可为本期债项偿还提供一定支撑。

按本期债项发行金额上限测算，2023 年，公司投资活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力良好。加之公司间接融资渠道畅通，可为本期债项偿还提供一定支撑。

图表 9 • 本期债项偿还能力测算

项目	2023 年
发行后长期债务* (亿元)	69.86
投资活动流入/发行后长期债务 (倍)	1.14
经营现金流入/发行后长期债务 (倍)	0.61
经营现金/发行后长期债务 (倍)	0.04
发行后长期债务/EBITDA (倍)	5.98

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：联合资信根据公司提供资料整理

十三、评级结论

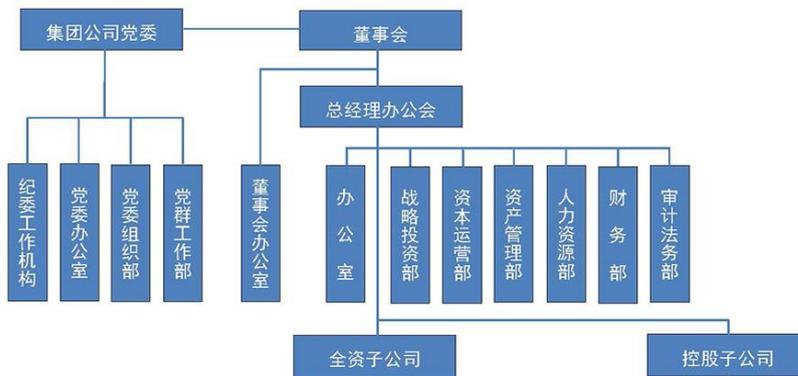
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	38.13	50.78	39.49	40.16
应收账款（亿元）	8.71	9.17	3.76	3.81
其他应收款（亿元）	0.89	0.81	5.22	4.34
存货（亿元）	4.72	4.43	1.59	2.53
长期股权投资（亿元）	28.30	29.03	32.50	32.23
固定资产（亿元）	24.28	48.11	49.30	48.69
在建工程（亿元）	10.30	11.99	21.98	26.88
资产总额（亿元）	376.10	427.01	431.89	452.03
实收资本（亿元）	80.00	100.00	100.00	100.00
少数股东权益（亿元）	22.94	30.12	34.53	35.02
所有者权益（亿元）	253.96	288.49	293.17	303.60
短期债务（亿元）	27.40	22.13	44.24	29.72
长期债务（亿元）	47.47	79.84	62.36	82.58
全部债务（亿元）	74.87	101.97	106.59	112.30
营业总收入（亿元）	41.16	40.97	34.28	5.57
营业成本（亿元）	35.00	35.41	27.14	3.90
其他收益（亿元）	0.10	0.09	0.16	0.01
利润总额（亿元）	6.59	7.93	5.60	1.55
EBITDA（亿元）	11.08	13.01	11.69	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	38.31	38.14	38.58	9.46
经营活动现金流入小计（亿元）	47.52	44.31	42.31	10.02
经营活动现金流量净额（亿元）	1.15	1.84	2.58	0.89
投资活动现金流量净额（亿元）	-25.04	-13.28	-39.70	-1.18
筹资活动现金流量净额（亿元）	31.94	27.34	25.39	1.20
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.08	4.44	4.52	--
存货周转次数（次）	7.78	7.75	9.02	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.10	0.08	--
现金收入比（%）	93.08	93.10	112.54	169.79
营业利润率（%）	14.36	12.89	19.97	29.20
总资本收益率（%）	2.41	2.31	1.97	--
净资产收益率（%）	2.41	2.29	1.71	--
长期债务资本化比率（%）	15.75	21.68	17.54	21.38
全部债务资本化比率（%）	22.77	26.12	26.66	27.00
资产负债率（%）	32.47	32.44	32.12	32.84
流动比率（%）	144.69	170.70	102.86	135.51
速动比率（%）	132.76	161.10	100.39	130.56
经营现金流动负债比（%）	2.92	3.99	4.01	--
现金短期债务比（倍）	1.39	2.29	0.89	1.35
EBITDA 利息倍数（倍）	6.08	4.88	3.52	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.76	7.84	9.12	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 公司其他流动负债和其他应付款中有息债务已调至短期债务；长期应付款及其它非流动负债中有息债务已调至长期债务计量
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	17.27	22.51	19.32	17.96
应收账款（亿元）	0.03	--	--	--
其他应收款（亿元）	18.06	9.86	8.04	6.68
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	83.20	105.73	118.28	94.05
固定资产（亿元）	0.93	0.88	0.03	0.06
在建工程（亿元）	--	--	0.01	0.02
资产总额（亿元）	293.45	308.75	310.34	296.93
实收资本（亿元）	80.00	100.00	100.00	100.00
少数股东权益（亿元）	--	--	--	--
所有者权益（亿元）	228.15	255.85	250.26	235.29
短期债务（亿元）	10.05	0.00	20.45	10.16
长期债务（亿元）	17.78	30.52	13.99	26.83
全部债务（亿元）	27.83	30.52	34.44	36.99
营业总收入（亿元）	2.72	2.51	0.70	0.07
营业成本（亿元）	0.29	0.27	0.26	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	10.93	9.26	4.99	0.52
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	--	--	--	--
经营活动现金流入小计（亿元）	7.12	2.76	3.14	0.20
经营活动现金流量净额（亿元）	4.33	0.54	1.41	-0.01
投资活动现金流量净额（亿元）	-14.79	-0.20	-7.40	1.69
筹资活动现金流量净额（亿元）	16.18	6.29	4.96	-3.04
财务指标				
销售债权周转次数（次）	69.65	151.95	--	--
存货周转次数（次）	6546.83	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	88.57	87.56	56.89	99.99
总资本收益率（%）	4.57	3.11	2.05	--
净资产收益率（%）	4.82	3.13	1.90	--
长期债务资本化比率（%）	7.23	10.66	5.29	10.24
全部债务资本化比率（%）	10.87	10.66	12.10	13.59
资产负债率（%）	22.25	17.13	19.36	20.76
流动比率（%）	241.62	247.96	72.51	105.12
速动比率（%）	241.62	247.96	72.51	105.12
经营现金流动负债比（%）	29.54	4.10	3.74	--
现金短期债务比（倍）	1.72	--	0.94	1.77
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司 2024 年一季度财务报表未经审计
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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	
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) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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%
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
调整后营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加-期间费用)/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+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。

山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“贵公司”）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。