



# 山东铁路发展基金有限公司 2023 年度 债项跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1072 号

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

发行人 山东铁路发展基金有限公司

本次跟踪债项及评级结果 “20 铁发 01”、“20 铁发 02”、“21 铁发 01”、“21 山东铁发 MTN001” AAA

### 评级观点

本次跟踪维持债项上次评级结论。中诚信国际认为山东省的政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力位于全国上游水平，潜在的支持能力很强；山东铁路发展基金有限公司（以下简称“山东铁发”或“公司”）作为山东省铁路基金载体，对山东省政府的重要性高，与山东省政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，山东铁发业务布局趋于稳定，资产和权益规模将保持增长，能维持资本市场认可度，再融资能力保持强劲；但是，需关注公司未来资本支出压力较大、铁路投资回收期较长和债务规模增长较快等对其经营和整体信用状况造成的影响。

### 正面

- **良好的外部环境。**山东省政治经济地位重要，经济与财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部条件。
- **重要的战略地位。**公司作为山东省人民政府主导设立、重点投资山东省高速铁路等项目建设的专项建设基金公司，对山东省构建“四横六纵三环”的现代化高铁网络，实现综合交通网中长期规划具有重要意义。截至2023年3月末，公司注册资本206.22亿元，已获得实收资本290.00亿元，资本实力雄厚。
- **政府支持力度大。**公司作为山东省铁路基金载体，近年来得到山东省政府在资金支持、政府专项债等方面的大力支持，政府的支持力度大。
- **备用流动性充足。**截至2023年3月末，公司共获得各银行授信额度1,228.93亿元，尚未使用授信额度901.93亿元，备用流动性充足，对公司的流动性补充形成较好保障。
- **有益的多元化投资补充。**公司利用自有资金开展多元化投资业务，目前已形成稳定的投资模式，对公司收益形成有益补充。

### 关注

- **未来资本支出压力较大。**作为山东省高铁项目的重要投资主体，公司承担了山东省快速铁路网的投资、建设任务，未来面临较大的资本支出压力。
- **铁路投资回收期较长，短期盈利有限。**铁路建设项目投资大、周期长，且短期盈利有限。公司参股及控股部分路线已开通运营，由于尚处运营初期未来或将面临一定亏损，后续经营情况及亏损补偿方案值得关注。
- **债务规模增长较快。**近年随着公司铁路建设项目投资需求不断增加，公司总债务规模上升较快，需对公司未来偿债安排保持关注。

项目负责人：成 铮 zhcheng@ccxi.com.cn

项目组成员：张子睿 zrzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## 财务概况

山东铁发（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
总资产（亿元）	684.10	909.27	1,255.91	1,273.41
经调整的所有者权益合计（亿元）	336.79	481.46	547.09	553.84
总负债（亿元）	347.31	427.81	708.81	719.57
总债务（亿元）	269.69	387.82	615.98	656.14
营业总收入（亿元）	0.03	0.04	1.84	0.59
经营性业务利润（亿元）	-8.21	-11.49	-13.62	-3.97
净利润（亿元）	19.07	5.34	2.46	0.15
EBITDA（亿元）	28.98	16.57	17.45	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.98	-3.50	9.08	0.34
总资本化比率(%)	44.47	44.61	52.96	54.23
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.60	1.08	0.91	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度审计报告、审计并提出关键审计事项的 2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2022 年度审计报告中关键审计事项主要系投资收益的确认，因山东铁发投资收益确认金额对财务报表具有重大影响，投资收益是否基于真实金额确认及是否计入恰当的会计期间存在固有错报风险，故将投资收益确认作为关键审计事项。2、中诚信国际将其其他应付款中的带息债务调入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的带息债务调入长期债务。3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 评级历史关键信息

山东铁路发展基金有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
--	21 山东铁发 MTN001 (AAA)	2022/06/ 24	邵新惠、成铮	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资评级方法与模型 C250000 2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
--	21 山东铁发 MTN001 (AAA)	2020/03/ 24	邵新惠、吴凯 琳	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资评级方法与模型 140000 2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际原口径

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 铁发 01	AAA	AAA	2022/06/24	10.00	10.00	2020/04/22~2025/04/22	--
20 铁发 02	AAA	AAA	2022/06/24	10.00	10.00	2020/04/22~2030/04/22	--
21 铁发 01	AAA	AAA	2022/06/24	15.00	15.00	2021/07/27~2026/07/27 (3+2)	调整票面利率、回售
21 山东铁发 MTN001	AAA	AAA	2022/06/24	20.00	20.00	2021/03/24~2024/03/24	--

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“20 铁发 01”募集资金 10.00 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于偿还有息负债。截至 2023 年 3 月末，募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

“20 铁发 02”募集资金 10.00 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于偿还有息负债。截至 2023 年 3 月末，募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

“21 铁发 01”募集资金 15.00 亿元，募集资金扣除发行费用后拟用于项目投资建设。截至 2023 年 3 月末，募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

## 近期关注

### 区域环境

山东省地处我国胶东半岛，位于渤海、黄海之间，是我国重要的工业、农业和人口大省。全省陆地面积 15.58 万平方公里，占全国的 1.62%。行政区划方面，山东省下辖济南市、青岛市两个副省级城市，以及淄博市、枣庄市、东营市、烟台市、潍坊市、济宁市、泰安市、威海市、日照市、临沂市、德州市、聊城市、滨州市和菏泽市十四个地级市。截至 2022 年末，山东省常住人口 10,162.79 万人。山东省经济基础较好，经济运行稳中有进，2022 年山东省实现地区生产总值 87,435.1 亿元，比上年增长 3.9%。分产业看，第一产业增加值 6,298.6 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 35,014.2 亿元，增长 4.2%；第三产业增加值 46,122.3 亿元，增长 3.6%。三次产业结构为 7.2: 40.0: 52.8。经济总量维持全国第 3 位，仅次于广东省及江苏省。

表 1：2022 年全国各省及直辖市经济财政概况

地区	GDP (亿元)		人均 GDP (元)		一般公共预算收入 (亿元)	
	金额	排名	金额	排名	金额	排名
广东省	129,118.58	1	101,905	7	13,279.73	1
江苏省	122,875.60	2	144,390	3	9,258.88	2
<b>山东省</b>	<b>87,435.10</b>	<b>3</b>	<b>86,035</b>	<b>11</b>	<b>7,104.04</b>	<b>5</b>
浙江省	77,715.00	4	118,496	6	8,039.38	3
河南省	61,345.05	5	62,106	22	4,261.60	8
四川省	56,749.81	6	67,777	20	4,882.20	7
湖北省	53,734.92	7	92,059	9	3,280.73	14
福建省	53,109.85	8	126,829	4	3,339.06	12
湖南省	48,670.37	9	73,598	15	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	73,603	14	3,589.05	10
上海市	44,652.80	11	178,000	2	7,608.19	4
河北省	42,370.40	12	56,995	26	4,083.98	9
北京市	41,610.90	13	190,000	1	5,714.36	6
陕西省	32,772.68	14	82,864	12	3,311.58	13
江西省	32,074.70	15	70,923	16	2,948.30	16
重庆市	29,129.03	16	90,663	10	2,103.38	19

辽宁省	28,975.10	17	68,775	18	2,524.30	18
云南省	28,954.20	18	61,716	23	1,949.32	20
广西壮族自治区	26,300.87	19	52,164	29	1,687.72	24
山西省	25,642.59	20	73,675	13	3,453.89	11
内蒙古自治区	23,159.00	21	96,474	8	2,824.40	17
贵州省	20,164.58	22	52,294	28	1,886.36	22
新疆维吾尔自治区	17,741.34	23	68,552	19	1,889.17	21
天津市	16,311.34	24	119,235	5	1,846.55	23
黑龙江省	15,901.00	25	51,310	30	1,290.60	25
吉林省	13,070.24	26	55,673	27	851.00	27
甘肃省	11,201.60	27	44,968	31	907.60	26
海南省	6,818.22	28	66,602	21	832.42	28
宁夏回族自治区	5,069.57	29	69,781	17	460.14	29
青海省	3,610.07	30	60,724	24	329.10	30
西藏自治区	2,132.64	31	58,438	25	179.60	31

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

山东省财政实力较强，2022 年山东省财政运行情况总体良好。2022 年，山东省一般公共预算收入 7,104.04 亿元，比上年下降 2.5%，扣除增值税留抵退税因素后同口径增长 5.3%；一般公共预算收入居全国第 5 位。2022 年山东省财政平衡率为 58.56%，仍存在一定的资金缺口，收支平衡对上级补助依赖较强。再融资环境方面，山东省区域内城投企业融资主要依赖于银行和直融等渠道，存在一定规模的非标融资，债券市场发行利差高于全国平均水平，区域净融资额仍呈现净流入态势，广义债务率处于全国中游水平，但区域内部分区县平台存在票据逾期等负面舆情，整体再融资环境一般。

表 2：2020~2022 年山东省财政情况

山东省	2020	2021	2022
GDP (亿元)	73,129.00	83,095.90	87,435.10
GDP 增速(%)	3.56	8.3	3.9
人均 GDP (万元)	7.22	8.17	8.60
固定资产投资增速(%)	3.6	6.0	6.1
一般公共预算收入 (亿元)	6,559.93	7,284.45	7,104.04
政府性基金预算收入(亿元)	7,278.99	7,976.94	6,080.41
税收收入占比(%)	72.53	75.17	67.50
公共财政预算平衡率(%)	58.40	62.21	58.56

注：2020~2021 年数据为财政决算数据，2022 年数据为预算执行数据

资料来源：山东省财政厅，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，作为山东省铁路基金载体，公司承担了山东省快速铁路网的投资建设任务，并通过多元化投资运作提高基金的整体收益，为山东省铁路快速建设提供资金保障，在建铁路项目工程进展顺利，资本金陆续到位，在平衡收益与风险的前提下，公司依托自有资金开展直接投资业务、股权基金投资业务和固定收益业务，通过多元化投资获取投资收益。值得关注的是，公司参股及控股部分路线已开通运营，由于尚处运营初期未来或将面临一定亏损，后续经营情况及亏损补偿方案值得关注；多元化投资规模较大，需关注未来收益的波动性。

表 3：2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（万元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年			2023 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

基金管理费	228.83	72.57	100.00	341.73	97.19	67.97	722.21	3.92	100.00	150.38	2.56	100.00
交通运输收入	--	--	--	--	--	--	15,869.91	86.03	-18.31	5,333.33	90.87	12.93
其他	86.50	27.43	0.54	9.89	2.81	25.57	1,853.86	10.05	2.50	385.78	6.57	-97.11
<b>合计</b>	<b>315.33</b>	<b>100.00</b>	<b>72.72</b>	<b>351.62</b>	<b>100.00</b>	<b>66.78</b>	<b>18,445.98</b>	<b>100.00</b>	<b>-11.58</b>	<b>5,869.49</b>	<b>100.00</b>	<b>7.93</b>
<b>投资收益</b>	<b>283,342.22</b>		<b>237,018.16</b>		<b>166,152.64</b>		<b>63,945.69</b>					

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 铁路建设投资业务

公司承担了山东省快速铁路网的投资建设任务，业务竞争力很强。在建铁路项目工程进展顺利，资本金陆续到位，业务稳定性和可持续性很强，但未来也面临了一定的投资压力。公司参股及控股部分路线已开通运营，由于尚处运营初期未来或将面临一定亏损，后续经营情况及亏损补偿方案值得关注。

公司作为山东省人民政府的出资人代表，对山东省主导建设的铁路项目进行投融资管理。根据具体线路建设需要，公司作为主要发起人，与沿线市出资人和社会资本投资方合作成立相关项目公司，组织铁路项目建设，待项目建成通车后将委托中国铁路济南局等受托管理机构对铁路项目进行运输管理，所有运营收入归项目公司所有，项目公司向受托管理机构支付委托管理费，各项目公司独立核算，自负盈亏。

公司自成立以来积极筹措资金并对项目进行管理，截至 2023 年 3 月末，公司纳入合并范围内铁路项目为潍莱高铁、潍烟高铁、莱荣高铁和济滨高铁，参股铁路主要为济青高铁和雄商高铁，全部采用委托运输模式运营。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司参股及控股铁路项目情况

项目	持股比例	参股/控股项目	委托运营模式	
			委托管理方	委托管理费用
潍莱高铁	59.25%	控股项目	中国铁路济南局集团有限公司	委托管理合同暂未签署
潍烟高铁	42.87%	控股项目	中国铁路济南局集团有限公司	未通车，暂未发生委托管理费用
莱荣高铁	38.35%	控股项目	中国铁路济南局集团有限公司	未通车，暂未发生委托管理费用
济滨高铁	49.01%	控股项目	中国铁路济南局集团有限公司	未通车，暂未发生委托管理费用
济青高铁	11.82%	参股项目	中国铁路济南局集团有限公司	委托管理合同已签署
雄商高铁	5.30%	参股项目	--	--

注：雄商高铁委托管理方尚未确定。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

潍莱高铁主要由项目公司山东潍莱高速铁路有限公司（以下简称“潍莱高铁公司”）负责建设。潍莱高铁公司成立于 2019 年 3 月，注册资本 56.49 亿元，截至 2023 年 3 月末，潍莱高铁公司实收资本 56.49 亿元，公司与烟台市城市建设发展集团有限公司、威海市交通发展投资有限公司分别持有潍莱高铁公司 59.25%、14.29%和 14.29%的股权，其余股东中铁十局集团有限公司、中铁一局集团有限公司等持股比例均低于 5%。潍莱高铁建设过程中，沿线地市政府负责征地拆迁，烟台及威海市政府给予项目资本金支持。潍莱高铁系潍坊至莱西高速铁路段，是山东省内快速铁路网的“中部通道”，该线路东接青荣城际铁路和荣莱高铁、西连济青高铁，铁路等级为客运专线，设计时速 350 公里/小时，正线全长约 122 公里，总投资约 161.30 亿元，截至 2023 年 3 月末，累计完成投资 148.40 亿元。潍莱高铁于 2020 年 11 月 26 日进入试运行阶段，截至 2023 年 3 月末，潍莱高铁累计实现铁路运营收入 39,574.57 万元，其中，2021 年及以前年度试运行期间成本计入在建

工程，票款收入冲减在建工程，不计入营业收入，公司于 2022 年开始确认铁路运营收入，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司实现铁路运营收入 15,869.91 万元和 5,333.33 万元。

潍烟高铁主要由项目公司山东潍烟高速铁路有限公司（以下简称“潍烟高铁公司”）负责建设。潍烟高铁公司成立于 2021 年 1 月，注册资本 256.02 亿元，截至 2023 年 3 月末，潍烟高铁公司实收资本 172.20 亿元，公司与烟台市轨道交通集团有限公司分别持有潍烟高铁公司 42.87%<sup>1</sup>和 44.24% 的股权，其余股东潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、中电建路桥集团有限公司等持股比例均低于 5%。潍烟高铁建设过程中，沿线地市负责征地拆迁并给予项目资本金支持。潍烟高铁是国家“八纵八横”高铁主通道中沿海高铁通道的重要组成部分，是山东省北部沿海地区对外客运交流的主要通道，该线路起自潍莱铁路昌邑南站，利用烟荣联络线引入青荣城际烟台南站，项目全长 236.00 公里，总投资约 524.00 亿元，截至 2023 年 3 月末，潍烟高铁项目累计完成投资 230.12 亿元。

莱荣高铁主要由项目公司山东莱荣高速铁路有限公司（以下简称“莱荣高铁公司”）负责建设。莱荣高铁公司成立于 2021 年 1 月，注册资本 155.40 亿元，截至 2023 年 3 月末，莱荣高铁公司实收资本 120.82 亿元，公司与威海市城市投资集团有限公司、烟台市轨道交通集团有限公司分别持有 38.35%、28.06%和 19.75%的股权，其余股东中国建筑第八工程局有限公司、中电建路桥集团有限公司等持股比例均低于 5%。莱荣高铁建设过程中，沿线地市负责征地拆迁并给予项目资本金支持。莱荣高铁是青银高铁通道向山东半岛地区的延伸，起自山东省青岛市莱西市，终至青荣城际荣成站，项目全长 192.36 公里，总投资为 307.00 亿元，截至 2023 年 3 月末，莱荣高铁累计完成投资 190.15 亿元。

济滨高铁主要由项目公司山东济滨高速铁路有限公司（以下简称“济滨高铁公司”）负责建设。济滨高铁公司成立于 2022 年 7 月，注册资本 187.09 亿元，截至 2023 年 3 月末，济滨高铁公司实收资本 44.03 亿元，公司与济南轨道交通集团有限公司、滨州市城建投资集团有限公司分别持有 49.01%、36.88%和 14.12%的股权。济滨高铁建设过程中，沿线地市负责征地拆迁并给予项目资本金支持。济滨高铁是山东省境内连接济南市和滨州市的高速铁路，是山东半岛城市群城际轨道网的重要组成部分和山东省会城市群经济圈“一环六射”快速通道之一，也是济南遥墙国际机场散发型的重要集疏运通道之一，项目全长 151.00 公里，总投资为 374.20 亿元，截至 2023 年 3 月末，济滨高铁累计完成投资 42.70 亿元。

济青高速铁路有限公司（以下简称“济青高铁公司”）成立于 2015 年 6 月，注册资本 300 亿元，截至 2023 年 3 月末，济青高铁公司实收资本 300 亿元，山东铁路投资控股集团有限公司（以下简称“山东铁投”）与中国铁路发展基金股份有限公司、中建山东投资有限公司作为济青高铁公司股东，持股比例分别为 55.33%、20.00%和 7.21%，其余股东中车青岛四方机车车辆股份有限公司、厦门中金海润股权投资合伙企业（有限合伙）等持股比例均低于 5%。其中，公司拥有对济青高铁公司 11.82%的股权由山东铁投代持。根据公司与山东铁投签署的《股权代持协议》，山东铁投代公司持有济青高铁公司的股权，根据公司实际出资额 35.47 亿元计算，山东铁投代公司持有济青

<sup>1</sup> 根据《山东潍烟高速铁路有限公司章程》约定，潍烟高铁公司董事会由 7 名董事组成，其中山东铁发推荐董事 4 名（含董事长 1 人），能够决定潍烟高铁公司的财务事项和经营活动，对潍烟高铁公司拥有实际控制权。



高铁公司 11.82% 的股权，公司投资济青高铁的资金来源主要系自有资金。公司作为实际出资人，享有股权的所有权、处置权，并有权获得相应的投资收益。济青高铁公司负责济青高铁项目，济青高铁是山东省境内一条连接济南市与青岛市的高速铁路，为我国“八纵八横”高速铁路网青银通道的东段部分，西起济南东站、东至红岛站，全长约 307.80 公里，总投资约 600.00 亿元，截至 2023 年 3 月末，济青高铁项目累计完成投资 569.30 亿元，已于 2018 年 12 月正式通车。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，济青高铁实现铁路运营收入 11.25 亿元、13.70 亿元、9.86 亿元和 3.61 亿元，2022 年出行旅客数量大幅减少，排队对数也相应减少，导致收入大幅下滑，近年来尚处于亏损，暂未实现投资收益。

雄商高铁山东段主要由雄安高速铁路有限公司（以下简称“雄安高铁公司”）负责建设。雄安高铁公司成立于 2019 年 8 月，注册资本 972.50 亿元。公司与中国铁路北京局集团有限公司、河北建投交通投资有限责任公司、北京市基础设施投资有限公司、山东铁路投资控股集团有限公司、国开基础设施基金有限公司、华远国际陆港集团有限公司分别持有 5.30%、33.87%、26.38%、10.11%、7.44%、6.62%、5.13% 股权，其余股东持股比例均低于 5%。雄商高铁建设过程中，沿线地市负责征地拆迁并给予项目资本金支持。山东段项目全长 269.00 公里，总投资为 388.90 亿元，截至 2023 年 3 月末，雄商高铁山东段累计完成投资 57.60 亿元。

表 5：截至 2023 年 3 月末公司参股及控股铁路项目情况（公里、亿元、%）

项目名称	里程	总投资	山东段总投资	建设工期	山东段已投资金额	资本金比例	公司承担省内资本金		
							认缴比例	拟出资金额	已到位资本金
潍莱高铁	122.00	161.30	161.30	2018~2020	148.40	50.00	59.25	33.47	33.47
潍烟高铁	236.00	524.00	524.00	2021~2024	230.12	50.00	42.87	109.76	72.15
莱荣高铁	192.36	307.00	307.00	2021~2024	190.15	50.00	38.35	59.59	51.60
济滨高铁	151.00	374.20	374.20	2022~2026	42.70	50.00	49.01	91.96	36.08
济青高铁	307.80	600.00	600.00	2015~2018	569.30	50.00	11.82	35.47	35.47
雄商高铁山东段	269.00	388.90	388.90	2022~2026	57.60	50.00	5.30	51.52	16.05
<b>合计</b>	<b>1,278.16</b>	<b>2,355.40</b>	<b>2,355.40</b>	--	<b>1,238.27</b>	--	--	<b>381.77</b>	<b>244.82</b>

注：公司对各参股铁路项目公司的出资比例根据最终确权审计及参股公司的股东会决议情况确定。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 股权投资业务

**公司在平衡收益与风险的前提下，依托自有资金开展直接投资业务、股权基金投资业务和固定收益业务，通过多元化投资获取投资收益，同时需关注未来收益的波动性。**

公司股权投资业务主要由投资部负责经营，投资部与政府机构、社会资本合作，以财务投资为目的，开展直接投资业务、基金投资业务和固定收益类业务。

### （1）直接投资业务

直接投资方面，公司以财务投资为目的直接认购企业股权，通过所投资企业股权退出实现投资收益，并在投资过程中获取被投资企业分红，2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司直接投资业务实现投资收益分别为 2.86 亿元、5.90 亿元、4.78 亿元和 1.77 亿元。公司投资对象主要以上市公司及铁路产业链上下游未上市企业为主，未上市公司方面，倾向投资相对成熟阶段的未上市公司，主要

通过上市及股东回购等形式实现退出，投资行业主要集中于制造业、租赁及商业服务业及房地产业。投资资金来源方面，公司直接股权投资资金均为公司自有资金。截至 2023 年 3 月末，公司主要在投的直接股权投资项目共计 68 个，投资规模共计 86.86 亿元。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司主要直接股权投资项目情况（万元、%）

公司（项目）名称	所属行业	账面价值	持股比例	投资收益情况			
				2020	2021	2022	2023.1-3
济南江山投资合伙企业（有限合伙）	租赁和商务服务业	315,983.19	80.00	--	19,725.20	10,929.78	--
山东高速路桥集团股份有限公司	建筑业	107,003.77	6.88	--	6,188.58	24,405.35	--
国君资管山东铁投定增 1 号单一资产管理计划（5 期）	租赁和商务服务业	30,064.14	--	--	--	--	--
重庆市招赢朗曜成长二期股权投资基金合伙企业（有限合伙）	租赁和商务服务业	29,500.00	3.5714	--	--	--	--
北京世纪瑞尔技术股份有限公司	电子信息	24,524.01	9.88	--	--	173.40	--
厦门中金启通投资合伙企业（有限合伙）	租赁和商务服务业	20,000.00	33.66	175.06	--	--	--
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>527,075.11</b>	<b>--</b>	<b>175.06</b>	<b>25,913.78</b>	<b>35,508.53</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

项目退出方面，公司投资前并无明确的投资期限，根据投资标的实际发展情况择机退出。2020 年以来，公司主要退出直接股权投资项目共 23 个，投资成本合计 39.19 亿元，累计实现退出收益 4.79 亿元。

表 7：截至 2023 年 3 月末公司主要退出直接股权投资项目情况（亿元）

公司（项目）名称	退出时间	投资成本	持有期分红收益	退出收益
中国铁路通信信号股份有限公司	2020	1.39	--	0.09
恒大地产集团有限公司	2020	15.00	5.31	--
济南铁舜投资合伙企业（有限合伙）（11 期）	2020	0.27	--	0.07
国君资管山东铁投定增 1 号单一资产管理计划（1 期）	2021	0.99	--	0.55
国君资管山东铁投定增 1 号单一资产管理计划（2 期）	2021	0.99	--	1.60
济南铁环投资合伙企业（有限合伙）	2021	3.75	0.62	--
中信证券股份有限公司山东高铁定向资管计划（2 期）	2022	1.20	--	0.11
国君资管山东铁投定增 1 号单一资产管理计划（4 期）	2021	1.50	--	0.29
中信证券股份有限公司山东高铁定向资管计划（3 期）	2021	0.69	--	0.16
中信证券股份有限公司山东高铁定向资管计划（1 期）	2021	0.43	--	0.07
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（2 期）	2021	2.00	--	0.86
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（1 期）	2021	2.00	--	0.30
厦门易科汇华信七号股权投资合伙企业（有限合伙）	2021	0.89	--	--
厦门易科汇华信一号股权投资基金合伙企业（有限合伙）（2 期）	2021	0.05	--	--
济南舜腾产发股权投资合伙企业（有限合伙）	2023	2.20	0.44	--
深圳市海汇全赢投资咨询合伙企业（有限合伙）	2022	1.01	0.21	--
天津民朴紫荆股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2023	0.51	--	0.26
中信证券股份有限公司山东高铁定向资管计划（2 期）	2022	1.20	--	0.11
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（10 期）	2023	1.15	--	0.06
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（4 期）	2022	0.67	--	0.12
中信证券股份有限公司山东高铁定向资管计划（5 期）	2022	0.60	--	0.04
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（13 期）	2022	0.40	--	0.08
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（5 期）	2022	0.30	--	0.02
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>39.19</b>	<b>6.58</b>	<b>4.79</b>

注：上表中部分项目通过回购方式退出，故未产生退出收益。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## （2）基金投资业务

在股权基金投资方面，截至 2023 年 3 月末，公司共参与投资了 13 支股权基金，基金总规模为 102.17 亿元，公司出资规模为 67.294 亿元，公司实缴规模为 28.08 亿元，累计获得基金投资收益 15,153.27 万元。公司投资对象主要支持山东省基础设施等领域的建设，或投向新能源、新材料、高端装备、智能制造、医养健康等符合省新旧动能转换方向和工业互联网相关产业项目。公司基金投资的资金全部来源于自有资金，公司作为基金管理人或有限合伙人参与基金投资。公司作为基金管理人提供合伙事务执行或投资管理等服务时，有限合伙企业每年向公司支付未收回基金投资本金一定比例的基金管理费，公司以此确认基金管理费收入。2021~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司基金管理费收入分别为 341.73 万元、193.87 万元、722.21 万元和 150.38 万元。

表 8: 截至 2023 年 3 月末公司主要股权基金在投情况 (亿元、%)

基金名称	成立时间	存续期限	基金总规模	公司出资比例	公司出资规模	公司实缴规模	公司角色
山东交通产业发展基金合伙企业(有限合伙)	2018.3	10 年	40.20	49.75	20.00	2.99	有限合伙人
厦门中金盈润股权投资基金合伙企业(有限合伙)	2019.3	5 年	30.63	97.94	30.00	19.42	有限合伙人
山东铁发新动能工业互联网创业投资基金合伙企业(有限合伙)	2020.4	7 年	5.00	29.50	1.475	0.35	基金管理人 有限合伙人
淄博铁投新动能高端装备股权投资基金合伙企业(有限合伙)	2020.6	8 年	10.00	49.00	4.90	0.01	基金管理人 有限合伙人
青岛铁发鑫诚投资合伙企业(有限合伙)	2020.7	5 年	6.00	49.90	2.994	0.70	基金管理人 有限合伙人
曜为(青岛)产业投资基金合伙企业(有限合伙)	2021.8	7 年	7.00	39.42	2.76	0.55	基金管理人 有限合伙人
<b>合计</b>	--	--	<b>98.83</b>	--	<b>62.129</b>	<b>24.02</b>	--

注：上表中淄博铁投新动能高端装备股权投资基金合伙企业(有限合伙)和曜为(青岛)产业投资基金合伙企业(有限合伙)的公司出资比例、公司出资规模和公司实缴规模仅统计公司本部口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

投资决策方面，公司股权投资实行投资决策委员会(以下简称“投委会”)和董事会双重决策机制。对于三年期定增类项目、非上市公司股权投资类项目、合作设立基金、资产并购等项目，由投委会作出投资决议后，再提交董事会决策。投后管理方面，公司主要通过以下三种方式实现对被投资企业的投后管理工作：(1) 委派董事、监事等参与被投资企业的公司治理。(2) 通过调研、访谈、收集财务资料等方式持续跟踪被投资企业。(3) 为被投资企业提供发展战略、市场营销、中介机构推荐、产业链整合并购、资本运作方案制定等增值服务。

总体来看，公司通过开展直接投资和基金投资业务对铁路建设上下游领域内优质企业及实体项目进行投资，通过市场化的手段盘活存量资金，可为公司带来一定的投资收益。但股权及基金投资收益具有较大波动性，且公司该业务处于初级阶段，中诚信国际将持续关注公司投资标的情况及收益的获取情况。

### (3) 固定收益业务

公司固定收益业务主要由投资部负责经营。在符合当前监管环境和政策的前提下，公司根据自身定位，以实现稳定收益与现金流平衡为目标开展投资，以低风险的各类固定收益策略产品为主要投向，主要为资管计划及非标准化债权计划。2020~2022 年及 2023 年 1~3 月，公司投资固定收益产品获得收益分别为 11.87 亿元、16.58 亿元、10.40 亿元和 2.93 亿元。

公司固定收益类业务主要流程为：第一，投资部门根据项目资料对项目进行初步评估，针对有投资可行性的项目撰写立项报告；第二，投资企管部组织召开立项会，对通过初步评估的项目进行审议，并形成立项会纪要；第三，投资部门及风险合规部共同对通过立项会的项目进行尽职调查，并撰写尽调报告；第四，风险合规部组织召开评审会，由评审会委员对项目进行审议，并出具风险评估报告；第五，办公室组织召开总经理办公会，党群工作部组织召开党委会，对项目进行研究，并形成党委会纪要；第六，投资企管部组织召开投委会，由投委会委员对项目进行集体评议，并由投委会委员独立投票，形成最终决议。

投资资金来源方面，资金主要来源于公司自有资金。投资决策方面，对于固定收益类、一年内定增类、认购基金优先级和中间级份额类等项目由投委会作出投资决策。投向方面，公司主要投资战略新兴产业及基础设施开发行业等。投资期限集中在 1~3 年。

具体投资项目方面，截至 2023 年 3 月末，公司在投资的固定收益产品共 65 只，合计投资金额 157.89 亿元。

表 9：截至 2023 年 3 月末公司主要在投的固定收益产品情况（万元）

投资产品	投资金额	投资收益				期限
		2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1~3 月	
济南兴铁投资合伙企业（有限合伙）（8 期）	60,000.00	--	--	--	--	1 年
山东铁路综合开发有限公司	54,686.00	--	938.16	3,044.50	5,098.75	1 年
安吉华坤企业管理合伙企业（有限合伙）	49,500.00	--	2,768.38	4,522.35	--	2 年
济南铁盈投资合伙企业（有限合伙）（10 期）	49,000.00	--	2,480.67	1,054.42	--	2 年
申万菱信资产-稳健 6 号单一资产管理计划	48,000.00	--	4,954.56	2,560.88	--	1 年
安吉辰宁企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	47,500.00	--	--	4,576.73	--	2 年
安吉远胜企业管理合伙企业（有限合伙）	47,500.00	--	--	4,346.93	--	2 年
济南铁盛投资合伙企业（有限合伙）（4 期）	45,000.00	--	--	--	683.59	2 年
济南铁盈投资合伙企业（有限合伙）（11 期）	43,000.00	--	1,755.13	2,021.76	--	1.5 年
济南兴铁投资合伙企业（有限合伙）（5 期）	43,000.00	512.00	2,450.76	--	--	2 年
济南铁茂投资合伙企业（有限合伙）（2 期）	42,000.00	--	1,915.93	--	--	2 年
济南铁盛投资合伙企业（有限合伙）（2 期）	40,000.00	--	--	1,684.54	1,000.52	
<b>合计</b>	<b>569,186.00</b>	<b>512.00</b>	<b>17,263.59</b>	<b>23,812.11</b>	<b>6,782.86</b>	--

注：本表主要列示截至 2023 年 3 月末的在投 4 亿元及以上项目情况。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司以实现稳定收益与现金流平衡为目标开展固定收益业务，收益稳步增加，保证了资金的流动性。未来，随着公司投资经验的积累，公司固定收益业务的盈利性有望进一步增强。

## 财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，受益于业务持续推进和子公司少数股东货币增资，跟踪期内公司资产和权益规模显著增长，但随着融资需求的上升，财务杠杆水平持续升高；公司债务规模增长较快，EBITDA 对利息覆盖能力逐年下降，经营活动净现金流对利息支出的保障能力较弱，公司偿债能力有待提升。

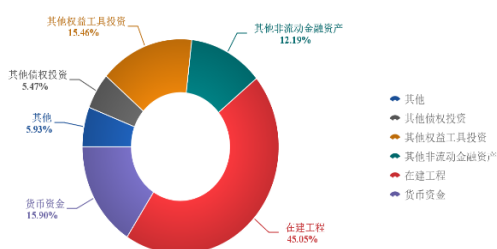
## 资本实力与结构

跟踪期内，受益于公司业务持续推进，公司资产规模显著增长，公司资产以铁路投资项目和多元化投资项目为主，资产流动性一般，收益性较好，整体资产价值较高；公司可持续获得来自政府的资金支持且子公司少数股东货币增资，资本实力不断增强，但随融资需求上升，财务杠杆水平持续升高，债务结构以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

作为山东省铁路基金载体，随着铁路建设投资项目的推进和多元化投资业务的开展，公司资产规模显著增长，2020~2022 年复合增长率约为 35.49%。

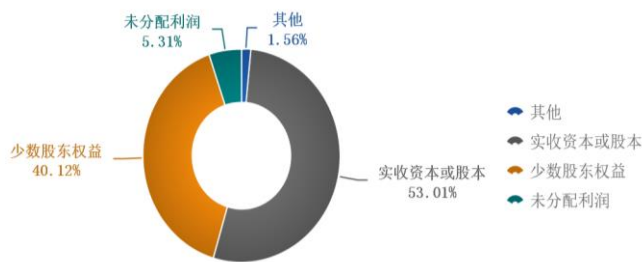
公司资产主要以货币资金、铁路投资项目形成的在建工程和多元化投资形成的其他权益工具投资、其他非流动金融资产、其他债权投资等构成。截至 2022 年末，公司货币资金为 199.68 亿元，受限部分仅占 0.40%，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；在建工程主要系潍烟高铁、莱荣高铁、潍莱高铁和济滨高铁的投入成本；其他权益工具投资、其他非流动金融资产、其他债权投资主要系前述直接投资项目、基金投资项目和固定收益产品，每年可为公司带来一定的投资收益。整体来看，公司虽保有一定规模的货币资金，但由于铁路建设项目沉淀资金规模较大，且大多数项目处于建设期，削弱了公司的资产流动性；公司多元化投资项目能够带来一定规模的投资收益，资产收益性较好。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于实收资本增长和子公司少数股东货币增资，公司权益规模不断增长。公司负债主要由银行贷款、应付债券、长期应付款等有息债务和应付账款等构成，呈快速增长趋势。公司项目建设主要依靠外部融资，总债务整体有所增长，2020~2022 年公司总债务复合增长率为 51.13%，但得益于权益规模不断增长，公司财务杠杆波动上升，截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率为 56.51%，总资本化比率为 54.23%。债务结构以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 10：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
总资产	684.10	909.27	1,255.91	1,273.41
经调整的所有者权益合计	336.79	481.46	547.09	553.84
总债务	269.69	387.82	615.98	656.14
短期债务占比	13.31	2.39	3.37	1.96
资产负债率	50.77	47.05	56.44	56.51
总资本化比率	44.47	44.61	52.96	54.23

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 11：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

金额	2023 年 4-12 月	2024 年	2025 年	2026 年及以后
----	---------------	--------	--------	-----------

银行借款	254.30	10.42	0.42	0.42	243.04
债券融资	70.00	--	35.00	10.00	25.00
其他	331.85	16.45	-	60.00	255.40
<b>合计</b>	<b>656.15</b>	<b>26.87</b>	<b>35.42</b>	<b>70.42</b>	<b>523.44</b>

注：其他债务主要系长期应付款中的社会资本融资款项；2023 年 4~12 月到期债务中包含部分公司计划偿还的长期债务。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**由于大部分铁路尚处建设期，近年来公司经营活动产生的现金流量规模较小，经营发展对外部融资存在较强依赖性，公司再融资能力需持续关注。EBITDA 对利息覆盖能力逐年下降，经营活动净现金流对利息支出的保障能力较弱，公司偿债能力有待提升。**

公司目前收入规模较小，主要系铁路运输收入、基金管理费收入和租赁收入等，公司销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入基本匹配，收现比均在 1 以上，收入质量较好。公司经营活动产生的现金流量规模较小，主要系投资建设的铁路项目大多数处于建设期，暂未实现运营收入，现阶段无法产生经营性现金流入；潍莱高铁项目尚处于试运行阶段，通车试运营初期上座率较低，公司短期内经营性现金流较少，对利息支出的保障能力较弱。

公司 EBITDA 主要由利润总额和费用化利息支出构成，2021 年以来，公司根据谨慎性原则，对其多元化投资项目按一定比例计提减值准备，受计提信用减值损失影响，公司 EBITDA 有所下降，同时受债务规模扩张影响，其对利息覆盖水平逐年下滑。

公司主要依赖于银行借款、发行债券、社会资本融资款<sup>2</sup>和政府注资来弥补投资和经营活动产生的资金缺口，近年来公司债务规模逐年增长，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。

表 12：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
总债务	269.69	387.82	615.98	656.14
短期债务占比	13.31	2.39	3.37	1.96
EBITDA	28.98	16.57	17.45	--
EBITDA 利息覆盖倍数	2.60	1.08	0.91	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-0.18	-0.23	0.47	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限资产方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 9.25 亿元，占同期末总资产比重为 0.73%，主要系保证金和用于抵押借款的投资性房地产和固定资产等，存在一定抵质押空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保情况，且不存在重大未决诉讼、仲裁情况。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

<sup>2</sup> 社会资本融资款系公司按照《山东省人民政府关于山东省铁路发展基金设立方案的批复》相关规定募集社会资本，根据《山东省发展和改革委员会关于印发〈山东省铁路发展基金管理办法（试行）〉的通知》，社会投资人按约定优先获稳定合理的投资回报，不参与公司经营管理，山东铁投作为主发起人承诺社会投资人投资回报的差额补足及按约定到期回购出资的义务，如社会投资人正常回报和股权回购款有资金缺口时，山东省发展和改革委员会向山东省人民政府汇报，山东省人民政府协调给予资金支持。

## 假设与预测<sup>3</sup>

### 假设

- 2023 年，公司仍作为山东省铁路基金载体，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司仍然主要从事铁路建设投资和股权投资等业务，收入及盈利水平将较以前基本稳定。
- 2023 年，公司在建项目投资规模预计 160~190 亿元；股权类投资规模约 50 亿元，主要通过收回以前年度投资并滚续投资。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增权益类融资约 50~60 亿元、新增债务类融资约 50~70 亿元、新增政府专项债及社会资本融资款约 60 亿元。

### 预测

表 13：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	44.61	52.96	47.86~58.49
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.08	0.91	0.64~0.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

近年来公司经营活动产生的现金流量规模较小，但受项目贷款和社会资本融资款增加及子公司少数股东货币增资影响，公司保有较为充足的可动用账面资金，2022 年末公司可动用账面资金约为 198.88 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度 1,228.93 亿元，尚未使用授信额度 901.93 亿元，备用流动性充足；而且近年来公司在债券市场进行直接融资，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于债务的还本付息及项目建设。2023 年 4~12 月，公司到期债务约 26.87 亿元，此外 2022 年公司利息支出约 19.24 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加；此外根据公司规划，未来一年经营及投资支出资金需求约 230 亿元，其中铁路建设投资资金主要匹配项目贷款、项目公司少数股东权益增资、地方政府专项债支持等，多元化投资通过收回以前年度投资并滚续投资。整体来看，公司流动性强，未来一年流动性来源可对流动性需求

<sup>3</sup>中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

形成有效覆盖。

## ESG 分析<sup>4</sup>

**中诚信国际认为，公司近年来未发生重大安全生产事故以及劳动诉讼事项，内控和治理结构相对健全，ESG 对持续经营和信用风险负面影响呈中性。**

环境方面，公司在铁路项目建设过程中可能会面临发生安全事故及对生态环境产生损害等问题，截至目前，尚未受到相关监管处罚。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高，近年来未发生重大安全生产事故以及劳动诉讼事项。

治理方面，公司按照《中华人民共和国公司法》等有关法律、行政法规和规范性文件的规定以及《山东省人民政府关于山东省铁路发展基金设立方案的批复》（鲁政字[2016]126号）、《山东铁路发展基金管理办法》的要求，制定了科学完善的治理结构和内部控制制度。公司建立了股东会、董事会、监事会和高级管理人员组成的健全的公司治理结构，经营层下设党群工作部、办公室、财务资金部、投资企管部、风险合规部、固收业务部、权益投资部和定增业务部等职能部门，保证了公司的有效运转。

## 外部支持

**中诚信国际认为，山东省政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：**

山东省经济体量大，经济总量在全国 31 个省市中排名第 3 位，经济发展程度高，且保持较快增长，产业结构持续优化，为经济、财政实力增长提供了有力支撑。同时，山东省显性债务规模相对其他省份较小，负债率及债务率处于中上游水平，显性债务总体可控，但未纳入地方政府直接债务统计的隐性债务较为突出，需关注政府债务叠加隐性债务后可能带来的系统性风险。

**同时，山东省政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：**

- 1) 区域重要性强：作为山东省铁路基金载体，公司担负山东省铁路建设项目的省级资本金出资职责，通过多元化投资运作，提高基金的整体收益，为山东省铁路快速建设提供资金保障，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度高：公司系山东省政府实际控制的铁路投资建设主体，负责山东省内铁路建设任务，并通过多元化投资实现投资收益，股权结构和业务开展均与省政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司作为山东省铁路基金载体，近年来得到山东省政府在资金支持、政府专项债等方面的大力支持。

**综上，中诚信国际认为，山东省政府很强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。**

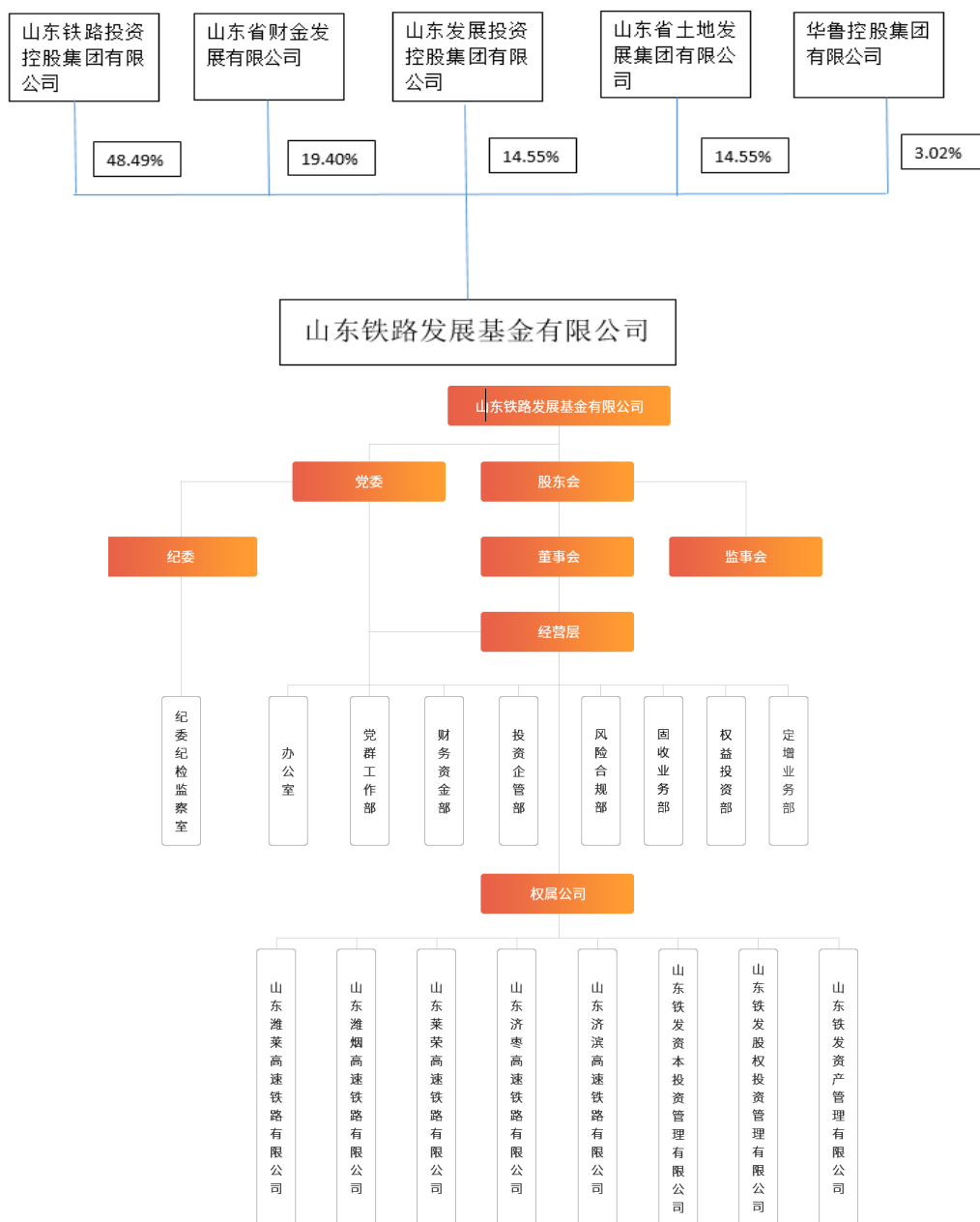
## 评级结论

<sup>4</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。



综上所述，中诚信国际维持“20 铁发 01”、“20 铁发 02”、“21 铁发 01”、“21 山东铁发 MTN001”信用等级为 **AAA**。

## 附一：山东铁路发展基金有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：山东铁路发展基金有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	382,199.13	591,018.39	1,996,800.25	1,754,730.81
非受限货币资金	382,199.13	590,911.14	1,988,772.84	1,746,703.34
应收账款	330.75	1,577.70	2,667.01	2,368.36
其他应收款	491,990.25	63,217.36	127,494.71	45,494.74
存货	0.00	0.00	0.00	219.87
长期投资	3,865,229.14	4,440,199.82	4,160,193.57	4,549,162.24
在建工程	1,927,585.16	3,638,981.62	5,657,276.73	5,670,507.28
无形资产	0.00	67.85	44.59	38.77
总资产	6,840,959.02	9,092,718.77	12,559,056.46	12,734,124.54
其他应付款	902,913.88	119,124.62	74,994.61	122,765.33
短期债务	358,952.13	92,835.94	207,640.76	128,743.75
长期债务	2,337,925.33	3,785,318.56	5,952,146.50	6,432,685.66
总债务	2,696,877.46	3,878,154.50	6,159,787.26	6,561,429.41
总负债	3,473,053.12	4,278,091.11	7,088,130.44	7,195,721.55
利息支出	111,678.73	152,971.34	192,449.59	--
经调整的所有者权益合计	3,367,905.91	4,814,627.66	5,470,926.03	5,538,402.99
营业总收入	315.33	351.62	18,445.98	5,869.50
经营性业务利润	-82,084.07	-114,912.04	-136,236.99	-39,698.93
其他收益		5.35	124.24	109.68
投资收益	283,342.22	237,018.16	166,152.64	63,945.69
营业外收入		5.42	4.03	0.00
净利润	190,748.77	53,360.49	24,619.84	1,461.62
EBIT	289,797.80	165,605.39	172,307.75	--
EBITDA	289,841.32	165,662.61	174,463.25	--
销售商品、提供劳务收到的现金	532.67	1,257.21	20,455.31	6,972.97
收到其他与经营活动有关的现金	372,809.98	232,177.05	50,936.62	9,313.60
购买商品、接受劳务支付的现金	1.08	116.02	4,784.86	1,580.86
支付其他与经营活动有关的现金	383,755.87	255,577.50	17,941.04	6,628.02
吸收投资收到的现金	682,911.16	738,275.50	504,360.01	46,877.01
资本支出	376,834.59	1,507,926.67	1,684,560.88	440,169.04
经营活动产生的现金流量净额	-19,785.57	-35,029.99	90,778.78	3,448.24
投资活动产生的现金流量净额	-897,894.58	-1,823,036.72	-1,374,845.98	-699,924.26
筹资活动产生的现金流量净额	1,036,838.56	2,066,778.72	2,681,928.89	394,401.49
现金及现金等价物净增加额	119,158.41	208,712.01	1,397,861.70	-302,074.53
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率(%)	72.72	66.78	-11.58	7.93
期间费用率(%)	26,043.76	32,669.33	724.31	679.85
应收类款项/总资产(%)	7.20	0.71	1.04	0.38
收现比(X)	1.69	3.58	1.11	1.19
资产负债率(%)	50.77	47.05	56.44	56.51
总资本化比率(%)	44.47	44.61	52.96	54.23
短期债务/总债务(%)	13.31	2.39	3.37	1.96
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.18	-0.23	0.47	--
总债务/EBITDA(X)	9.30	23.41	35.31	--
EBITDA/短期债务(X)	0.81	1.78	0.84	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.60	1.08	0.91	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度审计报告、审计并提出关键审计事项的 2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2022 年度审计报告中关键审计事项主要系投资收益的确认，因山东铁法投资收益确认金额对财务报表具有重大影响，投资收益是否基于真实金额确认及是否计入恰当的会计期间存在固有错报风险，故将投资收益确认作为关键审计事项。2、中诚信国际将其其他应付款中的带息债务调入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的带息债务调入长期债务。3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

### 附三：基本财务指标的计算公式

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

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

## 附四：信用等级的符号及定义

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

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn