

信用等级公告

联合〔2019〕2259号

山东发展投资控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对山东发展投资控股集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）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主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

山东发展投资控股集团有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年九月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

山东发展投资控股集团有限公司

2019年公开发行公司债券（第一期）（面向合格投资者）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
本期发行规模：不超过 10.00 亿元（含）
本期债券期限：5 年（3+2）
还本付息方式：按年付息、到期还本
评级时间：2019 年 9 月 20 日
主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	69.10	205.89	243.33	247.51
所有者权益（亿元）	36.42	153.33	196.85	198.07
长期债务（亿元）	16.07	21.47	14.10	17.16
全部债务（亿元）	16.12	22.91	15.49	17.19
营业收入（亿元）	1.38	2.24	2.58	0.31
净利润（亿元）	0.38	2.82	3.15	0.59
EBITDA（亿元）	0.48	2.67	3.30	--
经营性净现金流（亿元）	15.32	22.03	1.97	0.17
营业利润率（%）	38.69	65.57	65.21	39.97
净资产收益率（%）	2.11	2.97	1.80	0.30
资产负债率（%）	47.30	25.53	19.10	19.98
全部债务资本化比率（%）	30.68	13.00	7.29	7.99
流动比率（倍）	2.44	1.14	0.76	0.97
EBITDA 全部债务比（倍）	0.03	0.12	0.21	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	136.62	29.40	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.04	0.26	0.32	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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；3. 除特别说明外，均指人民币；4. 其他应付款中借款及利息部分已计入债务；5. 2019 年 1—3 月数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为山东省基础设施建设和现代产业发展的投融资主体，在股东背景、区域经济环境、政府支持、投资项目来源等方面具有很强的综合竞争优势。同时，联合评级也关注到公司成立时间较短、盈利依赖于利息及投资收益、金融业务易受外部环境影响等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司投资范围及业务规模的不断扩大，公司综合实力有望不断提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 山东省发展和改革委员会、山东省国资委及山东省社会保障基金理事会作为公司股东方，在资产划拨、人力资源及项目来源等方面给予了公司支持。
2. 公司资产质量良好、货币资金充裕、债务负担轻。
3. 公司所投资项目主要位于山东省内，山东省区域经济发达，为公司发展提供了良好的外部环境。

关注

1. 公司现有资产主要来源于股东划拨的股权及债权资产。随着外部经济环境变化，经济增速放缓，部分债权资产回收难度大，存在一定的回收风险。
2. 公司利润对投资收益依赖度高，如被投资企业未来经营状况不佳，将会对公司收益造成一定影响。

分析师

孙长征

电话: 010-85172818

邮箱: suncz@unitedratings.com.cn

范 琴

电话: 010-85172818

邮箱: fanq@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层(100022)

网址: [//www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：

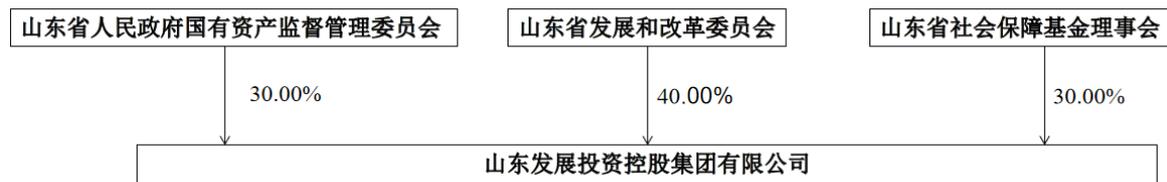


联合信用评级有限公司

一、主体概况

山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）是依据山东省政府《关于同意山东发展投资控股集团有限公司组建工作有关事宜的批复》（鲁政字〔2015〕183号文），于2015年12月在山东省工商行政管理局注册成立的省属大型国有投资控股集团，成立时注册资本80亿元；截至2018年底，公司注册资本80亿元，山东省发展和改革委员会（以下简称“山东省发改委”）为公司第一大股东。

图1 截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：投资与管理（不含法律法规限制行业）；资本运营；资产管理，托管经营；投资咨询。

截至2018年底，公司本部设有投资发展部、资本运营部、资产管理部、人力资源部、财务部、审计法务部和办公室共计7个职能部门（见附件1），本部拥有在职员工53人；截至2018年底，公司纳入合并范围子公司共计25家。

截至2018年底，公司合并资产总额243.33亿元，负债合计46.48亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计196.85亿元，其中归属于母公司所有者权益196.01亿元。2018年，公司实现营业收入2.58亿元，净利润（含少数股东损益）3.15亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.14亿元；经营活动产生的现金流量净额为1.97亿元，现金及现金等价物净增加额为0.65亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额247.51亿元，负债合计49.44亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计198.07亿元，其中归属于母公司所有者权益197.08亿元。2019年1—3月，公司实现营业收入0.31亿元，净利润（含少数股东损益）0.59亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.59亿元；经营活动产生的现金流量净额为0.17亿元，现金及现金等价物净增加额为0.33亿元。

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

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“山东发展投资控股集团有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）（面向合格投资者）”，发行规模不超过人民币10亿元（含10亿元），每张票面金额为100元，按面值平价发行。本期公司债券的期限为5年期，附第3年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券的最终票面利率将根据簿记建档结果确定。本期债券票面利率在存续期内前3年固定不变，在存续期的第3年末，公司可选择调整票面利率，存续期后2年票面利率为存续期前3年票面利率年利率加/减调整基点，在存续期后2年固定不变。本期债券采用单利按年计息的方式，不计复利，

每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除相关发行费用后，拟用于股权投资和补充营运资金。

三、行业分析

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

1. 电力行业

(1) 行业概况

电力行业是国民经济发展中最重要的基础能源产业，是国民经济的第一基础产业。经过多年发展，各国的电力工业从电力生产、建设规模、能源构成到电源和电网的技术都发生了较大变化，形成火电、水电、核电等多种工业类型，发电量和发电装机容量也随之增长。电力行业具有公用服务性、资金密集性、规模经济性以及自然垄断性等特征。目前，我国已经形成了以火力发电为主，水电、风电、太阳能及核能等新能源发电共同发展的格局。在火电发展方面，近年来我国火力发电技术水平不断提高，火电机组向大型化、清洁化发展，截至 2017 年末，我国 1,000MW 超临界机组达 97 台，五大电力公司火电机组的脱硫率和脱硝率均保持很高水平。同时，清洁能源装机容量连续保持较高增速，电源结构逐步优化。

近年来，随着我国配电网建设投入不断加大，配电网发展取得显著成效，但用电水平相对国际先进水平仍有差距，城乡区域发展不平衡，供电质量有待改善。目前，提高电网装备水平、促进节能降耗和推动输配电网智能互联化发展是我国电网改造的两大发展目标。根据中电联发布的《2017 年全国电力工业统计快报数据一览表》，2017 年，全国主要电力企业电力工程建设完成投资 8,014 亿元，同比减少 9.3%；其中，电源工程建设完成投资 2,700 亿元，同比下降 20.8%；电网工程建设完成投资 5,315 亿元，同比减少 2.2%。

总体看，目前电力结构以火电为主，近年来我国火力发电技术水平快速提高，同时新能源机组占比及发电规模大幅增长；配电网建设仍存在较大发展空间；电源工程投资增速放缓。

(2) 行业供需

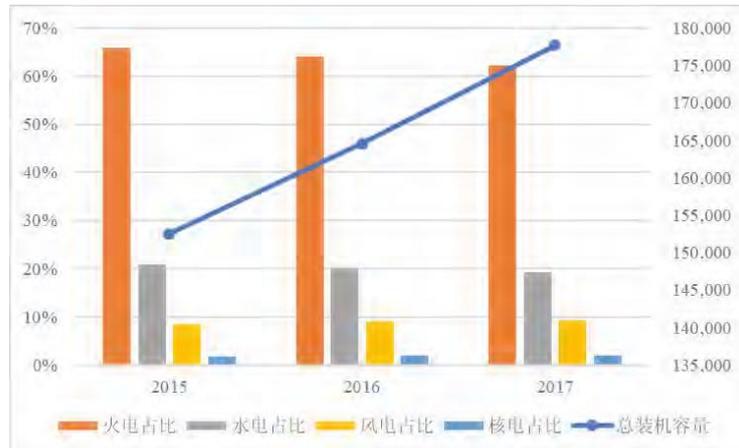
近几年，随着宏观经济增速的下滑，社会用电量增速下降，以及电力装机规模的大幅增长，电力行业逐步出现产能过剩，2017 年，国家开始出台政策停建及缓建一批项目。

供给层面，受电力行业供给侧改革严控装机规模和淘汰落后产能的政策影响，我国停建和缓建了一批煤电落后产能，火电装机容量增速明显放缓，在整体发电量中的占比继续下降，但火电电力的主导地位仍不可动摇。2015—2017 年，全国全口径发电装机容量分别为 15.3 亿千瓦、16.5 亿千瓦和 17.8 亿千瓦，年均复合增长 7.94%。其中，火电装机容量分别为 10.0 亿千瓦、10.6 亿千瓦和 11.1 亿千瓦，年均复合增长 4.88%；但火电装机容量占总发电装机容量的比重逐年下降，分别为 66.0%、64.2%和 62.2%。

2017 年，全国新增发电装机容量 13,372 万千瓦，其中，新增非化石能源发电装机 8,988 万千瓦，

均创历年新高。全年新增水电装机 1,287 万千瓦，其中，抽水蓄能 200 万千瓦；新增并网风电装机 1,952 万千瓦，其中，东、中部地区占 58.9%，同比提高 8.8 个百分点；新增并网太阳能发电装机 5,338 万千瓦，同比增加 2,167 万千瓦，82.4% 的新增装机集中在东、中部地区，同比提高 19.6 个百分点。新增煤电装机 3,855 万千瓦，同比减少 142 万千瓦。

图 2 2015—2017 年中国电力装机容量以及发电类型占比情况（单位：万千瓦）

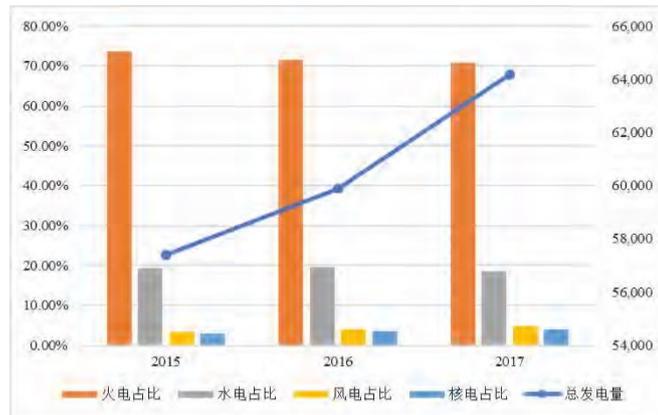


资料来源：中国电力企业联合会（中电联）

电力生产方面，2015—2017 年，我国全口径发电量分别为 57,399 亿千瓦时、60,248 亿千瓦时和 64,179 亿千瓦时，年均复合增长 5.74%；其中，2017 年，我国实现全口径发电量同比增长 6.5%。受电力消费增长、西南地区水力发电外送通道不畅等多因素综合影响，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 4,209 小时，同比增长 23 小时；水电 3,579 小时，同比减少 40 小时；核电设备利用小时 7,108 小时、同比提高 48 小时；全国并网风电设备利用小时 1,948 小时、同比提高 203 小时；全国并网太阳能发电设备利用小时 1,204 小时、同比提高 74 小时；其中，西北区域风电、太阳能发电设备利用小时分别提高 380 小时和 146 小时。

分类型看，水电发电量 11,945 亿千瓦时，同比增长 1.7%，占全国发电量的 18.61%，较上年下降 1.10 个百分点。火电发电量 45,513 亿千瓦时，同比增长 5.2%，占全国发电量的 70.92%，较上年下降 0.68 个百分点。核电发电量为 2,483 亿千瓦时，同比增长 16.5%，占全国发电量的比重 3.87%，较上年提高 0.31 个百分点。并网风电发电量为 3,057 亿千瓦时，同比增长 26.3%，占全国发电量的比重 4.76%，较上年提高 0.74 个百分点。并网太阳能发电量为 1,182 亿千瓦时，同比增长 75.4%，占全国发电量的比重 1.84%，较上年提高 0.74 个百分点。我国电力供应方面，非化石能源发电量持续快速增长，生产结构持续优化。

图3 2015—2017年中国电力发电总量以及来源占比情况（单位：亿千瓦时、%）



资料来源：中电联

电力消费方面，2015—2017年，受工业用电需求增加、第三产业及城乡居民用电高速增长带动，全国全社会用电量分别为55,500亿千瓦时、59,187亿千瓦时、63,077亿千瓦时，年均复合增长6.61%。其中，2017年，全国全社会用电量同比增长6.6%，增速同比提高1.6个百分点；其中，第一产业用电量1,155亿千瓦时，同比增长7.3%；第二产业44,413亿千瓦时，同比增长5.5%；第三产业8,814亿千瓦时，同比增长10.7%；城乡居民生活8,695亿千瓦时，同比增长7.8%。第三产业和城乡居民生活用电量提升明显，国家经济结构调整效果明显，工业转型升级步伐加快，拉动用电增长的主要动力正在从传统高耗能行业向新兴产业、服务业和生活用电转换，电力消费结构不断调整。

2018年以来，受制于火电停建及缓建政策因素，火电类型装机容量及发电量增速放缓；同时受产业政策引导影响，清洁能源装机容量及发电量仍保持较高增速。在需求层面，受下游工业景气度回升等因素带动，第二产业用电量小幅提升；第三产业及居民用电量持续增速较高，全社会用电量增速同比大幅提高。火电行业供需格局持续改善。

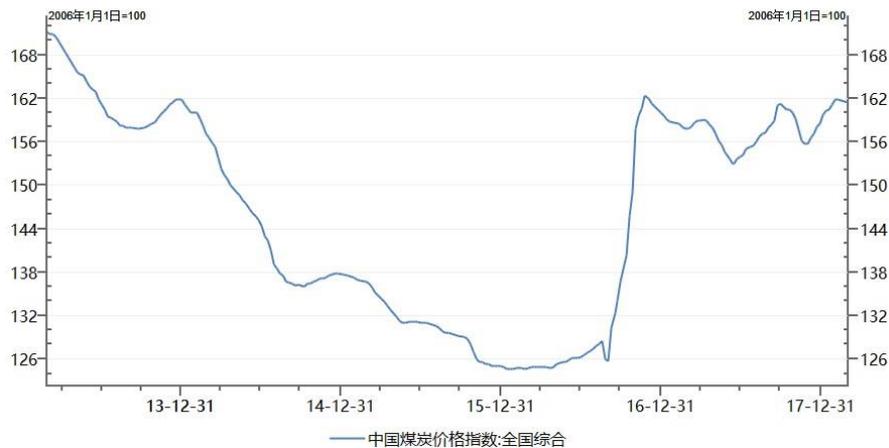
总体看，我国电力投资规模、发电量增速均出现了一定程度的下降，但新能源装机占比逐步提升，能源结构不断优化。同时，随着2017年宏观经济的好转，电力需求增速有所上升，有利于电力行业供需格局进一步优化。

（3）电煤价格

受煤炭行业去产能政策的影响，2016年，我国煤炭产量进一步下滑，全年生产原煤33.64亿吨，同比下降8.71%，供求关系紧张带动煤价持续上涨。为保证煤炭供给并抑制煤价过快上涨，2016年9月，发改委制定《稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨预案》，旨在保证煤炭稳定供应和抑制煤价快速增长，允许先进产能企业释放产能（恢复330工作日生产），从而使得原煤产量增加。2017年上半年，煤炭价格指数保持相对稳定，呈高位波动运行。2017年，全国原煤产量35.20亿吨，同比增长3.20%。

具体看，2016年2月，供给侧改革颁布实施，但由于社会待耗煤炭库存规模极大的因素影响，当年上半年，煤炭价格整体波动不大，4月开始实施的“276个工作日”政策使得煤炭产量从4月起大幅减少，6月起，煤炭价格开始出现大幅上涨，2016年9月，我国逐步放开先进产能的“276个工作日”的限制，煤炭产量回升，动力煤和炼焦煤价格指数增速均逐步放缓。2017年以来，煤炭价格指数均保持相对稳定。2017年，煤炭价格同比大幅上升，但环比相对稳定，整体呈波动下降趋势；其中，7月为迎峰度夏的动力煤需求旺季，9月受冬储煤的需求和钢铁旺季生产需求影响，动力煤和炼焦煤价格有所上升。

图 4 近年来全国综合煤炭价格指数走势



资料来源: Wind

2018 年以来,受优质产能逐步释放影响,叠加春节之后天气转暖,下游需求减少,动力煤价格波动下降。

总体看,2016 年我国实施煤炭行业供给侧改革之后,煤炭价格大幅上升,2017 年全年煤炭价格维持在高位。电煤价格的高位运行将给电力企业成本控制带来较大压力。

(4) 行业竞争

近年来,火电行业装机规模不断扩大,但行业整体竞争格局保持稳定。具体看来,2002 年电力体制改革后形成“五大发电集团¹+非国电系国有发电企业²+地方电力集团+民营及外资”的格局。其中,神华集团与国电集团于 2017 年 8 月实施重组,形成我国第一大一次能源及二次能源生产巨头。

对于规模较大的发电集团,全国性电力集团的装机容量占总装机容量在行业中处于领先地位,同时部分省属区域性电力集团也拥有较大规模的装机规模,但与全国性电力集团相比差距较大。考虑到火电行业对于资源、技术、人员等的较高要求,预计未来具备较强竞争实力的火电企业规模将继续保持优势地位,行业规模排序将不会发生显著变化,竞争格局将保持稳定。

对于规模相对较小的区域性电厂,由于我国尚未实现电网的全国联网,区域电网统筹进行区域内发电、供电、用电运行组织、指挥和协调等电力调度工作,使得其生产经营更具区域特色。首先,上网电量受区域经济发展水平制约:区域经济发展水平决定区域用电量,而每年相关部门(一般为省级发改委)会依据经济发展水平对年度电力需求进行预测,进而分配电力企业的上网电量。此外,在区域内总的上网电量有限的情况下,其他中小电厂的数量将显著影响企业本身的上网电量。同时,区域电力上网政策对辖区内电力企业的生产运营影响显著,如部分地区推行煤电互保政策,即在采购区域内一定数量煤炭的前提下取得上网电量,不利于企业以市场化的价格降低采购成本。由于制约因素较多,获得足够的上网电量、有效控制发电机组的效率以降低成本是区域性电力企业提高竞争力的关键要素。

总体看,总装机容量与单机容量为电力企业的重要竞争因素,使得大型电力企业具有明显竞争优势;在我国尚未实现电网全国联网的情况下,区域性中小电力企业受区域经济、政策环境影响较大,提升成本控制能力与上网电量是保持竞争力的重要手段。

¹ 五大发电集团指中国华能集团公司(以下简称“华能集团”)、中国大唐集团公司(以下简称“大唐集团”)、中国国电集团公司(“国电集团”)、中国华电集团公司(以下简称“华电集团”)、中国电力投资集团公司(以下简称“中电投集团”)。

² 非国电系国有发电企业主要包括国家开发投资公司、华润集团有限公司、中国广东核电集团有限公司、中国长江三峡集团公司等。

(5) 行业政策

为了解决我国电力行业发展过程中产生的高能耗、大气污染等问题，鼓励清洁能源发展，近年来政府出台了一系列政策以促进电力行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表 1 近年来电力行业的主要政策情况

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《“十三五”国家科技创新规划》	国务院	提出未来将大力发展清洁低碳、安全高效的现代能源技术，支持能源结构优化调整和温室气体减排，保障能源安全，推进能源革命。发展煤炭清洁利用、新型节能技术，积极推广可再生能源大规模开发利用技术和智能电网技术等。	2016年7月
《电力发展“十三五”规划》	国家能源局	在“十三五”期间，我国将进一步扩大风电、光伏发电等清洁能源的装机规模；计划于2020年，全国煤电装机规模控制在11亿千瓦以内，并将我国太阳能发电总装机容量提高至1.1亿千瓦，其中计划新增太阳能发电设施装机容量680MWp，且其中主要以分布式光伏发电项目为主。	2016年11月
《能源发展“十三五”规划》	国家能源局	计划到2020年，我国能源消费总量控制在50亿吨标准煤以内，煤炭消费总量控制在41亿吨以内；非化石能源消费比重提高到15%以上，天然气消费比重力争达到10%，煤炭消费比重降低到58%以下；单位国内生产总值能耗比2015年下降15%，煤电平均供电煤耗下降到每千瓦时310克标准煤以下。我国“十三五”期间着力推进升级改造和淘汰落后产能，优化能源开发利用布局。	2017年1月
《关于有序放开发电计划的通知》	发改委、能源局	加快组织发电企业与购电主体签订发购电协议（合同）、逐年减少既有燃煤发电企业计划电量、规范和完善市场化交易电量价格调整机制、有序放开跨省跨区送受电计划、允许优先发电指标有条件市场转让、参与市场交易的电力用户不再执行目录电价以及采取切实措施落实优先发电、优先购电制度等十个方面。	2017年3月
《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	国家发改委	要求加快煤炭中长期合同的签订，并严格履行。通知明确，4月中旬前完成合同签订工作，确保签订的年度中长期合同数量占供应量或采购量的比例达到75%以上。4月起，每月15日前将合同履行情况上报国家发改委，确保年履约率不低于90%。	2017年4月
《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》	国家发改委	自2017年7月1日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，同时将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。	2017年6月
《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》	发改委等16部委	“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能1.5亿千瓦，淘汰落后产能0.2亿千瓦以上，实施煤电超低排放改造4.2亿千瓦、节能改造3.4亿千瓦、灵活性改造2.2亿千瓦，全国煤电装机规模控制在11亿千瓦以内。	2017年8月
《关于印发2017年分省煤电停建和缓建项目名单的通知》	发改委、能源局	涉及停建项目35.2GW和缓建项目55.2GW，列入停建范围的项目要坚决停工、不得办理电力业务许可证，电网企业不予并网，而通知里列入缓建范围的项目，原则上2017年内不得投产并并网发电。	2017年9月

资料来源：联合评级整理

总体看，清洁能源结构占比的提高和传统发电模式的清洁化改造，是我国政府对发电行业政策导向的重点；同时，我国政府通过电价调整、化解过剩产能以及售电侧改革等举措，积极促进电力行业的内部改革，以保证我国电力行业的健康、稳定发展。

(6) 行业关注

宏观经济下行引起电力需求侧疲软

电力生产行业具有相当强的周期性。宏观经济波动导致经济基本面出现波动，继而导致全社会用电普遍出现波动，因此，宏观经济波动主要通过电力需求把风险传递给电力行业。如经济总体需

求不足或经济循环周期进入低谷时期，国民经济对电力总体需求会下降，电力企业收入和利润将会下降。

环保投入增加影响火电企业经营成本

随着我国经济的高速发展和居民生活水平的普遍提高，大气污染问题逐步凸显，灰霾等重污染天气频发，大气环境治理要求越发迫切。目前我国全口径装机容量中六成以上为火力发电，随着污染物排放标准趋严，火电行业在环保方面的投入和研发将逐渐增加，进而增加火电行业运营成本。

上网电价下调对火电企业利润空间产生不利影响

我国政府为降低用电企业的用电成本，已连续多次下调火电上网电价，相关电价的向下调整，致使发电企业的利润空间遭受压缩。

电煤价格波动影响火电企业稳定经营

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对火电行业的盈利能力影响显著。2016年以来，我国煤炭价格回升，火电行业成本上升，对火电企业盈利空间形成了挤压。

(7) 未来发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力供应已由“硬短缺——电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺——电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，长远看，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定规模，但装机容量增速将有所放缓。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的 20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着“上大压小”、“节能调度”、“竞价上网”、“大用户直购电”和“售电侧改革”等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

总体看，随着电力体制改革的进一步深化，作为国民经济基础产业之一，未来电力行业有望保持稳定发展。

2. 山东省区域经济

公司业务及投资主要集中在山东省范围内，山东省经济发展对公司及其所投资企业的经营具有直接影响。

据山东省统计局公布的《2017年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2017年，全省实现生产总值（GDP）72,678.2亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。其中，第一产业增加值4,876.7亿元，增长3.5%；第二产业增加值32,925.1亿元，增长6.3%；第三产业增加值34,876.3亿元，增长9.1%；产业构成为6.7:45.3:48.0。人均生产总值72,851元，按年均汇率折算为10,790美元。城镇居民人均可支配收入36,789元，比上年增长8.2%；人均消费支出23,072元，增长7.3%。农村居民人均可支配收入15,118元，增长8.3%；人均消费支出10,342元，增长8.6%。

从财政收支情况看，2017年，山东省地方一般公共预算收入6,098.5亿元，比上年同口径增长6.6%。其中，税收收入4,419.3亿元，增长9.1%；占一般公共预算收入比重为72.5%，提高0.6个百分点。地方一般公共预算支出9,257.7亿元，同口径增长5.2%。其中，民生支出7,319亿元，占一般公共预算支出比重为79%。社会保障和就业支出增长14.0%，住房保障支出增长24.7%。山东省财政

收支结构继续优化。

从工业生产情况看，2017年，山东省全部工业增加值28,705.7亿元，比上年增长6.6%；工业产销率为98.9%。全省规模以上工业增加值增长6.9%，其中规模以上装备制造业增长11.0%，高技术产业增长10.9%，六大高耗能行业增长3.6%。山东省工业生产平稳增长、结构调整取得一定成效。

从资本市场表现看，2017年，山东省新增境内外上市公司共30家，截至2017年底上市公司总数达294家，“新三板”、齐鲁股权交易中心、蓝海股权交易中心挂牌企业分别达到636家、2,270家和1,124家；省内企业全年股票融资合计1,650.79亿元，同比增长126.82%。2017年山东省上市公司存量、增量以及股票融资额度均处于国内前列，资本市场对山东省区域经济发展起到了有效的推动作用。

总体看，山东省经济快速发展，财政实力雄厚；公司作为山东省政府授权的投资主体和国有资本运营机构，能够获得较好的外部支持。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司成立于2015年12月，是山东省人民政府批准成立的省管功能型国有资本投资运营公司，由省政府履行出资人职责，省政府委托山东省发改委、省国资委和省社保基金理事会作为出资人代表，功能定位是支持全省基础设施建设和现代产业发展的投融资主体。公司围绕山东省生产力布局、产业政策和方向，根据国民经济发展战略、中长期发展规划和年度计划，贯彻落实省政府投资政策和重大建设任务，开展国有资本投资运营，促进国有资本保值增值，放大国有资本功能，推动全省基础设施建设和现代产业发展与转型升级。公司的投资政策、经营方针由山东省政府及受省政府委托的省发展改革委进行指导，重点是发展规划、投资方向、专项基金设立、重大项目落实等。

截至2018年底，公司下辖山东省丝路发展投资有限公司（以下简称“丝路公司”）、舜和资本管理有限公司（以下简称“舜和资本”）和山东省一圈一带产业投资基金有限公司（以下简称“圈带基金”）等25家子公司。

丝路公司是山东省政府为了全面实现省“十一五”经济和社会发展规划，支持全省重点项目建设而成立的省级综合性投融资主体。2005年12月作为国有独资公司经山东省工商行政管理局批准注册成立，注册资本16.45亿元。2015年8月，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号文）及省发展改革委工作要求，丝路公司作为全资子公司整体并入公司，并于2015年10月更为现名。2016年，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、14,405户、46,169人。

舜和资本成立于2016年8月，为公司全资控股的专业化资本运营管理平台，注册资本2亿元。舜和资本控股或参股多家基金管理公司，包括圈带基金、山东舜宁股权投资基金管理公司、山东省科技成果转化基金管理公司等。管理团队涵盖金融、财会、法律、证券、管理等相关专业领域，具有较强资金募集能力、投资管理经验，以及良好管理业绩。舜和资本在公司直接领导下，建立了涵盖天使基金、创业基金、股权基金和并购基金等全生命周期产业发展的母子基金模式；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。目前，舜和资本直接或间接管理基金 20 支，基金募集总规模达 111.6 亿元。

圈带基金成立于 2016 年 10 月，是在山东省发展和改革委员会指导下，由公司负责发起实施的省级产业投资基金，为公司制基金，注册资本 10 亿元，运作模式主要是采用“母基金+”的方式，重点支持山东省“一圈一带”区域内重大基础设施、战略性新兴产业、高新技术产业、生态环保产业、社会民生事业、科技成果孵化等项目建设，服务区域经济社会全面协调发展。圈带基金按照山东省发改委的产业政策、战略布局和区域特点，通过行业内人士推荐、业务伙伴交流、与合作伙伴开展项目联合投资等方式开展投融资业务，依据部门分工成立项目专项工作组，经过一系列严密、规范的流程和调研，开展具体投融资工作。依据项目的性质，按照合伙协议或项目合同约定的金额和期限，获取投资收益。截至 2018 年，圈带基金完成投资规模 35 亿元，项目带动其他社会资金配套投资近 70 亿元，较好地发挥了基金的引导和示范效应。

公司作为省管功能型国有资本投资运营公司，积极参与省政府重点项目资源整合工作，项目来源广泛：除山东省发改委推荐项目外，公司通过与财政厅等有关部门对接直投资基金投资项目、接入山东省重大工程项目储备库等措施挑选符合公司功能定位和规划方向的项目。2017 年，公司主动对接汇报专管部门和协作方，通过省发改委、财政厅等相关部门启动绿色通道，推荐了 252 家符合条件的企业，落实直投资基金投资 5.00 亿元，扶持企业 169 家。

总体看，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具有优势地位，项目来源较为稳定；子公司自有资金实力较为雄厚，同时具有较强的融资、投资项目管理和资源整合、协调能力。

2. 人员素质

截至 2018 年底，公司董事会成员 7 人，包括 3 位执行董事、3 位外部董事和 1 位职工董事；设总经理 1 人，副总经理 2 人，分管财务领导 1 人，公司核心管理团队从事相关业务和管理工作的多年，行业经验丰富，专业素质较高。

公司董事长孟雷先生，中共党员，1964 年生，山东郓城人，南京大学数量经济学专业硕士研究生，历任山东省发展改革委高技术产业处处长，省委、省政府对口支援北川灾后恢复重建工作领导小组办公室副主任、北川工作指挥部副总指挥，省对口支援办公室主任，省服务业办公室主任。现任公司党委书记、董事长。

公司总经理郭晓东，中共党员，1966 年生，山东成武人，青岛化工学院化学工程系有机化工专业，历任省发改委工业处副处长，省发改委能源交通处副处长、处长，省发改委能源处处长，省对口支援办公室主任。现任公司党委副书记、总经理。

截止 2018 年底，公司本部共有员工 53 人，其中干部 47 人，工勤人员 6 人；研究生及以上学历占 66.04%，本科学历占 28.30%，其余为高中及以下学历；具备高级职称的 6 人，中级职称的 16 人；职工平均年龄 39 岁。

总体看，公司管理层具有丰富的管理经验，整体素质较高，核心员工构成基本满足公司发展需要。

3. 资产划拨

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 号文）、《山东省发展和改革委员会关于划转山东发展投资控股集团有限公司组建

相关资产的通知》（鲁发改投资〔2016〕425号文）、《山东省发展和改革委员会关于安排山东发展投资控股集团有限公司注册资本金的通知》（鲁发改投资〔2016〕565号文）及后续文件，山东省政府运用山东省基建基金资产组建公司；以2015年10月31日为基准日，将山东省国际信托股份有限公司受托管理的山东省基建基金资产（账面价值136.24亿元）、丝路公司（账面价值33.48亿元）、货币资金16.91亿元及合作贷款本金余额2.11亿元移交公司。

截至2018年底，上述资产已基本接收完毕。

总体看，山东省在资产划拨方面对公司支持力度很大。

五、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《企业国有资产法》等法律法规的要求，制订了《公司章程》明确了股东会、董事会、党委、监事会和管理层的权责。

股东会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告等。

公司设董事会，对股东会负责。董事会由7名董事组成，其中执行董事、外部董事各3名，职工董事1名。董事会设董事长1人，董事长和其他执行董事的任免按照国有企业领导人员管理权限审批。外部董事人选由山东省发改委、山东省国资委和山东省社保基金理事会各推荐1名。董事每届任期三年，任期届满，可连选连任。董事会的主要职能是召集股东会，并向股东会报告工作；执行股东会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等。

根据《公司章程》，公司应设监事会，监事会由5名监事组成，其中股东监事2名，专职监事1名，职工监事2名；截止本报告出具日，公司共有监事1名，其中职工监事1名，暂缺4名。监事会成员实际人数与公司章程规定不一致，股东监事与专职监事缺失主要系根据《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）及《山东省国资委山东省发展改革委、山东省财政厅、山东省社保基金理事会关于杨少军等20人免职的通知》，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，山东省国资委委派的监事职务自然免除，目前暂无进一步安排；职工监事缺失主要系公司尚未进行选举所致。

根据《公司章程》，公司设立党委，党委书记、副书记、纪委书记、委员的任免及管理，由山东省委按有关规定执行；目前公司重大决策由党委事先研究，有效弥补了监事会缺位的不足。

根据《公司章程》，公司总经理、副总经理等由董事会聘任或解聘，并报有关部门备案。总经理任期由董事会确定，一般不超过董事会任期，连聘可以连任。总经理对董事会负责，主要职能是主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

总体看，作为国有企业，公司建立了较为完善的决策、监督和执行体系，但目前公司监事会空缺，法人治理结构有待完善。

2. 管理体制

截至2018年底，公司本部设有投资发展部、资本运营部、资产管理部、人力资源部、财务部、审计法务部和办公室共计7个职能部门（见附件1）。各职能部门之间职责划分较为明确，在业务开

展中既保持了应有的独立性，也保持了协作的顺畅。公司在综合管理、投资发展、资本运营、资产管理、财务管理等方面建立了完善的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。

综合管理方面，公司从日常工作出发，为接待管理、公文处理、印章使用、机要保密工作、档案管理、信息网络安全管理等工作制定了专门的管理办法。

股权投资方面，公司制定了《股权投资管理办法》，该办法确立了公司股权投资的基本原则，内容涵盖组织机构及职责、投资立项与论证、审议决策流程、投后管理等方面。公司股权投资原则上聚焦基础设施和现代产业的关键领域和重点行业。公司每年编制年度投资计划并实施。决策权限方面，合计投资额在 1.5 亿元以下的项目由业务部门提出，最终由总经理办公会审议决策；1.5 亿元以上的，需报董事会批准；投资规模变化 20% 以上的需重新决策。

资产管理方面，公司制定了《派出董事监事工作管理办法》及《不良债权资产处置管理办法》等 7 项管理办法，从资产接收、人员派遣、风险度划分、资产处置等方面细化了工作要求。公司向参股公司派出董事、监事作为首席产权代表执行公司决议和要求，维护股东利益。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，公司制定了《资金管理办法》、《核算办法》、《理财产品管理办法》和《委托贷款项目管理办法》等 14 项管理办法。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；财务部具体负责公司全面财务管理，年度财务预算、决算的编制，以及对子公司财务工作的领导、监督和检查。

对外担保方面，根据公司章程，公司及其子公司仅对符合条件的合并范围内企业提供担保，原则上不对外部企业提供担保。审批方面，担保额度在公司注册资本 10% 以上，以及其他须由上级政府机关批准的担保事项，由公司按程序上报股东会批准；担保额度在公司注册资本 10% 以内的以下担保事项，由董事会审批。

子公司管理方面，子公司在公司总体方针目标框架下，独立经营、自主管理，同时执行公司的各项制度规定。人员方面，公司制定了《权属企业³高级管理人员管理办法》，权属企业的高级管理人员的职务设置、选聘办法等由权属企业起草并报公司党委批准；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。财务管理方面，为完善财务监督管理机制，保障出资人权益，公司建立了《委派财务人员管理办法》，由公司提名，经聘任程序产生委派到派驻企业的财务负责人或财务部门负责人，其主要职能为：组织建立健全企业财务管控体系；组织制定企业统一的会计政策和会计核算制度；完善和优化财务管理制度体系、企业财务管控机制、财务风险预警与防控机制；协调派驻企业同财政、审计、税务等政府职能部门以及金融机构的关系等。资金管理方面，权属企业根据公司《资金管理办法》实施具体工作，权属企业主要负责人对所在单位的资金管理负总责，权属企业财务负责人为所在单位资金管理的直接责任人，权属企业财务部为本单位资金管理的主管部门。

总体看，公司相关管理制度较为完善，对子公司从财务和人员方面把控，为公司经营发展提供了良好制度保障。

³ 权属企业：公司的全资子公司和公司章程规定的由本部负责委派高级管理人员的控股企业。

六、经营分析

1. 经营概况

公司收入主要来源于公司承接的原省基建基金委托贷款和盈余资金运营形成的利息收入。

2016—2018年，公司营业收入呈持续增长态势，年均复合增长36.66%。2017年，公司实现营业收入2.24亿元，较上年增长62.18%，主要系所接收山东省发改委划转的基建基金委托贷款增加使得利息收入增长所致。2018年，公司实现营业收入2.58亿元，同比增长15.15%。2016—2018年，公司营业利润分别为0.49亿元、2.63亿元和3.11亿元，净利润分别为0.38亿元、2.82亿元和3.15亿元，均呈增长态势，主要系投资收益增长所致。

分业务板块来看，利息收入是公司的第一大收入来源，2016—2018年，公司利息收入有所增长，分别为1.18亿元、1.92亿元和2.18亿元，2017年和2018年分别同比增长62.39%和13.23%，主要系当年完成扶贫项目贷款发放，贷款本金增长所致；利息收入占营业收入的比重分别为85.65%、85.76%和84.34%，占比较高且较为稳定。

表2 近年来公司业务收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016年度			2017年度			2018年度			
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
主营业务	利息	11,847.49	85.65	35.94	19,238.64	85.76	69.69	21,784.87	84.34	67.08
	酒店收入	1,339.00	9.68	64.89	1,141.76	5.09	67.81	665.82	2.58	68.19
	管理费	645.58	4.67	44.98	539.27	2.40	85.20	600.64	2.33	96.42
	服务费收入				136.91	0.61	100.00	1,556.17	6.02	89.65
	文化娱乐业收入				505.45	2.25	-2.07	146.69	0.57	-265.37
	培训收入				82.23	0.37	85.61	37.18	0.14	50.70
	IT收入				516.33	2.30	74.87	927.54	3.59	56.63
其他业务	扶贫融资服务费				110.53	0.49	100.00			
	租赁收入				161.51	0.72	96.63	32.27	0.12	49.43
	其他							79.66	0.31	100.00
合计	13,832.08	100.00	39.16	22,432.64	100.00	69.05	25,830.84	100.00	66.94	

数据来源：公司审计报告

从毛利率来看，2016—2018年，公司综合毛利率波动提升，分别为39.16%、69.05%和66.94%，主要系利息收入毛利率上升所致。

2019年1—3月，公司实现营业收入0.31亿元，净利润0.59亿元；较上年同期分别下降45.61%和增长78.79%。

总体看，公司收入规模持续增长，业务发展势头良好。

2. 丝路公司业务

公司利息收入主要来源于公司本部的省基建基金利息收入、丝路公司的委托贷款利息收入及理财资金利息收入。丝路公司2018年利息收入占公司利息收入的34.93%。

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

委托贷款业务风险管控方面，对于经营性项目，丝路公司要求融资人采取保证、抵质押、合格

第三方担保、应收账款质押登记等多种担保方式降低风险；对于政府项目，采用政府购买服务形式将还款资金纳入财政预算提供还款保证等措施，降低违约风险。丝路公司单项贷款金额一般不超过 7.5 亿，期限通常为 10—20 年。

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

截至 2018 年末，丝路公司贷款业务账面余额为 14.09 亿元，其中，期限 36 个月以内的合计金额为 0.60 亿元，其余全部为 3 年以上。截至 2019 年 4 月 2 日，丝路公司贷款项目无违约情况。

3. 经营关注

（1）净利润对投资收益依赖度较高

公司利润对投资收益依赖度高，如被投资企业未来经营状况不佳，将会对公司造成一定影响。

（2）金融业务风险

2017 年，公司收益以委托贷款及其他债权投资业务为主，随着经济形势下行压力加大，需持续关注委托贷款及其他债权投资业务的资金回收情况。

4. 未来发展

未来，公司将继续深入落实山东省委、省政府战略意图，坚持以政策性功能为方向、以市场化经营为手段的经营理念，切实发挥董事会的治理核心和决策中心作用，重点抓好以下工作：

（1）在新旧动能转换中进一步明晰公司差异化功能定位和经营模式

公司定位于中长期政策性开发投资机构，即在商业化原则下，以开发投资区域重点项目，推动区域经济可持续性发展为社会目标，以追求国有资本的中长期合理财务回报为经济目标，建设有影响力的中长期政策开发性投融资平台。

（2）着力打造围绕新动能的产业布局

根据山东省委、省政府要求，公司将落实山东省新旧动能转换重大工程战略部署，高效开展投融资业务，促进产业结构转型升级；严格落实易地扶贫搬迁资金监管，促进扶贫民生事业发展；切实履行重大项目出资人职责，支持现代基础设施建设；持续释放基金红利，支持中小企业创新发展；不断提高基金管理水平，精准落实重大战略部署；深化战略合作成果应用，推进新动能示范基地打造。近期公司将深化与济南市历下区、章丘区、济阳县和青岛市高新区战略合作的成果应用；加快工作步伐，推进山东绿色发展基金设立工作；推进与行业优势企业合作，形成协同发展合力；积极争取政策支持，储备新旧动能重大工程战略项目；科学谋划发展方向，逐步推进在文化产业板块的投资。

（3）持续提升内部管理效能

公司将不断增强制度引领作用，持续推进集团制度体系建设，修订完善现有制度，使其更加符合公司发展实际、更加适应业务拓展的需求；不断提高人才队伍建设水平，厚植高端人才；完善薪酬考核激励机制，科学确定权属企业工资调控方式和各类人员收入分配结构和水平，探索实行集团工资增量向效益增长突出的权属企业倾斜，企业工资增量向核心人才、业绩突出人员倾斜的机制；优化财务管控体系，强化资金预算管理，完善资金预算旬、月调度制度；健全经济运营分析机制，提高分析时效性、准确性；着力搭建符合金融行业发展特点的风险防控体制机制，不断细化风险防

控工作的内容、程序和方法手段，推动公司健康快速发展。

总体看，公司对未来产业布局和经营方向有着明确的规划，且切实可行。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年三年连审财务报表，利安达会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报告进行了审计，审议结论均为标准无保留意见。公司财务报告遵照财政部发布的《企业会计准则》及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、以及企业会计准则解释及其他相关规定的披露规定编制。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 25 家，较上年增加 8 家。公司相关会计政策连续，但合并范围变化较大，公司财务数据可比性较弱。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 243.33 亿元，负债合计 46.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 196.85 亿元，其中归属于母公司所有者权益 196.01 亿元。2018 年，公司实现营业收入 2.58 亿元，净利润（含少数股东损益）3.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 1.97 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.65 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 247.51 亿元，负债合计 49.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 198.07 亿元，其中归属于母公司所有者权益 197.08 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.31 亿元，净利润（含少数股东损益）0.59 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.59 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 0.17 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.33 亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长 87.65%，主要系非流动资产增加所致。截至 2018 年底，公司资产合计 243.33 亿元，较年初增长 18.18%，其中流动资产占比 7.96%；非流动资产占比 92.04%。公司资产以非流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产呈波动下降态势，年均复合下降 16.90%。截至 2017 年底，公司流动资产 29.03 亿元，较年初增长 3.55%；截至 2018 年底，公司流动资产 19.36 亿元，较年初减少 33.31%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产减少所致。截至 2018 年底，公司流动资产主要由货币资金（占比 59.61%）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 35.45%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 79.58%。截至 2017 年底，公司货币资金 10.89 亿元，较年初增长 204.36%，主要系收回委托贷款本金所致。截至 2018 年底，公司货币资金 11.54 亿元，较年初增长 5.96%。公司货币资金以银行存款为主（占比 99.21%），无受限货币资金。

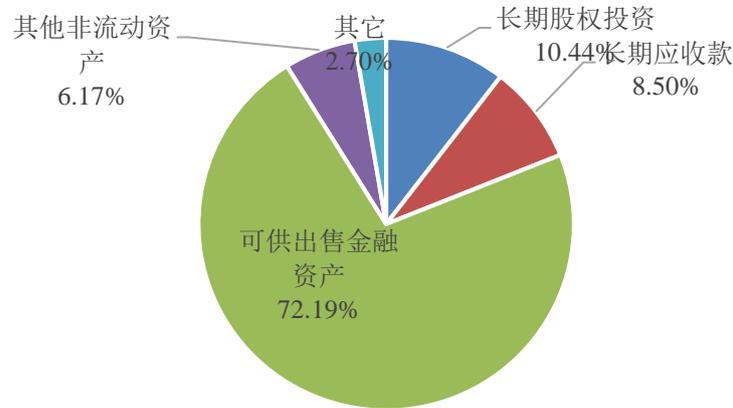
2016—2018 年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产稳中下降，年均复合减少 37.47%。截至 2018 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 6.86 亿元，全部为理财产品，较年初下降 60.92%，主要系理财产品到期赎回所致。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 133.53%，主要系山东省政府逐步注入资产所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 223.97 亿元，较年初增长 26.64%，主要

系可供出售金融资产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 72.19%）、长期应收款（占比 8.50%）、长期股权投资（占比 10.44%）和其他非流动资产（占比 6.17%）构成。

图 5 截至 2018 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长 253.14%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 113.26 亿元，较年初增长 773.67%，主要系股权资产接收所致。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 161.67 亿元，较年初增长 42.74%，主要系对山东铁路发展基金有限公司追加投资所致。公司可供出售金融资产以可供出售权益工具为主（占 96.00%），其中按成本计量的占 73.60%，截至 2018 年底，公司对可供出售权益工具计提减值准备 0.84 亿元，计提比例 0.52%。

2016—2018 年，公司长期应收款持续增长，年均复合增长 16.11 倍。截至 2017 年底，公司长期应收款 17.28 亿元，较年初增长 264.80 倍，主要系公司当年完成“十三五”扶贫贷款发放工作所致。截至 2018 年底，公司长期应收款 19.03 亿元，较年初增长 10.17%，主要系新增对山东华鹏玻璃股份有限公司的借款所致。公司未对长期应收款计提减值准备。

2016—2018 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 24.86%。截至 2017 年底，公司长期股权投资 23.26 亿元，全部为对联营企业投资，较年初增长 55.09%，主要系股权资产接收所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资 23.39 亿元，较年初增长 0.53%。公司长期股权投资集中于山东省内铁路、电力及相关行业。

2016—2018 年，公司其他非流动资产波动增长，年均复合增长 11.11%。公司其他非流动资产全部为长期委托贷款。截至 2017 年底，公司其他非流动资产 16.00 亿元，较年初增长 42.93%，主要系公司完成基建基金的资产接收工作所致。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 13.83 亿元，较年初下降 13.63%，主要系收回工业委贷项目所致。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 247.51 亿元，较 2018 年底增长 1.72%，其中流动资产占 9.85%，非流动资产占 90.15%，资产结构较年初变化不大。

总体看，近年来，公司资产规模增长较快，以可供出售金融资产及对山东省内电力、铁路行业的股权投资为主。公司流动资产以货币资金和金融资产为主，可变现性较高，整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016—2018年，公司负债规模呈波动增长态势，年均复合增长19.25%。截至2017年底，公司负债合计52.56亿元，较年初增长60.81%，主要系流动负债增加所致；截至2018年底，公司负债合计46.48亿元，较年初下降11.56%，主要系非流动负债减少所致。公司负债中流动负债占比54.46%，非流动负债占比45.54%，负债结构较为均衡。

流动负债

2016—2018年，公司流动负债呈波动增长态势，年均复合增长48.51%。截至2017年底，公司流动负债合计25.45亿元，较年初增长121.72%，主要系预收款项增加所致；截至2018年底，公司流动负债合计25.32亿元，较年初稳定。公司流动负债主要由预收款项（占比92.48%）和其他应付款（占比6.53%）构成。

公司预收款项全部为代山东省政府向山东铁路发展基金有限公司出资，向山东省财政厅预收的款项。2016—2018年，公司预收款项波动增长，年均复合增长44.49%。截至2017年底，公司预收款项23.43亿元，较年初增长108.92%，主要系对山东省财政厅预收款增加所致。截至2018年底，公司预收款项23.41亿元，较年初基本稳定。

2016—2018年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长275.82%。截至2017年底，公司其他应付款1.66亿元，较年初增长13.18倍，主要系新增一笔向渤海信托的1.37亿元借款所致。截至2018年底，公司其他应付款1.65亿元，较年初基本稳定，以借款为主（占比81.72%，已计入债务），其余为往来款等。

非流动负债

2016—2018年，公司非流动负债呈波动下降态势，年均复合下降0.09%。截至2017年底，公司非流动负债合计27.11亿元，较年初增长27.85%，主要系长期借款增加所致；截至2018年底，公司非流动负债合计21.17亿元，较年初下降21.93%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比66.61%）、长期应付款（占比25.76%）和递延所得税负债（占比7.07%）构成。

2016—2018年，公司长期借款波动下降，年均复合下降6.32%。截至2017年底，公司长期借款21.47亿元，较年初增长33.65%，主要系收到山东省财政厅发放扶贫款、国家开发银行山东省扶贫专户借款、中国农业发展银行山东省分行扶贫专户借款及国家开发银行山东省分行借款所致。截至2018年底，公司长期借款14.10亿元，较年初下降34.34%，主要系公司归还部分长期借款所致。公司长期借款全部为政策性借款，资产无实质性质押。截至2018年底，公司长期借款中，期限为5年以内的占10.64%，其余均为5年以上。

2016—2018年，公司长期应付款基本稳定，年均复合增长4.42%。截至2018年底，公司长期应付款5.45亿元，较年初基本稳定。公司长期应付款主要为代山东财政厅出资的直投资基金4.90亿元。

截至2018年，公司递延所得税负债1.50亿元，全部为当年新增。

截至2018年底，公司全部债务15.49亿元，较年初下降32.42%，主要系长期债务减少所致。其中，短期债务1.39亿元，占8.95%，较年初下降3.77%；长期债务14.10亿元，占91.05%，较年初下降34.34%。从财务指标来看，截至2018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率分别为19.10%、7.29%和6.67%，分别较年初大幅下降了6.43个百分点、5.71个百分点和5.60个百分点。公司整体债务负担很轻。

截至2019年3月底，公司负债合计49.44亿元，较年初增长6.36%；其中，流动负债和非流动负债占比分别为50.99%和49.01%，非流动负债占比有所提高；公司全部债务总额17.19亿元，较年初增长11.01%，其中长期债务占比99.99%，较年初变化很小；公司资产负债率为19.98%，全部债

务资本化比率为 7.99%，长期债务资本化比率为 7.97%；均较年初变化不大；。

总体看，近年来，公司负债规模呈增长趋势，以长期债务为主，整体债务负担很轻。

(2) 所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益呈逐年增长态势，年均复合增长 132.49%，主要系山东省政府按计划拨入资产，充实公司实收资本、增加公司资本公积所致。截至 2018 年底，公司所有者权益为 196.85 亿元，较年初增长 28.38%，其中归属于母公司所有者权益占 99.58%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 40.81%，资本公积占比 53.14%，其余为盈余公积及未分配利润。公司所有者权益稳定性很高。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 198.07 亿元，较年初增长 0.62%，其中归属于母公司所有者权益为 197.08 亿元（占 99.58%）。截至 2019 年 3 月底，归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润占比分别为 40.81%、53.14%、2.29% 和 3.40%。公司权益结构较年初变化较小。

总体看，公司成立时间较短，受益于政府资产划拨，所有者权益大幅增长，以实收资本和资本公积为主，权益结构稳定性很高。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入呈持续增长态势，年均复合增长 36.66%。2017 年，公司实现营业收入 2.24 亿元，较上年增长 62.18%，主要系接收了山东省发改委划转的原基建基金委托贷款，使得利息收入增长所致。2018 年，公司实现营业收入 2.58 亿元，同比增长 15.15%。2016—2018 年，公司营业利润分别为 0.49 亿元、2.63 亿元和 3.11 亿元，净利润分别为 0.38 亿元、2.82 亿元和 3.15 亿元，均呈增长态势，主要系投资收益增长所致。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司期间费用总额年均复合增长 100.12%。具体看，2016—2018 年，公司销售费用分别为 0.05 亿元、0.54 亿元和 0.18 亿元，年均复合增长 84.61%，管理费用分别为 0.28 亿元、0.48 亿元和 0.65 亿元，年均复合增长 53.00%，主要系公司合并范围扩大所致；同期财务费用分别为 -1,205.51 万元、-950.75 万元和 59.55 万元。2016—2018 年财务费用为负主要系利息收入较高所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 15.02%、41.26% 和 32.11%，呈波动增长态势；由于公司处于快速发展阶段，期间费用增长较快，但与公司作为控股型企业及处于初建期的特征基本相符。

2016—2018 年，公司分别实现投资收益 0.16 亿元、3.51 亿元和 3.86 亿元，年均复合增长 388.83%，分别占营业利润的 33.14%、133.62% 和 123.98%，形成了公司利润的主要来源；公司投资收益主要来自于山东省内电力及铁路企业的分红，来源较为稳定。

从盈利指标来看，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 38.69%、65.57% 和 65.21%，总资本收益率分别为 1.47%、2.48% 和 1.68%，总资产报酬率分别为 1.37%、1.92% 和 1.44%，净资产收益率分别为 2.11%、2.97% 和 1.80%，公司盈利能力有待提升。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.31 亿元，净利润 0.59 亿元；较上年同期分别下降 45.61% 和增长 78.79%。

总体看，公司收入有所增长，利润主要由投资收益贡献，盈利能力有待提升。

5. 现金流

从经营活动来看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入呈波动下降趋势，年均复合下降 44.09%，

以收到其他与经营活动有关的现金（主要为山东省财政厅拨付的代投资款、及收回的委托贷款本金）为主，2017 年同比增长 43.37%，为 25.54 亿元，系收到铁路发展基金及一圈一带基金，以及收回委托贷款本金所致；经营活动产生的现金流出呈持续增长趋势，年均复合增长 20.23%，以支付其他与经营活动有关的现金（主要为投入产业的基金支出）为主，2018 年为 3.60 亿元。受上述因素影响，2016—2018 年，经营活动产生的现金流量净额分别为 15.32 亿元、22.03 亿元和 1.97 亿元。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入呈持续大幅增长趋势，年均复合增长 214.42%，主要系收回投资及取得投资收益增加所致，2018 年为 110.92 亿元。公司投资活动现金流出呈持续增长趋势，年均复合增长 49.33%，主要系公司各项投资增加所致，2018 年为 105.16 亿元。受上述因素影响，2016—2018 年，公司投资活动现金流净额分别为 -35.94 亿元、-32.20 亿元和 5.76 亿元。

从筹资活动来看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入呈持续下降趋势，年均复合下降 85.01%，2018 年同比下降 97.23%，为 0.66 亿元，主要系当年未有新增借款所致；公司筹资活动现金流出呈波动下降趋势，年均复合下降 6.50%，2018 年为 7.74 亿元。受上述因素影响，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 20.31 亿元、17.48 亿元和 -7.09 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.17 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 -3.03 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 3.19 亿元。

总体看，近年来，公司资金主要来源于财政拨款和金融机构借款；未来随着对外投资力度的加大，仍存在一定的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率均为 0.76 倍，较上年底均有所下降，考虑到流动负债的性质，公司流动资产对流动负债的覆盖能力尚可；公司现金短期债务比为 13.28 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度很高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 3.30 亿元，较上年增长 23.54%；其中，利润总额占比 94.93%，计入财务费用的利息支出占比 3.40%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 29.40 倍和 0.21 倍；公司 EBITDA 对利息保障能力很强，对全部债务保障能力较强，公司的长期偿债能力很强。

截至 2019 年 3 月底，公司取得银行贷款授信总额度 45.00 亿元，其中已使用授信额度 0 亿元。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码 G1037010102941030U），截至 2019 年 5 月 17 日，公司已结清和未结清信贷业务中，均无不良和关注类信贷信息记录。

截至 2018 年底，公司无对合并范围外企业或其他市场主体的担保事项。

截至 2018 年底，公司无对其经营产生不良影响的重大未决诉讼及仲裁等事项。

总体看，公司债务负担很轻，并考虑到公司未使用授信规模很大，过往债务履约情况良好以及省属国企背景，其整体偿债能力极强。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券对公司现有债务的影响

截至 2019 年 3 月底，公司债务总额为 17.19 亿元，本期拟发行债券规模为 10.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行额度对公司整体债务影响不大。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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为 23.08%、12.07%和 12.06%，分别较发行前上升 3.11 个百分点、4.08 个百分点和 4.09 个百分点，债务负担有所加重。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2018 年度相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 5.57 亿元，是本期债券发行额度（10.00 亿元）的 0.56 倍，经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度一般；公司 2018 年 EBITDA 为 3.30 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 0.33 倍，公司 EBITDA 对本期债券的保护程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司的股东背景、行业地位、政府支持等方面因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

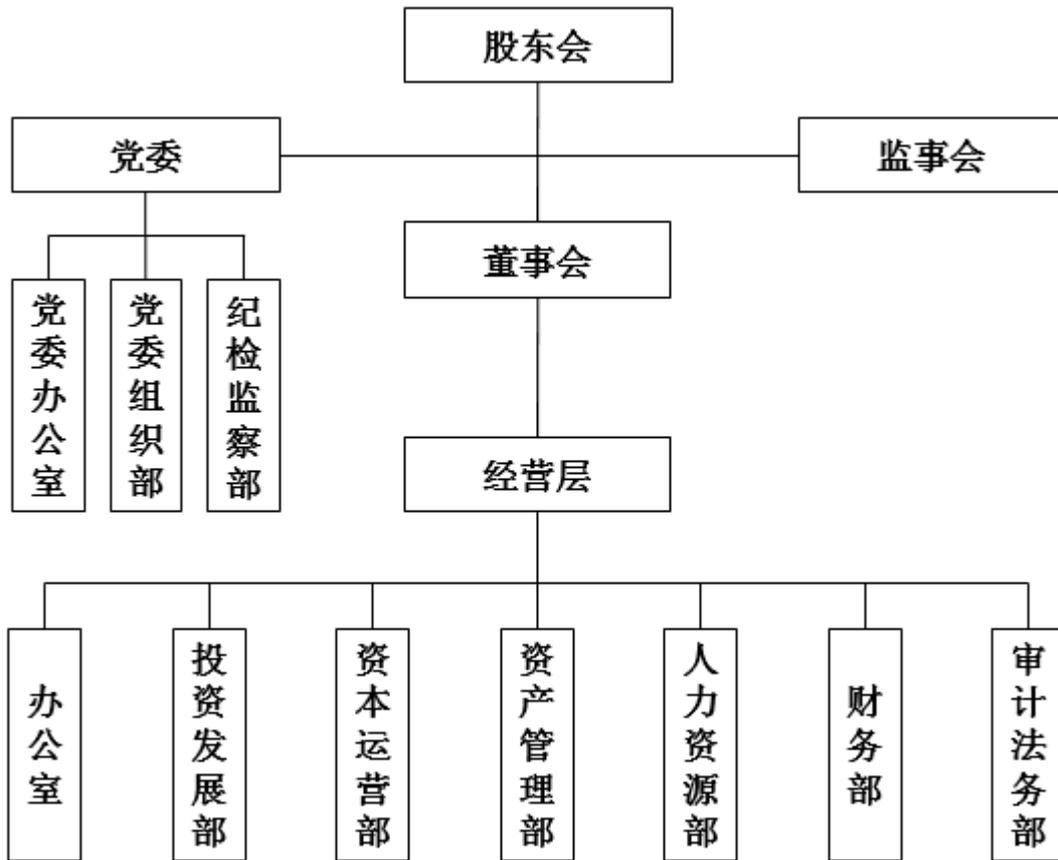
九、综合评价

公司作为山东省基础设施建设和现代产业发展的投融资主体，在股东背景、区域经济环境、政府支持、投资项目来源等方面具有很强的综合竞争优势。同时，联合评级也关注到公司成立时间较短、盈利依赖于利息及投资收益、金融业务易受外部环境影响等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司投资范围及业务规模的不断扩大，公司综合实力有望不断提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 山东发展投资控股集团有限公司组织架构图



附件 2 山东发展投资控股集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	69.10	205.89	243.33	247.51
所有者权益 (亿元)	36.42	153.33	196.85	198.07
短期债务 (亿元)	0.05	1.44	1.39	0.00
长期债务 (亿元)	16.07	21.47	14.10	17.16
全部债务 (亿元)	16.12	22.91	15.49	17.16
营业收入 (亿元)	1.38	2.24	2.58	0.31
净利润 (亿元)	0.38	2.82	3.15	0.59
EBITDA (亿元)	0.48	2.67	3.30	--
经营性净现金流 (亿元)	15.32	22.03	1.97	0.17
应收账款周转次数 (次)	605.12	82.32	36.89	--
存货周转次数 (次)	64.34	50.50	65.34	--
总资产周转次数 (次)	0.03	0.02	0.01	0.00
现金收入比率 (%)	78.72	46.97	41.38	65.37
总资本收益率 (%)	1.47	2.48	1.68	--
总资产报酬率 (%)	1.37	1.92	1.44	--
净资产收益率 (%)	2.11	2.97	1.80	0.30
营业利润率 (%)	38.69	65.57	65.21	39.97
费用收入比 (%)	15.02	41.26	32.11	51.18
资产负债率 (%)	47.30	25.53	19.10	19.98
全部债务资本化比率 (%)	30.68	13.00	7.29	7.99
长期债务资本化比率 (%)	30.61	12.28	6.68	7.97
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	136.62	29.40	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.03	0.12	0.21	--
流动比率 (倍)	2.44	1.14	0.76	0.97
速动比率 (倍)	2.44	1.14	0.76	0.97
现金短期债务比 (倍)	393.96	19.76	13.28	758.94
经营现金流流动负债比率 (%)	133.51	86.58	7.78	0.67
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.04	0.26	0.32	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；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；3. 除特别说明外，均指人民币；4. 其他应付款中借款及利息部分已计入债务；5. 2019 年 1—3 月数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关财务指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

**联合信用评级有限公司关于
山东发展投资控股集团有限公司
2019年公开发行公司债券（第一期）（面向合格投资者）
的跟踪评级安排**

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年山东发展投资控股集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山东发展投资控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山东发展投资控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注山东发展投资控股集团有限公司的相关状况，如发现山东发展投资控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如山东发展投资控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至山东发展投资控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山东发展投资控股集团有限公司、监管部门等。

