

山东铁路发展基金管理有限公司公开发行 2020 年公司 债券（第一期）（面向合格投资者）信用评级报告

项目负责人：邵新惠 xhshao@ccxi.com.cn

项目组成员：吴凯琳 klwu@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 3 月 24 日

邵新惠
吴凯琳

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评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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。

■ 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析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。

■ 本次评级结果中的信用等级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，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2019]G598 号

山东铁路发展基金有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“山东铁路发展基金有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年三月二十四日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
山东铁路发展基金有限公司	不超过 20 亿元 (含 20 亿元)	品种一 5 年期, 品种二 10 年期	单利按年计息, 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	偿还有息负债

评级观点: 中诚信国际评定山东铁路发展基金有限公司 (以下简称“山东铁发”或“公司”) 主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“山东铁路发展基金有限公司公开发行 2020 年公司债券 (第一期) (面向合格投资者)”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了地方经济发展态势良好、公司重要的战略地位、稳定的资金保障模式、畅通的流动性补充渠道及有益的多元化投资补充等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到公司未来资本支出压力大、铁路投资回收期较长、短期盈利有限等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

山东铁发 (合并口径)	2016	2017	2018	2019.9
总资产 (亿元)	35.00	123.66	272.40	372.22
所有者权益合计 (亿元)	35.00	75.21	112.46	171.86
总负债 (亿元)	0.0001	48.45	159.94	200.36
总债务 (亿元)	0.00	4.20	87.07	155.08
营业总收入 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性业务利润 (亿元)	0.00	-0.26	-3.76	-5.09
净利润 (亿元)	-0.0004	0.01	2.45	0.40
EBITDA (亿元)	-0.0004	0.09	6.64	--
经营活动净现金流 (亿元)	-3.00	3.60	0.67	-0.33
收现比 (X)	--	--	--	--
营业毛利率 (%)	--	--	--	--
应收类款项/总资产 (%)	8.57	0.00	0.11	1.32
资产负债率 (%)	0.0002	39.18	58.71	53.83
总资本化比率 (%)	0.00	5.29	43.64	47.43
总债务/EBITDA (X)	0.00	48.55	13.11	--
EBITDA 利息倍数 (X)	--	1.32	1.77	--

注: 1、中诚信国际根据 2016 年~2018 年审计报告及 2019 年三季度未经审计的财务报表整理, 其中 2016~2018 年财务数据均为审计报告期末数; 2、长期应付款中的有息债务调入长期债务; 3、2019 年前三季度财务报表未经审计, 且公司未提供现金流量补充表, 故相关指标无法计算

正面

■ **地方经济发展态势良好。**近年来, 山东省经济实力稳步增长, 2018 年山东省实现地区生产总值 76,469.7 亿元, 同比增长 6.4%, GDP 总量位居全国第三且拥有较好的产业基础, 良好的区域环境为公司的持续发展提供了良好的保障。

■ **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 2019 年 9 月末, 公司注册资本 206.22 亿元, 已获得实收资本 147.50 亿元, 资本实力雄厚。

同行业比较

2018 年部分省级铁路投资企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
山东铁路发展基金有限公司	272.40	112.46	58.71	0.00	2.45	0.67
安徽省铁路发展基金股份有限公司	375.10	250.51	33.22	15.78	0.38	13.92

资料来源: 中诚信国际整理

■ **稳定的资金保障模式。**铁路基金总规模 1,000 亿元, 其中省级引导资金 300.00 亿元, 政府引导资金在基金存续期内不分红、不退出, 作为劣后级资金; 且山东铁路投资控股集团有限公司和省级土地储备收入优先安排铁路基金社会投资方的正常回报和股权回购, 政府的支持力度较强; 同时, 公司参与的铁路投资项目资本金比重较高, 且已投资铁路项目资本金到位情况较好, 项目建设资金有稳定保障。

■ **畅通的流动性补充渠道。**公司资产以可供出售权益工具和银行理财产品为主, 资产具有很高的市场价值和很强的变现能力。此外, 截至 2019 年 9 月末, 公司共获得各金融机构的银行授信 780.00 亿元, 尚未使用授信额度为 653.29 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, 对公司收益形成有益补充, 2018 年及 2019 年 1~9 月, 公司分别获得多元化投资收益 6.66 亿元和 5.50 亿元。未来随着公司注册资本的逐步到位, 用于多元化投资的资金体量增大, 预计将为公司带来更可观的收益。

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, 未来将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。未来公司所投资的铁路项目进入运营期, 能否获得较为可观的分红和投资收益值得关注。

评级展望

中诚信国际认为, 山东铁路发展基金有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降, 致使股东及相关各方支持意愿减弱等; 公司的财务指标出现明显恶化, 再融资环境恶化, 备用流动性减少等。

发行主体概况

为解决山东省铁路建设项目省级资本金需求，山东省人民政府于 2016 年 5 月印发《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》，明确铁路基金是山东省人民政府主导设立的专项建设基金，重点投资山东省高速铁路等项目建设；基金总规模 1,000.00 亿元，省级引导资金 300.00 亿元，吸引社会资本 700.00 亿元；基金 70% 以上用于山东省铁路建设项目的省级资本金出资；30% 以下的资金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。2016 年 10 月 28 日，公司作为山东省铁路基金载体由山东铁路投资控股集团有限公司（以下简称“山东铁投”）牵头成立。根据公司章程，公司注册资本为 206.22 亿元，股东分别为山东铁投、山东省财金发展有限公司（以下简称“山东财金”）、山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“山东发投”）、山东省土地发展集团有限公司（以下简称“山东土发”）和华鲁控股集团有限公司（以下简称“华鲁控股”），上述五方认缴出资金额分别为 100.00 亿元、40.00 亿元、30.00 亿元、30.00 亿元和 6.22 亿元，出资比例分别为 48.49%、19.40%、14.55%、14.55% 和 3.02%。截至 2019 年 9 月末，公司注册资本为 206.22 亿元，实收资本为 147.50 亿元，其中山东铁投出资 50.00 亿元、山东财金出资 30.00 亿元、山东发投出资 30.00 亿元、华鲁控股出资 6.22 亿元，上述股东实际出资额合计为 116.22 亿元¹，公司注册资本尚未实缴完毕。山东铁投持有公司 48.49% 的股份，为公司第一大股东，实际控制人为山东省人民政府。

公司的经营范围包括铁路项目投资建设、土地综合开发经营性项目投资及管理、股权投资、基金管理咨询等。目前公司暂未有经营性业务收入，公司通过股权投资、基金投资和固定收益投资带来一定的投资收益。截至 2019 年 9 月末，公司纳入合并报表范围的子公司 2 家。

¹ 截至 2019 年 9 月末，公司实收资本与股东山东铁投、山东财金、山东发投、山东土发和华鲁控股五方实际出资合计额 116.22 亿元之间存在差额 31.28 亿元，主要系公司由山东

截至 2018 年末，公司总资产为 272.40 亿元，所有者权益合计为 112.46 亿元，资产负债率为 58.71%；2018 年，公司尚未实现营业收入，投资收益为 6.66 亿元，净利润为 2.45 亿元，经营活动净现金流为 0.67 亿元，投资活动净现金流为 -141.79 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司总资产为 372.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 171.86 亿元，资产负债率为 53.83%；2019 年 1-9 月，公司未实现营业收入，投资收益为 5.50 亿元，净利润为 0.40 亿元，经营活动净现金流为 -0.33 亿元，投资活动净现金流为 -78.46 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	山东铁路发展基金有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）
发行规模	本期债券发行规模不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权
债券期限	本期公司债券分为两个品种：品种一 5 年期，品种二 10 年期
票面金额和发行价格	本期债券票面金额为 100 元
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变
付息方式	本期债券采用单利按年计息，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
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还有息负债

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

行业及区域经济分析

山东省经济环境及财政实力

山东省地处我国胶东半岛，位于渤海、黄海之间，黄河横贯东西，大运河纵穿南北，是我国重要的农业、工业和人口大省。2018 年，山东全省粮食总产量 1,063.9 亿斤，连续 5 年过千亿斤。地区生产总

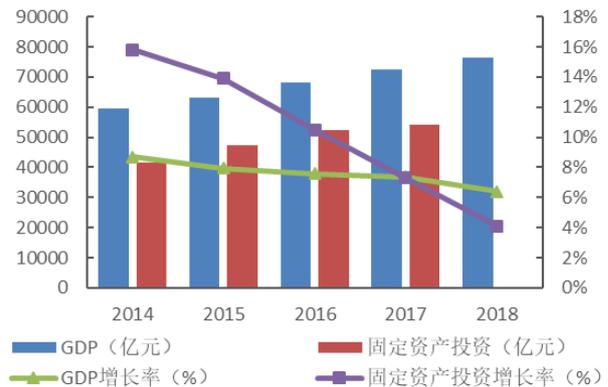
省财政厅代为出资的新增资本金，截至报告出具日，该资本金尚未明确出资人，未来将根据山东省人民政府安排确定出资人，最终公司注册资本和实收资本将增至 300.00 亿元。

值位列全国第三，仅次于广东省和江苏省，全部工业增加值28,897.0亿元，总量较大；山东省是我国第二人口大省，截至2018年末，山东省常住人口规模过亿，为10,047.24万人。

近年来，山东省经济运行总体平稳。2016~2018年，山东省分别实现生产总值（GDP）67,008.0亿元、72,678.2亿元和76,469.7亿元，按可比价格计算，2018年同比增长6.4%。其中，第一产业增加值为4,950.5亿元，同比增长2.6%；第二产业增加值为33,641.7亿元，同比增长5.1%；第三产业增加值为37,877.4亿元，同比增长8.3%。产业结构继续优化，2018年，山东省三次产业比例由上年的6.7:45.3:48.0调整为6.5:44.0:49.5，人均生产总值76,267元，增长5.9%，按年均汇率折算为11,525美元。2019年1-9月，山东省实现生产总值62,309.4亿元，按可比价计算，较上年同期增长5.4%。其中，第一产业增加值为3626.5亿元，增长1.0%；第二产业增加值为27011.3亿元，增长2.5%；第三产业增加值为31671.6亿元，增长8.8%。

固定资产投资方面，2016~2018年，山东省固定资产投资（不含农户）分别为52,364.5亿元、54,236.0亿元和56,459.7亿元，2018年同比增长4.1%；三次产业投资构成为1.7:39.5:58.8，服务业投资比重较上年提高10.3个百分点。重点领域中，工业技术改造投资增长9.6%，高技术制造业投资增长17.6%，装备制造业投资增长7.6%，新一代信息技术产业投资增长18.4%。房地产市场稳定发展，2018年山东省房地产开发投资7,553.0亿元，比上年增长13.8%。

图 1：2014~2018 年山东省 GDP、固定资产投资及增速



注：2018年固定资产投资总额未披露

资料来源：山东省国民经济和社会发展统计公报

近年来，山东省财政实力继续保持增长。2016~2018年，山东省实现一般公共预算收入分别为5,860.18亿元、6,098.50亿元和6,485.38亿元，其中税收收入分别为4,212.59亿元、4,419.27亿元和4,897.9亿元，其中，2018年，税收收入在一般公共预算收入中占比75.5%；政府性基金收入6,000.62亿元，比上年增长59.2%，系由土地使用权出让收入大幅增长。2019年1-9月，山东省实现一般公共预算收入5,099亿元，比上年同期增长0.7%。其中，税收收入完成3797亿元，比上年同期下降1%，减税降费效应持续显现。

财政支出方面，2016~2018年，山东省一般公共预算支出分别为8,749.57亿元、9,257.66亿元和10,098.96亿元。2018年一般公共预算支出同比增长9.1%，其中民生支出为7,950亿元，占一般公共预算支出的比重约为79%。2019年1-9月，山东省一般公共预算支出完成8,080亿元，增长3.8%。2016~2018年及2019年1-9月，财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）分别为66.98%、65.88%、64.22%及63.11%，财政平衡能力较弱，不足部分主要由上级政府的税收返还及转移支付来弥补；2016~2018年，山东省获得中央政府的税收返还及转移性支付收入分别为2,426.27亿元、2,631.54亿元和2,869.27亿元。

表 2：2016 年~2018 年山东省财政收支情况（亿元）

项目名称	2016	2017	2018
一般公共预算收入	5,860.18	6,098.50	6,485.38
其中：税收收入	4,212.59	4,419.27	4,897.9
非税收入	1,647.59	1,679.23	1,587.48
转移性收入	2,426.27	2,631.54	2,869.27
政府性基金预算收入	2,962.39	3,769.16	6,000.62
一般公共预算支出	8,749.57	9,257.66	10,098.96
政府性基金预算支出	3,323.16	4,317.93	6,709.88
公共财政平衡率（%）	66.98	65.88	64.22

注：公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出；
资料来源：山东省财政厅

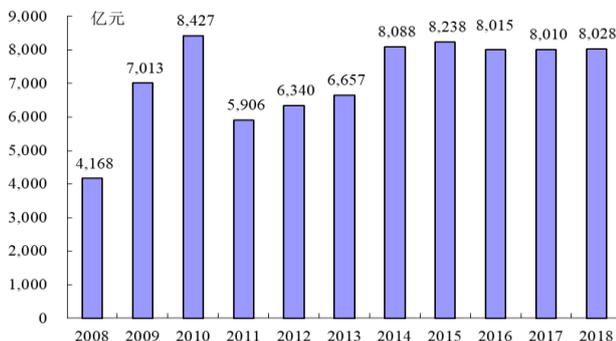
总体来看，近年来山东省地区经济增速有所放缓，但山东省整体财政实力较强，税收收入占比较高，稳定性较好。未来，山东省将继续致力于经济结构调整，实施高端高质高效的产业发展战略，推动传统产业向中高端迈进，发展现代制造业和新兴服务业，经济结构有望进一步优化。

铁路交通运输行业

铁路建设有序推进，投资规模稳定，路网结构进一步优化

近年来，全国铁路固定资产投资（含基本建设、更新改造和机车车辆购置）始终保持较大规模。2016 年~2018 年，全国铁路固定资产投资完成 8,015 亿元、8,010 亿元和 8,028 亿元。由于近几年的大规模建设，我国铁路运输能力已得到较大扩充，路网密度有所增加，结构明显优化，列车运行速度和技术装备现代化水平也有了显著提高。2016 年~2018 年，投产新线分别为 3,281 公里、3,038 公里和 4,683 公里，其中高速铁路分别为 1,903 公里、2,182 公里和 4,100 公里，高速铁路的占比逐年提升。

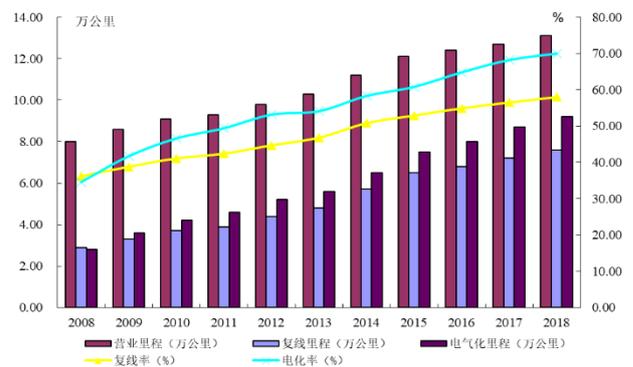
图 2：2008 年~2018 年全国铁路固定资产投资情况



资料来源：铁路统计公报，中诚信国际整理

2018 年，全国铁路营业里程达到 13.1 万公里，比上年增长 3.2%。路网密度 136.9 公里/万平方公里，比 2017 年增加 4.7 公里/万平方公里。其中，复线里程 7.6 万公里，比 2017 年增长 5.6%，复线率 58.0%，比上年提高 1.5 个百分点；电气化里程 9.2 万公里，比上年增长 5.8%，电气化率 70.0%，比上年提高 1.8 个百分点。西部地区营业里程 5.3 万公里。高铁里程达到 2.9 万公里，较 2017 年末增加 0.4 万公里。

图 3：2008 年~2018 年我国铁路网建设情况



资料来源：铁道统计公报，中诚信国际整理

总体来看，新线建成投产、既有线改造和枢纽及客站陆续建成提高了铁路的运输能力，缓解了运能不足的压力，并部分缓解了通道“瓶颈”制约，路网质量得到提高。

“十二五”期间，我国铁路建设有序推进，路网结构进一步优化。“十三五”期间，我国铁路行业发展将更为健康、稳健，安全性能更高，铁路系统的调配管控能力也将进一步增强。

科技创新取得新成果，安全科研方面不断升级；规章和技术标准不断完善

我国的铁路运输在科技创新方面不断取得新成果，形成了具有自主知识产权的高铁技术体系，运输能力进一步增强。2018 年铁道行业获国家科学技术奖 8 项，其中“中南大学轨道交通空气动力与碰撞安全技术创新团队”获科技进步创新团队奖。中国铁路“‘复兴号’中国标准动车组”获第五届中国工业大奖。2018 年铁道行业获第二届中国专利奖 24 项，其中中车青岛四方机车车辆股份有限公司

“一种轨道车辆前端吸能装置”获金奖。2018 年铁道行业获中国标准创新贡献奖组织奖 1 项、标准项目奖 2 项。铁路重大科技创新成果库 2018 年度经评审入库 367 项，其中，铁路科技项目 75 项、铁路专利 67 项、铁路技术标准 49 项、铁路科技论文 176 项。

重要技术制定标准方面，国家铁路局发布了《交流传动电力机车》《交流传动内燃机车》《机车车辆转向架机车转向架》《机车车辆转向架客车转向架》《铁路车站计算机联锁安全原则》等 89 项铁道行业技术标准，以及《CRTSIII 型板式无砟轨道》、《铁路综合视频监控系統》、《钢轨使用规范》、《电动车组制动系统》、《20 英尺 35 吨敞顶集装箱》、《铁路旅客列车服务标识》等 104 项中国铁路技术标准。

此外，我国铁路运输积极提升科技水平的同时也非常注重节能减排。2018 年国家铁路能源消耗折算标准煤 1,624.21 万吨，比上年减少 2.57 万吨，下降 0.2%。国家铁路主要污染物排放量中化学需氧量排放量 1,878 吨，比上年减排 14 吨，降低 0.7%，二氧化硫排放量 9,836 吨，比上年减排 6,468 吨，降低 39.7%。单位运输工作量综合能耗 4.11 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少 0.23 吨标准煤/百万换算吨公里，下降 5.3%。单位运输工作量主营综合能耗 3.90 吨标准煤/百万换算吨公里，下降 2.0%。

受公路治超和环保治霾影响，铁路货运回暖；客运铁路成网，尤其是高铁成网使得客运需求持续增长；长期来看，经济缓慢复苏对能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供有力的支撑

自 2016 年三季度以来，交通部和环保部分别推出的公路治超和强力治霾新政带来铁路货运的回暖。2016 年 8 月 30 日交通部发布《超限运输车辆行驶公路管理规定》，该标准严格限制货车重量最高不能超过 49 吨，自实施以来导致公路煤炭运输价格有所提升，公路煤炭货源开始回归铁路，全国铁路货运量在连续下跌近 5 年后，取得正增长。特别是贯彻习近平总书记关于调整运输结构、增加铁路运输量的重要指示精神，制定实施 2018 年

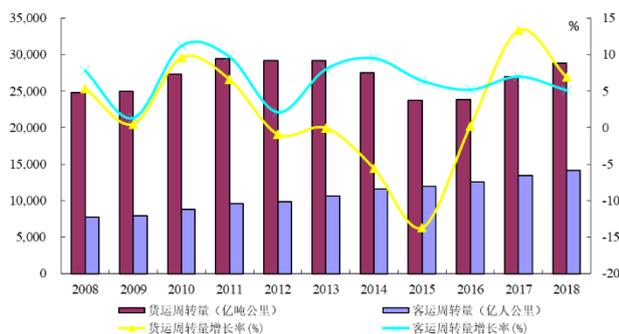
~2020 年铁路货运增量行动方案。2016 年~2018 年铁路货运总周转量分别为 23,792.26 亿吨公里、26,962.20 亿吨公里和 28,820.99 亿吨公里；周转量增长率分别为 0.20%、13.30%和 6.90%。此外，全国客运需求仍然保持较快增长，铁路货运和客运发展向好。

2018 年，全国铁路货运总发送量完成 40.26 亿吨，比 2017 年增加 3.38 亿吨，同比增长 9.2%，其中，国家铁路 31.91 亿吨，同比增长 9.3%。全国铁路货运总周转量完成 28,820.99 亿吨公里，比 2017 年增长 1,858.78 亿吨公里，同比增长 6.9%。其中，国家铁路 25,800.96 亿吨公里，比 2017 年增长 7.1%。2018 年，铁路货运全力组织西煤东运、北煤南运，加大港口矿石运输“公转铁”力度，大力发展多式联运和铁路专业物流，持续提升中欧班列开行品质，全年货运增量任务目标超额完成。

客运需求方面，全国铁路旅客发送量完成 33.75 亿人，比 2017 年增加 2.91 亿人，同比增长 9.4%。其中，国家铁路 33.17 亿人，同比增长 9.2%。全国铁路旅客周转量完成 14,146.58 亿人公里，比上年增加 689.66 亿人公里，同比增长 5.1%。其中，国家铁路 14,063.99 亿人公里，同比增长 5.0%。近年来全国铁路客运运力持续增长，预计客运需求将保持较快增长，到 2020 年我国将实现城镇化率 60%的目标，迫切需要铁路部门加快建设沟通全国主要大中城市的高速铁路网、连接区域内城市群的快速城际铁路网和覆盖中小城镇的普速铁路网。

全国铁路总换算周转量完成 42,967.57 亿吨公里，比 2017 年增加 2,548.44 亿吨公里，增长 6.3%。其中，国家铁路 39,864.95 亿吨公里，比上年增长 6.3%。短期内，货运周转量回暖，客运量随着高铁网络完善将进一步大幅增长。长期看，随着经济的企稳回升、经济结构的调整，以及铁路路网结构的不断完善和机车车辆品质结构的不断优化，未来我国铁路运量及运输效率或将进一步得到提高。

图 4：2008 年~2018 年全国铁路客货周转情况



资料来源：铁路统计公报，中诚信国际整理

从长远看，我国国土幅员辽阔、人多地少、能源相对缺乏，而铁路具有运能大、能耗低、绿色环保、速度快、占地少等特点，发展铁路运输非常适宜，铁路未来发展潜力和空间依然较大。同时，与世界主要国家相比，我国按国土面积计算的铁路网密度和按人口计算的铁路密度还较低。截至 2018 年末，我国路网密度为 136.9 公里/万平方公里。随着近年铁路建设和经济结构调整，东部路网紧缺已大大缓解，中西部地区路网建设的空间仍较大。因此，未来一段时间我国铁路建设仍将面临很好的发展机遇，国家也将继续保持对铁路的政策支持力度。

货运价格调整有利于增强市场活力，提升铁路货运优势

2003 年以来，国家共上调过 12 次国家铁路货物统一运价。为贯彻落实《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》(中发〔2015〕28 号)，深化铁路货运价格市场化改革，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，促进铁路运输行业持续健康发展，国家发改委于 2017 年 12 月 26 日发布《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》，该通知自 2018 年 1 月 1 日开始执行，主要内容包括：1.铁路集装箱、零担各类货物运输价格，以及整车运输的矿物性建筑材料、金属制品、工业机械等 12 个货物品类运输价格实行市场调节，由铁路运输企业依法自主制定。2.将执行国铁统一运价电气化路段收取的电力附加费并入国铁统一运价，不再单独收取。此外，实施政府

指导价的全车运输货物可根据市场供求状况自主在基准价基础上上浮范围从原 10%提升至 15%，下浮依旧不限范围。3.对实行市场调节的货物运价，确立健全的运价内部管理制度。4.铁路运输企业自觉规范价格行为，落实明码标价规定。5.各级价格主管部门要加强对铁路运输价格的监督检查。

表 3：2018 年铁路整车货物运输基准运价率

运价号	基价 1		基价 2	
	单位	标准	单位	标准
1	--	--	元/吨公里	0.525
2	元/吨	9.50	元/吨公里	0.086
3	元/吨	12.80	元/吨公里	0.091
4	元/吨	16.30	元/吨公里	0.098
5	元/吨	18.60	元/吨公里	0.103
6	元/吨	26.00	元/吨公里	0.138
机械冷藏车	元/吨	20.00	元/吨公里	0.140

注：运费计算公式：整车货物每吨运价=基价1+基价2×运价公里。

资料来源：国家发展改革委2017年12月26日下发的《国家发展改革委关于深化铁路货运价格市场化改革等有关问题的通知》(发改价格〔2017〕2163号)，中诚信国际整理

根据海关总署、财政部、国家税务总局联合发布的《关于深化增值税改革有关政策的公告》，自 2019 年 4 月 1 日起，下调铁路运输服务增值税税率，中国铁路决定，同步对国铁运输的整车、零担、集装箱等货物运价相应下浮，取消翻卸车作业服务费、降低货车延期占用费等 4 项收费标准，主动将减税降费效应传递给下游企业，预计每年可向货主和企业让利约 60 亿元，以实际行动落实中央决策部署，支持实体经济发展。2019 年 7 月 1 日起，中国铁路还将采取降低专用线代运营代维护服务收费、自备车检修服务收费等措施。铁路部门将深入实施运输供给侧结构性改革，坚持以市场需求为导向，认真落实各项便民举措，优化货运产品结构，提升货运服务质量，更好地为经济社会发展提供可靠运输服务保障。

总的来看，铁路货运价格的调整有利于增强市场活力，提高铁路货运的吸引力和优势地位。

铁路发展规划

铁路是国民经济大动脉、关键基础设施和重大民生工程，是综合交通运输体系的骨干和主要运输方式之一，在我国经济社会发展中的地位和作用至关重要。“十二五”期间我国铁路完成固定资产投资

3.58 万亿元、新线投产 3.05 万公里，较“十一五”分别增长 47%、109%，投资规模和投产规模达到历史高位。“四纵四横”高速铁路基本建成，中西部路网骨架加快形成，综合枢纽同步完善，路网规模不断扩大，结构日趋优化，质量大幅提升，铁路建设取得显著成绩。

2016 年 3 月，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》颁布，其中继续提出“加快推进高速铁路成网”、“加快中西部铁路建设”、“强化干线铁路建设，加快建设城际铁路”、“推进铁路市场化改革”等目标要求。

2016 年 7 月 13 日，国家发展改革委、交通运输部和中国铁路正式印发《中长期铁路网规划》（以下简称“《规划》”），本次规划是对前期《中长期铁路网规划》的修编，是我国铁路基础设施的中长期空间布局规划，是推进铁路建设的基本依据，是指导我国铁路发展的纲领性文件。规划期为 2016 年~2025 年，远期展望到 2030 年。《规划》通过扩大完善铁路基础设施网络和提升运输服务水平，支撑和引领经济社会相关领域深度融合发展。《规划》确定了五点未来铁路发展目标：一是打造“八纵八横”为主干，城际铁路为补充的高速铁路网，实现相邻大中城市间 1~4 小时交通圈、城市群内 0.5~2 小时交通圈。（“八纵”为沿海通道、京沪通道、京港（台）通道、京哈~京港澳通道、呼南通道、京昆通道、包（银）海通道、兰（西）广通道；“八横”为陆绥满通道、京兰通道、福银通道、青银通道、陆桥通道、沿江通道、沪昆通道、厦渝通道、广昆通道。）二是完善普速铁路网，扩大中西部路网覆盖，优化东部网络布局，实现铁路交通基本覆盖县级以上行政区。三是按照“零距离”换乘要求，同站规划建设以铁路客站为中心、衔接其他交通方式的综合交通体，形成配套便捷、站城融合的现代化交通枢纽。四是培育壮大高铁经济新业态，促进沿线区域交流合作和资源优化配置，加速产业梯度转移，带动制造业和整个经济转型升级。五是鼓励支持地方政府和广泛吸引包括民间投资、外资等在内的社会资本参与铁路投资建设。中国铁路要推进自身改革，加快建立

现代企业制度，盘活现有资产，用市场化方式多渠道融资，在铁路建设发展中发挥关键作用。

图 5：中国高速铁路中长期（2030 年）规划示意图



资料来源：《中长期铁路网规划》，中诚信国际整理

“十二五”规划建设目标的全面实现，为“十三五”发展奠定了良好基础。2017 年 11 月，国家发改委联合交通运输部、国家铁路局和中国铁路正式印发《铁路“十三五”发展规划》。“十三五”时期是现代化建设和交通强国建设新时代，铁路改革发展将以服务人民为根本，以供给侧结构性改革为主线，加强铁路基础设施网络建设，提升运输服务品质。到 2020 年，全国铁路营业里程预计达到 15 万公里，其中高速铁路 3 万公里，复线率和电气化率分别达到 60%和 70%左右。

表 4：“十三五”铁路发展目标

目标	2020 年规划目标
路网建设	高速铁路扩展成网。 在建成“四纵四横”主骨架的基础上，基本形成高速铁路网络。
	干线路网优化完善。 中西部路网规模达到 9 万公里左右。对外通道建设有序推进，与周边国家铁路互联互通取得积极进展。
	城际、市域（郊）铁路有序推进。 城际和市域（郊）铁路规模达到 2,000 公里左右。
	综合枢纽配套衔接。 建设支线铁路约 3,000 公里，基本实现客运“零距离”换乘和货运“无缝化”衔接。
运输服务	覆盖范围更为广泛。 全国铁路网基本覆盖城区常住人口 20 万以上城市，高速铁路网覆盖 80%以上的大城市。
	旅客出行更为便捷。 动车组列车承担旅客运量比重达到 65%。实现北京至大部分省会城市之间 2~8 小时通达，相邻大中城市 1~4 小时快速联系，主要城市群内 0.5~2 小时便捷通勤。
信息化建设	货物运输更为高效。 全程物流服务体系初步形成。铁水、铁公、铁空等多式联运比重大幅提升。
	客货服务网络化。 客运网上售票比例达 80%，实现货物受理、电子支付、物流追踪等货运业务网上办理。
	运输组织智能化。 以铁路地理信息平台为依托，基本实现运输生产全过程信息化。

安全监控自动化。实现安全生产动态信息的实时监测监控，提升铁路运输安全监测专业化、自动化水平。

资料来源：中诚信国际整理

“十三五”仍然是铁路改革发展关键时期。铁路发展将紧扣国计民生，继续保持良好态势。“十三五”期间，铁路建设将重点围绕7项重点任务，主要包括完善铁路设施网络，提升技术装备水平，改善铁路运输服务，强化安全生产管理，推进智能化现代化，推动铁路绿色发展，加强国际交流合作。其中在铁路建设方面将以推进“一带一路”建设、京津冀协同发展、长江经济带发展等重大国家战略为引领，以中西部干线铁路、高速铁路等建设为重点，推进重点地区和重点方向铁路建设，继续实施既有线及枢纽配套改造，发展城际和市域（郊）铁路，推动对外骨干通道建设。

表 5：“十三五”铁路建设重点项目

类型	重点项目
高速铁路	建成北京至沈阳、北京至张家口至呼和浩特、大同至张家口、石家庄至济南、济南至青岛、郑州至徐州、宝鸡至兰州、西安至成都、商丘至合肥至杭州、武汉至十堰、南昌至赣州等高速铁路。 建设沈阳至敦化、包头至银川、银川至西安、北京至商丘、太原至焦作、郑州至济南、郑州至万州、黄冈至黄梅、十堰至西安、合肥至安庆至九江、徐州至连云港、重庆至黔江、重庆至昆明、贵阳至南宁、长沙至赣州、赣州至深圳、福州至厦门等高速铁路。
干线铁路	建成哈尔滨至佳木斯、青岛至连云港、九江至景德镇至衢州、黔江至张家界至常德、怀化至邵阳至衡阳、南宁至昆明、重庆至贵阳、衢州至宁德、丽江至香格里拉、敦煌至格尔木、库尔勒至格尔木、蒙西至华中铁路煤运通道等干线铁路。 建设西宁至成都、和田至若羌、拉萨至林芝、酒泉至额济纳、兴国至永安至泉州、金华至宁波、攀枝花至大理等干线铁路。 实施成昆线、焦柳线、集通线、京通线、京原线等电化或扩能改造。
互联互通铁路及口岸铁路	建成同江铁路大桥，建设大理至瑞丽、玉溪至磨憨、防城港至东兴等铁路；规划研究中巴、中吉乌等铁路境内段，临沧至清水河等铁路。 建成同江等铁路口岸，规划建设瑞丽、磨憨、东兴等铁路口岸；规划研究红其拉甫、吐尔尕特（伊尔克什坦）等铁路口岸。

资料来源：《铁路“十三五”发展规划》，中诚信国际整理

根据中国铁路 2019 年工作目标，预计铁路建设将保持较大投资规模，贯彻落实推进“一带一路”建设部署和区域发展总体战略及京津冀协同发展、长江经济带发展等战略，继续推进以中西部地区为重点的铁路建设力度，2019 年固定资产投资将保持

强度和规模，投产新线 6,800 公里，其中，高铁 3,200 公里。从高铁方面来看，在全面贯通“四纵四横”高速铁路主骨架的基础上，推进“八纵八横”主通道建设，实施一批客流支撑、发展需要、条件成熟的高速铁路项目，构建便捷、高效的高速铁路网络，拓展服务覆盖范围，缩短区域间的时空距离。

中诚信国际认为，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》、《中长期铁路网规划》（2016 年）以及《铁路“十三五”发展规划》政策的陆续出台，体现了国家对铁路行业的高度重视和支持，为铁路行业未来快速发展奠定了良好的基础，对于缓解未来煤炭、客运运输的紧张状况将起到积极作用。

山东省铁路发展规划

根据《山东省国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要（2011-2015 年）》和《山东省 2008-2015 年铁路建设规划》（以下简称“《规划 2》”），山东省计划于“十二五”期间进一步完善主干线铁路运输网络，积极推进客货线路分离，尽快形成“四纵四横”的铁路运输格局，基本实现全省铁路现代化，满足全省经济社会发展需要。

随着全国高速铁路网的快速发展，民众对快速出行提出了更高要求。2013 年，山东省政府制定了《山东省快速铁路网规划方案》（以下简称“《方案》”），根据《方案》，山东省将利用既有铁路以及新建快速铁路，形成覆盖全省 17 市的快速铁路网，并与周边省市快速铁路形成衔接，规划的项目包括高速铁路（客运专线）、城际铁路以及市郊城际铁路。至 2020 年，山东省将建成以省会济南为中心的 1、2、3 小时快速铁路交通圈，其中“1 小时圈”将实现济南至周边城市通达、青岛至周边城市通达、济南至青岛 1 小时通达；“2 小时圈”将实现济南与省内地级市通达、济南与周边省会城市通达；“3 小时圈”将实现省内地级市之间通达。根据山东省的城市空间分布，在山东省快速铁路网规划实施后，在全省范围内，将形成“三纵三横”的快速铁路网构架。根据《方案》，山东省将在目前既有及在建项目 1,368 公里的基础

上，近期规划线路增加约2,122公里，远期规划线路563公里，总里程达到4,053公里，其中客运专线里程达到1,641公里。投融资方面，快速铁路网将按照“投资-建设-运营-管理”四位一体模式，发挥市场化融资作用，为加快铁路网建设提供投资保障。

《规划2》实施以来山东省共新建、改建铁路4,053公里，铁路通车里程达到6,100公里，新增通车里程约2,800公里，已形成以货运为主的“四纵四横”铁路运输格局。2014年，山东省总投资约1,453亿元，完成新建、改建铁路1,476公里，占山东铁路“十二五”规划建设里程（4,054公里）的1/3；年内新增铁路通车里程1,015公里，占年度全国铁路新增里程（6,640公里）的近1/6，铁路运营规模和运输能力得到很大提升。

2014年4月28日，国家发改委正式批复了《环渤海地区山东省城际轨道交通网规划（调整）》（以下简称“《城际轨道规划》”）。按照《城际轨道规划》，山东共获批济青高铁、青荣城铁等21个城际铁路项目，以客运为主的“三纵三横”快速铁路全部建成后，山东17地市都将通城际快速铁路，20万人以上规模的县（区）级城市的覆盖率也将达到85%，总里程达3,753公里，线网长度、密度达到国内领先水平。按照《城际轨道规划》，山东全省城际轨道交通网将接近期（2020年）、远期（2030年）实施，总里程达到3,753公里，其中利用京沪高铁、石济客专、青荣城际等既有和在建快速铁路1,368公里，2020年前新开工建设并建成通车约1,032公里，远期（2030年）新建约1,353公里。目前，部分高铁、城际轨道项目正处于前期阶段。

2018年9月，山东省人民政府印发《山东省综合交通网中长期发展规划（2018-2035年）》（以下简称“《规划3》”），依据《规划3》，山东省将进一步加快构建内通外联的铁路网，到2022年，重点推进济青、鲁南、北部沿海、京九、京沪高铁二通道、滨临、东部沿海通道铁路项目，争取在建和新开工高铁建设里程3,300公里。到2025年，持续推进通道项目建设，积极推动渤海海峡跨海通道规划建设，尽快打通高铁通道“主动脉”，基本建成全省现代化

的高铁网络。到2035年，山东省路网总规模达到5,700公里，同步规划800公里市域铁路，高铁网络覆盖县域范围达到93%以上，高铁通道进出口增加到15个，时速350公里/小时高铁占比提高到80%以上，全面构建“四横六纵”现代化高铁网络，形成覆盖全省的“省会环、半岛环、省际环”格局。

2018年11月，山东省人民政府印发《关于进一步扩大内需补短板促发展的若干意见》（以下简称“《意见》”），《意见》指出要加快重大基础设施建设，加快全省“三环四横六纵”高速铁路网规划建设，完成1,000亿元省铁路发展基金募集任务，到2020年，建成济青高铁、青连铁路、鲁南高铁曲阜以东段、潍莱高铁、济莱高铁和黄大铁路、青岛董家口港疏港铁路等项目。加快雄商高铁、郑济高铁、济滨高铁、京沪高铁二通道、潍烟高铁、济青高铁至济南站联络线等项目建设。完成淄东铁路电化改造，全省新增铁路运营里程1,450公里，其中高速铁路960公里，逐步实现覆盖全省、通达周边主要城市的“1、2、3”小时陆上交通圈。

随着山东省大部分铁路建设项目的建成及21个城际铁路项目获批，山东省16地市畅通高铁的时代指日可待；随着“四横六纵三环”交通网格局逐步形成，铁路建设作为山东省经济和社会发展的新亮点，将对推动山东省经济又好又快发展发挥越来越重要的作用，将进一步完善山东省综合交通运输体系，加快全省城镇化建设进程，增添经济发展活力和动力，为山东省区域经济发展提供强力支撑和保障。

竞争优势

如前所述，山东铁投为公司的第一大股东，山东铁投定位为省管功能性国有资本投资运营公司。山东铁发为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，主要承担资金募集、铁路项目投资，并通过市场化投资实现增值的任务。未来，山东省主导建设的铁路项目将主要由公司作为省级出资人代表进行投资建设，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。

作为山东省人民政府主导设立的专项铁路建设基金公司，自成立以来，公司持续获得股东、政府在资金和政策等多方面强有力的支持。

资金支持方面，公司注册资本为 206.22 亿元，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司实收资本分别为 35.00 亿元、75.20 亿元、110.00 亿元和 147.50 亿元，随着股东各方认缴出资额的逐步到位，公司实收资本逐年大幅增加，资本实力进一步增强。

2018 年 2 月，《山东省人民政府常务会议纪要》指出政府引导资金在基金存续期内不分红、不退出，作为劣后级资金，为社会资本提供较高的安全保障；2018 年 11 月，山东省财政厅印发《关于 2018 年山东省省级预算调整方案的报告》（以下简称“《报告》”），《报告》提出安排省土地储备中心专项债券资金 20 亿元，用于开展重点土地储备项目运作，所获收益用于支持铁路等省重点项目建设。

总体来看，公司作为山东省人民政府主导设立的专项铁路建设基金公司，战略地位十分重要，其发展及运营对于山东省高铁建设、推动区域经济发展起到至关重要的作用。且公司自成立以来，得到股东、政府在资金和政策等多方面强有力的支持，公司具备极强的抗风险能力。

业务运营

公司主要从事铁路建设投资业务，未来收益将主要来自于铁路运输收入。由于投资建设的铁路项目尚处于建设期，目前尚未产生收入，利润全部来自投资收益。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，实现投资收益分别为 0 亿元、0.28 亿元、6.66 亿元和 5.50 亿元。

铁路投资业务

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，目前建设项目主要由控股的山东潍莱高速铁路有限公司、参股的济青高速铁路有限公司和鲁南高速铁路有限公司三家公司负责。

表 6：截至 2019 年 9 月末公司参控股项目公司情况

公司名称	铁路项目	持股比例 (%)
济青高速铁路有限公司（参股）	济青高铁	11.82
鲁南高速铁路有限公司（参股）	鲁南高铁	42.84
山东潍莱高速铁路有限公司（控股）	潍莱高铁	62.99

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

山东潍莱高速铁路有限公司（以下简称“潍莱高铁公司”）成立于 2019 年 3 月，注册资本 56.49 亿元，截至 2019 年 9 月末，潍莱高铁公司实收资本 48.85 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 62.99%、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%。潍莱高铁公司负责潍莱高铁项目，潍莱高铁系潍坊至莱西高铁路段，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 2019 年 9 月末，潍莱高铁项目已完成 58.03%，累计完成投资 93.60 亿元，预计将于 2020 年末通车运营。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。通车后，烟台、威海地区列车将不必继续绕行胶州北站，通过潍莱高铁可直达潍坊、淄博、济南以及全国各地，实现济南与烟台的“两小时生活圈”，提升青岛平度、烟台和威海等区域群众的出行便利度。

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 2019 年 9 月末，济青高铁公司实收资本 300 亿元，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、中车青岛四方机车车辆股份有限公司、国开发展基金有限公司作为济青高铁公司股东,持股比例分别为64.33%、20.00%、8.67%、4.33%和2.67%。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,但因协议签订期间暂未确认公司出资比例,故协议中未明确代持比例。后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599.80亿元,截至2019年9月末,济青高铁项目累计完成投资508.25亿元,已于2018年12月正式通车。2019年1-9月,济青高铁实现铁路运营收入9.12亿元。

鲁南高速铁路有限公司(以下简称“鲁南高铁公司”)成立于2016年9月28日,注册资本332.50亿元,截至2019年9月末,鲁南高铁公司实收资本270.40亿元,公司与中国铁路济南局集团有限公司、济宁市铁路投资有限公司、临沂铁路建设投资有限公司和菏泽市铁路投资有限公司分别持股42.84%、20.00%、11.36%、9.92%和7.00%,其余股东持股比例均低于5%。鲁南高铁公司负责鲁南高

铁项目,鲁南高铁东起山东省日照市,向西经临沂、曲阜、济宁、菏泽,与河南省郑徐客专兰考南站接轨,正线全长约494公里。鲁南高铁是国家“八纵八横”高速铁路网的重要连接通道,是山东省有史以来建设里程最长、投资规模最大的铁路项目,由参股子公司鲁南高速铁路有限公司(以下简称“鲁南高铁公司”)负责建设,未来将由公司委托中国铁路济南局进行运输管理。该项目建成后,将与京沪高铁、青连铁路、郑徐客专以及规划的京九客专、京沪二通道等五条国家干线铁路实现互联互通,能够有效解决鲁南、鲁西南及中原地区群众快速出行问题,助推鲁南地区的经济发展。鲁南高铁计划总投资额为750.00亿元,其中山东段总投资665.00亿元,截至2019年9月末,鲁南高铁项目累计完成投资322.11亿元,公司对鲁南高铁项目的实际出资额为90.88亿元,主要系自有资金及社会融资资金。鲁南高铁日照至曲阜段已于2019年11月通车运营,曲阜至兰考段预计2021年正式通车。依据《鲁南高速铁路有限公司章程》,公司授权山东铁投作为其投资鲁南高铁项目的投资管理人,行使公司出资形成的股权管理权,但公司仍作为股东享有股权所有权、收益权及处置权。根据《山东省人民政府关于对鲁南高铁曲阜至菏泽段运营资金缺口给予补贴的函》,为保证鲁南高铁曲阜至菏泽段开通后正常运营,山东省将对运输管理费用给予适当补贴。此外,山东省会拿出部分土地指标,支持沿线政府实施土地综合开发,以开发收益弥补建设和运营初期亏损。

表 7: 截至 2019 年 9 月末公司铁路建设项目投资情况

单位: 亿元、公里

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
济青高铁	307.80	599.80	599.80	2015~2018	508.25	50.00	11.82	35.47	35.47
鲁南高铁	494.00	750.00	665.00	2016~2021	322.11	50.00	42.84	142.45	90.88
潍莱高铁	122.00	161.30	161.30	2018~2020	93.60	50.00	62.99	35.58	27.36
合计	923.80	1,511.10	1,426.10	--	923.96	--	--	213.50	153.71

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

未来，公司重点投资的铁路建设项目包括郑济高铁山东段、雄商高铁、济滨高铁、京沪二通道、潍坊至烟台、莱西至荣成高铁、旅游通道等。郑济高铁山东段濮阳至济南段位于河南省东部和山东省西部地区，线路自濮阳市引出，经聊城、德州至济南市，全长 209.70 公里，总投资规模 409.30 亿元。雄商高铁北起雄安新区，向南经河北省沧州市、衡水市、邢台市，山东省聊城市，在河南省濮阳市台前县跨越黄河后，再经山东省济宁市、菏泽市，终至陇海铁路商丘站，全线长 540.7 公里，总投资 863.8 亿元，山东段线路长 268.7 公里，山东段投资 387 亿元，公司拟出资 67.90 亿元。济滨高铁由济南东站引出，经由济南遥墙机场、济阳县、商河县、经惠民引入滨州市，全线长 147.00 公里，总投资 256.00 亿元，公司拟出资 64.00 亿元。潍烟高铁作为山东北部沿海通道的重要组成部分，经由潍坊北、昌邑、平度、莱州、招远、龙口、蓬莱市、烟台开发区、福山区，全线长 238.00 公里，总投资 390.00 亿元，公司拟出资 97.50 亿元。莱荣高铁经由莱西、海阳、乳山接入荣成，全线长 193.00 公里，总投资 268.00 亿元，公司拟出资 67.00 亿元。

总体来看，公司已投资铁路项目资本金到位情况较好，工程进展顺利，未来，随着高铁项目陆续通车预计将为公司带来较好的收益。但公司承担了山东省快速铁路网的投资、建设任务，未来也面临了一定的投资压力。中诚信国际将持续关注公司铁

路投资建设项目的资本金到位情况及通车铁路项目的运营及收益情况。

股权投资业务

公司股权投资业务主要由投资部负责经营，投资部与政府机构合作，以财务投资为目的，开展直接投资和基金投资两类业务。

直接投资

直接投资方面，公司以财务投资为目的直接认购未上市企业股权，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，2018 年和 2019 年 1-9 月，公司直接投资业务持有期间的分红收入分别为 1.49 亿元和 1.57 亿元。

公司投资对象主要以铁路产业链上下游未上市企业为主，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 2019 年 9 月末，公司主要在投的直接股权投资项目共计 11 个，投资规模共计 34.22 亿元，其中主要的直接股权投资项目有恒大地产集团有限公司投资 15.00 亿元，山东路桥集团有限公司投资 10.00 亿元，苏州太平国发卓熙投资有限公司投资 3.33 亿元等。

表 8：截至 2019 年 9 月末公司主要直接股权投资项目情况

公司（项目）名称	所属行业	投资成本 (万元)	账面价值 (万元)	持股比例 (%)	持有期间分红收入（万元）		
					2017	2018	2019.1-9
恒大地产集团有限公司	房地产业	150,000.00	150,000.00	0.48	--	13,656.64	--
苏州太平国发卓熙投资企业（有限合伙）	租赁和商务服务业	33,300.00	5,000.00	8.33	--	--	10,894.79
山东省路桥集团有限公司	建筑业	100,000.00	100,000.00	14.88	--	--	4,364.71
合计	--	283,300.00	255,000.00	--	--	13,656.64	15,259.50

注：公司通过苏州太平国发卓熙投资企业（有限合伙）投资宁德时代，公司已于 2019 年实现部分退出，退出规模 2.83 亿元，截至 2019 年 9 月末，该项目账面价值 0.50 亿元。

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，2019 年 1-9 月，公司对直接投资项目宁德时代新能源科技股份有限公司实现部分退出，退出规模为 2.83 亿

元。

基金投资

公司除开展直接投资业务外，还进行股权基金投资业务。

在股权基金投资方面，截至 2019 年 9 月末，公司共参与投资了 2 支股权基金，分别为山东交通产业发展基金合伙企业（有限合伙）和厦门中金盈润股权投资基金合伙企业（有限合伙），公司基金投资的资金全部来源于自有资金，公司均作为有限合伙人参与基金投资。截至 2019 年 9 月末，公司基金投资业务暂无项目获得投资收益。

山东交通产业发展基金合伙企业（有限合伙）为公司于 2018 年 3 月发起设立的基金，投资期限 10 年，基金规模 40.20 亿元，公司认缴规模 20.00 亿元，占总规模的 49.75%，截至 2019 年 9 月末，

公司实缴规模 2.99 亿元，该基金重点支持山东省基础设施等领域的建设。

厦门中金盈润股权投资基金合伙企业（有限合伙）为公司与中金资本运营有限公司于 2019 年 3 月共同发起设立的基金，投资期限 7 年，基金总规模 30.63 亿元，公司作为单一 LP，认缴出资额为 30.00 亿元，占基金总规模的 97.94%，截至 2019 年 9 月末，公司实缴规模为 1.34 亿元。该基金主要投资于 Pre-IPO、基石投资、夹层投资等，并配置协议转让、大宗交易等投资。

表 9：截至 2019 年 9 月末公司股权基金在投情况

							单位：亿元、%
基金名称	成立时间	投资期限	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	7 年	30.63	97.94	30.00	1.34	有限合伙人
合计	--	--	70.83	--	50.00	4.33	--

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。

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，在平衡收益与风险的前提下，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。2017~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司投资固定收益产品获得收益分别为 0.28 亿元、4.37 亿元和 3.18 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，基金管理部组织召开立项会，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，综合管理部组织召开办公会及党委会对项目进行研究，并形成党委会纪要；第六，基金管理部

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2019年9月末，公司在投资的固定收益产品共20只，合计投资金额77.88亿元，其中主要投资的产品有中信证券股份有限公司山东高铁定向资管计划、山高星空一号（宁波）投资中心（有限合伙）和日照盛丰投资合伙企业（有限合伙），上述产品的投资金额分别为15.00亿元、12.51亿元和4.96亿元。

表 10：截至 2019 年 9 月末，公司主要在投的固定收益产品情况

投资产品	投资金额	2018 年投资收益	2019 年 1-9 月投资收益	单位：万元
				期限
中信证券股份有限公司山东高铁定向资管计划	150,000.00	--	--	3 年
山高星空一号（宁波）投资中心（有限合伙）	125,100.00	9,336.23	7,485.00	2 年
日照盛丰投资合伙企业（有限合伙）	49,593.28	3,291.00	3,725.00	2 年
济南铁舜投资合伙企业（有限合伙）（二期）	45,000.00	--	832.80	1.5 年
济南市铁科投资合伙企业（有限合伙）	43,736.22	--	--	1+0.5 年
华富资管泰山 2 号单一资产管理计划	40,000.00	--	838.16	不超过 5 年
广东粤财信托有限公司	34,290.00	--	321.00	2 年
德清通利企业管理合伙企业（有限合伙）	30,300.00	--	180.33	2 年
嘉兴玥乾二号投资合伙企业（有限合伙）	30,000.00	--	--	1 年
山高（烟台）君茂投资中心（有限合伙）	30,000.00	2,908.33	1,517.00	2 年
中泰证券股份有限公司（可交债项目）	30,000.00	--	367.92	3 年
合计	608,019.50	15,535.56	15,267.21	--

注：本表主要列示截至2019年9月末的在投3亿元及以上项目情况，因而表中2018年和2019年1-9月投资收益与上文中描述中数据略有出入。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，公司在平衡收益与风险的前提下，依托自有资金开展固定收益业务，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。

公司治理

治理结构

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。

公司设股东会，股东会由全体股东组成，是公司的最高权力机构，依法行使下列职权：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；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准董事会的报告、监事会的报告；确定公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司重大事项作出决定；对公司增加或者减少注册资本作出决议；对发行公司债券作出决议；对公司合并、分立、解散，清算或者变更公司形式作出决议；修改公司章程；法律、法规和公司章程规定的其他应由股东会作出决议的事项。

公司设董事会，董事会由7名董事组成。其中山东铁投推荐3名，财金公司、发投集团、土发集团各推荐1名，职工代表董事1名，由职工代表大会选举产生。董事会设董事长1名，由山东铁投推荐，经董事会全体董事过半数选举产生。每届董事任期三年，可以连任。

公司设监事会，监事会成员由7名组成，其中山东铁投、财金公司、发投集团和土发集团各推荐

1 名，职工代表监事 3 名，由公司职工代表推举和罢免。监事任期三年，可连选连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会设监事会主席 1 名，由山东铁投推荐人选，全体监事半数选举产生。

公司设总经理 1 名，副总经理若干名，总经理由董事会聘任或者解聘，副总经理由总经理提名，董事会聘任和解聘。总经理对董事会负责，主持公司的日常经营管理工作。

总体来看，公司组织架构较为清晰，权责较为明确，法人治理结构合理，为公司迅速发展提供保障。

管理水平

公司建立了较为完善的内部控制和管理制度。部门设置方面，公司经营层下设七个部门，分别为综合办公室、财务资金部、基金管理部、投资一部、投资二部、投资三部和风险合规部。管理制度方面，主要包括财务管理制度、投后管理办法、投资业务管理办法和项目退出管理实施细则等。

财务管理方面，为了规范公司的财务行为，加强财务管理和经济核算，结合公司的特点及其管理要求，公司制定了《财务管理制度》。依据该制度，公司应以权责发生制的原则进行财务核算，如实反映经营状况，依法计算和缴纳各项税金，保障所有者和债权人的合法权益，并接受财政、税务、国资、行业监管部门等主管机关的监督检查。

投资业务管理方面，为提高公司投资管理水平，规范投资行为，防范投资风险，公司制订了《投资管理办法》。项目投资过程主要分为建立项目小组、项目预选与立项、尽职调查、投资决策、协议签署与款项支付、资产运营与管理以及收益收缴、退出及资产处置等阶段。股东会、董事会对公司投资行使决策权，投资决策委员会为董事会下设的专门委员会，在董事会授权范围内行使投资决策权。

投后管理方面，为加强公司的投后管理工作，最大化提高投资收益，有效规避防范风险，加强对所投资项目的管理和服 务，公司制定了《投后管理办法》。投后管理，包括财务信息收集、分级管理、

定期走访与跟踪检查以及突发或重大事项变异处理等方面，公司针对不同类型的项目，选用与其相适应的管理强度、管理策略和决策机制，予以科学、有效地实施管理。

项目退出方面，为规范公司投资项目的退出管理，公司制定了《投资项目退出管理实施细则》。细则严格规定了项目退出流程，包括提前确认、撰写退出建议书、提交公司决策以及组织实施等。

总体来看，公司依据业务内容设置了部门板块，治理结构完善，内部控制机制健全，有效地规范了公司的内部管理和业务操作流程。

发展规划

山东省制定了“交通强省”的发展战略，对全省铁路建设提出更高要求。山东铁发承担保障山东省铁路投资的核心任务。公司的重点工作为多措并举做好资金筹措，坚决保障铁路项目的资金需求，根据山东省铁路建设规划，及时调拨资金，提高资金使用效率。全力支持山东省主导在建的鲁南高铁、潍莱高铁和拟开工建设的郑济高铁山东段、雄商高铁、潍烟高铁、莱荣高铁、京沪二通道、济滨高铁等项目建设，统筹推进项目建设，努力保障建设资金需求。

山东铁发的战略定位是围绕山东铁路建设资金需求规划，通过资产配置策略，把公司建设成具有资金保障能力、资本运作能力和经营管理能力的投资运营公司。其中，短期以固定收益投资为牵引，中期以资本运作为重点，长期以股权投资为基础，实现资产配置运作。具体来看，公司的目标路径分为以下三个阶段：

首先，重点保障铁路建设投资资金需求，开展以固定收益类投资为主、适时适量配置小部分股权类投资的多元化投资布局；围绕“募投管退”，强化资金募集和优质项目找寻能力，开拓产业资源和建立市场化的管理机制、激励机制。

其次，在保障铁路建设资金和投资收益的流动性和安全性基础上，重点关注铁路产业相关领域的优质上市公司。以合理估值完成控股 1~2 家上市公

司，以产融结合模式助力实体产业发展。

最后，重点开展多元化投资，特别是股权投资，搏取高收益，同时强化产业运营上下游的战略合作，抓住外延式增长机遇，实现全面提升。

总体来看，公司的发展方向比较明确，符合公司的定位和业务发 展路径。

财务分析

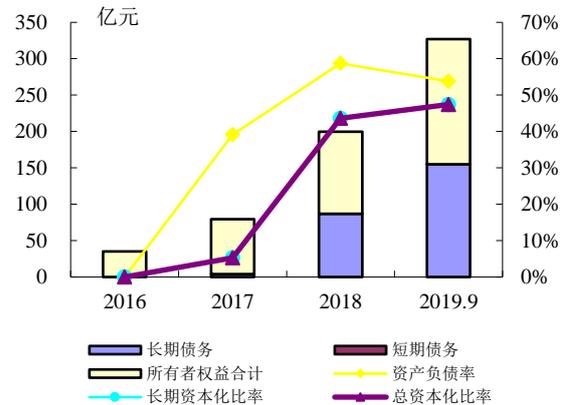
以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告及未经审计的 2019 年三季度财务报表，其中，2016~2018 年财务数据均为审计报告期末数。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

资本结构

近年来，随着公司铁路项目的投资建设和股权投资 的增加，公司的资产规模呈现快速增长趋势，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的总资产分别为 35.00 亿元、123.66 亿元、272.40 亿元和 372.22 亿元；负债规模方面，随着业务的持续推进，公司对外融资加大，负债规模亦呈现快速增长态势，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司负债总额分别为 0.00 亿元、48.45 亿元、159.94 亿元和 200.36 亿元；自有资本方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司的所有者权益（含少数股东权益）分别为 35.00 亿元、75.21 亿元、112.46 亿元和 171.86 亿元，所有者权益的增长主要系股东对公司投资的资本金陆续到位所致，同期末，公司实收资本分别为 35.00 亿元、75.20 亿元、110.00 亿元和 147.50 亿元。

财务杠杆方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司资产负债率分别为 0.00%、39.18%、58.71% 和 53.83%；同期，总资本化比率分别为 0.00%、5.29%、43.64%和 47.43%。总体来看，公司的财务杠杆率随着公司对外融资需求的增加呈现波动增长趋势，但依然处于较为合理水平。

图 6：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从资产构成来看，公司的资产以非流动资产为主。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司流动资产分别为 35.00 亿元、26.91 亿元、38.94 亿元和 59.59 亿元，占同期总资产的比重分别为 100%、21.76%、14.29%和 16.01%。流动资产方面，截至 2018 年末，公司流动资产主要由货币资金和其他流动资产构成，上述科目占当期流动资产的比重分别为 21.03% 和 78.22%。其中，货币资金为 8.19 亿元，主要系开放式结构存款产品和银行存款，无货币资金受限情况；其他流动资产为 30.46 亿元，主要系可随时赎回和到期支取的银行理财产品。截至 2019 年 9 月末，货币资金增长至 31.12 亿元，主要系社会资本金到位金额增加；其他流动资产为 23.56 亿元，较上年末有所减少，主要系部分银行理财产品到期所致；此外，其他应收款由 2018 年末的 0.29 亿元增至 4.90 亿元，主要系应收济青高铁公司的往来款。

非流动资产方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司非流动资产为 0.00 亿元、96.75 亿元、233.47 亿元和 312.63 亿元，占同期总资产的比重分别为 0%、78.24%、85.71%和 83.99%。截至 2018 年末，公司非流动资产主要由可供出售金融资产、在建工程和其他非流动资产构成，上述科目占当期非流动资产的比重分别为 66.30%、18.49%和 15.20%。其中，可供出售金额资产为 154.79 亿元，主要系公司对外的股权投资以及投资的固定收益产品等，具体为对鲁南高铁公司账面余额 59.60 亿元、恒大地产

产集团有限公司账面余额 15.00 亿元、山高星空一号（宁波）投资中心（有限合伙）账面余额 12.51 亿元、中信证券股份有限公司山东高铁定向资管计划账面余额 10.50 亿元、山东省路桥集团有限公司账面余额 10.00 亿元和日照畅赢壹号投资合伙企业（有限合伙）账面余额 10.00 亿元；在建工程为 43.16 亿元，主要系公司投资建设的潍莱高铁项目；其他非流动资产为 35.49 亿元，主要系济青高铁股权出资款。截至 2019 年 9 月末，公司可供出售金融资产为 242.68 亿元，在建工程为 65.56 亿元，其他非流动资产为 4.33 亿元，其中，其他非流动资产较上年末大幅下降，主要系公司已确定对济青高铁公司的出资规模及持股比例，前期计入其他非流动资产科目的预付股权出资款转入可供出售金融资产科目所致。

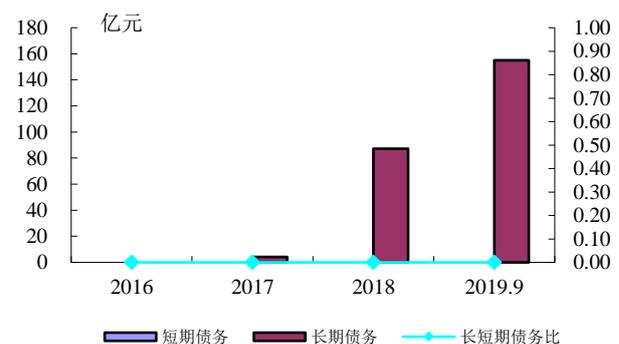
负债结构方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司流动负债分别为 0.85 万元、44.25 亿元、72.87 亿元和 45.29 亿元，占同期总负债比重为 100%、91.33%、45.56%和 22.60%。截至 2018 年末，公司流动负债为 72.87 亿元，主要由应付账款和其他应付款构成，上述科目占当期流动负债的比重分别为 13.57%和 85.82%。其中，应付账款为 9.89 亿元，主要系应付工程款；其他应付款为 62.53 亿元，主要系应付山东铁投的往来款以及应付威海市交通发展投资有限公司、烟台市城市建设发展集团有限公司对潍莱高铁的出资款。截至 2019 年 9 月末，应付账款为 2.56 亿元；其他应付款为 39.18 亿元，较 2018 年末有所减少，主要系 2019 年 3 月潍莱高铁公司成立，公司将威海市交通发展投资有限公司、烟台市城市建设发展集团有限公司对潍莱高铁的出资款调整至少数股东权益科目核算。

非流动负债方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司非流动负债分别为 0 亿元、4.20 亿元、87.07 亿元和 155.08 亿元，占同期负债总额的比重分别为 0%、8.67%、54.44%和 77.40%，占比逐渐提高。截至 2018 年末，公司非流动负债为 87.07 亿元，全部系长期应付款，为应付社会资本融资款，主要系应付农银汇理（上海）资产管理有限公司的

社会资本融资款，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。截至 2019 年 9 月末，公司长期应付款为 129.07 亿元；此外，公司新增 26.01 亿元长期借款，主要系随着铁路投资建设项目启动，潍莱高铁项目公司新增银行借款所致。

债务结构方面，公司成立于 2016 年 10 月，当年未有债务发生，截至 2016 年末，公司无有息债务，随着公司业务的进一步推进，公司有息债务规模呈快速增长趋势，2017~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司有息债务规模分别为 4.20 亿元、87.07 亿元和 155.08 亿元，全部为长期债务，主要为社会资本融资款。

图 7：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从债务到期期限来看，截至 2019 年 9 月末，公司有息债务规模为 155.08 亿元，其中 2019 年 10-12 月、2020 年、2021 年和 2022 年及以后分别需要偿还的债务规模分别为 0.00 亿元、30.50 亿元、0.00 亿元和 124.58 亿元，公司整体短期偿债压力不大。

表 11：截至 2019 年 9 月末，公司债务到期分布情况

单位：亿元				
分布期限	2019.10~12	2020	2021	2022 以后
金额	0.00	30.50	0.00	124.58

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，随着公司实收资本的逐步到位，公司资本实力显著增强；但随着基金的社会资本融资力度增加，债务规模及财务杠杆有所上升。

盈利能力

在公司铁路投资项目通车运营前，公司收益主要来自多元化投资领域，产生的相关收益均计入投资收益科目，故 2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司未实现营业收入；同期，实现投资收益分别为 0.00 亿元、0.28 亿元、6.66 亿元和 5.50 亿元，投资收益主要系公司可供出售金融资产持有期间取得的投资收益。

期间费用方面，2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司期间费用分别为 3.69 万元、0.22 亿元、3.92 亿元和 5.09 亿元，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。管理费用方面，2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司管理费用分别为 19.51 万元、0.83 亿元、0.67 亿元和 0.45 亿元，2017 年以来大幅增加，主要系随着公司业务规模扩大，职工薪酬等增长较快所致；同期，公司财务费用分别为-15.82 万元、-0.61 亿元、3.25 亿元和 4.64 亿元，2016~2017 年财务费用为负，主要为公司银行存款产生的利息收入，其后，随着公司债务规模的扩大，财务费用大幅增加，主要系社会资本融资款产生的利息支出。

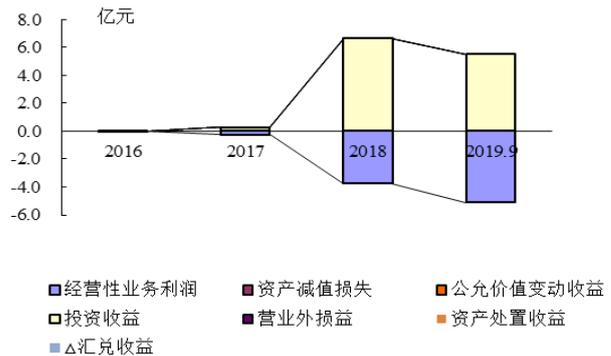
表 12：2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司期间费用分析

单位：亿元				
项目	2016	2017	2018	2019.1-9
销售费用	--	--	--	--
管理费用	0.0020	0.83	0.67	0.45
研发费用	--	--	--	--
财务费用	-0.0016	-0.61	3.25	4.64
费用合计	0.0004	0.22	3.92	5.09

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司利润总额分别为-3.69 万元、208.57 万元、28,966.36 万元和 4,012.06 万元，主要由投资收益构

成。2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司经营性业务利润分别为-3.69 万元、-2,626.12 万元、-37,588.61 万元和-50,940.99 万元，持续为负；同期，投资收益分别为 0.00 万元、2,834.69 万元、66,554.97 万元和 54,953.05 万元，投资收益主要来自可供出售金融资产持有期间取得的投资收益。

图 8：2016~2018 年及 2019 年 1-9 月公司利润总额构成


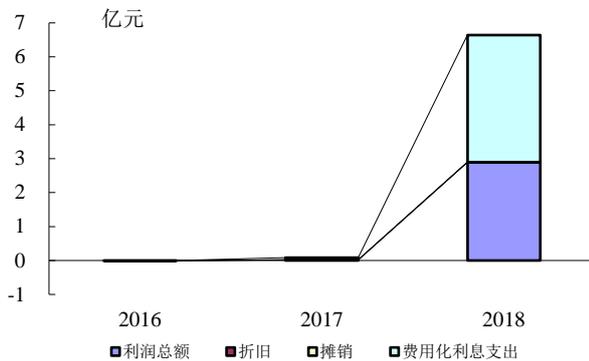
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

总体来看，在公司铁路投资项目投入运营前，公司利润总额主要依赖投资收益，可供出售金融资产持有期间取得的投资收益易受金融市场行情波动影响。中诚信国际将持续关注公司投资收益的持续性和稳定性。

偿债能力

从债务规模来看，随着公司业务规模的不断发展，公司加大对外融资，近年来，公司债务规模增长较快，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司总债务分别为 0.00 亿元、4.20 亿元、87.07 亿元和 155.08 亿元，全部为长期债务。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和计入财务费用的利息支出构成，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为-3.69 万元、0.09 亿元和 6.64 亿元。偿债指标方面，2017~2018 年末，公司总债务/EBITDA 分别为 48.55 倍和 13.11 倍；同期末，EBITDA 利息倍数分别为 1.32 倍和 1.77 倍，EBITDA 对公司债务利息具有一定的保障能力。

图 9：2016~2018 年公司 EBITDA 构成


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从经营活动现金流方面来看，2016~2018 年及 2019 年 1-9 月，公司经营活动净现金流分别为-3.00 亿元、3.60 亿元、0.67 亿元和-0.33 亿元。现金流偿债方面，2017~2018 年末，经营活动净现金流/总债务分别为 0.86 和 0.01 倍；同期，经营活动净现金流/利息支出分别为 54.85 倍和 0.18 倍，公司的经营活动净现金流无法对债务本息提供保障。

从投资活动现金流方面来看，2016 年，公司无投资活动现金流入和流出，2017~2018 年及 2019 年 1-9 月，投资活动净现金流分别为-85.96 亿元、-141.79 亿元和-78.46 亿元，投资活动净现金流呈现大幅流出状态，主要系公司进行铁路投资、股权投资及固定收益产品投资支出的现金。

表 13：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018	2019.9
总资产(亿元)	35.00	123.66	272.40	372.22
总债务(亿元)	0.00	4.20	87.07	155.08
资产负债率(%)	0.00	39.18	58.71	53.83
总资本化比率(%)	0.00	5.29	43.64	47.43
经营活动净现金流(亿元)	-3.00	3.60	0.67	-0.33
经营活动净现金/总债务(X)	--	0.86	0.01	--
经营活动净现金/利息支出(X)	--	54.85	0.18	--
EBITDA(亿元)	0.00	0.09	6.64	--
总债务/EBITDA(X)	0.00	48.55	13.11	--
EBITDA 利息倍数(X)	--	1.32	1.77	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2019 年 9 月末，公司共获得各金融机构的银行授信 780.00 亿元，尚未使用

信用授信额度为 653.29 亿元，备用流动性充足。

对外担保方面，截至 2019 年 9 月末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至 2019 年 9 月末，公司无受限资产。

总体来看，随着业务的持续推进和资本金的陆续到位，公司资产总额和所有者权益均呈现增长趋势，财务杠杆率随着对外融资需求的增加增长较快。目前公司铁路项目处于建设期，尚未有营业收入，铁路建设尚需较多的资金投入，但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，公司战略地位重要，获得政府支持力度较大，此外公司尚可使用银行授信额度较高，公司的整体的偿债能力极强。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定山东铁路发展基金有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“山东铁路发展基金有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）（面向合格投资者）”的信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于山东铁路发展基金有限公司公开发行 2020 年 公司债券（第一期）（面向合格投资者）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等要素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

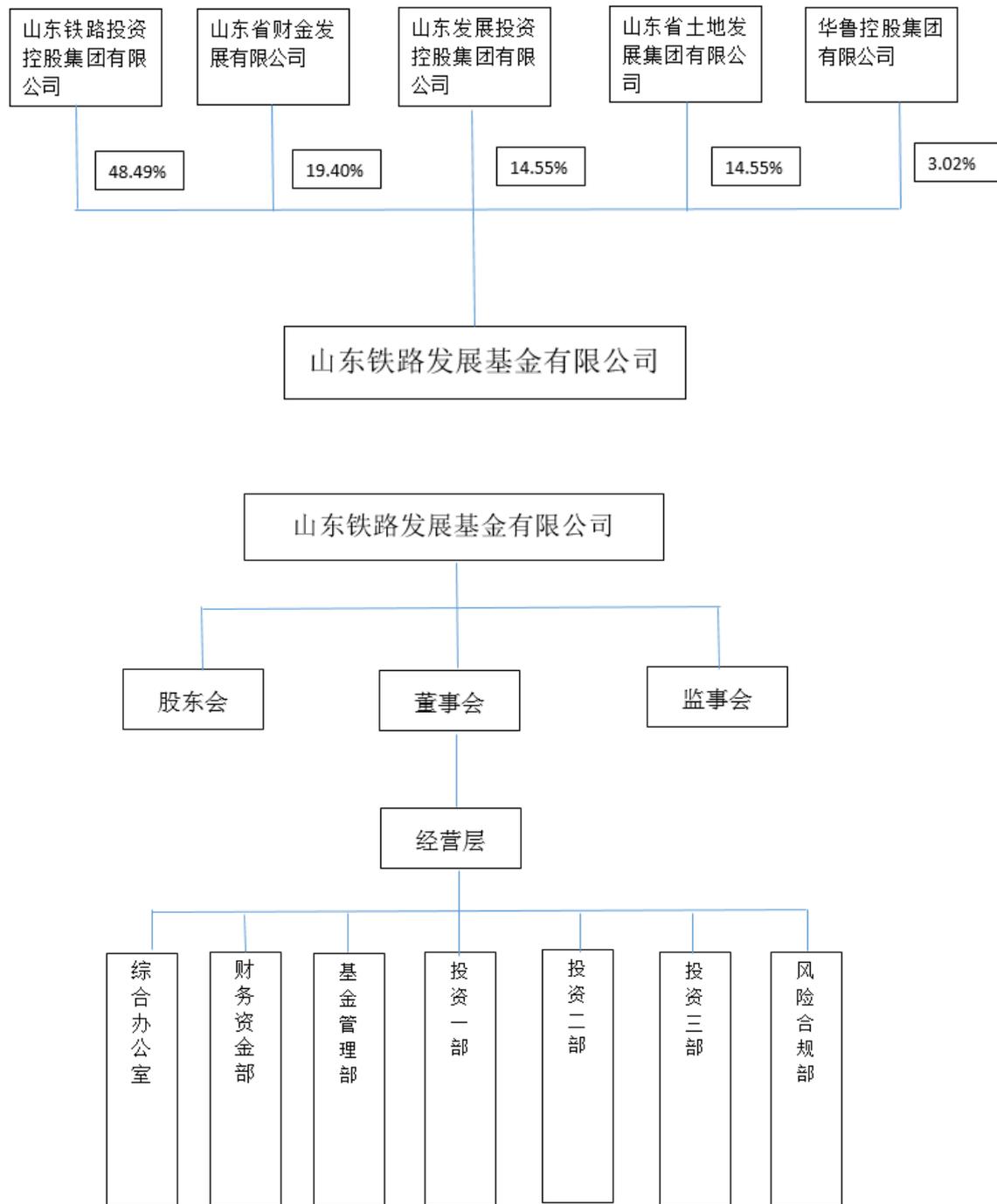
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 3 月 24 日

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 2019 年 9 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）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	319,997.16	269,107.80	81,892.58	311,247.24
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	30,000.00	0.00	2,907.65	49,018.63
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	758,763.33	1,548,186.93	2,427,179.42
在建工程	0.00	0.00	431,618.57	655,633.34
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产	349,997.16	1,236,597.21	2,724,034.83	3,722,178.06
其他应付款	0.85	441,735.36	597,330.53	396,082.18
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务	0.00	42,000.00	870,739.00	1,550,767.80
总债务	0.00	42,000.00	870,739.00	1,550,767.80
总负债	0.85	484,495.43	1,599,411.36	2,003,620.87
费用化利息支出	0.00	655.97	37,473.55	47,986.77
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	6,630.42
实收资本	350,000.00	752,000.00	1,100,000.00	1,475,013.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	214,919.90
所有者权益合计	349,996.31	752,101.78	1,124,623.46	1,718,557.19
营业总收入	0.00	0.00	0.00	0.00
经营性业务利润	-3.69	-2,626.12	-37,588.61	-50,940.99
投资收益	0.00	2,834.69	66,554.97	54,953.05
净利润	-3.69	105.47	24,521.69	4,012.06
EBIT	-3.69	864.54	66,439.92	51,998.82
EBITDA	-3.69	865.01	66,443.11	--
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	0.00	0.00	--
收到其他与经营活动有关的现金	15.84	38,667.47	7,556.19	3,119.73
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	30,018.69	2,236.42	395.17	1,084.52
吸收投资收到的现金	350,000.00	730,718.02	406,194.98	387,698.89
资本支出	0.00	8.54	376,294.95	356,827.86
经营活动产生现金净流量	-30,002.84	35,982.48	6,676.57	-3,285.73
投资活动产生现金净流量	0.00	-859,589.85	-1,417,908.12	-784,568.84
筹资活动产生现金净流量	350,000.00	772,718.02	1,224,016.34	1,017,209.23
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	--	--	--	--
期间费用率(%)	--	--	--	--
应收类款项/总资产(%)	8.57	0.00	0.11	1.32
收现比(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)*	-0.0011	0.11	3.36	--
资产负债率(%)	0.0002	39.18	58.71	53.83
总资本化比率(%)	0.00	5.29	43.64	47.43
短期债务/总债务(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
FFO/总债务(X)*	--	-0.05	-0.00	--
FFO 利息倍数(X)	--	-3.16	-0.10	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	--	54.85	0.18	-0.06
总债务/EBITDA(X)*	0.00	48.55	13.11	--
EBITDA/短期债务(X)*	--	--	--	--
货币资金/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	1.32	1.77	--

注：。1、中诚信国际根据2016年~2018年审计报告及2019年三季度未经审计的财务报表整理，其中2016~2018年财务数据均为审计报告期末数；2、将公司各期报表中“长期应付款”中的有息债务纳入长期债务核算；3、公司未提供2019年三季度现金流量补充表，相关指标失效；4、带*指标已经年化处理

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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	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
	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	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	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/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=股权投资+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”。

附四：信用等级的符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。