

山东铁路发展基金有限公司 2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：邵新惠 xhshao@ccxi.com.cn

项目组成员：成 铮 zhcheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 06 月 24 日

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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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。
- 本次信用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评级对象进行跟踪评级，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。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1225号

山东铁路发展基金有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 铁发 01”、“20 铁发 02”、“21 铁发 01”和“21 山东铁发 MTN001”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

二零二二年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持山东铁路发展基金有限公司（以下简称“山东铁发”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 铁发 01”、“20 铁发 02”、“21 铁发 01”和“21 山东铁发 MTN001”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、债务规模增长较快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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	448.91	684.10	909.63	975.19
所有者权益合计（亿元）	236.62	336.79	481.82	494.30
总负债（亿元）	212.29	347.31	427.81	480.89
总债务（亿元）	190.94	269.69	387.82	437.47
营业总收入（亿元）	0.00	0.03	0.04	0.42
经营性业务利润（亿元）	-6.69	-8.21	-11.49	-2.91
净利润（亿元）	2.89	19.07	5.34	0.07
EBITDA（亿元）	9.61	28.98	18.61	--
经营活动净现金流（亿元）	15.11	-1.98	-3.50	-0.82
收现比(X)	--	1.69	3.58	1.42
营业毛利率(%)	--	72.72	66.78	-13.01
应收类款项/总资产(%)	1.54	7.20	0.71	0.66
资产负债率(%)	47.29	50.77	47.03	49.31
总资本化比率(%)	44.66	44.47	44.60	46.95
总债务/EBITDA(X)	19.86	9.30	20.84	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.32	2.60	1.22	--

注：1、中诚信国际根据 2020 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将计入其他应付款的有息债务调入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中的有息债务调入长期债务核算。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

山东铁路发展基金有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	-9.55	1
	收现比(X)*	2.87	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	6.37	10
	受限资产占总资产的比重(X)	0.01	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	481.82	8
	总资本化比率(X)	0.45	8
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正面

■ **地方经济发展态势良好。**山东省经济实力稳步增长，2021 年山东省实现地区生产总值 83,095.90 亿元，按可比价格计算，较上年实现增长 8.3%，GDP 总量位居全国第三且拥有较好的产业基础，良好的区域经济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 2022 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。

■ **稳定的资金保障模式。**铁路基金总规模 1,000.00 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。**公司资产中其他权益工具投资和其他债权投资占比较高，资产具有很高的市场价值和很强的变现能力。此外，截至 2022 年 3 月末，公司共获得各金融机构的银行授信 765.51 亿元，尚未使用信用授信额度为 515.90 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。未来随着公司自有资本金的逐步增多，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。随着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。

■ **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。

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。

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	
AAA/稳定	21 山东铁发 MTN001 (AAA)	2021/06/28	邵新惠、成铮	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	21 山东铁发 MTN001 (AAA)	2021/02/07	邵新惠、成铮	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C250000_2019_02	--	

注：中诚信国际原口径

同行业比较

2021 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	909.63	481.82	47.03	0.04	5.34	-3.50
江西省铁路航空投资集团有限公司	898.59	438.57	51.19	76.20	3.67	2.14

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 铁发 01	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2020/04/22~2025/04/22	--
20 铁发 02	AAA	AAA	2021/06/28	10.00	10.00	2020/04/22~2030/04/22	--
21 铁发 01	AAA	AAA	2021/06/29	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	2021/06/28	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 2022 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 2022 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 2022 年 3 月末，募集资金已按照募集资金用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高

增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，

以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

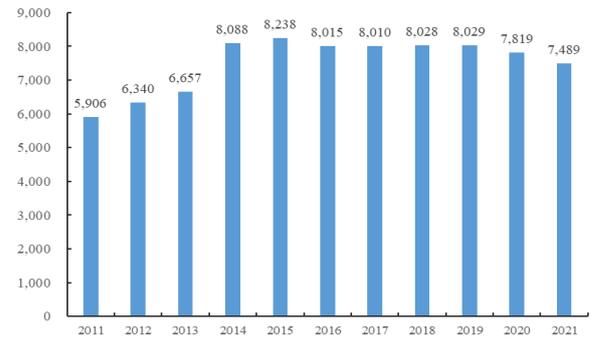
中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

全国铁路建设有序推进，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。2019年~2021年，全国铁路固定资产投资完成8,029亿元、7,819亿元和7,489亿元。随着铁路大规模建设，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，且列车运行速度和技术装备现代化水平也有了显著提高。从新线投产里程来看，近年投产新线里程波动变化且高铁在建设占据重要地位，2019~2021年，投产新线分别为8,489公里、4,933公里和4,208公里，其中高速铁路分别为5,474公里、2,521公里和2,168公里。

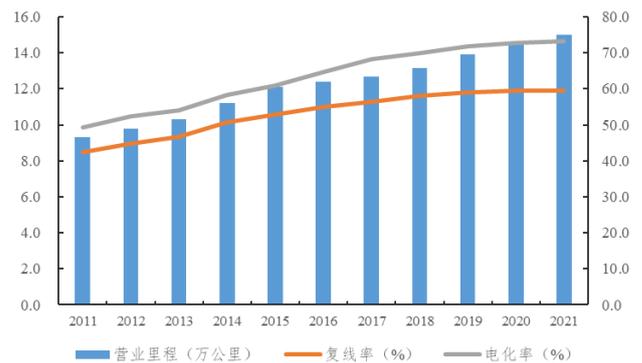
图 1：2011~2021 年全国铁路固定资产投资情况（亿元）



资料来源：铁道统计公报，中诚信国际整理

从全国铁路路网建设现状来看，2021年全国铁路营业里程达到15.0万公里，路网密度156.7公里/万平方公里；复线率59.5%，电化率73.3%；西部地区铁路营业里程6.1万公里；国家铁路营业里程达到13.1万公里，复线率61.9%，电化率75.4%。

图 2：2011~2021 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，是我国高铁建设快速发展的时期，“四纵四横”高铁网提前建成，“八纵八横”高铁网加密成型；同时，铁路总体技术水平迈入世界先进行列。“十四五”期间，我国将继续践行“交通强国”、“智能交通”、“现代物流”等战略，建设成都重庆至上海沿江高铁、上海经宁波至合浦沿海高铁、京沪高铁辅助通道天津至新沂

段和北京经雄安新区至商丘、西安至重庆、长沙至赣州、包头至银川等高速铁路。拟建设西部陆海新通道黄桶至百色、黔桂增建二线铁路和瑞金至梅州、中卫经平凉至庆阳、柳州至广州铁路，推进玉溪至磨憨、大理至瑞丽等与周边互联互通铁路建设。提升铁路集装箱运输能力，推进中欧班列运输通道和口岸扩能改造，建设大型工矿企业、物流园区和重点港口铁路专用线，全面实现长江干线主要港口铁路进港。拟新增城际铁路和市域（郊）铁路运营里程 3,000 公里，基本建成京津冀、长三角、粤港澳大湾区轨道交通网。

科技创新持续突破，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。根据国家铁路局于 2021 年 10 月发布的《2021 年铁路重大科技创新成果拟入库成果公示》，2021 年拟入库铁路科技项目 42 项、铁路专利 42 项、铁路技术标准 38 项、铁路科技论文 126 项。2020 年第二届全国创新争先奖中，铁路行业共获奖牌 1 个、奖章 1 个、奖状 2 个。2020 年第二届全国创新争先奖中，铁路行业共获奖牌 1 个、奖章 1 个、奖状 2 个。2022 年第二十三届中国专利奖中，由中国铁路总公司、西南交通大学和常州太平洋电力设备（集团）有限公司联合申报的“卷铁芯牵引变压器”预获得中国外观设计银奖；由中铁第一勘察设计院集团有限公司申报的“基于车载 LiDAR 技术的铁路线路运营维护测量方法”预获得“中国专利优秀奖”。

重要技术制定标准方面，2021 年经国家标准委审批发布《铁路客车通用技术条件》《铁路客车组装后的检查与试验规则》、《铁路大型养路机械钢轨探伤车》等 6 项铁道国家标准；发布并实施《铁路数字移动通信系统（GSM-R）总体技术要求》《机车车辆非金属材料及室内空气有害物质限量》、《弹条Ⅲ型扣件》《铁路货物装载加固技术要求》等 19 项铁

道行业标准；中国国家铁路集团有限公司组织制定并发布了《铁路客车 CL65K 辗钢整体车轮》《高速铁路上承式梁端伸缩装置》《列控中心技术条件》《铁路旅客列车服务标识第 1 部分：总则》《铁路客车行车安全监测诊断系统（TCDS）》等 83 项国铁集团技术标准和计量校准规范。

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。2021 年国家铁路能源消耗折算标准煤 1,580.74 万吨，比上年增加 85.86 万吨，增长 5.7%。单位运输工作量综合能耗 4.07 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年减少 0.16 吨标准煤/百万换算吨公里，下降 3.9%。单位运输工作量主营综合能耗 4.02 吨标准煤/百万换算吨公里，比上年下降 0.15 吨标准煤/百万换算吨公里，下降 3.5%。国家铁路主要污染物排放量中化学需氧量排放量 1,611 吨，比上年降低 0.7%，二氧化硫排放量 0.2 万吨，比上年降低 29.0%。

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；近年新冠肺炎疫情让全年客货运量承压，但随着疫情常态化防控以及经济复苏，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，交通部和环保部门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》，该方案提出：“到 2020 年，全国铁路货运量将达 47.9 亿吨，较 2017 年增长 30%，大宗货物运量占铁路货运总量的比例稳定保持在 90% 以上”。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。2019年二季度以来，中国铁路继续深化落实中央关于调整运输结构、增加铁路运输量的决策部署，分析货运形势，在全路范围部署并开展货运增量攻坚活动，以煤炭、疏港矿石、氧化铝运输和多式联运为主要方向，全年完成目标。

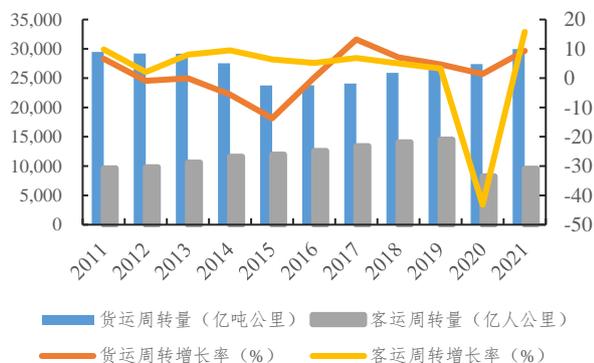
同时，近年来全国铁路持续推进运输供给侧结构性改革，不断优化客运产品结构、加快推进售票服务升级，全面提高铁路服务质量，加之近年客运运力持续增长，铁路客运整体发展持续向好。

表 1：国家铁路客货物运输量

项目	2019	2020	2021
货物总发送量（亿吨）	34.40	35.81	37.26
货运总周转量（亿吨公里）	27,009.55	27,397.83	29,950.01
旅客发送量（亿人）	35.79	21.67	29.95
旅客周转量（亿人公里）	14,529.55	8,258.10	9,559.09

资料来源：铁道统计公报，中诚信国际整理

图 3：2011 年~2021 年国家铁路客货运周转情况



资料来源：铁道统计公报，中诚信国际整理

自 2020 年初国内发生新冠疫情，中国铁路调整运力安排加强货物运输组织，全力保障防疫、春耕、生产生活等重点物资运输，打通供应链产业链，主动下浮货运杂费，发挥中欧班列战略通道作用，积极服务企业复工复产，保持了货物发送量的高位运行。2021 年，国家铁路完成货物总发送量 37.26 亿吨，增长 4.0%；随着疫情的控制及回复，旅客发送量有所回暖，当年国家铁路旅客发送量完成 25.33 亿人，增长 16.9%。

随着国内疫情逐步得到控制，运输市场需求逐步回暖，中国铁路在常态化疫情防控条件下有序推进铁路重点工作，确保铁路运输安全畅通，深入实施货运增量行动，精准增加客运有效供给。短期看，铁路客货运量承压；长期看，随着经济的企稳回升、经济结构的调整，能源的需求仍将对铁路货物运输增量提供有力的支撑，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。

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，实施政府指导价的整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 2：2018 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：运费计算办法：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）

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、装卸费、装卸车作业费等6项杂费，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。2020年初为应对疫情，助力企业复工复产，中国铁路对运杂费迟交金、货物保价费、声明价格费、集装箱延期使用费、货车篷布延期使用费、货车滞留费实施阶段性减半收费政策，执行期限为：2020年3月6日至2020年6月30日。

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。

根据山东省铁路建设规划，未来山东省铁路建设任务较重，发展空间较大；跟踪期内，山东省高速铁路建设继续扎实推进

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》”），依据《规划》，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1》”），《意见1》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。完成淄东铁路电气化改造，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。

2019年7月，山东省人民政府办公厅印发《关于促进高速铁路建设的意见》（以下简称“《意见2》”），从强化规划引领、加大项目推进力度、做好征地拆迁工作、创新投融资机制、强化监督管理和加强组织领导六方面做出了相应要求。《意见2》提出，由省交通运输厅负责编制全省高速铁路发展规划，同时，省政府有关部门要按照“三定”规定的职责，对口指导相关支持性文件编制报批工作，开辟绿色通道，简化审批流程，为高铁项目的前期工作提供便利。同时，《意见2》提出，支持社会资本通过投资省铁路发展基金、PPP（政府和社会资本合作）、股权投资等方式参与全省高速铁路建设。

2021年4月25日，山东省人民政府发布《山东省国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，提出在“十四五”期间，

加快建设综合立体交通网络，打造高质高速轨道交通网。以“市市通高铁”为目标，推动干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路、城市轨道交通“四网融合”；实施干线铁路贯通工程，建设鲁南高铁、京沪高铁辅助通道山东段、雄商高铁山东段等高速铁路项目，打通通道主动脉；完善货运铁路网，挖潜既有货运铁路运输能力，加快建设大莱龙扩能改造工程，疏通路网瓶颈路段，完善疏港型、园区型支线铁路，打通铁路运输“最后一公里”；研究编制新一轮山东半岛城市群城际铁路建设规划，合理布局城际铁路线路和站点，充分发挥既有铁路潜能，推进济南、青岛等城市开行市域（郊）列车；到 2025 年，高速铁路营运里程达到 4,400 公里。

2021 年，山东省高速铁路建设扎实推进，全省铁路运营里程达到 7,270 公里，其中高速铁路 2,319 公里，普速铁路 4,951 公里；建成电气化铁路 6,020 公里、复线铁路 4,596 公里，铁路电气化率、复线率分别达到 82.8%、63.2%。

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”交通网络逐步形成，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。

跟踪期内，山东省经济与财政实力继续增强，产业结构持续优化，工业发展提质增效，为公司发展提供了良好的外部条件

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 2021 年末，全省常住人口 10,169.99 万人。

山东省经济基础较好，跟踪期内实现高速增长。2019~2021 年，山东省实现生产总值（GDP）分别为 71,067.5 亿元、73,129.0 亿元和 83,095.90 亿元，按可比价格计算，2021 年 GDP 较上年实现增长 8.3%。分产业看，第一产业增加值 6,029.0 亿元，增长 7.5%；第二产业增加值 33,187.2 亿元，增长 7.2%；第三产业增加值 43,879.7 亿元，增长 9.2%。三次产业结构由上年的 7.4:39.1:53.5 调整为 7.3:39.9:52.8。

山东省工业发展提质增效，民营活力不断提升。2021 年山东省全部工业增加值 27,243.6 亿元，比上年增长 8.6%。规模以上工业增加值增长 9.6%，其中，装备制造业增加值增长 10.5%；高技术制造业增加值增长 18.5%，增速高于规模以上工业 8.9 个百分点。规模以上工业营业收入增长 18.0%，利润总额增长 20.9%。营业收入利润率为 5.2%，比上年提高 0.1 个百分点。全省重点调度的 120 种重点产品中，78 种产品产量比上年增长，增长面为 65.0%，比上年扩大 12.5 个百分点。民营工业企业发展活力不断增强，民营工业实现增加值比上年增长 11.3%，增速高于规模以上工业 1.7 个百分点。

经济发展驱动力方面，投资和消费是拉动经济增长的主要动力。2021 年，山东省固定资产投资（不含农户）比上年增长 6.0%。三次产业投资构成为 1.9:32.4:65.7。重点投资领域中，民间投资增长 8.2%，占固定资产投资的比重为 65.2%，比上年提高 1.3 个百分点；制造业投资增长 13.1%，占固定资产投资的比重为 27.5%，比上年提高 1.7 个百分点；高新技术产业投资增长 11.6%，高于工业投资增速 1.8 个百分点。

房地产市场平稳运行。2021 年山东省完成房地产开发投资 9,819.7 亿元，比上年增长 3.9%。其中，住宅投资 7,694.5 亿元，增长 5.5%。开发规模稳步提升，商品房施工面积突破 8 亿平方米，达 82,771.7 万平方米，增长 3.7%。其中，住宅施工面积 60,712.6

万平方米，增长 3.1%。商品房销售面积 14,272.8 万平方米，增长 7.5%。其中，住宅销售面积 12,632.0 万平方米，增长 6.1%。商品房销售额 12,155.6 亿元，增长 9.9%。其中，住宅销售额 11,044.1 亿元，增长 9.2%。

跟踪期内，山东省财政收入增幅较大。2019~2021 年，山东省分别实现一般公共预算收入 6,526.71 亿元、6,559.93 亿元和 7,284.45 亿元，其中 2021 年实现同口径增长 11.0%；税收收入分别为 4,849.29 亿元、4,757.62 亿元和 5,475.98 亿元，其中 2021 年全省税收收入在一般公共预算收入中占比 75.17%；2019~2021 年，山东省政府性基金收入分别为 6,742.71 亿元、7,278.99 亿元和 7,976.94 亿元，其中 2021 年实现同口径增长 9.60%，主要系有土地使用权出让收入及城市基础设施配套费收入大幅增长。

财政支出方面，2019~2021 年，山东省分别完成一般公共预算支出 10,739.76 亿元、11,233.52 亿元和 11,709.11 亿元，其中 2021 年同口径增长 9.5%；同期山东省全省政府性基金支出分别为 7,532.22 亿元、9,779.86 和 9,702.89 亿元；同期，山东省全省财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%）分别为 60.80%、58.40%和 62.21%，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。

地方政府债务方面，2021 年山东省债务限额为 21,143.60 亿元，其中一般债务限额 7,822.75 亿元，专项债务限额 13,320.85 亿元；债务余额为 19,992.28 亿元，其中一般债务余额 7,366.60 亿元，专项债务余额 12,625.68 亿元。

表 3：2019~2021 年山东省财政情况（亿元、%）

项目名称	2019	2020	2021
一般公共预算收入	6,526.71	6,559.93	7,284.45
其中：税收收入	4,849.29	4,757.62	5,475.98
政府性基金预算收入	6,742.71	7,278.99	7,976.94

¹ 截至 2022 年 3 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 176.22 亿元之间存在差额 113.78 亿元，主要系由山东

一般公共预算支出	10,739.76	11,233.52	11,709.11
政府性基金预算支出	7,532.22	9,779.86	9,702.89
财政平衡率	60.80	58.40	62.21

注：2019~2020 年数据为财政决算数据，2021 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

中诚信国际关注到，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。

跟踪期内，公司股权结构和实际控制人无变化，合并报表范围增加一级子公司 2 家，治理结构及经营层下设职能部门未发生变化

跟踪期内，公司名称、股东、注册资本均无变更。截至 2022 年 3 月末，公司股东仍分别为山东铁路投资控股集团有限公司（以下简称“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%，公司注册资本为 206.22 亿元，实收资本为 290.00 亿元，其中山东铁投出资 100.00 亿元、山东财金出资 40.00 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 176.22 亿元¹。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。

2021 年，公司合并报表范围新增 2 家，分别为山东铁发资产管理有限公司和山东济枣高速铁路有限公司。截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并范围的一级子公司共 7 家。

省财政厅统筹安排的新增资本金，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。

表 4：截至 2022 年 3 月末公司一级子公司情况 (万元、%)

全称	注册资本	持股比例
山东潍莱高速铁路有限公司	564,900.00	59.25
山东潍烟高速铁路有限公司	2,560,219.00	44.99
山东莱荣高速铁路有限公司	1,553,988.00	41.45
山东济枣高速铁路有限公司	80,000.00	50.00
山东铁发资本投资管理有限公司	1,000.00	51.00
山东铁发股权投资管理有限公司	1,250.00	80.00
山东铁发资产管理有限公司	100,000.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司治理结构及经营层下设职能部门未发生变化。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。同时，公司结合自身的实际情况，设置了相关业务和管理部门，具体执行管理层下达的任务。公司经营层共设置 8 个部门，分别为党群工作部、办公室、财务资金部、投资企管部、投资一部、投资二部、投资三部和风险合规部，保证了公司的有效运转。

跟踪期内，公司已投资铁路项目资本金到位情况较好，工程进展顺利，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

表 5：截至 2022 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	44.99%	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	41.45%	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
济枣高铁	50.00%	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

注：2020 年末，根据《中国铁路总公司、山东省人民政府关于推进山东铁路建设的会谈纪要》（铁总发改函〔2019〕359 号）相关安排，按照“一省一公司”原则，公司及第一大股东山东铁投分别以持有的鲁南高速铁路有限公司（以下简称“鲁南高铁公司”）股权对山东铁路有限公司出资入股。截至目前，鲁南高铁公司不再作为公司参股公司。

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 2022 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

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

跟踪期内，公司仍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 2022 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、莱荣高铁和济枣高铁，参股铁路主要为济青高铁，全部采用委托运输模式运营。

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莱荣高铁、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 2022 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，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。截至 2022 年 3 月末，潍莱高铁累计实现铁路运营收入 22,239.93 万元，其中，公司于 2022

年开始确认铁路运营收入，2022年1~3月，公司实现铁路运营收入3,967.65万元。

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2022年3月末，潍烟高铁公司实收资本106.21亿元，公司与烟台市轨道交通集团有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司分别持有潍烟高铁公司44.99%和44.24%的股权，其余股东中电建路桥集团有限公司、青岛财通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2022年3月末，潍烟高铁项目累计完成投资134.16亿元。

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2022年3月末，莱荣高铁公司实收资本79.46亿元，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41.45%、28.06%和19.75%的股权，其余股东中电建路桥集团有限公司、青岛财通集团有限公司、中国建筑第八工程局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2022年3月末，莱荣高铁累计完成投资107.61亿元。

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2022年3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）和农银金融资产投资有限公司等持股比例均低于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，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600.00亿元，截至2022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。2019~2021年及2022年1~3月，济青高铁实现铁路运营收入12.43亿元、11.25亿元、13.70亿元和2.77亿元，由于尚处于亏损，暂未实现投资收益。

表 6：截至 2022 年 3 月末公司已通车或在建铁路建设项目投资情况（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
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	134.16	50.00	43.97	115.20	38.13
莱荣高铁	192.36	307.00	307.00	2021~2024	107.61	50.00	41.96	64.41	26.85
济青高铁	307.80	600.00	600.00	2015~2018	569.30	50.00	11.82	35.47	35.47
合计	858.16	1,592.30	1,592.30	--	959.47	--	--	248.55	133.92

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济滨高铁、济枣高铁、津潍高铁、雄商高铁等。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 150.00 公里，总投资 355.00 亿元，公司拟出资 88.75 亿元。济枣高铁线路自济南枢纽引出，经济南市历城区、市中区，泰安市城区、宁阳县，济宁市曲阜市、邹城市，枣庄市滕州市、市中区，南至台儿庄区，全线长 269.67 公里，其中新建正线长 264.42 公里，利用既有鲁南高铁曲阜东站线路 5.25 公里，总投资 640.00 亿元，公司拟出资 148.45 亿元。津潍高铁起自京津城际铁路延伸线滨海站，经天津市滨海新区、河北省沧州市、山东省滨州市、东营市、潍坊市，南至济青高速铁路潍坊北站，全长约 348.9 公里。雄商高铁线路起自京雄城际铁路雄安站，经河北省雄安新区、沧州市、衡水市、邢台市，山东省聊城市，河南省濮阳市，山东省济宁市、菏泽市至河南省商丘市，接入商合杭高铁商丘站，正线全长 552.5 公里。

跟踪期内，公司继续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

公司股权投资业务仍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。

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，2019~2021 年及 2022 年 1~3 月，公司直接投资业务实现投资收益分别为 3.68 亿元、2.86 亿元、5.90 亿元和 2.30 亿元，2021 年以来，投资收益大幅增长，主要来自于山东省路桥集团有限公司和济南江山投资合伙企业（有限合伙）直投项目。

公司投资对象仍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 2022 年 3 月末，公司主要在投的直接股权投资项目共计 53 个，投资规模共计 92.80 亿元。

表 7：截至 2022 年 3 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	账面价值（万元）	持股比例（%）	投资收益情况（万元）			
				2019	2020	2021	2022.1~3
山东省路桥集团有限公司	建筑业	111,940.20	14.88	4,364.71	9,672.00	6,188.58	7,785.84
济南江山投资合伙企业（有限合伙）	租赁和商务服务业	304,498.44	80.00	--	--	19,725.20	10,671.60
淄博勤盈投资合伙企业（有限合伙）	租赁和商务服务业	36,834.86	74.999	--	--	--	--
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	4.21	--	--	--	--
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	28,000.00	--	--	--	--	--
山东驼铃资产管理有限公司（1 期）	租赁和商务服务业	25,000.00	--	--	--	--	--
北京世纪瑞尔技术股份有限公司	电子信息	24,524.01	9.88	--	577.99	--	--
济南舜腾产发股权投资合伙企业（有限合伙）	租赁和商务服务业	22,000.00	64.70	--	1,760.00	--	--

山东驼铃资产管理有限公司（2期）	租赁和商务服务业	20,000.00	--	--	--	--	--
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	0.57	--	--	--	--
合计	--	622,297.51	--	4,364.71	12,009.99	25,913.78	18,457.44

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。2021年以来，公司主要退出直接股权投资项目共11个，退

出成本合计14.49亿元，累计实现退出收益3.12亿元。

表8：截至2022年3月末公司主要退出直接股权投资项目情况

公司（项目）名称	退出时间	投资成本（亿元）	退出成本（亿元）	持有期分红收益（亿元）	退出收益（亿元）
苏州太平国发卓熙投资企业（有限合伙）	2019	3.33	2.83	--	1.09
中国铁路通信信号股份有限公司	2020	1.39	1.39	--	0.09
恒大地产集团有限公司	2020	15.00	15.00	5.31	--
济南铁舜投资合伙企业（有限合伙）（11期）	2020	0.27	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	0.99	--	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	0.99	--	0.78
济南铁环投资合伙企业（有限合伙）	2021	3.75	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	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	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	0.69	--	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	0.43	--	0.07
诺德基金浦江70号单一资产管理计划（2期）	2021	2.00	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	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	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	0.05	--	--
合计	--	34.48	33.98	5.93	4.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基金投资

跟踪期内，公司除开展直接投资业务外，仍进行股权基金投资业务。

在股权基金投资方面，截至2022年3月末，公司共参与投资了12支股权基金，基金总规模为106.37亿元，公司出资规模为67.48亿元，公司实缴规模为26.17亿元，累计获得基金投资收益4,774.80万元。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。2020~2021年及2022年1~3月，公司基金管理费收入分别为228.83万元、341.73万元和193.87万元，随基金管理规模增加逐年增长。

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，经营期限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%。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，存续期限 5 年，基金总规模 30.63 亿元，公司作为有限合伙人，认缴出资额为 30.00 亿元，占基金总规模的 97.94%。该基金主要投资于 Pre-IPO、基石投资、夹层投资等。

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）为公司于 2020 年 3 月发起设立的新旧动能转换基金，存续期限 7 年，基金总规模 5.00 亿元，公司子公司山东铁发股权投资管理有限公司作为普通合伙人认缴出资额 250.00 万元，出资比例 0.50%；公司本部作为有限合伙人，认缴出资 1.45 亿元，出资比例 29.00%。该基金主要投向新能源、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。

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）为公司于 2020 年发起设立的新旧动能转换基金，基金存续期限暂定为 8 年，基金总规模为 10.00 亿元，由子公司山东铁发资本投资管理有限公司成立淄博铁发易科投资合伙企业（有限合伙）作为普通合伙人，认缴出资 1,000.00 万元，出资比例 1.00%；公司本部作为有限合伙人，认缴出资 49,000.00 万元，出资比例 49.00%。该基金重点

投资于“十强”产业中的高端装备产业领域，既可投资子基金，也可直接投资项目，优先支持山东省委、省政府确定的项目和山东省新旧动能转换重大项目库项目。

青岛铁发鑫诚投资合伙企业（有限合伙）为公司与山东省鑫诚恒业集团有限公司于 2020 年共同发起设立的基金，基金存续期为 5 年，基金总规模 6.00 亿元，子公司山东铁发股权投资管理有限公司作为普通合伙人认缴出资额 30.00 万元，出资比例 0.05%；公司本部作为有限合伙人，认缴出资 29,910 万元，出资比例 49.85%。该基金主要投资于基建（含传统基建与新基建）、消费升级、国企混改等领域，既可投资子基金，也可直接投资项目，以全国范围内企业为标的，优选山东省内优质企业进行投资。

曜为（青岛）产业投资基金合伙企业（有限合伙）为公司于 2021 年发起设立的基金，基金存续期 7 年，基金总规模 7.00 亿元，由子公司山东铁发资本投资管理有限公司出资的曜为铁发（青岛）股权投资中心（有限合伙）作为普通合伙人，认缴出资 1,400.00 万元，出资比例 2.00%；公司本部作为有限合伙人，认缴出资 27,600.00 万元，出资比例 39.42%。该基金重点投资于现代服务业中的运动消费和康养医疗领域。

表 9：截至 2022 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	18.36	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
合计	--	--	98.83	--	62.129	22.96	--

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，公司股权投资仍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，公司仍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，跟踪期内，公司继续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

公司固定收益业务仍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。

2019~2021年及2022年1~3月，公司投资固定收益产品获得收益分别为4.94亿元、11.87亿元、16.58亿元和2.63亿元。

跟踪期内，公司固定收益类业务主要流程未发生变化：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，资金仍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2022年3月末，公司在投资的固定收益产品共56只，合计投资金额162.86亿元。

表 10：截至 2022 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 1~3 月	
山东铁路综合开发有限公司	128,686.00	--	938.16	--	3 年
嘉兴耀茂捌号投资合伙企业（有限合伙）	49,900.00	--	3,118.46	1,184.22	1.5 年
济南铁舜投资合伙企业（有限合伙）（12 期）	49,600.00	--	2,135.64	--	2 年
安吉华坤企业管理合伙企业（有限合伙）	49,500.00	--	2,768.38	--	2 年
济南铁赛投资合伙企业（有限合伙）	49,000.00	--	--	2,134.69	4 年
申万菱信资产-稳健 6 号单一资产管理计划	49,000.00	--	4,954.56	1,266.37	2 年
济南铁盈投资合伙企业（有限合伙）（7 期）	49,000.00	--	3,132.75	1,194.69	2 年
济南铁盈投资合伙企业（有限合伙）（10 期）	49,000.00	--	2,480.67	--	2 年
安吉远胜企业管理合伙企业（有限合伙）	48,500.00	--	--	--	2 年
中信证券股份有限公司山东高铁定向资管计划	48,000.00	512.00	--	--	2 年
枣庄铁新股权投资合伙企业（有限合伙）（5 期）	47,905.44	--	--	--	2 年
安吉辰宁企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	47,500.00	--	--	548.07	1 年
济南铁盈投资合伙企业（有限合伙）（6 期）	44,408.41	--	4,203.07	1,531.87	1 年

济南铁盈投资合伙企业（有限合伙）（11期）	43,000.00	--	1,755.13	999.76	2年
济南兴铁投资合伙企业（有限合伙）（5期）	43,000.00	--	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	--	1.5年
枣庄铁济投资合伙企业（有限合伙）	40,000.00	--	5,605.70	1,862.33	1.5年
合计	877,999.85	512.00	35,459.21	10,722.00	--

注：本表主要列示截至2022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，跟踪期内，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2020年度审计报告、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年度审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，其中，2019年及2020年财务数据采用审计报告期初数，2021年财务数据采用审计报告期末数据，公司各期财务报告按照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

公司铁路投资项目主要处于建设期，仅潍莱高铁实现铁路运营收入，目前铁路运营收入规模较小且呈亏损状态，公司利润总额仍主要依赖投资收益，但受计提多元化投资项目减值准备影响，利润总额有所下滑

公司于2022年开始确认潍莱高铁票款收入，2022年1~3月，公司实现铁路运营收入3,967.65万元，但呈亏损状态，同期营业毛利率为-10.38%。公司收益仍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，2021年及2022年1~3月，分别实现投资收益23.70亿元和4.99亿元。

表 11：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（万元）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
基金管理费	--	228.83	341.73	193.87
铁路运营收入	--	--	--	3,967.65
其他	--	86.50	9.89	--
合计	--	315.33	351.62	4,161.52

毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
基金管理费	--	100.00%	100.00%	100.00%
铁路运营收入	--	--	--	-15.77%
其他	--	0.54%	25.58%	--
合计	--	72.72%	97.91%	-10.38%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。随着公司债务规模的扩大，跟踪期内财务费用大幅增加，主要系社会资本融资款产生的利息支出。

利润总额方面，由于公司收入规模较小，财务费用持续扩张，经营性业务利润持续为负，公司利润总额仍主要由持有及出售多元化投资项目取得的投资收益构成。2021年及2022年1~3月，利润总额分别同比下滑64.89%和96.99%，主要系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所致，同期，公司分别计提信用减值损失7.19亿元和4.23亿元。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	--	--	--	--
管理费用	0.54	0.78	1.19	0.17
研发费用	--	--	--	--
财务费用	6.14	7.43	10.29	2.68
期间费用合计	6.67	8.21	11.49	2.85
期间费用率（%）	--	26,043.76	32,669.33	684.46
经营性业务利润	-6.69	-8.21	-11.49	-2.91
信用减值损失	--	--	-7.19	-4.23
投资收益	9.62	28.33	23.70	4.99
利润总额	2.93	20.13	7.07	0.14

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着铁路建设项目的推进，公司债务规模有所上升，但实收资本陆续到位，公司资本实力显著增强，财务杠杆水平较为稳定

跟踪期内，随着公司铁路项目的投资建设和多

元化投资的增加，公司的资产规模呈现快速增长趋势。截至 2021 年末，公司资产主要由货币资金、其他债权投资、其他权益工具投资和在建工程构成。其中，货币资金较 2020 年末有所增加，主要系募集保险债权资金、发行债务融资工具及多元化投资项目退出所致，同期末受限货币资金为 0.01 亿元，主要系担保保证金；其他债权投资和其他权益工具投资主要系前述多元化投资产品，主要投资于山东铁路有限公司（134.66 亿元）、济南江山投资合伙企业（有限合伙）（39.43 亿元）、济青高速铁路有限公司（35.47 亿元）、济南铁盈投资合伙企业（有限合伙）（19.97 亿元）等；在建工程随潍莱高铁、潍烟高铁和莱荣高铁项目建设投入持续增加。截至 2022 年 3 月末，货币资金受益于地方政府债到位增至 111.10 亿元。

受益于股东对公司投资的资本金陆续到位，公司资本实力显著增强。此外，公司少数股东权益持续增加，主要系随铁路项目建设，公司纳入合并潍烟高铁公司和莱荣高铁公司等子公司所致。

表 13：近年来公司主要资产和权益情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	26.30	38.22	59.10	111.10
交易性金融资产	--	--	10.74	11.47
其他应收款	6.89	49.20	6.32	6.27
其他流动资产	7.17	11.67	21.58	34.50
可供出售金融资产	305.67	--	--	--
其他债权投资	--	55.77	103.39	84.36
其他权益工具投资	--	330.67	340.56	343.47
在建工程	102.49	192.76	364.26	367.29
总资产	448.91	684.10	909.63	975.19
实收资本	197.50	265.15	290.00	290.00
未分配利润	4.83	22.00	26.79	26.87
少数股东权益	33.75	47.20	152.12	167.90
所有者权益	236.62	336.79	481.82	494.30

注：跟踪期内，受执行新金融工具相关会计准则影响，公司可供出售金融资产主要调整至其他债权投资和其他权益工具投资，其中，2020 年为调整后 2021 年 1 月 1 日余额。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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。截至 2021 年末，公司负债主要由应付账款、其他应付款、长期借款、应付债券和长期应付款构成。其中，应付账款主要系

未结算的工程款项；其他应付款较 2020 年末大幅减少，主要系随潍烟高铁公司和莱荣高铁公司成立，其他股东铁路建设资金转入权益核算及公司投资项目往来款减少所致；长期借款随项目建设持续增长；应付债券较 2020 年末增长 35.00 亿元，主要系公司新增发行的“21 铁发 01”和“21 山东铁发 MTN001”；长期应付款主要系应付社会资本融资款，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，2021 年末同比增长 34.21%，主要系社会资本融资款逐步到位，其中太平洋资产管理有限责任公司-山东铁投潍莱高铁债权投资计划到位 13.50 亿元、平安资管山东铁投潍莱高铁基础设施债权投资计划到位 15.00 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司总负债规模增至 480.89 亿元，主要系拨入政府专项债，计入长期应付款。

表 14：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
应付账款	14.24	16.14	23.69	16.31
其他应付款	6.73	90.29	11.91	23.93
长期借款	35.32	63.44	123.39	130.62
应付债券	--	20.00	55.00	55.00
长期应付款	151.62	146.35	196.42	247.86
总负债	212.29	347.31	427.81	480.89
资产负债率	47.29%	50.77%	47.03%	49.31%
总资本化比率	44.66%	44.47%	44.60%	46.95%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

由于公司铁路建设项目较多且投资规模较大，公司对外融资需求较强，近年来公司债务呈现增长态势，但受益于资本实力的持续增强，公司财务杠杆水平较为稳定，资产负债率处于 50%左右，总资本化比率处于 45%左右。

公司经营活动净现金流表现不佳，EBITDA 对债务本金覆盖能力亦较弱，但考虑到公司以长期债务为主，且账面货币资金规模能覆盖短期债务，备用流动性充足，整体短期偿债压力不大

公司铁路投资项目主要处于建设期，仅潍莱高铁实现铁路运营收入，公司收入规模较小，经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力较弱。近年来，公司主要通过银行借款和债券发行等外部融资渠道筹措资金，同时政府及股东提供的资金支持和多元化投资产生的投资收益亦是其资金补充的重要渠道，此外本身持有一定的货币资金，经营所需资金需求可充分满足。

2021 年以来，受计提信用减值损失影响，公司 EBITDA 有所下滑，但仍能够对利息支出形成有效覆盖，但由于债务规模亦呈现增长态势，EBITDA 对债务本金覆盖能力仍较弱。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.3
短期债务	--	35.90	9.28	--
长期债务	190.94	233.79	378.53	437.47
总债务	190.94	269.69	387.82	437.47
货币资金/短期债务	--	1.06	6.37	--
EBITDA/短期债务	--	0.81	2.00	--
经营活动净现金流	15.11	-1.98	-3.50	-0.82
经营活动净现金/总债务	0.08	-0.01	-0.01	-0.01*
经营活动净现金/利息支出	2.07	-0.18	-0.23	-0.26
EBITDA	9.61	28.98	18.61	3.27
总债务/EBITDA	19.86	9.30	20.84	33.49
EBITDA 利息倍数	1.32	2.60	1.22	1.04

注：带*指标经过年化调整。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从债务到期期限来看，截至 2022 年 3 月末，公司债务均为长期债务。截至 2022 年 3 月末，公司总债务规模为 437.47 亿元，主要集中于 2024 年及以后到期，且考虑到公司账面货币资金规模尚可，公司整体短期偿债压力不大。

表 16：截至 2022 年 3 月末公司到期债务分布（亿元）

	2022.4~12	2023	2024	2025 年及以后
到期债务	4.42	0.42	45.42	387.21

注：2022 年 4~12 月到期债务中包含其他非流动负债和长期借款中公司计划偿还的有息债务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

充足的外部授信能够对整体偿债能力提供支持

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司共获得各金融机构的银行授信 765.51 亿元，尚未使用信用授信额度为 515.90 亿元，备用流动性充足。

对外担保方面，截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至 2022 年 3 月末，公司受限资产合计为 8.46 亿元，占当期末总资产的 0.87%。其中，受限货币资金 0.01 亿元，主要系担保保证金；受限在建工程 8.44 亿元，主要用于抵押贷款。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 5 月 31 日，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息信息。近年来，公司及其子公司未发生债务违约情形。

外部支持

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，跟踪期内，公司持续获得股东、政府在资金方面强有力的支持

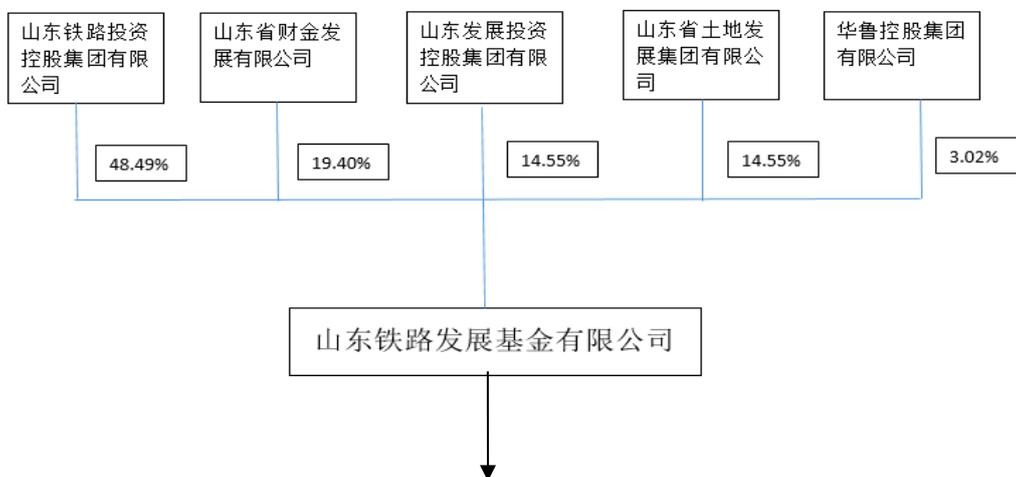
如前所述，公司为重点投资山东省高速铁路等项目建设的专项建设基金公司，主要承担资金募集、铁路项目投资，并通过市场化投资实现增值的任务。未来，山东省主导建设的铁路项目将主要由公司作为省级出资人代表进行投资建设，公司对山东省构建“四横六纵三环”的现代化高铁网络，实现综合交通网中长期规划具有重要意义，跟踪期内，公司持续获得股东、政府在资金方面强有力的支持。2021 年，山东省财政厅出资 24.85 亿元，计入“实收资本”，资本实力进一步增强。

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。

评级结论

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

附一：山东铁路发展基金有限公司股权结构图和组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



全称	注册资本（万元）	持股比例（%）
山东潍莱高速铁路有限公司	564,900.00	59.25
山东潍烟高速铁路有限公司	2,560,219.00	44.99
山东莱荣高速铁路有限公司	1,553,988.00	41.45
山东济枣高速铁路有限公司	80,000.00	50.00
山东铁发资本投资管理有限公司	1,000.00	51.00
山东铁发股权投资管理有限公司	1,250.00	80.00
山东铁发资产管理有限公司	100,000.00	100.00



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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	263,040.72	382,199.13	591,018.39	1,110,950.35
应收账款	0.00	330.75	1,577.70	1,399.02
其他应收款	68,931.90	491,990.25	63,217.36	62,678.58
存货	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	3,056,707.04	3,865,229.14	4,440,199.82	4,279,067.26
在建工程	1,024,904.78	1,927,585.16	3,642,571.35	3,672,936.93
无形资产	0.00	0.00	67.85	62.03
总资产	4,489,121.99	6,840,959.02	9,096,308.50	9,751,901.31
其他应付款	67,325.25	902,913.88	119,124.62	239,260.13
短期债务	0.00	358,952.13	92,835.94	0.00
长期债务	1,909,441.68	2,337,925.33	3,785,318.56	4,374,715.66
总债务	1,909,441.68	2,696,877.46	3,878,154.50	4,374,715.66
总负债	2,122,891.85	3,473,053.12	4,278,091.11	4,808,940.41
费用化利息支出	66,861.52	88,539.65	115,406.57	--
资本化利息支出	5,958.74	23,139.08	37,564.78	--
实收资本	1,975,013.00	2,651,513.00	2,900,013.00	2,900,013.00
少数股东权益	337,529.94	471,979.79	1,521,180.80	1,679,046.55
所有者权益合计	2,366,230.13	3,367,905.91	4,818,217.39	4,942,960.90
营业总收入	0.00	315.33	351.62	4,161.52
经营性业务利润	-66,908.76	-82,084.07	-114,912.04	-29,062.12
投资收益	96,165.67	283,342.22	237,018.16	49,947.01
净利润	28,935.33	190,748.77	53,360.49	745.30
EBIT	96,118.43	289,797.80	186,061.56	--
EBITDA	96,138.22	289,841.32	186,118.78	--
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	532.67	1,257.21	5,928.31
收到其他与经营活动有关的现金	172,905.25	372,809.98	232,177.05	16,899.11
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	1.08	116.02	116.02
支付其他与经营活动有关的现金	15,653.62	383,755.87	255,577.50	19,022.48
吸收投资收到的现金	606,887.57	682,911.16	738,275.50	171,258.35
资本支出	467,460.09	376,834.59	1,507,926.67	246,344.91
经营活动产生现金净流量	151,075.94	-19,785.57	-35,029.99	-8,190.78
投资活动产生现金净流量	-1,575,483.61	-897,894.58	-1,823,036.72	-198,398.28
筹资活动产生现金净流量	1,605,555.81	1,036,838.56	2,066,778.72	726,521.01
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	--	72.72	66.78	-13.01
期间费用率(%)	--	26,043.76	32,669.33	684.46
应收类款项/总资产(%)	1.54	7.20	0.71	0.66
收现比(X)	--	1.69	3.58	1.42
总资产收益率(%)	2.67	5.12	2.33	--
资产负债率(%)	47.29	50.77	47.03	49.31
总资本化比率(%)	44.66	44.47	44.60	27.30
短期债务/总债务(%)	0.00	13.31	2.39	0.00
FFO/总债务(X)	0.00	0.00	-0.01	--
FFO 利息倍数(X)	-0.05	-0.01	-0.15	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.07	-0.18	-0.23	--
总债务/EBITDA(X)	19.86	9.30	20.84	--
EBITDA/短期债务(X)	--	0.81	2.00	--
货币资金/短期债务(X)	--	1.06	6.37	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.32	2.60	1.22	--

注：1、中诚信国际根据 2020 年~2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将计入其他应付款的有息债务调入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中的有息债务调入长期债务核算。

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
	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=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”。

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。