



山东国惠投资控股集团有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号:信评委函字[2023]跟踪1465号

声 明

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

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 06 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果

山东国惠投资控股集团有限公司

AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果

“22 国惠 03/22 国惠债 01”、“21 山东国惠 MTN001”、
“21 山东国惠 MTN002A”、“21 山东国惠 MTN002B”

AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为山东省经济稳定发展，潜在的支持能力很强；山东国惠投资控股集团有限公司（以下简称“山东国惠”或“公司”）作为山东省级的国有资本运营平台和新旧动能转换重大工程服务平台，承担着以市场化手段贯彻省政府战略意图、做大做强优势产业，培育发展新兴产业的使命，对山东省政府的重要性强，与山东省政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际关注到总债务快速上升，面临短期偿债压力、投资收益稳定性有待加强以及融资租赁业务区域和行业集中度较高等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，山东国惠投资控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司资产质量显著下降；风险控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况恶化；外部支持能力及意愿大幅弱化等。

正面

- **良好的外部环境。**山东省政治经济地位重要，经济与财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部条件。
- **战略地位重要，实力显著增强。**公司由山东省国资委出资成立，仍定位于省级的国有资本运营平台和新旧动能转换重大工程服务平台，在山东省国资体系中居于重要地位。并且在省政府支持下，公司积极整合优质资产，业务范围逐步拓宽，资产规模及自有资本实力均明显增强。

关注

- **总债务快速上升，关注短期偿债压力。**跟踪期内，公司总债务规模继续快速上升，且一年内到期的债务规模较大，需关注短期偿债压力。
- **投资收益稳定性。**投资收益对公司总体盈利能力有重大影响，但易受市场环境变化等影响，需关注公司投资收益稳定性。
- **融资租赁业务区域和行业集中度较高。**公司融资租赁业务主要集中在基础设施和水利、环境和公用设施等领域，超过一半集中在山东省，行业和区域集中度相对较高，不利于分散风险。

项目负责人：邢 杰 jxing@ccxi.com.cn

项目组成员：孙 悦 ysun02@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

山东国惠（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资产总计（亿元）	1,311.47	1,509.35	1,684.61	1,740.65
所有者权益合计（亿元）	870.39	942.45	1,005.22	1,014.18
负债合计（亿元）	441.08	566.90	679.39	726.46
总债务（亿元）	388.02	480.61	575.02	625.21
营业总收入（亿元）	116.58	131.00	200.24	58.70
净利润（亿元）	5.86	13.51	20.34	6.48
EBIT（亿元）	20.55	30.43	41.91	12.66
EBITDA（亿元）	25.51	38.63	46.54	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.24	-59.68	-46.10	-26.04
营业毛利率(%)	14.73	22.22	21.57	21.26
总资产收益率(%)	1.57	2.16	2.62	2.96
EBIT 利润率(%)	17.63	23.23	20.93	21.56
资产负债率(%)	33.63	37.56	40.33	41.74
总资本化比率(%)	30.83	33.77	36.39	38.14
总债务/EBITDA(X)	15.21	12.44	12.36	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.63	1.98	2.31	--
FFO/总债务(X)	0.00	0.04	0.04	-0.22
山东国惠（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
资产总计（亿元）	980.33	1,112.27	1,222.31	1,247.60
负债合计（亿元）	167.85	229.94	281.12	307.98
总债务（亿元）	161.32	205.15	250.25	275.05
所有者权益合计（亿元）	812.48	882.33	941.19	939.63
投资收益（亿元）	11.31	10.55	9.83	--
净利润（亿元）	4.62	6.25	7.65	-0.80
EBIT（亿元）	13.62	13.83	16.98	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	39.78	-44.59	-15.48	-16.73
经调整的净资产收益率（%）	0.57	0.74	0.84	-0.34
资产负债率（%）	17.12	20.67	23.00	24.69
总资本化比率（%）	16.57	18.86	21.00	22.64
总债务/投资组合市值（%）	17.20	20.25	22.75	24.88
现金流利息覆盖倍数（X）	6.08	-4.92	-0.30	-6.62

注：1、中诚信国际根据经中证天通会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年财务报告和经新联谊会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年财务报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款和其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款中的有息负债调整到长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息

山东国惠投资控股集团有限公司					
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	--	2022/9/30	邢杰、孙悦、陈星宇	中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 (C210100_2022_01)	阅读原文
AAA/稳定	22 国惠 03/22 国惠债 01 (AAA)	2022/07/26	邢杰、孙悦	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读原文
AAA/稳定	21 山东国惠 MTN002B (AAA) 21 山东国惠 MTN002A (AAA) 21 山东国惠 MTN001 (AAA)	2022/6/28	邢杰、孙悦	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	21 山东国惠 MTN002A (AAA) 21 山东国惠 MTN002B (AAA)	2021/08/05	邢杰、孙悦	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读原文
AAA/稳定	21 山东国惠 MTN001 (AAA)	2021/01/14	邵新惠、吴凯琳、邢杰	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	--

注：中诚信国际口径。

同行业比较（2022 年母公司数据）

公司名称	业务定位	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	投资收益 (亿元)	净利润 (亿元)
山东国惠	山东省级国有资本运营平台和新旧动能转换重大工程服务平台	1,222.31	941.19	23.00	9.83	7.65
山东国投	山东省重要的国有资本运营平台，投资领域以 IT、医药、贸易为主	265.98	121.71	54.24	10.21	-6.51
福建投资集团	福建省省属大型国有综合性投资集团公司和主要的国有资产运营主体	1,224.55	555.70	54.62	41.12	24.76
浙江国资	浙江省重要的国有资本投资运营公司，投资方向涵盖制氧机、汽轮机及电力设备制造等	228.86	156.86	31.46	5.96	5.33

中诚信国际认为，山东国惠与行业可比公司均具有明确的投资职能定位，与同行业相比，山东国惠投资领域较为分散，投资策略稳健，投资风险很低，具有较强的资本实力，投资组合中上市公司市值占比很低，资产流动性很低，总体财务风险较低。

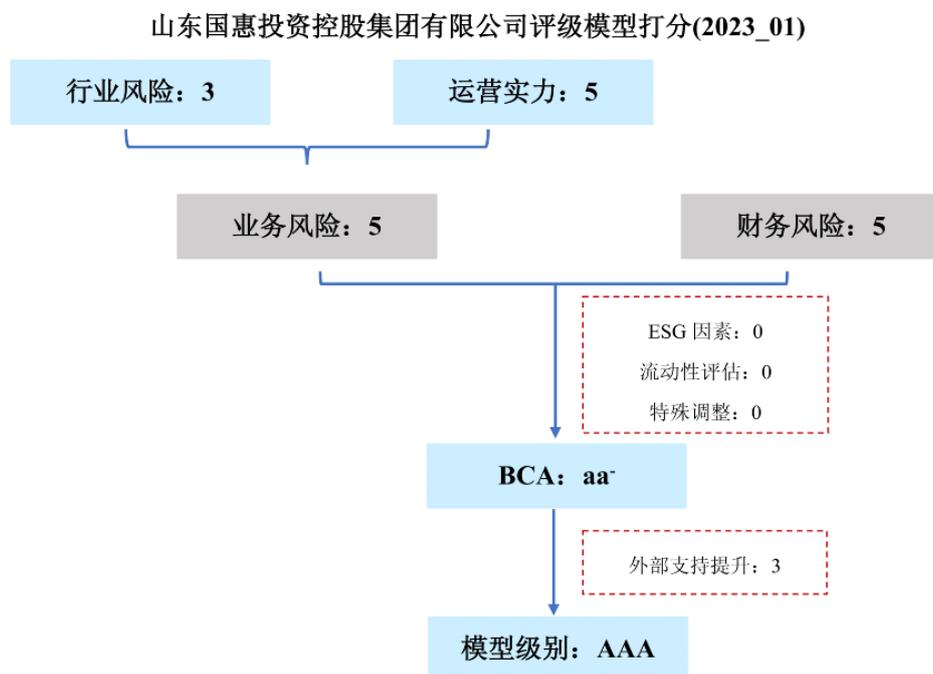
注：1、“山东国投”系“山东省国有资产投资控股有限公司”公司简称；“福建投资集团”系“福建省投资开发集团有限责任公司”公司简称；“浙江国资”系“浙江省国有资本运营有限公司”公司简称；2、上述企业所有者权益均未调整其他调整项，为单体报表数值。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
22 国惠 03/ 22 国惠债 01	AAA	AAA	2022/7/26	11.50	11.50	2022/8/25~2029/8/27 (3+3+1)	调整票面利率/回售条款
21 山东国惠 MTN001	AAA	AAA	2022/6/28	20.00	20.00	2021/2/4~2024/2/4	出售/转移重大资产
21 山东国惠 MTN002A	AAA	AAA	2022/6/28	10.00	10.00	2021/8/25~2024/8/25 (2+1)	出售/转移重大资产， 调整票面利率，回售
21 山东国惠 MTN002B	AAA	AAA	2022/6/28	10.00	10.00	2021/8/25~2026/8/25 (2+1)	出售/转移重大资产， 调整票面利率，回售

评级模型



方法论

中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2022_01

■ 业务风险:

山东国惠属于投资控股企业，因投资于行业信用风险程度不同的国民经济多个行业，面临的行业风险处于均衡状态，中国投资控股企业风险评估为中等；山东国惠建立相应的投资管理与风险管理机制，风控措施相对完善；母公司所持投资组合流动性很低，各子公司运营相对稳定，盈利能力较好，投资收益对公司利润贡献亦较大，需对子公司各业务运营情况和投资收益稳定性保持关注。

■ 财务风险:

山东国惠本部经营活动净现金流不能对利息有效覆盖，货币资金及其等价物不能覆盖短期债务，且持有的投资组合资产流动性很低。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对山东国惠个体基础信用等级无影响，山东国惠具有 aa⁻ 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

山东省经济和财政实力很强，具有很强的支持能力，对公司具有很强的支持意愿。公司系山东省级国有资本运营平台和新旧动能转换重大工程服务平台，承担着以市场化手段贯彻省政府战略意图、做大做强优势产业，培育发展新兴产业的使命，职能定位明确，对政府重要性高；公司发展过程中在资产划转和资金方面获得政府支持方面有着良好记录，与政府的关联度高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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定期与不定期跟踪评级，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

2022 年第一期山东国惠投资控股集团有限公司公司债券（债券简称为“22 国惠 03/22 国惠债 01”，证券代码为“184544.SH/2280377.IB”），发行规模为 11.50 亿元，当前余额为 11.50 亿元，票面利率为 2.80%，到期日为 2029 年 8 月 27 日，“22 国惠 03/22 国惠债 01”所募集资金为 11.50 亿元，募集资金用途为全部补充运营资金。截至 2023 年 3 月末，募集资金已全部按募集说明约定的程序和用途使用完毕。

近期关注

宏观经济与政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

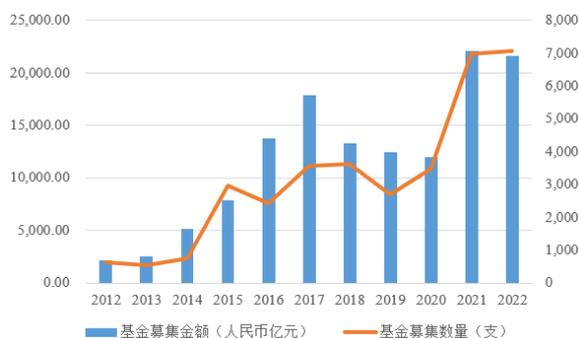
详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业概况

2022 年我国股权投资市场承压发展，投资和退出呈下降态势，投资行业集中度仍较高；随着 IPO 项目溢价逐步降低和上市不确定性持续增加，VC/PE 机构积极寻求多渠道退出。

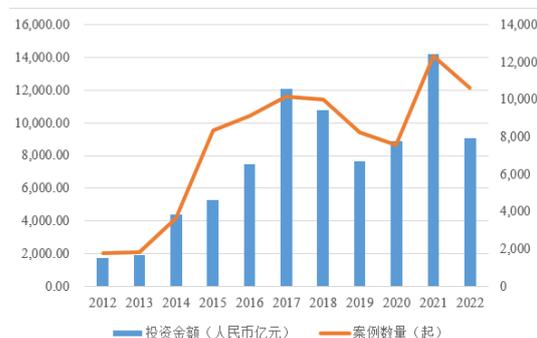
2022 年，中国股权投资市场承压发展，投资和退出呈现下降态势。募资方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年中国股权投资市场新募基金 7,061 支，同比微升 1.2%，披露募集金额 21,582.55 亿元，同比小幅下滑 2.3%，结构分化问题延续。分币种看，2022 年人民币基金募集规模达 19,086.50 亿元，同比上升 0.4%，外币基金募集金额降幅 18.6%。投资方面，根据清科研究中心统计数据，在经历 2021 年的补足式增长后，2022 年中国股权投资市场热度有所下降，投资案例发生 10,650 起，同比下滑 13.6%，投资总金额为 9,076.79 亿元，同比上升 36.2%。从投资行业看，各类型投资机构均偏好投资 IT、生物科技医疗/医疗健康、半导体及电子设备，前三大行业投资案例占比超 64%，投资区域集中在京沪粤苏浙等经济发达地区。

图 1：2012~2022 年中国股权投资市场基金募资情况（包括早期投资、VC、PE）



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

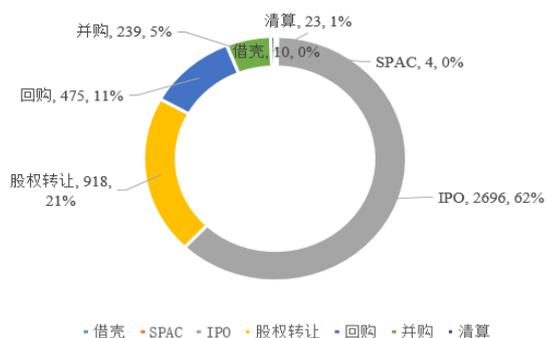
图 2：2012~2022 年中国股权投资市场投资情况（包括早期投资、VC、PE）



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

退出方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年被投企业 IPO 案例数共 2,696 笔，同比下降 13.0%；并购性质的案例数量显著提升，并购/借壳/SPAC 的案例同比上升 29.7%，股转和回购案例数同比分别上升 10.1%、21.8%。退出分布方面，2022 年被投企业 IPO 案例数占比 61.8%，相比 2021 年下降 6.6 个百分点。股转和回购占比分别上升 2.6 个百分点和 2.3 个百分点，并购退出占比同比上升 1.2 个百分点。总体来看，2022 年随着 IPO 项目溢价逐步降低和上市不确定性持续增加，VC/PE 机构也开始调整退出策略，积极采用更加灵活、多样的退出方式以获取现金收益。

图 3：2022 年中国股权投资市场退出方式分布（按退出案例数，笔）



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，山东国惠职能定位未有变化，仍系省级国有资本运营平台和新旧动能转换重大工程服务平台，地位重要，运营实力处于行业中上水平；公司持有的投资标的在行业分布方面较为分散，从投资组合市值占比来看仍有一定集中度，目前公司已建立了较为完善的投资管理和风险控制制度，跟踪期内未发生重大不利风险事件；跟踪期内，公司投资收益有所下降，需对未来投资收益水平保持持续关注。

公司仍系省级国有资本运营平台和新旧动能转换重大工程服务平台，承担着以市场化手段贯彻省政府战略意图、做大做强优势产业，培育发展新兴产业的使命，职能定位明确，重要性高；投资管理机制和风险控制机制较为完善，对子公司的长期股权投资以及政策性投资形成的其他权益工具投资以长期持有为主，直接持有的上市公司市值很低，投资组合的资产流动性较低，同时需关注投资收益稳定性。

跟踪期内，公司定位没有变化，仍系省级国有资本运营平台和新旧动能转换重大工程服务平台，承担着以市场化手段贯彻省政府战略意图、做大做强优势产业，培育发展新兴产业的使命。受益于明确的职能定位以及政府的大力支持，公司陆续接收省属优质资产，自身合并范围不断扩大，经营范围逐步拓展，业务规模也急剧扩张。截至 2022 年末，已形成了融资租赁、生产制造、商品贸易及工程建设等并举的多元化业务布局。

投资管理方面，为规范投资行为，规范年度投资计划管理，防控投资风险，提高投资收益，公司制定了《山东国惠投资有限公司投资管理办法》、《山东国惠投资有限公司年度投资计划操作指引》。上述办法和指引对公司本部及权属企业的投资行为、投资计划管理工作，包括投资计划的编制、论证、决策、执行、监督等形成了全流程规范。

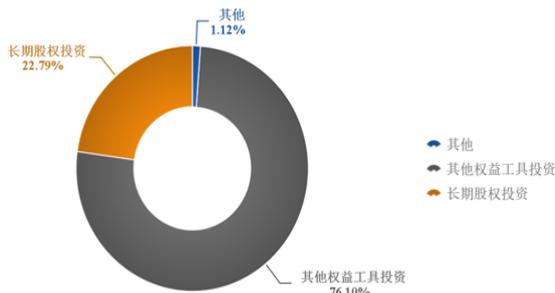
风险管理方面，为提高风险管理水平，公司制定了《山东国惠投资有限公司档案管理办法（试行）》、《山东国惠投资有限公司合同管理暂行办法》、《山东国惠投资有限公司印章使用和管理办法》等，对内部控制制度的落实进行定期和不定期检查。同时，公司通过财务管理及融资管理、对外投资管理、对子公司管理等相关制度对子公司的租赁业务进行穿透管理。子公司国泰租赁有限公司（以下简称“国泰租赁”）也制定了一套适合融资租赁行业特点的风险管理制度，包括《融资租赁业务尽职调查工作指引》、《风险管理办法》、《资金管理制度》、《国泰租赁有限公司租后管理办法》、《国泰租赁有限公司租后检查管理办法》、《国泰租赁有限公司租赁业务风险预警制度》等，规范了从贷前审批到贷后管理的操作流程。跟踪期内，公司未发生重大投资风险事件。2022 年公司实现投资收益 10.07 亿元，同比下降 20.90%，需对投资收益稳定性保持关注。

公司投资组合较为多元化，但主要系对子公司的长期股权投资以及政策性投资形成的其他权益工具投资以长期持有为主，同时直接持有的上市公司市值很低，投资组合的资产流动性较低。

公司本部无实体经营业务，目前主要通过权属子公司开展融资租赁、生产制造、商品贸易及工程建设等业务。公司投资组合主要由本部持有，主要系对下属子公司出资形成的长期股权投资，以及持有的其他权益工具投资，系无偿划入的省属国有企业股权，被持股企业主要为省内大型基建、矿业和能源类企业，主要分布在交通建设、能源开发和矿业开采等行业，布局较为分散，单项投资占投资组合市值的比例不超过 40%，跟踪期内，主要受公允价值变动影响有所增长。截至 2022

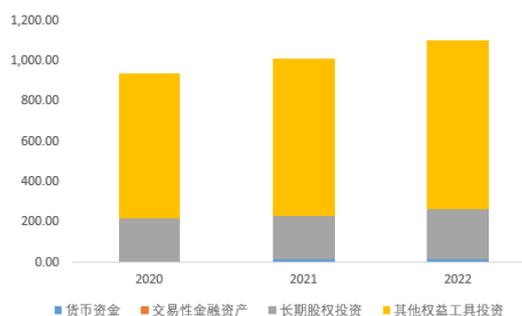
年末，公司本部直接持有上市公司鲁银投资股份有限公司（以下简称“鲁银投资”，600874.SH）约 2.14 亿股股权和山东圣阳电源股份有限公司（以下简称“圣阳股份”，002580.SZ）约 1.05 亿股股权，同期末市值合计约 23.02 亿元，占投资组合市值的比例很低。总体上，公司本部所持股权主要为非上市股权，主要为对子公司的长期股权投资以及政府划入的其他权益工具投资，预计公司将长期持有上述股权，货币资金和交易性金融资产占比很低，投资组合的资产流动性较低。

图 4：2022 年末本部投资组合分布情况



注：表内百分比为各明细项在投资组合市值中占比。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 5：近年来本部投资组合变化情况（亿元）



资料来源：公司报表，中诚信国际整理

山东国惠逐渐形成以融资租赁、生产制造、商品贸易及工程建设等为主的多元化业务布局，跟踪期内，各项业务总体呈增长趋势。其中，公司融资租赁业务保持较快增长，需关注山东等部分区域信用风险暴露对公司资产质量的影响，并适当关注行业集中度风险；生产制造业务收入及盈利均保持增长态势，需适当关注生产制造业务所涉行业上下游供需变化趋势对经营活动的影响；贸易业务规模大幅增长，但毛利率较低，同时需关注业务集中度较高的风险；受市场环境的影响，工程施工业务中标合同金额有所波动，但依托区位优势 and 自身较全的业务资质与技术，在当地仍具有一定的市场竞争力。

跟踪期内，国泰租赁大力拓展租赁业务，主要投向基础设施及公用事业等领域，租赁资产规模实现较快增长；业务模式仍以售后回租为主，区域及行业集中度较高，需关注山东部分区域信用风险暴露对公司资产质量的影响，并适当关注行业集中度风险。

跟踪期内，国泰租赁突出主业，加大租赁业务市场拓展力度，同时出于业务转型和风险控制考虑，持续调整业务结构，目前主要投向基础设施，水利、环境和公共设施，交通运输、文化旅游等行业，推动租赁资产规模较快增长。截至 2022 年末，国泰租赁应收融资租赁款总额为 325.10 亿元，同比增长 18.90%。2022 年以来，得益于基础设施建设项目资金需求的回升，国泰租赁业务储备较多，租赁业务明显放量，同时国泰租赁对总部和子公司业务部门进行整合、加大客户经理考核力度，当期签订租赁合同 290 个，实际投放金额 195.87 亿元，同比增长 22.85%。

表 1：近年来公司租赁业务合同签订与投放情况

	2020	2021	2022
签订租赁合同数量（个）	133	233	290
实际投放金额（亿元）	98.51	159.44	195.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从租赁模式来看，国泰租赁的租赁业务主要为融资租赁，且以售后回租为主，截至 2022 年末，售

后回租业务占比为 99.66%。风险缓释方面，国泰租赁融资租赁业务绝大部分具备担保、抵押或质押等措施，为应收融资租赁款的按时回款提供一定保障。从租赁期限来看，国泰租赁的租赁项目期限主要为 2-3 年。

表 2：近年来公司融资租赁模式分布情况（亿元、%）

	2020		2021		2022	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直租	1.37	0.76	0.88	0.32	1.12	0.34
售后回租	179.37	99.24	272.63	99.68	323.98	99.66
合计	180.74	100.00	273.51	100.00	325.10	100.00

注：由于四舍五入原因可能导致合计数存在尾差。

资料来源：国泰租赁，中诚信国际整理

从区域分布来看，国泰租赁业务立足山东、面向全国，逐步形成以长三角、珠三角为重点区域，中西部为次重点区域的全国业务布局。截至 2022 年末，国泰租赁主要业务区域为山东、江苏等中东部地区，占应收融资租赁款总额的比重分别为 52.91%和 13.22%。近年来在宏观经济下行的背景下，山东等部分区域信用违约事件频发，需持续关注区域信用风险暴露对公司资产质量的影响。

表 3：近年来公司应收融资租赁款总额按区域分布情况（亿元、%）

	2021		2022	
	金额	占比	金额	占比
山东	138.32	50.57	172.00	52.91
江苏	22.46	8.21	42.97	13.22
浙江	7.56	2.76	7.57	2.33
陕西	10.58	3.87	8.06	2.48
湖南	10.09	3.69	7.68	2.36
湖北	10.23	3.74	8.51	2.62
四川	8.83	3.23	6.52	2.01
其他	65.44	23.93	71.79	22.08
合计	273.51	100.00	325.10	100.00

注：由于四舍五入原因可能导致合计数存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从行业分布来看，近年来国泰租赁优先推进中东部地区以水、热、电、气、文旅等为主业且具有持续稳定经营收入的国有企业项目，并与浙江大搜车融资租赁有限公司及杭州大搜车汽车服务有限公司合作拓展车辆租赁业务，同时控制商业物产板块投放力度。截至 2022 年末，国泰租赁融资租赁业务投放前五大行业为基础设施，水利、环境和公共设施，交通运输、仓储和邮政业，文化旅游和商业物产，上述行业应收融资租赁款总额在全部应收融资租赁款总额中的占比分别为 41.34%、28.68%、8.25%、7.77%和 5.55%，合计达 91.58%，行业集中度较高。

表 4：近年来公司应收融资租赁款总额按行业分布情况（亿元、%）

	2020		2021		2022	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
基础设施	69.31	38.35	113.75	41.59	134.40	41.34
水利、环境和公共设施	32.49	17.97	51.39	18.79	93.23	28.68

交通运输、仓储和邮政业	17.80	9.85	18.82	6.88	26.81	8.25
文化旅游业	17.54	9.70	27.45	10.04	25.25	7.77
商业物产	21.87	12.10	37.22	13.61	18.04	5.55
机械制造	2.66	1.47	1.43	0.52	5.20	1.60
化工及轻工业	5.52	3.05	5.42	1.98	2.77	0.85
采矿业	5.46	3.02	2.87	1.05	2.73	0.84
其他	8.09	4.48	15.16	5.54	16.66	5.13
合计	180.74	100.00	273.51	100.00	325.10	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司生产制造业务收入及盈利贡献均保持增长态势，需适当关注生产制造业务所涉行业上下游供需变化趋势对经营活动的影响。

公司生产制造业务主要由子公司鲁银投资（600784.SH）和圣阳股份（002580.SZ）负责运营。山东国惠自 2018 年 4 月以 15 亿元对价受让鲁银投资部分股权后成为其控股股东，截至 2022 年，山东国惠直接及间接持有鲁银投资 35.86% 的股份，仍对其有控制权。2021 年 1 月，圣阳股份向山东国惠非公开发行人民币普通股（A 股）股票 104,738,998 股，募集资金 494,368,070.56 元，山东国惠直接持有圣阳股份总股本的 23.08%，为其控股股东，截至 2022 年末前述持股比例不变。随着公司先后获取对鲁银投资、圣阳股份的控制权，公司生产制造业务收入在公司主营业务中的比重快速增长，业务重要性日渐突出。

鲁银投资实行一体化产供销模式经营盐制品和新材料两大主业板块，近年来收入持续增长。盐业板块主要产品为食盐和生活用盐、工业盐、溴素，主要用于食品及两碱工业用盐等行业，其中食用盐商标为“鲁晶”，在山东省内具有较高市场知名度；2022 年鲁银投资实现盐业收入 20.12 亿元，同比增长 32.98%，毛利率 30.10%，同比增加 2.13 个百分点。新材料业务方面，鲁银投资下属子公司山东鲁银新材料科技有限公司为目前行业内规模最大的钢铁粉末生产企业，主要产品包括还原系列、水雾化系列钢铁粉末及高性能合金特种粉末材料，主要应用于汽车、家电等行业；受下游汽车行业景气度影响，2022 年鲁银投资实现粉末冶金及制品收入 12.10 亿元，同比仅小幅增长 2.36%，毛利率 14.85%，同比增加 0.73 个百分点。

表 5：2020-2022 年鲁银投资收入情况（亿元）

收入	2020	2021	2022
盐业	11.62	15.13	20.12
粉末冶金及制品	7.33	11.82	12.10
贸易	5.29	2.74	5.31
其他	1.16	0.51	0.36
合计	25.40	30.20	37.89

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

圣阳股份为国家级高新技术企业，主业系电池生产，主要产品包括锂离子电池及系统、铅蓄电池及系统、新能源系统集成产品及服务等，以内销为主，重点应用于通信等网络能源领域、户用储能等智慧储能领域和工程机械车辆等绿色动力领域。2022 年，圣阳股份实现营业总收入 27.96 亿元，同比增长 33.76%；同期毛利率 15.88%，同比增加 1.56 个百分点，已成为公司生产制造业务

的重要组成部分，随着后续业务拓展，未来营收规模仍有增长空间。

跟踪期内，公司贸易业务规模大幅增长，但转口贸易业务的低利润率拉低了整体的贸易业务毛利率，同时需关注业务集中度较高的风险。

2021 年，随着山东交运股权的划出，公司与之相关的贸易、旅游、浮桥服务和收费等相关业务收入将一起划出，对公司贸易规模的稳定性产生一定影响。2021 年以来，公司供应链贸易业务主要由国泰租赁全资子公司香港富春盛国际贸易有限公司（以下简称“富春盛贸易公司”）和济南润惠国际贸易有限公司（以下简称“润惠公司”）负责。富春盛贸易公司主要进行铁矿石、铜精矿、电解铜等境外转口贸易，合作地区有香港地区、新加坡等，上下游价格均为锁定价格，无实际经营风险，结算方式主要为外币现汇。润惠公司现有业务以矿石矿粉、水泥、钢材、电器设备等为主，以山东省内客户为主，逐步延展至周边省份，上下游采销价格均为锁定价格，无货物价格波动等经营风险，结算方式采用电汇及商业汇票，业务期限原则上不超过 180 天。2022 年，富春盛贸易公司和润惠公司共实现贸易业务收入 72.15 亿元，其中前五大下游客户销售金额达 63.84 亿元，占比 87.62%，整体集中度较高。

此外，鲁银投资根据自身业务发展需要保有一定的商业贸易规模，同期，鲁银投资实现贸易收入 5.31 亿元，贸易规模整体保持稳定。

总体上，2022 年供应链贸易规模大幅增长带动公司整体贸易业务量增长，但转口贸易业务的低利润率亦进一步拉低整体的贸易业务毛利率。

跟踪期内，受市场环境的影响，公司工程施工业务中标合同金额有所波动，但依托区位优势 and 自身较全的业务资质与技术，在当地仍具有一定的市场竞争力；在手项目相对充足，仍可为后续业务发展提供助力。

山东国惠的工程业务由山东建勘集团有限公司（以下简称“山东建勘”）和山东环城城建工程有限公司（以下简称“山东环城城建”）负责运营，山东环城城建系山东国泰实业有限公司（以下简称“国泰实业”）子公司。

山东建勘始建于 1958 年，原为山东省住建厅直属的综合勘察设计甲级单位，2016 年划入公司，2017 年 12 月整体改制为集团化公司制企业，主要从事岩土工程勘察、建筑工程设计、工程测量与地形测绘以及污染土治理等方面的专业服务，具备工程勘察综合类甲级、建筑工程设计甲级和地基与基础工程专业承包壹级等专业资质。山东建勘项目主要集中在山东地区，亦会辐射至其他省市。业务模式方面主要以招投标方式承揽，业主方根据合同约定的金额，按工程进度每月支付工程款项，山东建勘按工程进度确认收入。根据承接的项目工期时间不一，基础施工类以 45 天~2 个月为主。近年来，山东建勘中标合同金额稳步增长，业务收入呈持续增长态势。

表 6：2020-2022 年山东建勘业务情况

项目名称	2020	2021	2022
中标项目数（项）	1,580	1,521	1,389
中标合同金额（万元）	99,519.95	92,845.49	131,107.52
实现收入（万元）	93,414.63	94,752.85	133,246.85

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年末，山东建勘主要在建项目集中于山东省济南市、潍坊市和菏泽市，在建项目合同总价为 2.54 亿元，均约定以现金结算，同期末已回款金额 0.98 亿元。

表 7：截至 2022 年末山东建勘主要在建项目情况（万元）

项目名称	委托方	开工时间	合同价	已回款
济南地铁4号线06工区泉城公园站主体及附属结构工程	中铁十四局集团有限公司	2022.04	2,166.39	190.00
山东德云文化广场项目基坑支护与降水工程施工合同	山东正东置业有限公司	2021.06	3,216.77	140.00
鲁银 150MW 光伏发电项目桩基工程	信息产业电子第十一设计研究院科技工程股份有限公司	2022.09	5,902.77	3,602.49
华能山盐 150 兆瓦光伏发电项目工程桩施工项目	中戈建工集团有限公司济宁分公司	2022.10	4,092.00	2,133.56
临空经济开发区污水处理厂项目	中信建设有限责任公司	2021.09	2,474.90	1,813.68
禹瀚城项目和园桩基工程	济南黄河路桥建设集团有限公司	2022.09	3,182.32	-
章丘区生活垃圾焚烧发电项目二期工程桩基工程	济南绿动环保有限公司	2022.02	2,220.98	1,763.17
云麓澜樾项目桩基工程	菏泽市京九高铁开发有限公司	2022.10	2,109.90	150.00
合计	-	-	25,366.03	9,792.90

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

山东环城城建主要负责园林工程、城市及道路照明工程等基础设施建设工程，于 2017 年 1 月被国泰实业收购并纳入合并范围。山东环城城建具有市政公用工程施工总承包壹级资质、防水防腐保温工程专业承包贰级资质、建筑装修装饰工程专业承包贰级等资质。

山东环城城建工程施工项目主要集中在山东地区，业主方以国有企业为主；业务模式方面采用市场化招投标模式，主要为山东环城城建与业主方签订建设工程施工合同并据以施工，根据完工进度确认收入。跟踪期内，受市场环境的影响，山东环城城建中标项目及中标合同金额有所减少，营业收入亦呈下降趋势。近年来公司在资质方面逐步完善，业务规模仍有进一步发展的基础。

表 8：2020-2022 年山东环城城建业务情况（项、万元）

项目名称	2020	2021	2022
中标项目数	21	19	33
中标合同金额	186,676.58	91,500.62	74,175.80
实现收入	96,352.64	55,296.83	44,276.52

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年末，山东环城城建主要在建项目合同总价为 8.47 亿元；同期末，山东环城城建无拟建项目。2022 年，公司在手项目相对充足，可为后续业务发展提供一定保障。

表 9：截至 2022 年末山东环城城建主要在建项目情况（万元）

项目名称	委托单位	开工时间	竣工时间	合同价
周村区城乡环境综合整治和教育设施建设项目	淄博周村城市建设发展有限公司	2020.2	2023.12	63,378.82
佰才邦 5G+工业互联网一期项目产业地块景观园林、室外管网道路及海绵城市工程	青岛国泰智城产业发展有限公司	2022.4	2023.5	2,342.31
济南腊山统建项目	中国人民解放军联勤保障部队第四工程代建管理办公室	2022.10	2023.6	4,654.74
莒县城市智能综合停车场项目（一期）	莒县城市建设投资集团有限公司	2022.6	2023.8	7,322.18
山东圣阳年产 4GWh 圆柱锂电池项目	山东圣阳锂电新能源有限公司	2022.6	2023.5	6,969.00

合计

- - 84,667.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

母公司口径财务分析

中诚信国际认为，跟踪期内，公司本部债务规模持续增长，财务杠杆水平同步上升，但总体仍处较低水平；公司本部无实体经营业务，盈利能力主要依赖投资收益的贡献，需关注投资收益的稳定性；公司本部经营活动净现金流不能对利息有效覆盖，货币资金及其等价物不能覆盖短期债务，且持有的投资组合资产流动性很低，公司本部资金缺口主要依赖融资解决，但银行授信充足，筹资渠道畅通，可对公司流动性提供一定支持，需关注融资环境对公司偿债能力的影响。

公司本部无实体经营业务，2022 年收入主要来自于委托贷款利息收入、为子公司提供担保收取的担保费以及少量固定资产出租收入，同比大幅增长，但规模较小。公司本部通过自有资金及融资来满足为子公司运营提供资金支持及其他投资的资金需求，跟踪期内，公司本部有息债务规模和利息支出同步增加，但对子公司资金拆借获得的利息收入致财务费用同比下降，经营性业务利润亏损同比有所下降，得益于成本法核算的长期股权投资收益规模较大，本部利润总额同比保持增长。总体来看本部盈利能力对投资收益的依赖较大，目前需关注投资收益的稳定性。

跟踪期内，公司本部资产规模持续小幅增长，本部资产主要由货币资金、其他应收款、长期股权投资和其他权益工具投资构成，以非流动资产为主，占比近 90%。公司本部 2023 年 3 月末其他应收款 117.30 亿元，主要系对子公司借款，较上年末小幅增长；公司本部长股权投资增加主要系新增或追加对子公司投资；其他权益工具主要为无偿划入的省属国有企业股权，总体小幅增长，此类投资主要系长期持有的资产，流动性较低。公司本部对外融资规模有所扩大，债务规模持续增长，2023 年 3 月末，本部总债务规模增至 275.05 亿元，其中短期债务 67.12 亿元，占比近 24.40%。总体来看，随着融资的增加，公司本部财务杠杆水平持续上升，但总体财务杠杆水平仍处较低水平。

公司本部无实体业务，经营活动现金流主要系与子公司及关联方往来形成，跟踪期内仍呈持续流出状态，但规模同比有所减少。同时跟踪期内公司本部对子公司增资，投资活动现金流流出扩大，且取得投资收益收到的现金较少，仍然存在资金缺口。公司本部资金缺口主要依赖债务融资等。随着公司债务规模攀升，利息支出增加，公司本部现金流利息覆盖能力明显不足，截至 2023 年 3 月末，公司本部现金流无法覆盖利息支出，货币资金及其等价物不能覆盖短期债务，但本部获得的金融机构授信余额规模较大，再融资能力较好，需关注再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响。

表 10：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
营业总收入	0.67	0.18	1.45	0.37
期间费用合计	6.52	5.13	3.47	1.15
经营性业务利润	-5.81	-5.18	-2.14	-0.80
投资收益	11.31	10.55	9.83	--

营业外损益	-0.01	0.00	-0.03	0.00
利润总额	4.33	6.54	7.65	-0.80
经调整的净资产收益率(%)	0.57	0.74	0.84	-0.34
货币资金	2.74	13.57	12.13	17.85
交易性金融资产	2.69	2.09	0.19	0.19
其他应收款	25.06	96.06	104.19	117.30
长期股权投资	211.68	213.04	250.64	250.64
其他权益工具投资	720.86	784.62	837.06	837.05
总资产	980.33	1,112.27	1,222.31	1,247.60
投资组合账面价值	937.97	1,013.33	1,100.02	1,105.73
投资组合市值	937.97	1,013.33	1,100.02	1,105.73
经调整的所有者权益¹	812.48	882.33	941.19	939.63
短期债务	33.48	50.83	52.75	67.12
总债务	161.32	205.15	250.25	275.05
资产负债率(%)	17.12	20.67	23.00	24.69
总资本化比率(%)	16.57	18.86	21.00	22.64
经营活动净现金流	39.78	-44.59	-15.48	-16.73
投资活动净现金流	-27.30	6.70	-23.84	0.00
取得投资收益收到的现金	9.55	3.03	12.67	
筹资活动净现金流	-15.87	48.73	37.86	22.45
货币等价物/短期债务	0.41	0.27	0.33	0.10
现金流利息覆盖倍数	6.08	-4.92	-0.30	-6.62
总债务/投资组合市值(%)	17.20	20.25	22.75	24.88

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并口径财务分析

中诚信国际认为，跟踪期内，公司合并口径主要收入仍来源于各子公司经营性业务，收入总体上升，毛利率小幅下降，但仍维持较高水平，投资收益对利润总额亦贡献较大，需对各业务板块经营情况和投资收益稳定性保持持续关注；跟踪期内，公司债务规模持续增长，公司财务杠杆水平有所提升，但总体仍在合理范围内；公司经营活动净现金流持续流出，无法保障利息支出，预计公司短期债务偿还主要依靠融资滚续，需关注融资环境对公司偿债能力的影响。

公司合并口径营业收入主要来自各子公司开展的经营性业务，除工程施工业务收入受市场环境的影响同比略有下降，其他各板块业务收入均有不同程度增长；且融资租赁、生产制造、工程施工等业务毛利率表现好于上年，贸易业务毛利率同比下降亦对毛利率总体表现有所拖累，公司营业毛利率同比略有下降，但仍维持较高水平。跟踪期内，公司投资收益较上年有所下降，但仍维持较大规模，对公司利润总额贡献较大，公司利润总额保持稳定增长，需对各业务板块经营情况和投资收益稳定性保持持续关注。

跟踪期内，随着业务范围的拓展，公司合并口径的总资产呈上升趋势。从资产结构来看，公司资产主要由应收账款、其他应收款、存货和一年内到期的非流动资产、债权投资、长期应收款、其他权益工具投资 and 无形资产等构成，以非流动资产构成，2022 年末占总资产的比重达 80% 以上。

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债等资本工具形成的其他权益工具和公益性资产投资或划转形成的实收资本或资本公积，山东国惠 2020-2022 年上述调整项金额均为 0。

公司应收账款主要为应收贸易货款、生产制造业务销售货款等，规模同比保持稳定；其他应收款主要为应收项目往来款、借款及合作建设保证金等，账龄为 1~2 年，集中度一般；公司存货主要为子公司工程业务及房地产项目的开发成本；公司一年内到期的非流动资产系国泰租赁长期应收款中转入的一年内到期的应收融资租赁款，规模随业务开展情况有所波动；公司债权投资系根据新会计准则由持有至到期投资科目重分类形成，总体呈波动增长趋势；长期应收款主要为子公司国泰租赁的应收融资租赁款，规模随业务开展情况有所波动，其中 2022 年末大幅增长主要系当期租赁业务规模增加所致；公司其他权益工具投资包含累计接收省政府陆续无偿划转的多家省属国有企业的部分股权，被持股企业主要为省内大型基建、矿业和能源类企业，行业主要分布在交通建设、能源开发和矿业开采等行业，2022 年公司其他权益工具投资取得投资收益 5.82 亿元；公司无形资产主要系土地使用权、采矿权等资产，近年来均保持稳定。

跟踪期内，公司的债务规模持续上升，公司债务主要由短期借款、长期借款、应付债券及一年内到期的非流动负债等构成，短期债务占比因一年内到期非流动负债增加而有所上升，但债务结构仍以长期债务为主。所有者权益方面，得益于未分配利润积累及资本公积因划入国企股权公允价值变动增长，跟踪期内，所有者权益有所增长。受上述因素影响，公司财务杠杆水平有所提升，但总体仍在合理范围内。

随着业务的不断发展，公司经营活动现金流状况呈持续净流出状态，尤其近两年公司处于高速发展期，融资租赁业务和投资业务、制造也等投入增加，致现金流出规模明显增加，跟踪期内公司经营性净现金流仍呈净流出态势。跟踪期内，收回投资及取得投资收益收到的现金保持一定规模，但无法覆盖对外投资支付的现金，投资活动现金流亦呈现净流出状态。跟踪期内，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款，流出主要系偿还银行借款本息、偿还债券本息及对股东的利润分配，公司主要依靠银行借款融资来实现资金平衡。

偿债指标方面，跟踪期内，公司经营活动现金流呈仍净流出状态，无法对保障利息支出。公司 EBITDA 主要由费用化利息支出与利润总额构成，随着投资收益对公司利润贡献增加，以及债务规模上升致费用化利息支出保持较大规模，跟踪期内，EBITDA 保持增长，对利息支出的保障程度仍较好。公司持有一定规模的交易性金融资产，货币等价物亦不能覆盖其短期债务，投资组合市值对总债务可以形成覆盖，但其流动性偏低，实际对总债务的保障能力或受到限制。公司短期债务偿还主要依靠融资滚续，需关注融资环境对公司偿债能力的影响。

表 11：公司主要板块营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

行业	2020			2021			2022			2023.1-3		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
融资租赁	14.31	12.27	48.60	20.20	15.42	53.93	25.26	12.61	58.19	8.11	13.81	72.65
生产制造	25.53	21.90	14.19	46.65	35.61	24.48	59.13	29.53	27.75	14.59	24.85	24.97
贸易	45.16	38.74	1.08	38.67	29.52	1.17	82.71	41.30	0.39	25.90	44.12	0.29
工程施工	18.85	16.17	11.70	18.55	14.16	14.14	17.91	8.94	18.33	3.64	6.20	27.93
交通运输类	5.73	4.92	1.55	0.80	0.61	22.99	0.46	0.23	16.77	0.04	0.07	8.51
其他业务	6.99	5.99	54.50	6.13	4.68	57.76	14.77	7.38	56.83	6.42	10.94	28.81

合计 116.58 100.00 14.73 131.00 100.00 22.22 200.24 100.00 21.57 58.70 100.00 21.26

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：近年来公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
营业总收入	116.58	131.00	200.24	58.70
营业毛利率(%)	14.73	22.22	21.57	21.26
经营性业务利润	-0.29	5.01	12.23	5.39
其他收益	1.57	0.94	0.61	0.04
投资收益	12.61	12.73	10.07	2.16
公允价值变动收益	--	1.08	-0.47	0.63
利润总额	7.56	16.51	26.57	8.37
长期投资	854.27	904.11	989.75	995.81
总资产	1,311.47	1,509.35	1,684.61	1,740.65
经调整的所有者权益	870.39	942.45	1,005.22	1,014.18
总负债	441.08	566.90	679.39	726.46
总债务	388.02	480.61	575.02	625.21
短期债务	101.00	193.75	187.66	214.52
资产负债率(%)	33.63	37.56	40.33	41.74
总资本化比率(%)	30.83	33.77	36.39	38.14
经营活动净现金流	-0.24	-59.68	-46.10	-26.04
投资活动净现金流	-11.23	22.41	-31.28	-9.91
筹资活动净现金流	-3.54	80.37	40.41	38.33
EBITDA	25.51	38.63	46.54	--
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.02	-3.05	-2.29	-5.95
EBITDA 利息倍数(X)	1.63	1.98	2.31	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他事项

截至 2022 年末，公司本部受限资产主要系因抵押借款受限的固定资产 1.95 亿元，占同期末本部总资产的比例为 0.16%。截至 2022 年末，公司合并口径受限资产账面价值合计 196.33 亿元，主要系用于长短期借款及发债质押的长期应收款、发行可交换公司债券质押的长期股权投资和其他用于抵质押借款的固定资产、存货、在建工程、无形资产以及货币资金等，占同期末总资产的比例为 11.65%，公司仍具备一定融资空间。

截至 2022 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼，本部及合并口径无对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2023 年 5 月，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司本部在公开市场无信用违约记录。

假设与预测²

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

假设

- 2023 年，公司本部没有显著规模的资产划转，合并范围预计不变。
- 2023 年，公司本部收入保持增长，盈利水平保持基本稳定。
- 2023 年，公司本部安排约 20 亿元股权投资支出。
- 2023 年，公司本部预计通过融资来平衡投资和债务偿还的需求，债务规模呈增长趋势。

预测

表 13：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总债务/投资组合市值 (%)	20.25	22.75	23.55~28.78
现金流利息覆盖倍数 (X)	-4.92	-0.30	-2.00~2.44

注：上表为母公司口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

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

流动性评估

中诚信国际认为，公司本部未来一年到期债务规模较大，母公司口径现金及等价物储备虽有不足，但未使用授信余额充足，可对偿债资金形成补充；总体来看流动性强，未来一年流动性来源对流动性需求形成有效覆盖。

公司母公司口径现金及等价物储备虽有不足，但持有有一定规模的未使用授信余额，可对偿债资金形成补充。截至 2023 年 3 月末，公司本部账面未受限货币资金为 17.85 亿元，货币等价物为 18.03 亿元，相对于需偿还债务规模，资金储备相对不足，但公司本部银行授信未使用额度 425.26 亿元，较为充足，可对短期债务形成有效覆盖。综上所述，公司资金平衡状况尚可，流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成有效覆盖。

表 14：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	2023	2024	2025	2026 年及以后
母公司口径	52.75	71.23	64.56	61.72
合并口径	187.66	156.11	133.82	97.42

注：表中到期债务不包括应付票据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并口径方面，公司经营获现能力较差，在手货币资金等价物无法覆盖短期债务，但公司备用流动性较为充足，截至 2023 年 3 月末，公司获得综合授信 1,224.74 亿元，尚未使用的授信额度为 795.10 亿元，备用流动性较好，总体来看，公司流动性强，未来一年流动性来源对流动性需求可形成有效覆盖。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司权属企业从事相关制造业生产经营，可能存在以一定的环境风险；公司积极履行社会责任，金融、行业政策变化可能对公司产生一定影响；随着经营进一步扩大，需持续完善公司内部治理体系。

环境方面，公司权属企业从事相关制造业生产经营，可能存在以一定的环境风险，目前未尚受到监管部门处罚，在履行环境责任方面需持续加强管理。

社会方面，公司积极履行社会责任，建立了较为完善的员工发展体系，同时国家和相关监管部门在金融、行业等方面政策变化对公司业务的发展产生一定影响。

公司治理方面，公司战略规划清晰，法人治理结构较为完善；公司在内部控制及对外投资筹资等方面制定了比较健全的规章制度，随着经营进一步扩大，需持续完善公司内部治理体系。

外部支持

中诚信国际认为，山东省的支持能力很强，主要体现在：

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。全省陆域面积 15.58 万平方公里，占全国的 1.62%。行政区划方面，山东省下辖济南市、青岛市两个副省级城市，以及淄博市、枣庄市、东营市、烟台市、潍坊市、济宁市、泰安市、威海市、日照市、临沂市、德州市、聊城市、滨州市和菏泽市十四个地级市。截至 2022 年末，山东省常住人口 10,162.79 万人。山东省经济基础较好，经济运行稳中有进，2022 年山东省实现地区生产总值 87,435.1 亿元，比上年增长 3.9%。分产业看，第一产业增加值 6,298.6 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 3,5014.2 亿元，增长 4.2%；第三产业增加值 46,122.3 亿元，增长 3.6%。三次产业结构为 7.2: 40.0: 52.8。经济总量维持全国第 3 位，仅次于广东省及江苏省。

表 15：2022 年全国各省及直辖市经济财政概况

地区	GDP (亿元)		人均 GDP (万元)		一般公共预算收入 (亿元)	
	金额	排名	金额	排名	金额	排名
广东省	129,118.58	1	101,905	7	13,279.73	1
江苏省	122,875.60	2	144,390	3	9,258.88	2
山东省	87,435.10	3	86,035	11	7,104.04	5
浙江省	77,715.00	4	118,496	6	8,039.38	3
河南省	61,345.05	5	62,106	22	4,261.60	8
四川省	56,749.81	6	67,777	20	4,882.20	7
湖北省	53,734.92	7	92,059	9	3,280.73	14
福建省	53,109.85	8	126,829	4	3,339.06	12
湖南省	48,670.37	9	73,598	15	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	73,603	14	3,589.05	10
上海市	44,652.80	11	178,000	2	7,608.19	4
河北省	42,370.40	12	56,995	26	4,083.98	9
北京市	41,610.90	13	190,000	1	5,714.36	6
陕西省	32,772.68	14	82,864	12	3,311.58	13
江西省	32,074.70	15	70,923	16	2,948.30	16
重庆市	29,129.03	16	90,663	10	2,103.38	19
辽宁省	28,975.10	17	68,775	18	2,524.30	18

³中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

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

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

山东省财政实力较强，2022 年山东省财政运行情况总体良好。2022 年，山东省一般公共预算收入 7,104.04 亿元，比上年下降 2.5%，扣除增值税留抵退税因素后同口径增长 5.3%；一般公共预算收入居全国第 5 位，仅次于广东省及江苏省。财政平衡能力有所增强，2022 年山东省财政平衡率为 58.56%，但仍存在一定的资金缺口，收支平衡对上级补助依赖较强。地方政府债务方面，2022 年山东省债务限额为 24,415.60 亿元，其中一般债务限额 8,024.75 亿元，专项债务限额 16390.85 亿元；债务余额为 23,588.02 亿元，其中一般债务余额 7,556.22 亿元，专项债务余额 16,031.80 亿元。

表 16：2020~2022 年山东省财政情况

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

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

资料来源：山东省财政厅，中诚信国际整理

同时，山东省对公司的支持意愿强，主要体现在：

- 1) 对政府重要性高：公司系山东省级国有资本运营平台和新旧动能转换重大工程服务平台，承担着以市场化手段贯彻省政府战略意图、做大做强优势产业，培育发展新兴产业的使命，职能定位明确，重要性较高。
- 2) 与政府关联度极高：公司在山东省国资体系中的地位显著，自成立以来就得到了山东省政府在出资和业务拓展等多方面支持。在获得省属国企部分股权划转、国泰租赁部分股权划转以及相关专项资金支持方面有着良好记录，公司的健康稳定发展与政府关联度高。

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

同行业比较

中诚信国际选取了山东国投、福建投资集团和浙江国资作为山东国惠的可比公司，上述四家公司

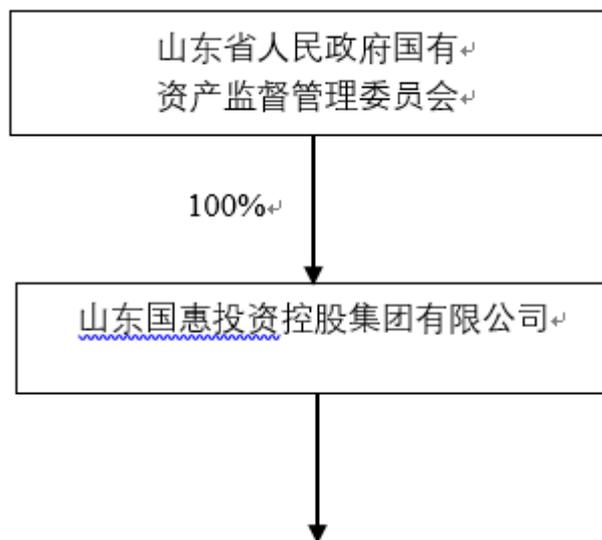
均为各省份重要的国有资产经营平台，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，山东国惠的业务风险在同业中处于较低水平，山东国惠与行业可比公司均具有明确的投资职能定位，与同行业相比，山东国惠投资领域较为分散，投资策略稳健，投资标的信用风险很低；山东国惠母公司财务风险较低，与同行业相比，山东国惠具有较强的资本实力，杠杆水平处于较低水平，投资组合中上市公司市值占比很低，资产流动性较低，盈利能力一般。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持山东国惠投资控股集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“22 国惠 03/22 国惠债 01”、“21 山东国惠 MTN001”、“21 山东国惠 MTN002A”、“21 山东国惠 MTN002B”的债项信用等级为 **AAA**。

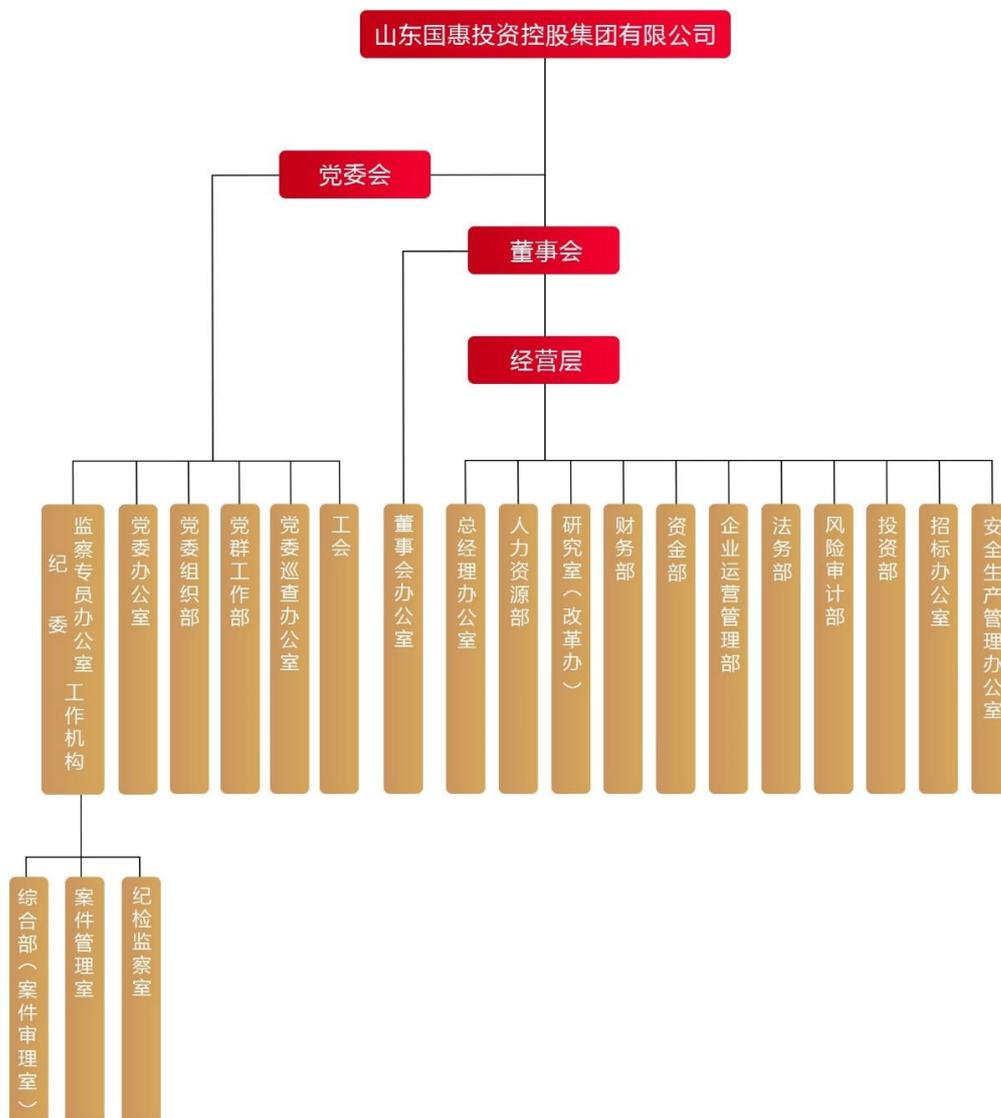
附一：山东国惠投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



序号	合并范围内主要子公司名称	持股情况	
		持股比例 (%)	表决权比例 (%)
1	山东建勘集团有限公司	100	100
2	山东国惠基金管理有限公司	100	100
3	山东国惠资产管理有限公司	100	100
4	山东国惠管理咨询有限公司	100	100
5	山东国惠科创发展有限公司	100	100
6	山东国惠安创智能物联发展有限公司	96	96
7	国惠控股（香港）有限公司	100	100
8	国泰租赁有限公司	98.23	98.23
9	鲁银投资集团股份有限公司	35.87	35.87
10	山东省盐业集团有限公司	90	90
11	济南纾困盛鲁股权投资基金合伙企业（有限合伙）	100	100
12	山东正威投资控股有限公司	100	100
13	山东惠文投资有限公司	100	100
14	山东国惠小额贷款有限公司	94.11	94.11
15	山东国惠改革发展基金合伙企业（有限合伙）	34.66	34.66
16	山东国惠新芯光电科技有限公司	75.28	75.28
17	山东圣阳电源股份有限公司	23.08	23.08
18	青岛中海海洋生物资源开发有限公司	56.50	56.50
19	山东国惠民间资本管理有限公司	65.44	65.44
20	山东国泰实业有限公司	100	100
21	中海海洋科技股份有限公司	55	55

注：持股比例为直接持股比例和间接持股比例之和。

资料来源：公司提供



资料来源：公司提供

附二：山东国惠投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	449,307.78	906,884.30	483,878.51	550,210.82
应收账款	149,411.36	211,283.73	220,955.85	264,588.72
其他应收款	97,502.80	282,713.84	233,841.20	277,548.34
存货	558,370.09	763,826.19	738,635.45	775,130.99
长期投资	8,542,652.93	9,041,143.15	9,897,531.67	9,958,124.98
固定资产	267,347.69	231,837.87	275,998.35	271,337.32
在建工程	10,618.41	28,986.90	235,145.68	228,468.96
无形资产	665,766.06	617,455.10	641,745.19	641,402.62
资产总计	13,114,708.43	15,093,531.44	16,846,149.59	17,406,465.13
其他应付款	212,819.53	380,584.30	431,518.91	308,420.88
短期债务	1,009,951.11	1,937,498.12	1,876,627.27	2,145,248.34
长期债务	2,870,209.17	2,868,609.50	3,873,538.03	4,106,804.10
总债务	3,880,160.28	4,806,107.62	5,750,165.30	6,252,052.44
净债务	3,430,852.50	3,899,223.31	5,266,286.79	5,701,841.62
负债合计	4,410,794.68	5,669,030.68	6,793,901.98	7,264,641.23
所有者权益合计	8,703,913.75	9,424,500.76	10,052,247.61	10,141,823.91
利息支出	156,186.46	195,573.50	201,596.20	43,737.51
营业总收入	1,165,756.92	1,309,950.37	2,002,370.87	587,042.88
经营性业务利润	-2,929.14	50,099.21	122,307.30	53,887.08
投资收益	126,096.77	127,338.95	100,672.71	21,575.61
净利润	58,555.51	135,055.78	203,444.64	64,828.06
EBIT	205,500.36	304,290.89	419,123.98	126,579.60
EBITDA	255,066.85	386,284.38	465,396.47	126,579.60
经营活动产生的现金流量净额	-2,403.13	-596,775.61	-460,991.45	-260,369.97
投资活动产生的现金流量净额	-112,295.97	224,062.78	-312,830.73	-99,121.29
筹资活动产生的现金流量净额	-35,356.07	803,688.32	404,074.25	383,323.99
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	14.73	22.22	21.57	21.26
期间费用率（%）	15.62	17.76	14.34	11.08
EBIT 利润率（%）	17.63	23.23	20.93	21.56
总资产收益率（%）	1.57	2.16	2.62	2.96
流动比率（X）	1.09	1.40	1.03	1.00
速动比率（X）	0.73	1.11	0.76	0.75
存货周转率（X）	1.78	1.54	2.09	2.44
应收账款周转率（X）	7.80	7.26	9.27	9.67
资产负债率（%）	33.63	37.56	40.33	41.74
总资本化比率（%）	30.83	33.77	36.39	38.14
短期债务/总债务（%）	26.03	40.31	32.64	34.31
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.05	-0.14	-0.09	-0.22
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.20	-0.34	-0.28	-0.65
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.02	-3.05	-2.29	-5.95
总债务/EBITDA（X）	15.21	12.44	12.36	12.35
EBITDA/短期债务（X）	0.25	0.20	0.25	0.24
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.63	1.98	2.31	2.89
EBIT 利息保障倍数（X）	1.32	1.56	2.08	2.89
FFO/总债务（X）	0.00	0.04	0.04	-0.22

注：1、中诚信国际根据 2021~2022 年审计报告整理及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款和其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款中的有息负债调整到长期债务。

附三：山东国惠投资控股集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据(单位: 万元)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	27,418.44	135,749.90	121,319.27	178,479.20
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	250,610.59	960,621.42	1,041,903.59	1,173,005.62
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产	26,907.15	20,865.49	1,865.49	1,865.49
债权投资	--	--	--	--
其他债权投资	--	--	--	--
持有至到期投资	--	--	--	--
可供出售金融资产	--	--	--	--
长期股权投资	2,116,798.05	2,130,436.25	2,506,404.28	2,506,404.28
其他权益工具投资	7,208,584.27	7,846,219.46	8,370,609.54	8,370,537.06
其他非流动金融资产	--	--	--	--
固定资产	22,385.44	14,406.98	27,956.70	27,757.42
投资性房地产	7,088.12	14,334.29	--	--
资产总计	9,803,289.88	11,122,729.21	12,223,123.94	12,476,026.40
投资组合账面价值	9,379,707.91	10,133,271.11	11,000,198.59	11,057,286.03
投资组合市值	9,379,707.91	10,133,271.11	11,000,198.59	11,057,286.03
其他应付款	10,295.64	5,106.60	14,875.91	7,217.85
短期债务	334,800.00	508,311.40	527,500.68	671,164.27
长期债务	1,278,362.94	1,543,193.35	1,975,034.23	2,079,345.43
总债务	1,613,162.94	2,051,504.75	2,502,534.91	2,750,509.70
净债务	1,585,744.50	1,915,754.84	2,392,316.70	2,572,030.50
负债合计	1,678,501.51	2,299,440.81	2,811,240.70	3,079,759.76
所有者权益合计	8,124,788.36	8,823,288.39	9,411,883.24	9,396,266.64
利息支出	81,119.21	84,500.66	92,979.37	25,278.03
营业总收入	6,660.58	1,801.98	14,543.18	3,665.09
经营性业务利润	-58,069.13	-51,768.19	-21,442.97	-7,951.11
投资收益	113,110.55	105,527.15	98,277.15	--
净利润	46,219.54	62,480.92	76,526.85	-7,951.11
EBIT	136,160.63	138,259.62	169,813.55	--
经营活动产生的现金流量净额	397,771.97	-445,908.18	-154,798.21	-167,263.87
投资活动产生的现金流量净额	-272,950.81	67,029.26	-238,418.51	-10.88
筹资活动产生的现金流量净额	-158,686.12	487,252.15	378,566.37	224,454.67
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产收益率(%)	1.39	1.32	1.45	0.56
经调整的净资产收益率(%)	0.57	0.74	0.84	-0.34
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.84	0.29	1.29	--
应收类款项占比(%)	2.56	8.64	8.52	9.40
资产负债率(%)	17.12	20.67	23.00	24.69
总资本化比率(%)	16.57	18.86	21.00	22.64
短期债务/总债务(%)	20.75	24.78	21.08	24.40
总债务/投资组合市值(%)	17.20	20.25	22.75	24.88
现金流利息保障倍数(X)	6.08	-4.92	-0.30	-6.62
货币等价物/短期债务(X)	0.16	0.31	0.21	0.27
总债务/EBITDA(X)	11.76	14.75	14.58	--
EBITDA/短期债务(X)	0.41	0.27	0.33	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.69	1.65	1.85	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.68	1.64	1.83	--

注：1、中诚信国际根据 2021~2022 年审计报告整理及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债中的有息负债调整到短期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	货币等价物	非受限货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资	
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
投资组合	投资组合账面价值	货币资金+长期股权投资+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值	投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比	母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	经调整的净资产收益率	净利润/经调整的所有者权益平均值
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息覆盖倍数	(经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“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；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=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+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn