



# 2025 年度山东铁路发展基金有限公司 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20251892M-01

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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 2025 年 6 月 23 日至 2026 年 6 月 23 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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。
- 未经中诚信国际事先书面同意，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 23 日

## 受评主体及评级结果

山东铁路发展基金有限公司

AAA/稳定

## 评级观点

中诚信国际认为山东省的政治经济地位重要，经济财政实力及增长能力位于全国上游水平，潜在的支持能力很强；山东铁路发展基金有限公司（以下简称“山东铁发”或“公司”）作为山东省铁路基金载体，对山东省政府的重要性高，与山东省政府维持高度的紧密关系，近年来得到山东省政府在资金支持、政府专项债等方面的大力支持。同时，需关注公司未来资本支出压力较大、铁路投资回收期较长和债务规模增长较快等对其经营和整体信用状况造成的影响。

## 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。

## 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：**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司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。

## 正面

- **良好的外部环境。**山东省政治经济地位重要，经济与财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部条件。
- **重要的战略地位。**公司作为山东省人民政府主导设立、重点投资山东省高速铁路等项目建设的专项建设基金公司，对山东省构建“四横六纵三环”的现代化高铁网络，实现综合交通网中长期规划具有重要意义。截至2025年3月末，公司注册资本206.22亿元，已获得实收资本290.00亿元，资本实力雄厚。
- **政府支持力度大。**公司作为山东省铁路基金载体，近年来得到山东省政府在资金支持、政府专项债等方面的大力支持。
- **备用流动性充足。**2025年3月末，公司共获得各银行授信额度1,171.40亿元，尚未使用授信额度755.92亿元，备用流动性充足，对公司的流动性补充形成较好保障。
- **有益的多元化投资补充。**公司利用自有资金开展多元化投资业务，目前已形成稳定的投资模式，对公司收益形成有益补充，但投资收益受资本市场影响较大。

## 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。**铁路建设项目投资规模大、周期长，且短期盈利有限。公司参股及控股部分路线已开通运营，由于尚处运营初期未来或将面临一定亏损，且近年来经营性业务利润持续亏损，后续经营情况及亏损补偿方案值得关注。
- **债务规模增长较快。**近年随着公司铁路建设项目投资需求不断增加，公司总债务规模上升较快，需对公司未来偿债安排保持关注。

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：王靖涵 wangjinghan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## 财务概况

山东铁发（合并口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	1,255.96	1,424.91	1,546.10	1,595.02
经调整的所有者权益 <sup>1</sup> 合计（亿元）	547.08	576.79	597.51	611.48
负债合计（亿元）	708.87	848.12	948.59	983.53
总债务（亿元）	615.98	729.75	853.95	906.80
营业总收入（亿元）	1.84	3.12	6.93	3.06
经营性业务利润（亿元）	-13.62	-14.56	-13.49	-3.49
净利润（亿元）	2.45	0.92	4.82	0.51
EBITDA（亿元）	17.45	20.89	19.21	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	9.08	12.85	14.15	-41.46
总资本化比率(%)	52.96	55.85	58.83	59.73
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.91	0.88	0.76	--

注：1、中诚信国际根据公司提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并提出关键审计事项的 2023 年度审计报告、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 2024 年财务报告及未经审计的 2025 年一季度财务报表整理。其中，2022 年、2023 年财务数据分别采用了 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用了当期审计报告期末数。2023 年度审计报告中关键审计事项主要系投资收益的确认，因山东铁发投资收益确认金额对财务报表具有重大影响，投资收益是否基于真实金额确认及是否计入恰当的会计期间存在固有错报风险，故将投资收益确认作为关键审计事项。2、中诚信国际将长期应付款和其他非流动负债中的带息债务调入长期债务。3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2024 年数据）

项目	山东铁发	山东铁投	江西铁航
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	山东省	山东省	江西省
GDP（亿元）	98,565.80	92,068.70	32,200.10
一般公共预算收入（亿元）	7,711.50	7,464.72	3,059.60
经调整的所有者权益合计（亿元）	597.51	1,013.33	463.01
总资本化比率(%)	58.83	31.74	53.32
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.76	1.10	1.11

中诚信国际认为，山东省与江西省等的行政地位相当，山东省经济体量相对更大，财政实力相对更强，但区域债务压力也相对更大，区域环境相近；公司与可比公司的定位均为所在地区重要的铁路投资及建设重要主体，业务运营实力相当；公司权益规模高于江西铁航，小于山东铁投，财务杠杆水平较高，且 EBITDA 对利息支出覆盖能力处于较低水平，财务融资能力接近。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有强或很强的支持意愿。

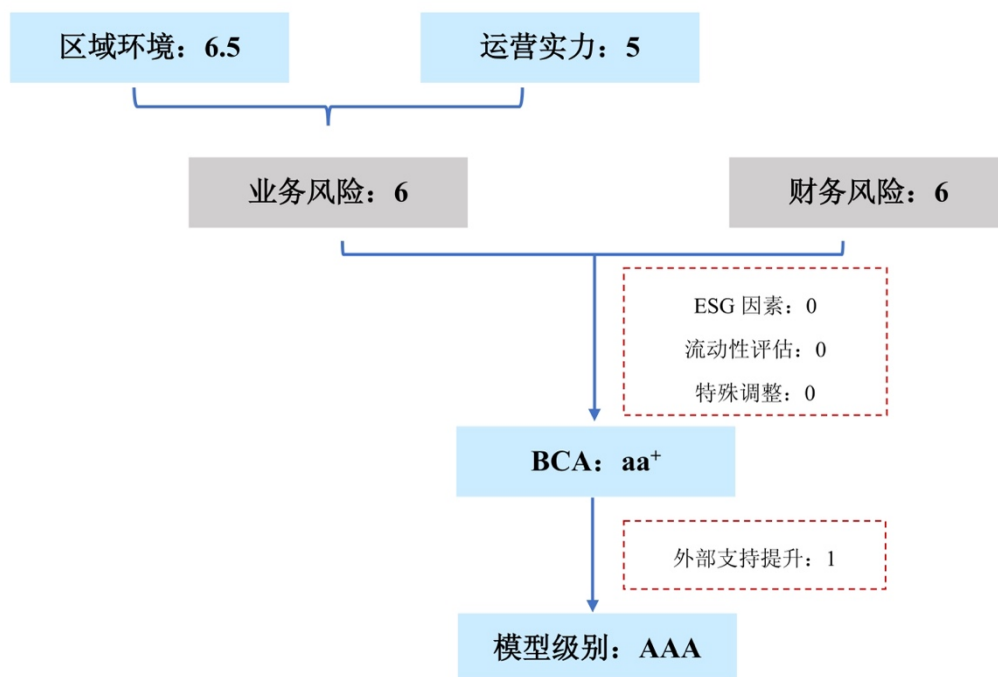
注：“山东铁投”系“山东铁路投资控股集团有限公司”简称；“江西铁航”系“江西省铁路航空投资集团有限公司”的简称。山东铁发采用 2024 年区域经济数据及财务数据，山东铁投和江西铁航均采用 2023 年区域经济数据及财务数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

<sup>1</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益合计-混合型证券调整，公司此次不涉及调整项，故经调整的所有者权益合计即所有者权益合计。

## ● 评级模型

山东铁路发展基金有限公司评级模型打分(C220000\_2024\_04\_2025\_1)



注:

**个体信用状况(BCA):** 中诚信国际认为, 受融资成本下降、融资能力提升的影响, 公司个体信用状况由 aa 调整至 aa<sup>+</sup>。

**外部支持:** 山东省政府有很强的支持能力, 对公司有很强的支持意愿, 主要体现在山东省政治经济地位重要, 经济财政实力及增长能力位于全国上游水平; 山东铁发作为山东省铁路基金载体, 负责山东省内铁路建设任务, 持续获得政府在资金支持、政府专项债等方面的大力支持, 对山东省政府的重要性高, 与山东省政府维持高度的紧密关系。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。

**方法论:** 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000\_2024\_04

## 评级对象概况

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，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，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，山东铁发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 2025 年 3 月末，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，差额 113.78 亿元主要系由山东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。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建设投资、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。截至 2025 年 3 月末，公司纳入合并范围的一级子公司共 9 家。

表 1：截至 2025 年 3 月末公司主要的一级子公司情况（亿元、%）

全称	持股比例	截至 2025 年 3 月末			2024 年	
		总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
山东潍莱高速铁路有限公司	59.25	174.91	81.40	53.46	3.29	1.07
山东潍烟高速铁路有限公司	42.87	323.25	179.52	44.46	0.41	-0.29
山东莱荣高速铁路有限公司	38.35	232.07	124.32	46.43	1.58	-1.35
山东济滨高速铁路有限公司	49.01	220.57	133.78	39.35	0.00	0.00
山东铁发资本投资管理有限公司	51.00	0.29	0.12	58.62	0.07	0.00
山东铁发股权投资管理有限公司	80.00	0.22	0.17	22.73	0.07	0.00
山东铁投数字科技有限公司	100.00	40.83	12.07	70.44	0.51	0.01
山铁绿能科技（上海）有限公司	100.00	45.34	9.85	78.28	0.85	0.20
山东铁发资产管理有限公司	100.00	16.95	11.04	34.87	0.42	0.02

注：山东济枣高速铁路有限公司因其他股东增资导致公司丧失控制权，2024 年不再纳入合并范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 业务风险

### 宏观经济与行业政策

2025 年一季度，中国经济延续去年四季度以来的筑底企稳态势，实际 GDP 同比增长 5.4%，名义



GDP 同比增长 4.59%，名义 GDP 增速依然低于实际增速。供需两端均呈现积极改善，工业生产总体维持韧性，新动能表现亮眼，装备制造业和高技术制造业维持两位数增长；“两新两重”政策效应持续释放，消费市场延续回暖，消费电子、汽车、家电支撑社零表现；投资开局良好，广义基建投资同比增长 11.5%，制造业投资增速维持在 9% 以上，地产投资降幅收窄。尽管近期中美关税博弈升级对我国出口形成较大冲击，但一季度出口增速超预期反弹、贸易伙伴多点开花，凸显外贸韧性。

中诚信国际认为，在中美关税博弈升级下，外部环境不确定性显著上升，出口或持续承压，叠加内生性消费和投资需求仍有待改善、重点领域风险化解仍在推进、供需失衡下价格水平整体低迷等问题尚存，全年实现 5% 左右的增长目标压力有所加大。但也要看到中国经济的强大韧性与潜力，中国经济继续保持稳中有进的态势有多重支撑：一是创新动能不断增强。今年以来，以 DeepSeek 为代表的多项科技创新成果涌现，中国在量子计算、生物医药等科技前沿领域取得重要突破，同时低空经济、深海科技、人形机器人等新兴行业布局持续深化，创新驱动的新格局正在形成。二是内需潜力不断释放。随着“两新两重”政策效应持续释放、提振消费专项行动加快落地落实、服务消费供给不断完善，终端消费的改善将得到有力推动。三是政策空间充足、政策工具箱储备丰富。二季度是重要的政策窗口期，或将出台更多增量政策以对冲关税冲击。财政政策方面，2025 年中国预算赤字率首度提高至 4%，广义赤字规模接近 14 万亿，后续赤字、专项债、特别国债等均可视情况进一步扩张；财政支出结构进一步优化，更加注重惠民生、促消费、增后劲，为经济增长蓄力赋能。货币政策方面，适度宽松的基调下，降准降息、结构性货币政策等工具仍有充分调整余地，后续还可创设新的结构性货币政策工具，重点支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等。四是高水平对外开放稳步扩大。近年来，通过优化外贸结构、提升贸易便利化水平以及深化与“一带一路”沿线国家的合作，中国的外贸朋友圈持续扩大并日渐稳固，应对短期冲击的能力显著增强。

综合以上因素，中诚信国际预计 2025 年二季度中国 GDP 增速将在 4.9% 左右。从中长期来看，稳增长政策效应持续释放加之改革措施持续深化落地，中国经济持续回升向好的基本面未变。

**详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接**

<https://mp.weixin.qq.com/s/eLpuW9CVC0WNLnY7FvBMw>

2025 年一季度以来，基础设施投融资（以下简称“基投”）行业的政策一方面延续了 2024 年“一揽子化债”政策“控制新增、化解存量”的总体思路，通过规范政府及基投资企业举债融资行为，推动区域和基投行业债务风险化解；另一方面强调发展中化债，通过规范基金投资、推动专项债支持基础设施投资、发行审核端协同配合等政策支持基投资企业转型与高质量发展，整体上明确化债与发展齐头并进的步调。

“一揽子化债”政策背景下，化债为基调，发展为方向，基投资企业掀起转型潮流，专项债支持基投资企业项目投资和处置低效资产，释放流动性。2025 年一季度以来，化债资金持续到位，基投资企业短期偿债压力有所缓解，同时基投债净融资规模有所收缩，非标逐渐被银行借款置换，融资渠道持续调整优化。基投资企业边际流动性持续改善，债券融资成本延续下降趋势。但部分省份非标

舆情持续暴露，仍需关注剩余高息债务置换进度。

展望未来，基于当前宏观政策取向，2025 年基投行业相关政策预计延续“控增化存”主基调，持续推进存量政策逐步落实，动态调整增量政策适时出台，基投行业债务风险整体仍相对可控。“化债与发展并重”的工作思路下，新的投资空间或可打开，基投企业仍有望在重点投资领域及产业投资方面发力，且需更加关注投资效益。同时应关注，化债走向纵深面临的融资渠道继续收紧，基投债“资产荒”或将持续；基投企业基本面改善之前，仍需警惕非标置换进度及负面舆情演绎趋势；基投企业转型后带来的政企关系变化影响亦需持续关注。

详见《基础设施投融资行业 2025 年一季度政策回顾及展望》，[报告链接](#)

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11852?type=1>

## 区域环境

山东省地处我国胶东半岛，位于渤海、黄海之间，是我国重要的工业、农业和人口大省。全省陆域面积 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、滨州市和菏泽市等十四个地级市。截至 2024 年末，山东省常住人口 10,080.17 万人，同比小幅下降 0.42%。山东省经济基础较好，经济运行稳中有进，2024 年山东省实现地区生产总值 98,565.8 亿元，比上年增长 5.70%，经济总量维持全国第 3 位，仅次于广东省及江苏省。其中，第一产业增加值 6,616.9 亿元，增长 3.7%；第二产业增加值 39,608.6 亿元，增长 6.6%；第三产业增加值 52,340.3 亿元，增长 5.4%，三次产业结构为 6.7:40.2:53.1。

表 2：2024 年全国各省及直辖市经济财政概况

地区	GDP		GDP 增速		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	增速(%)	排名	金额（亿元）	排名
全国	1,349,084.00	--	5.00	--	219,702.00	--
广东省	141,633.81	1	3.50	27	13,533.27	1
江苏省	137,008.00	2	5.80	3	10,038.16	2
<b>山东省</b>	<b>98,565.80</b>	<b>3</b>	<b>5.70</b>	<b>8</b>	<b>7,711.50</b>	<b>5</b>
浙江省	90,131.00	4	5.50	11	8,705.61	3
四川省	64,697.00	5	5.70	8	5,635.10	7
河南省	63,589.99	6	5.10	18	4,398.90	8
湖北省	60,012.97	7	5.80	3	3,937.00	11
福建省	57,761.02	8	5.50	11	3,614.64	12
上海市	53,926.71	9	5.00	22	8,374.20	4
湖南省	53,230.99	10	4.80	23	3,448.90	14
安徽省	50,625.00	11	5.80	3	4,041.21	10
北京市	49,843.10	12	5.20	17	6,372.68	6
河北省	47,526.90	13	5.40	13	4,310.05	9
陕西省	35,538.77	14	5.30	15	3,393.08	15
江西省	34,202.47	15	5.10	18	3,066.60	17
辽宁省	32,612.70	16	5.10	18	2,905.80	18
重庆市	32,193.15	17	5.70	8	2,595.36	19
云南省	31,534.08	18	3.30	28	2,193.23	21
广西壮族自治区	28,649.40	19	4.20	25	1,837.32	24
内蒙古自治区	26,314.62	20	5.79	7	3,150.30	16
山西省	25,494.69	21	2.30	31	3,541.74	13
贵州省	22,667.12	22	5.30	15	2,169.62	22



新疆维吾尔自治区	20,534.08	23	6.10	2	2,408.92	20
天津市	18,024.32	24	5.10	18	2,133.68	23
黑龙江省	16,476.90	25	3.20	29	1,452.05	25
吉林省	14,361.22	26	4.30	24	1,191.40	26
甘肃省	13,002.90	27	5.80	3	1,051.40	27
海南省	7,935.69	28	3.70	26	890.46	28
宁夏回族自治区	5,502.76	29	5.40	13	516.53	29
青海省	3,950.80	30	2.70	30	370.50	30
西藏自治区	2,764.94	31	6.30	1	277.20	31

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

山东省财政实力很强，2024 年山东省财政运行情况总体良好。2024 年，山东省一般公共预算收入 7,711.50 亿元，比上年增长 3.3%，一般公共预算收入居全国第 5 位。2024 年山东省财政平衡率为 58.97%，仍存在一定的资金缺口，收支平衡对上级补助依赖较强。再融资环境方面，山东省区域内城投企业融资主要依赖于银行和直融等渠道，存在一定规模的非标融资，债券市场发行利差高于全国平均水平，区域净融资额仍呈现净流入态势，广义债务率处于全国中游水平，但区域内部分区县级平台存在非标及票据逾期等负面舆情，整体再融资环境一般。

表 3：2022~2024 年山东省财政情况

山东省	2022	2023	2024
GDP（亿元）	87,435.10	92,068.70	98,565.80
GDP 增速(%)	3.9	6.0	5.7
人均 GDP（万元）	8.60	9.10	9.78
固定资产投资增速(%)	6.1	5.2	3.3
一般公共预算收入（亿元）	7,104.04	7,464.72	7,711.50
政府性基金预算收入(亿元)	6,080.41	4,925.37	4,832.12
税收收入占比(%)	67.50	70.06	65.35
公共财政预算平衡率(%)	58.56	59.33	58.97

注：2022~2024 年数据为预算执行数据；2023 年、2024 年人均 GDP 根据当年 GDP 及常住人口计算得出。

资料来源：山东省财政厅，中诚信国际整理

## 运营实力

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

表 4：2022~2024 年及 2025 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（万元、%）

	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基金管理费	722.21	3.92	100.00	1,812.34	5.81	100.00	827.45	1.19	100.00	88.69	0.29	100.00
交通运输收入	15,869.91	86.03	-18.31	24,991.84	80.17	3.43	52,492.50	75.73	-12.66	18,424.20	60.13	-16.43
其他	1,853.86	10.05	2.50	4,368.14	14.01	33.17	15,998.70	23.08	26.92	12,126.33	39.58	32.75
合计	18,445.98	100.00	-11.58	31,172.33	100.00	13.21	69,318.66	100.00	-2.18	30,639.22	100.00	3.37
投资收益	166,152.64			197,242.78			191,363.12			45,439.90		

注：其他收入主要系出租收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 铁路建设投资业务

公司承担了山东省快速铁路网的投资建设任务，业务竞争力较强。在建铁路项目工程进展顺利，资本金陆续到位，业务稳定性和可持续性较强，但未来也面临一定的投资压力。公司参股及控股部分路线已开通运营，受益于莱荣高铁及潍烟高铁通车，2024 年公司交通运输收入大幅增长，但由于已通车铁路尚处运营初期未来或将面临一定亏损，后续经营情况及亏损补偿方案值得关注。

公司作为山东省人民政府的出资人代表，对山东省主导建设的铁路项目进行投融资管理，铁路运营全部采用委托运营模式。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 2025 年 3 月末，公司纳入合并范围内铁路项目为潍莱高铁、潍烟高铁、莱荣高铁和济滨高铁，其中前三条铁路已经通车；参股铁路主要为济枣高铁、济青高铁和雄商高铁，其中济青高铁已经通车。公司于 2022 年开始确认铁路运营收入，2022~2024 年及 2025 年 1~3 月，公司实现铁路运营总收入 15,869.91 万元、24,991.84 万元、52,492.50 万元和 18,424.20 万元，其中 2024 年受益于莱荣高铁及潍烟高铁通车，铁路运营收入大幅增长。

表 5：截至 2025 年 3 月末公司控股及参股铁路项目情况

项目	持股比例	参股/控股项目	委托运营模式	
			受托管理方	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	委托管理合同已签署
潍烟高铁	42.87%	控股项目	中国铁路济南局集团有限公司	委托管理合同已签署
莱荣高铁	38.35%	控股项目	中国铁路济南局集团有限公司	委托管理合同已签署
济滨高铁	49.01%	控股项目	中国铁路济南局集团有限公司	未通车，暂未发生委托管理费用
济枣高铁	1.31%	参股项目	中国铁路济南局集团有限公司	未通车，暂未发生委托管理费用
济青高铁	11.82%	参股项目	中国铁路济南局集团有限公司	委托管理合同已签署
雄商高铁	5.30%	参股项目	中国铁路北京局集团有限公司	未通车，暂未发生委托管理费用

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 2025 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、威海鼎信发展投资有限公司分别持有潍莱高铁公司 59.25%、14.29%和 14.29%的股权，其余股东中铁十局集团有限公司、中铁一局集团有限公司等持股比例均低于 5%。潍莱高铁建设过程中，沿线地市政府负责征地拆迁，烟台及威海市政府给予项目资本金支持。潍莱高铁系潍坊至莱西高速铁路段，是山东省内快速铁路网的“中部通道”，该线路东接青荣城际铁路和荣莱高铁、西连济青高铁，铁路等级为客运专线，设计时速 350 公里/小时，正线全长约 122 公里，总投资约 161.30 亿元，截至 2025 年 3 月末，累计完成投资 151.70 亿元。潍莱高铁于 2020 年 11 月 26 日进入试运行阶段，截至 2025 年 3 月末，潍莱高铁累计实现铁路运营收入 98,934.68 万元，其中，2021 年及以前年度试运行期间成本计入在建工程，

票款收入冲减在建工程，不计入营业收入。

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 2025 年 3 月末，潍烟高铁公司实收资本 179.85 亿元，公司与烟台交通集团有限公司分别持有潍烟高铁公司 42.87%<sup>2</sup>和 44.24%的股权，其余股东潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、中电建路桥集团有限公司等持股比例均低于 5%。潍烟高铁建设过程中，沿线地市负责征地拆迁并给予项目资本金支持。潍烟高铁是国家“八纵八横”高铁主通道中沿海高铁通道的重要组成部分，是山东省北部沿海地区对外客运交流的主要通道，该线路起自潍莱铁路昌邑南站，利用烟荣联络线引入青荣城际烟台南站，项目全长 236.00 公里，总投资约 524.00 亿元，截至 2025 年 3 月末，潍烟高铁项目累计完成投资 310.92 亿元。潍烟高铁于 2024 年 9 月 28 日进入试运行阶段，截至 2025 年 3 月末，潍烟高铁累计实现铁路运营收入 11,691.02 万元。

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 2025 年 3 月末，莱荣高铁公司实收资本 126.13 亿元，公司与威海城市投资集团有限公司、烟台交通集团有限公司分别持有 38.35%、28.06%和 19.75%的股权，其余股东中国建筑第八工程局有限公司、中电建路桥集团有限公司等持股比例均低于 5%。莱荣高铁建设过程中，沿线地市负责征地拆迁并给予项目资本金支持。莱荣高铁是青银高铁通道向山东半岛地区的延伸，起自山东省青岛市莱西市，终至青荣城际荣成站，项目全长 192.36 公里，总投资为 307.00 亿元，截至 2025 年 3 月末，莱荣高铁累计完成投资 228.65 亿元。莱荣高铁于 2023 年 12 月 8 日进入试运行阶段，截至 2025 年 3 月末，累计实现铁路运营收入 19,640.02 万元。

济滨高铁主要由项目公司山东济滨高速铁路有限公司（以下简称“济滨高铁公司”）负责建设。济滨高铁公司成立于 2022 年 7 月，注册资本 187.09 亿元，截至 2025 年 3 月末，济滨高铁公司实收资本 133.78 亿元，公司与济南轨道交通集团有限公司、滨州城建投资集团有限公司分别持有 49.01%、36.88%和 14.12%的股权。济滨高铁建设过程中，沿线地市负责征地拆迁并给予项目资本金支持。济滨高铁是山东省境内连接济南市和滨州市的高速铁路，是山东半岛城市群城际轨道网的重要组成部分和山东省会城市群经济圈“一环六射”快速通道之一，也是济南遥墙国际机场散发型的重要集疏运通道之一，项目全长 151.00 公里，总投资为 374.20 亿元，截至 2025 年 3 月末，济滨高铁累计完成投资 204.15 亿元。

济枣高铁主要由项目公司山东济枣高速铁路有限公司（以下简称“济枣高铁公司”）负责建设。济枣高铁公司成立于 2020 年 12 月，注册资本 304.92 亿元，2024 年因其他股东增资导致公司丧失济枣高铁公司控制权，公司未来不再承担济枣高铁后续的投资建设任务。截至 2025 年 3 月末，济枣高铁公司实收资本 31.06 亿元，公司持有其 1.31%股权，山东铁投、枣庄高铁投资有限公司、济南轨道交通集团有限公司、泰安市通达投资有限公司和济宁城投控股集团有限公司分别持有 39.78%、19.80%、11.32%、10.63%和 9.58%的股权，其余股东中铁二十一局集团有限公司、中交

<sup>2</sup> 根据《山东潍烟高速铁路有限公司章程》约定，潍烟高铁公司董事会由 7 名董事组成，其中山东铁发推荐董事 4 名（含董事长 1 人），能够决定潍烟高铁公司的财务事项和经营活动，对潍烟高铁公司拥有实际控制权。

第二公路工程局有限公司等持股比例均低于 5%。济枣高铁建设过程中，沿线地市负责征地拆迁并给予项目资本金支持。济枣高铁项目从济南至莱芜城际的黄前附近引出，向西南进入泰安东站，再向南至曲阜市，再向南经滕州市，至枣庄地区京沪高铁枣庄站西侧城际场止，项目全长 269.67 公里，总投资 640.00 亿元，截至 2025 年 3 月末，济枣高铁累计完成投资 72.65 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 2025 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 55.34%、20.00%和 7.21%，其余股东中车青岛四方机车车辆股份有限公司、厦门中金海润股权投资合伙企业（有限合伙）等持股比例均低于 5%。其中，公司拥有对济青高铁公司 11.82%的股权由山东铁投代持。根据公司与山东铁投签署的《股权代持协议》，山东铁投代公司持有济青高铁公司的股权，根据公司实际出资额 35.47 亿元计算，山东铁投代公司持有济青高铁公司 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 2025 年 3 月末，济青高铁项目累计完成投资 566.93 亿元，已于 2018 年 12 月正式通车。2022~2024 年及 2025 年 1~3 月，济青高铁实现铁路运营收入 9.86 亿元、20.24 亿元、23.16 亿元和 5.16 亿元，2023~2024 年以来铁路客流增加，带动收入规模同比上升，但近年来尚处于亏损状态，暂未实现投资收益。

雄商高铁山东段主要由雄安高速铁路有限公司（以下简称“雄安高铁公司”）负责建设。雄安高铁公司成立于 2019 年 8 月，注册资本 972.50 亿元，截至 2025 年 3 月末，雄安高铁公司实收资本 719.92 亿元。公司与中国铁路北京局集团有限公司、河北建投交通投资有限责任公司、北京市基础设施投资有限公司、山东铁投、国开基础设施基金有限公司、华远国际陆港集团有限公司分别持有 5.30%、33.87%、26.38%、10.11%、7.44%、6.62%、5.13%股权，其余股东持股比例均低于 5%。雄商高铁建设过程中，沿线地市负责征地拆迁并给予项目资本金支持。山东段项目全长 269.00 公里，总投资为 388.90 亿元，截至 2025 年 3 月末，雄商高铁山东段累计完成投资 235.50 亿元。

表 6：截至 2025 年 3 月末公司控股及参股铁路项目情况（公里、亿元、%）

项目名称	里程	总投资	山东段总投资	建设工期	山东段已投资金额	资本金比例	公司承担省内资本金		
							认缴比例	拟出资金额	已到位资本金
潍莱高铁	122.00	161.30	161.30	2018~2020	151.70	50.00	59.25	33.47	33.47
潍烟高铁	236.00	524.00	524.00	2021~2024	310.92	50.00	42.87	109.76	74.15
莱荣高铁	192.36	307.00	307.00	2021~2024	228.65	50.00	38.35	59.59	51.60
济滨高铁	151.00	374.20	374.20	2022~2026	204.15	50.00	49.01	91.96	70.61
济枣高铁	269.67	640.00	640.00	2023~2026	72.65	50.00	1.31	4.00	4.00
济青高铁	307.80	600.00	600.00	2015~2018	566.93	50.00	11.82	35.47	35.47
雄商高铁山东段	269.00	388.90	388.90	2022~2026	235.50	50.00	5.30	51.52	51.52
合计	1,547.83	2,995.40	2,995.40	--	1,770.50	--	--	385.77	320.82

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；潍莱高铁后续投资主要系修建站房等项目出资。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 投资业务



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

公司投资业务主要由权益投资部和定增业务部负责经营，上述部门与政府机构、社会资本合作，以财务投资为目的，开展直接投资业务、基金投资业务和固定收益类业务。

#### (1)直接投资业务

直接投资方面，公司以财务投资为目的直接认购企业股权或通过项目持股，通过所投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，2022~2024 年及 2025 年 1~3 月，公司直接投资业务实现投资收益分别为 4.78 亿元、3.77 亿元、2.58 亿元和 0.31 亿元。公司投资对象以上市公司及铁路产业链上下游未上市企业为主；其中未上市公司方面，公司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 2025 年 3 月末，公司主要在投的直接股权投资项目共计 87 个，投资规模共计 94.28 亿元。

表 7：截至 2025 年 3 月末公司主要直接股权投资项目情况（万元）

公司（项目）名称	所属行业	账面价值	投资收益情况			
			2022	2023	2024	2025.1~3
财通基金管理有限公司	租赁和商务服务业	56,835.35	--	--	--	--
山东高速路桥集团股份有限公司	建筑业	53,525.37	24,405.35	1,717.54	2,254.26	--
中金瑞晟（济南）投资合伙企业（有限合伙）	商务服务业	32,305.28	--	--	--	--
诺德浦江 999 号单一资产管理计划	租赁和商务服务业	29,981.74	--	--	--	--
诺德基金浦江 1166 号单一资产计划	租赁和商务服务业	29,000.00	--	--	3,477.56	--
济南铁盈投资合伙企业（有限合伙）（18 期）	投资与资产管理	26,900.00	--	--	--	--
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	25,142.32	--	--	--	--
山东驼铃资产管理有限公司（1 期）	投资与资产管理	25,000.00	--	--	--	--
济南铁盈投资合伙企业（有限合伙）（19 期）	投资与资产管理	24,057.00	--	--	--	--
中信证券铁发紫宸 2 号单一资产管理计划	租赁和商务服务业	23,000.00	--	--	1,283.68	--
诺德浦江 1266 号单一资产计划	租赁和商务服务业	23,000.00	--	--	--	--
枣庄铁新股权投资合伙企业（有限合伙）（6 期）	投资与资产管理	22,600.00	--	--	--	--
青岛新里程医疗产业投资中心（有限合伙）	租赁和商务服务业	22,540.00	--	--	--	9.60
济南铁舜投资合伙企业（有限合伙）（13 期）	租赁和商务服务业	21,500.00	--	1,855.21	1,657.74	--
中信证券股份有限公司	证券经纪交易服务	21,000.00	--	--	--	--
济南铁茂投资合伙企业（有限合伙）（5 期）	投资与资产管理	20,790.00	--	--	--	--
厦门中金启通投资合伙企业（有限合伙）	投资与资产管	20,000.00	--	--	--	--
青岛铁发创智产业投资基金合伙企业（有限合伙）	商务服务业	20,000.00	--	--	116.44	--
合计	--	497,177.06	24,405.35	3,572.75	8,789.68	9.60

注：公司对山东高速路桥集团股份有限公司的投资包括股权投资与可转债。

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。2022 年以来，公司主要退出直接股权投资项目共 33 个，投资成本合计 35.74 亿元，累计实现退出收益 7.15 亿元。

表 8：截至 2025 年 3 月末公司主要退出直接股权投资项目情况（亿元）

公司（项目）名称	退出时间	投资成本	持有期 分红收益	退出收益
深圳市海汇全赢投资咨询合伙企业（有限合伙）	2022	1.01	0.21	--
中信证券股份有限公司山东高铁定向资管计划（2 期）	2022	1.20	--	0.11
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（4 期）	2022	0.67	--	0.12
中信证券股份有限公司山东高铁定向资管计划（5 期）	2022	0.60	--	0.04
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（13 期）	2022	0.40	--	0.08
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（5 期）	2022	0.30	--	0.02
广东广祺瑞薪股权投资合伙企业（有限合伙）	2022	0.30	--	0.01
济南舜腾产发股权投资合伙企业（有限合伙）	2023	2.20	0.44	0.85
天津民朴紫荆股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2023	0.51	--	0.26
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（10 期）	2023	1.15	--	0.06
济南德道厚醇股权投资合伙企业（有限合伙）	2023	0.50	--	0.09
济南铁中首云投资合伙企业（有限合伙）	2023	0.77	0.07	0.12
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（12 期）	2023	0.49	--	0.03
厦门易科汇华信一号股权投资基金合伙企业（有限合伙）（3 期）	2023	0.18	--	0.03
生益电子股份有限公司	2023	0.25	--	0.01
影响力种业产业基金（北京）合伙企业（有限合伙）	2023	0.80	--	0.01
中信证券股份有限公司山东高铁定向资管计划（7 期）	2023	1.50	--	0.11
厦门易科汇华信一号股权投资基金合伙企业（有限合伙）（1 期）	2023	0.52	--	0.73
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（17 期）	2023	0.78	--	0.09
国君资管山东铁投定增 1 号单一资产管理计划（5 期）	2024	2.80	--	0.11
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（19 期）	2024	0.65	--	0.10
济南江山投资合伙企业（有限合伙）	2024	6.13	--	3.15
北京嘉盛铁发科技中心（有限合伙）	2024	1.00	--	0.19
诺德基金浦江 1188 号单一资产管理计划	2024	2.88	--	0.23
英利能源发展有限公司	2024	1.75	--	--
国君资管山东铁投定增 1 号单一资产管理计划（7 期）	2024	0.60	--	0.06
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（9 期）	2024	1.00	--	0.03
中信证券股份有限公司山东高铁定向资管计划（6 期）	2024	0.71	--	0.01
诺德基金浦江 70 号单一资产管理计划（8 期）	2024	1.20	--	0.01
山东驼铃资产管理有限公司（2 期）	2024	2.00	--	0.43
鼎兴启航（济南）股权投资合伙企业（有限合伙）	2024	0.09	--	--
广西通服科兴投资管理合伙企业（有限合伙）	2025	0.69	--	0.04
广东广祺铁发股权投资合伙企业（有限合伙）（1 期）	2025	0.11	--	0.02
合计	--	35.74	0.72	7.15

注：上表中部分项目通过回购方式退出，故未产生退出收益。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## (2)基金投资业务

股权基金投资方面，截至 2025 年 3 月末，公司共参与投资了 15 支股权基金，基金总规模为 120.63 亿元，公司认缴规模为 75.17 亿元，公司实缴规模为 25.31 亿元，累计获得基金投资收益 13.52 亿元。公司投资对象主要支持山东省基础设施等领域的建设，或投向新能源、新材料、高端装备、智能制造、医养健康等符合省新旧动能转换方向和工业互联网相关产业项目。公司基金投资的资金全部来源于自有资金，公司作为基金管理人或有限合伙人参与基金投资。此外，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。2022~2024 年及 2025 年 1~3 月，公司基金管理费收入分别为 722.21 万元、1,812.34 万元、827.45 万元和 88.69 万元，其中 2024 年随着基金管理项目的陆续退出，管理规模逐渐下降，导致管理费收入有所下降。



表 9：截至 2025 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	40.15	49.81	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	10.97	有限合伙人
青岛铁发壹号投资合伙企业（有限合伙）	2022.9	5 年	5.80	99.82	5.79	3.80	基金管理人、有限合伙人
青岛君铁产业投资基金合伙企业（有限合伙）	2024.7	5 年	5.01	55.89	2.80	2.80	基金管理人、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	29.00	1.45	0.34	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	49.85	2.99	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	39.43	2.76	0.56	基金管理人、有限合伙人
济南中科空天产业投资基金合伙企业（有限合伙）	2022.1	7 年	10.00	29.00	2.90	0.60	基金管理人、有限合伙人
合计	--	--	109.59	--	68.69	22.76	--

注：上表中曜为（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；截至 2025 年 3 月末，公司对厦门中金盈润股权投资基金合伙企业（有限合伙）对实缴规模为 10.97 亿元，由于项目陆续退出，实缴规模有所减少。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

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

### (3)固定收益业务

公司固定收益业务主要由投资部门负责经营。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。2022~2024 年及 2025 年 1~3 月，公司投资固定收益产品获得收益分别为 10.40 亿元、11.51 亿元、8.63 亿元和 0.84 亿元。

公司固定收益类业务主要流程为：第一，投资部门根据项目资料对项目进行初步评估，针对有投资可行性的项目撰写立项报告；第二，投资企管部组织召开立项会，对通过初步评估的项目进行审议，并形成立项会纪要；第三，投资部门及风险合规部共同对通过立项会的项目进行尽职调查，并撰写尽调报告；第四，风险合规部组织召开评审会，由评审会委员对项目进行审议，并出具风

险评估报告；第五，投资企管组织召开总经理办公会，并形成总办会纪要；党群工作部组织召开党委会，并形成党委会纪要；第六，投资企管部组织召开投委会，由投委会委员对项目进行集体评议，并由投委会委员独立投票，形成最终决议。

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

具体投资项目方面，截至 2025 年 3 月末，公司在投资的固定收益产品共 95 只，合计投资金额 175.38 亿元。

表 10：截至 2025 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
		2024 年	2025 年 1~3 月	
济南盈榕创业投资合伙企业（有限合伙）	49,800.00	5,225.34	--	2 年
济南铁盈投资合伙企业（有限合伙）（10 期）	49,000.00	4,586.00	--	2 年
济南汇盛投资合伙企业（有限合伙）	47,600.00	2,917.60	1,450.78	2 年
济南铁盛投资合伙企业（有限合伙）（20 期）	45,444.75	2,979.46	--	4 年
济南铁盈投资合伙企业（有限合伙）（11 期）	43,000.00	--	--	1.5 年
济南兴铁投资合伙企业（有限合伙）（5 期）	42,719.02	93.59	--	2 年
济南铁茂投资合伙企业（有限合伙）（2 期）	42,000.00	--	--	2 年
济南铁晟叁号投资合伙企业（有限合伙）（2 期）	41,917.43	--	--	2 年
济南康悦齐明投资合伙企业（有限合伙）	36,567.00	3,632.91	--	2 年
济南兴铁投资合伙企业（有限合伙）（20 期）	35,000.00	22.53	--	2 年
济南泰翔投资合伙企业（有限合伙）	33,519.18	2,943.55	--	2 年
安吉辰宁企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	33,398.75	2,261.83	--	2 年
淄博铁发恒瑞投资合伙企业（有限合伙）（11 期）	33,000.00	1,326.26	--	1.5 年
合计	532,966.13	25,989.07	1,450.78	--

注：本表主要列示截至 2025 年 3 月末在投规模 3 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，2024 年受市场环境影响，公司收益有所下降。未来，随着公司投资经验的积累及市场环境的好转，公司固定收益业务的盈利性有望进一步增强。

## 财务风险

中诚信国际认为，受益于业务持续推进和子公司少数股东增资，近年来公司资产和权益规模显著增长，但随着融资需求的上升，公司债务规模增长较快，财务杠杆水平持续升高；EBITDA 对利息覆盖能力逐年下降，经营活动净现金流对利息支出的保障能力较弱。

## 资本实力与结构

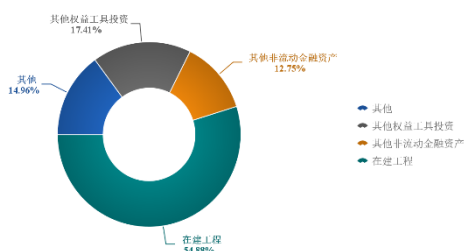
受益于公司业务持续推进，公司资产规模显著增长，公司资产以铁路投资项目和多元化投资项目为主，资产流动性一般，收益性较好，整体资产价值较高；公司可持续获得来自政府的资金支持且子公司少数股东增资，资本实力不断增强，但随着融资需求上升，财务杠杆水平持续升高。

作为山东省铁路基金载体，近年来随着铁路建设投资项目的推进和多元化投资业务的开展，公司资

产规模显著增长，2022~2024 年复合增长率约为 10.95%。

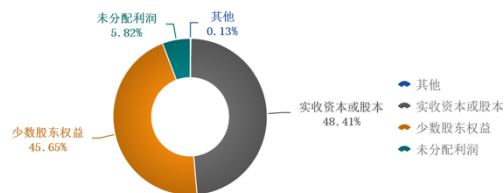
公司资产主要以货币资金、铁路投资项目形成的在建工程和多元化投资形成的其他权益工具投资、其他非流动金融资产、其他债权投资等构成。截至 2024 年末，公司货币资金为 67.77 亿元，受限部分仅占 1.89%，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；在建工程主要系潍烟高铁、莱荣高铁、潍莱高铁和济滨高铁的投入成本；其他权益工具投资、其他非流动金融资产、其他债权投资主要系前述直接投资项目、基金投资项目和固定收益产品，每年可为公司带来一定的投资收益。整体来看，公司虽保有一定规模的货币资金，但由于铁路建设项目沉淀资金规模较大，且大多数项目处于建设期，削弱了公司的资产流动性；公司多元化投资项目能够带来一定规模的投资收益，资产收益性较好。

图 1：截至 2024 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2024 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来，受益于子公司少数股东增资和未分配利润的积累，公司权益规模不断增长，其中，2024 年末少数股东权益较上年增加 23.43 亿元系铁路项目公司地方股东出资增加所致。公司负债主要由银行贷款、应付债券、长期应付款等有息债务和应付账款等构成，呈快速增长趋势。公司项目建设主要依靠外部融资，有息债务整体有所增长，公司财务杠杆呈上升趋势；截至 2025 年 3 月末，公司资产负债率为 61.66%，总资本化比率为 59.73%。

表 11：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

项目	2022	2023	2024	2025.3
资产总额	1,255.96	1,424.91	1,546.10	1,595.02
流动资产占比	20.47	11.26	9.03	11.34
经调整的所有者权益	547.08	576.79	597.51	611.48
资产负债率	56.44	59.52	61.35	61.66
总资本化比率	52.96	55.85	58.83	59.73

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

**由于仍有部分铁路尚处建设期，近年来公司经营活动产生的现金流量规模较小；公司建设任务较重，投资活动产生的现金流呈持续大额流出；经营发展对外部融资存在较强依赖性，公司再融资能力需持续关注。**

公司目前收入规模相对较小，主要系铁路运输收入、基金管理费收入和租赁收入等，但公司销售商品、提供劳务收到的现金规模与营业收入基本匹配，收现比均在 1 以上，收入质量较好。

公司经营活动产生的现金流主要为收到的税收返还、铁路运营收入、以及退回项目保证金等，规

模较小，主要系投资建设的铁路项目部分仍处于建设期，暂未实现运营收入，现阶段无法产生经营性现金流入；潍莱高铁项目、潍烟高铁项目及莱荣高铁尚处于试运行阶段，通车试运营初期上座率较低，预计公司短期内经营性现金流仍维持较小规模。

2024 年公司投资进度放缓，但投资活动产生的现金流仍呈持续大额流出，主要系前述金融投资项目投入和铁路投资项目的稳步推进，导致购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及投资支付的现金较多所致，公司建设任务较重，未来投资规模将维持在较高水平。

公司主要依赖于银行借款、发行债券、社会资本融资款<sup>3</sup>和政府注资来弥补投资和经营活动产生的资金缺口，近年来公司债务规模逐年增长，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。总体来看，公司主要通过外部债务融资筹集资金，但资金缺口覆盖能力缺乏稳定性，2023 年以来现金及现金等价物持续消耗。

表 12：近年来公司现金流情况（亿元）

项目	2022	2023	2024	2025.1~3
经营活动产生的现金流量净额	9.08	12.85	14.15	-41.46
投资活动产生的现金流量净额	-137.48	-263.24	-129.95	-24.62
筹资活动产生的现金流量净额	268.19	102.96	109.61	55.42
现金及现金等价物净增加额	139.79	-147.42	-6.18	-10.66
收现比(X)	1.11	1.07	1.78	3.44

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

**公司债务规模持续攀升，但债务结构仍保持合理，与其业务特征相匹配。EBITDA 对利息覆盖能力逐年下降，经营活动净现金流对利息支出的保障能力较弱，公司偿债指标有待提升。**

如前所述，随着公司铁路建设项目持续投入，公司总债务整体有所增长，2022~2024 年公司总债务年均复合增长率为 17.74%。具体来看，公司新增债务主要系银行借款、债券和社会资本融资款等；债务结构以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 13：截至 2025 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

金额	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上
银行借款	459.84	9.42	0.42	449.58
债券融资	115.00	15.00	--	95.00
保险资金	64.00	--	21.50	26.50
其他	267.95	14.56	11.26	29.36
合计	906.80	38.98	33.18	61.28
				773.35

注：其他债务主要系长期应付款中的社会资本融资款项，到期债务规模合计数与总债务差异系四舍五入导致。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额和费用化利息支出构成，费用化利息支出受债务规模的扩张和融资成本下降的共同影响而呈波动趋势，受此影响 EBITDA 亦呈波动趋势，但其对利息覆盖水平逐年

<sup>3</sup> 社会资本融资款系公司按照《山东省人民政府关于山东省铁路发展基金设立方案的批复》相关规定募集社会资本，根据《山东省发展和改革委员会关于印发〈山东省铁路发展基金管理办法（试行）〉的通知》，社会投资人按约定优先获稳定合理的投资回报，不参与公司经营管理，山东铁投作为主发起人承诺社会投资人投资回报的差额补足及按约定到期回购出资的义务，如社会投资人正常回报和股权回购款有资金缺口时，山东省发展和改革委员会向山东省人民政府汇报，山东省人民政府协调给予资金支持。

下滑。此外，公司经营活动净现金流规模较小，对利息支出的保障能力较弱。

截至 2025 年 3 月末，公司可动用账面资金为 53.54 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源；同时，公司银行授信总额为 1,171.40 亿元，尚未使用授信额度为 755.92 亿元，备用流动性较为充足，而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，目前在手未使用批文额度为 5 亿元，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通。

表 14：近年来公司偿债能力指标（亿元、%、X）

项目	2022	2023	2024	2025.3
总债务	615.98	729.75	853.95	906.80
短期债务占比	3.37	6.82	7.31	4.30
EBITDA	17.45	20.89	19.21	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.91	0.88	0.76	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	0.47	0.54	0.56	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限资产方面，截至 2025 年 3 月末，公司受限资产账面价值为 21.95 亿元，占同期末总资产比重约为 1.38%，主要系保证金和用于抵押借款的投资性房地产和固定资产等，存在一定抵质押空间。或有负债方面，截至 2025 年 3 月末，公司无对外担保情况，且不存在重大未决诉讼、仲裁情况。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2025 年 5 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 外部支持

**中诚信国际认为，山东省政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：**

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

**同时，山东省政府对公司的支持意愿很强，主要体现在以下 3 个方面：**

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



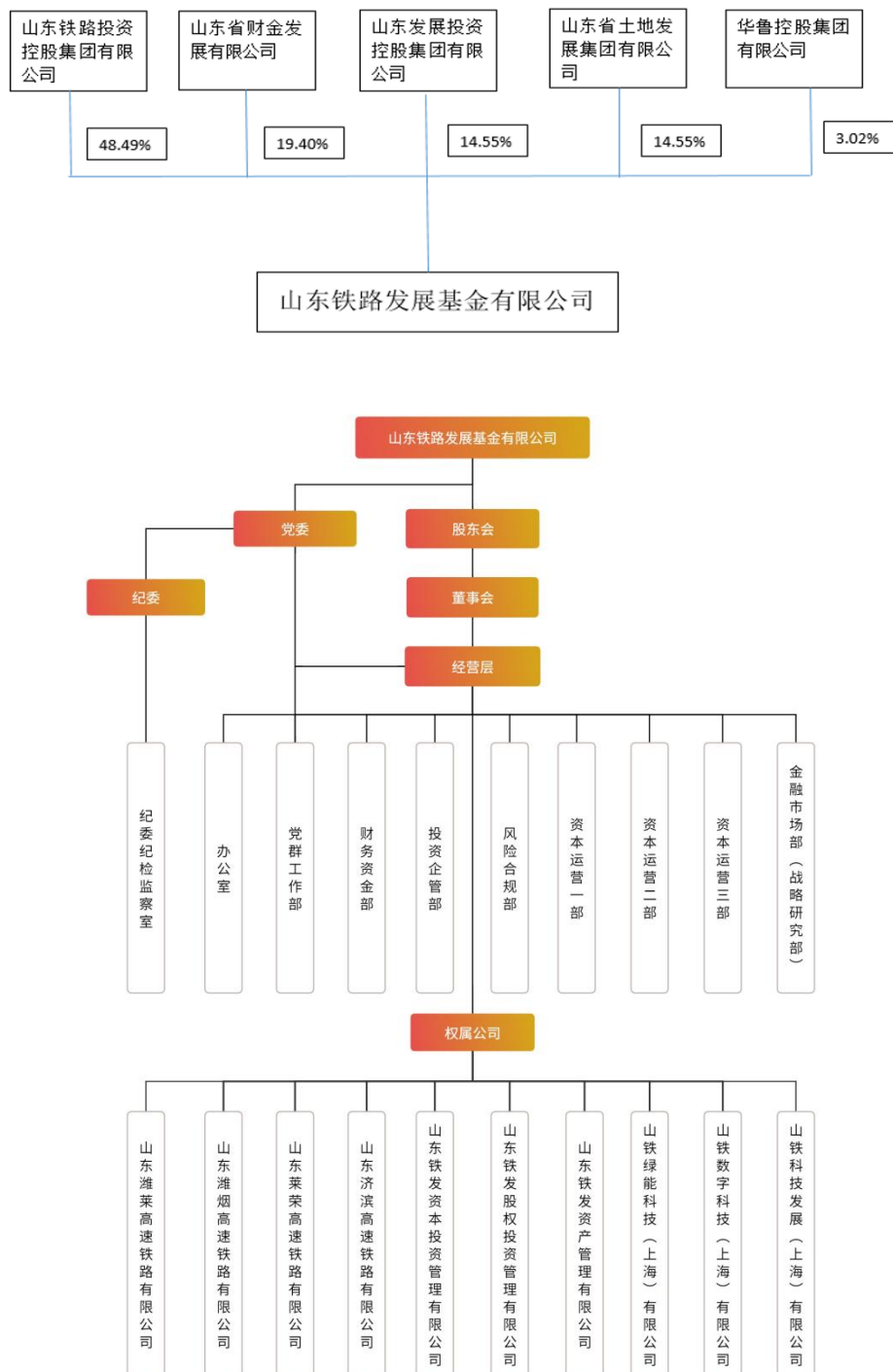
综上，中诚信国际认为，山东省政府很强的支持能力和对公司很强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

## 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主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。



## 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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：山东铁路发展基金有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	1,996,800.25	964,222.84	677,662.07	562,703.90
非受限货币资金	1,988,772.84	959,140.52	664,849.20	535,420.13
应收账款	2,667.01	3,118.77	23,840.99	70,125.12
其他应收款	127,494.71	174,122.80	416,473.12	842,832.86
存货	0.00	0.00	0.00	6,896.00
长期投资	4,160,193.57	4,760,235.48	5,133,850.67	5,058,522.87
在建工程	5,657,276.73	7,611,926.98	8,485,476.54	8,576,576.10
无形资产	44.59	94.16	2,208.26	2,201.84
资产总计	12,559,550.56	14,249,092.54	15,460,993.98	15,950,157.05
其他应付款	74,994.61	73,201.66	62,430.31	64,687.86
短期债务	207,640.76	497,575.37	623,990.28	389,842.84
长期债务	5,952,146.50	6,799,876.49	7,915,485.01	8,678,132.34
总债务	6,159,787.26	7,297,451.86	8,539,475.29	9,067,975.18
负债合计	7,088,713.15	8,481,232.82	9,485,916.14	9,835,333.24
利息支出	192,449.59	236,489.08	251,671.54	--
经调整的所有者权益合计	5,470,837.40	5,767,859.72	5,975,077.84	6,114,823.81
营业总收入	18,445.98	31,172.33	69,318.66	30,639.22
经营性业务利润	-136,236.99	-145,571.04	-134,869.21	-34,939.47
其他收益	124.24	173.85	992.64	12.44
投资收益	166,152.64	197,242.78	191,363.12	45,439.90
营业外收入	4.03	0.04	1,798.96	143.60
净利润	24,531.21	9,238.54	48,225.85	5,121.35
EBIT	172,307.75	204,831.74	181,746.74	--
EBITDA	174,463.25	208,904.00	192,118.40	--
销售商品、提供劳务收到的现金	20,455.31	33,263.34	123,254.35	105,530.06
收到其他与经营活动有关的现金	50,936.62	92,873.81	170,164.32	125,762.31
购买商品、接受劳务支付的现金	4,784.86	23,501.83	213,609.27	152,012.56
支付其他与经营活动有关的现金	17,941.04	52,380.36	201,923.17	484,273.65
吸收投资收到的现金	504,360.01	170,725.57	152,965.00	152,353.41
资本支出	1,684,560.88	1,760,213.09	1,190,707.02	346,494.68
经营活动产生的现金流量净额	90,778.78	128,541.41	141,537.54	-414,605.85
投资活动产生的现金流量净额	-1,374,845.98	-2,632,359.89	-1,299,470.98	-246,169.55
筹资活动产生的现金流量净额	2,681,928.89	1,029,634.97	1,096,144.30	554,209.25
现金及现金等价物净增加额	1,397,861.70	-1,474,183.52	-61,789.14	-106,566.15
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	-11.58	13.21	-2.18	3.37
期间费用率(%)	724.31	477.36	191.71	116.56
应收类款项占比(%)	1.04	1.24	2.85	5.72
收现比(X)	1.11	1.07	1.78	3.44
资产负债率(%)	56.44	59.52	61.35	61.66
总资本化比率(%)	52.96	55.85	58.83	59.73
短期债务/总债务(%)	3.37	6.82	7.31	4.30
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	0.47	0.54	0.56	--
总债务/EBITDA(X)	35.31	34.93	44.45	--
EBITDA/短期债务(X)	0.84	0.42	0.31	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.91	0.88	0.76	--

注：中诚信国际根据 2023 年、2024 年审计报告及 2025 年一季度未经审计的财务报表整理；长期应付款和其他非流动负债中的带息债务调入长期债务。

### 附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
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
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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”；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。

## 附四：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn