



山东国惠投资控股集团有限公司

2025 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[2025]跟踪 1303 号

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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2025 年 6 月 25 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 MTN002B”

AAA

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。

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”）作为服务绿色低碳高质量发展和支持全省推进新型工业化国有资本投资平台，发展聚焦新兴产业投资及服务、国有股权和国企改革基金管理“两大主业”领域，对山东省政府的重要性较强，与山东省政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际关注到公司总债务保持上升趋势且面临短期偿债压力、投资收益稳定性有待加强以及融资租赁业务经营风险需关注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。**公司由山东省国资委出资成立，定位于服务绿色低碳高质量发展和支持全省推进新型工业化国有资本投资平台，在山东省国资体系中居于重要地位。
- **拥有大量优质资产。**公司拥有大量的金融及实业板块资产，并拥有优质的上市公司股权，投资组合集中度不高，资产质量优良且资产多样化程度高。

关 注

- **总债务保持上升，关注短期偿债压力。**跟踪期内，公司合并口径总债务规模保持上升，且短期债务占比波动上升，需关注短期偿债压力。
- **投资收益稳定性。**跟踪期内，公司投资收益持续下降，且投资收益易受市场环境变化等影响，需关注公司投资收益稳定性。
- **关注融资租赁业务经营风险。**宏观经济低位运行、行业及金融政策环境多变情况下，企业经营波动风险加大且易向融资租赁等类金融行业扩散，需关注公司融资租赁业务经营风险。

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：宋丹丹 ddsong@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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	1,684.61	1,819.50	1,870.89	1,885.81
经调整的所有者权益合计 ¹ （亿元）	1,005.22	1,078.97	1,142.28	1,148.06
负债合计（亿元）	679.39	740.53	728.61	737.74
总债务（亿元）	575.02	655.08	667.51	673.82
营业总收入（亿元）	200.24	209.71	233.69	57.94
净利润（亿元）	20.34	14.51	16.56	7.30
EBIT（亿元）	41.91	33.63	39.29	8.46
EBITDA（亿元）	46.54	39.49	48.73	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-46.10	0.54	21.00	15.83
营业毛利率(%)	21.57	22.12	22.37	22.27
总资产收益率(%)	2.49	1.92	2.13	1.80*
EBIT 利润率(%)	20.93	16.04	16.81	14.60
资产负债率(%)	40.33	40.70	38.94	39.12
总资本化比率(%)	36.39	37.78	36.88	36.98
总债务/EBITDA(X)	12.36	16.59	13.70	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.31	2.27	2.71	--
FFO/总债务（X）	0.01	-0.01	0.01	0.09*

山东国惠（母公司口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	1,222.31	1,347.01	1,432.05	1,403.16
负债合计（亿元）	281.12	333.53	365.61	341.36
总债务（亿元）	250.25	300.33	317.25	290.40
经调整的所有者权益合计（亿元）	941.19	1,013.48	1,066.43	1,061.80
投资收益（亿元）	9.83	4.63	3.11	0.06
净利润（亿元）	7.65	2.62	0.99	-0.28
EBIT（亿元）	16.98	12.96	11.43	-0.28
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-15.48	-58.51	19.18	2.88
经调整的净资产收益率（%）	0.81	0.27	0.09	-0.11*
资产负债率（%）	23.00	24.76	25.53	24.33
总资本化比率（%）	21.00	22.86	22.93	21.48
总债务/投资组合市值（%）	22.78	26.04	25.62	23.94
现金流利息覆盖倍数（X）	-0.30	-5.35	2.14	--

注：1、中诚信国际根据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 2023 年财务报告、经和信会计师事务所（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，其他数据均采用财务报表期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入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。

同行业比较（2024 年母公司数据）

公司名称	业务定位	总资产 (亿元)	实收资本 (亿元)	资产负债率 (%)	投资收益 (亿元)	净利润 (亿元)
山东国惠	山东省服务绿色低碳高质量发展和支持全省推进新型工业化国有资本投资平台	1,432.05	367.50	25.53	3.11	0.99
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	299.21	45.00	56.60	10.31	6.89
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	1,388.90	100.00	50.62	25.50	118.20
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	279.54	100.00	56.12	7.95	1.36

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，具有很强的资本实力，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”的简称；“福建投资集团”系“福建省投资开发集团有限责任公司”的简称；“浙江

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，山东国惠上述调整项金额均为 0。

国资”系“浙江省国有资本运营有限公司”的简称；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；3、除山东国惠及山东国投外，其他主体均采用 2023 年数据。
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

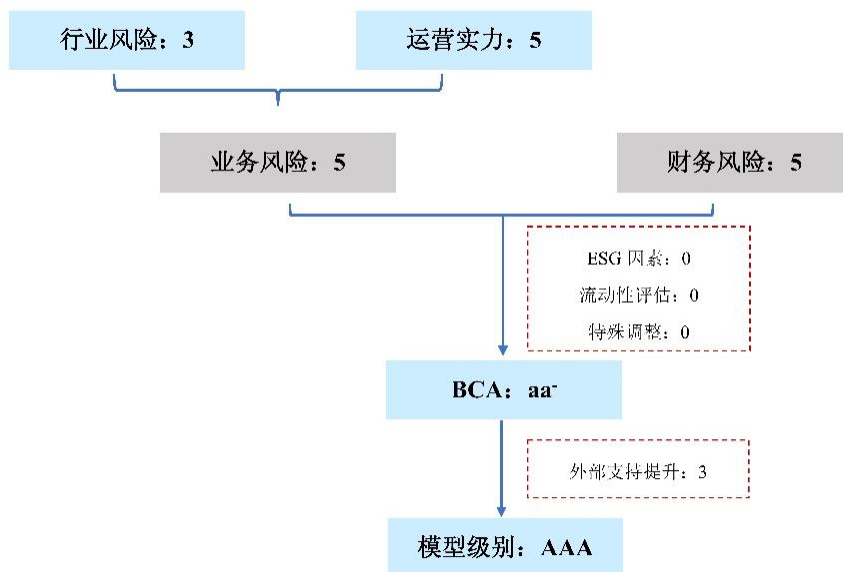
本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
22 国惠 03/ 22 国惠债 01	AAA	AAA	2024/6/27 至 本报告出具日	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 MTN002B	AAA	AAA	2024/6/27 至 本报告出具日	10.00/4.30	2021/8/25~2026/8/25 (2+1)	出售/转移重大资产， 调整票面利率，回售

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
山东国惠	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/7/19 至本报告出具日

● 评级模型

山东国惠投资控股集团有限公司评级模型打分(C210100_2024_02_2025_1)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 中诚信国际认为, 山东省经济和财政实力很强, 具有很强的支持能力, 对公司具有强的支持意愿。公司定位于服务绿色低碳高质量发展和支持全省推进新型工业化国有资本投资平台, 职能定位明确, 对政府重要性较高; 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。

方法论: 中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2024_02

宏观经济与行业政策

中诚信国际认为，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。行业发展方面，2024 年以来，我国继续坚持以科技创新引领现代化产业体系建设，股权投资市场有所回暖，并购重组热度提升，国家层面指导意见促进政府投资基金有序、健康发展，预计未来投资控股企业科创领域投资规模将继续扩大，债券融资规模将继续上升，需关注相关企业投资管理能力、流动性和抗风险能力。

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/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

详见《中国投资控股企业特别评论》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11836?type=1>

重大事项

根据山东省人民政府要求，山东国惠与山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“山东发展”）正在实施战略重组事宜（以下简称“本次合并”）。

2025 年 4 月 8 日，山东国惠股东决定、山东发展股东会决议通过了本次合并及相关事项。同日，山东国惠与山东发展签署了《山东国惠投资控股集团有限公司与山东发展投资控股集团有限公司之吸收合并协议》。根据该协议，由山东国惠吸收合并山东发展，吸收合并完成后原“山东发展投资控股集团有限公司”注销，山东国惠更名为“山东发展投资控股集团有限公司”（以下简称“新主体”）继续存续。合并完成后，新主体依法承继本次合并双方原所享有全部权利、义务，包括但不限于资产、债权、债务、业务、权益、人员、资质等，并依法继续存续经营。本次合并尚需履行其他相关必要的程序，如有进展，公司将按照相关规定及时进行披露。

人事变动方面，根据《山东省人民政府关于任免高长生等工作人员职务的通知》（鲁政任〔2025〕3 号），山东省人民政府决定，任命：山东国惠董事长、总经理高长生为新组建的山东发展投资控股集团有限公司董事、董事长；山东发展董事、总经理张伟为新组建的山东发展投资控股集团有限公司董事、总经理；山东国惠董事窦玉硕为新组建的山东发展投资控股集团有限公司董事。根据《山东省国资委关于王波等人员职务任免的通知》，委派丁海成、王在新、贾慧丽（女）为新组建的山东发展投资控股集团有限公司外部董事（专职）；委派朱武祥、周春生为新组建的山东发展投资控股集团有限公司外部董事。

截至目前，上述事项均尚未完成工商变更。

表 1：2024 年末山东发展主要财务数据情况（亿元、%）

公司名称	总资产	净资产	资产负债率	营业总收入	净利润
山东发展投资控股集团有限公司	469.65	312.65	33.43	34.05	5.90

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，山东国惠职能定位于服务绿色低碳高质量发展和支持全省推进新型工业化国有资本投资平台，地位重要；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。

表 2：公司主要板块营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

行业	2022			2023			2024			2025.1~3		
	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	25.26	12.61	58.19	24.01	11.45	63.90	25.77	11.03	64.07	8.95	15.44	74.89
生产制造	59.13	29.53	27.75	63.05	30.07	21.22	68.52	29.32	22.57	15.72	27.14	23.01
贸易	82.71	41.30	0.39	75.15	35.83	0.30	87.15	37.29	0.17	27.69	47.80	0.13
工程施工	17.91	8.94	18.33	17.52	8.35	17.85	13.01	5.57	19.15	2.12	3.66	19.25
其他	15.23	7.61	55.63	29.98	14.29	47.78	39.24	16.79	44.98	3.46	5.97	61.87
投资收益	10.07			7.16			5.89			2.13		
合计	200.24	100.00	21.57	209.71	100.00	22.12	233.69	100.00	22.37	57.94	100.00	22.27

注：1、其他业务包含房地产、小额贷款业务等；2、尾差系四舍五入导致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司定位于服务绿色低碳高质量发展和支持全省推进新型工业化国有资本投资平台，发展聚焦新兴产业投资及服务、国有股权和国企改革基金管理“两大主业”领域，职能定位明确，重要性较高。

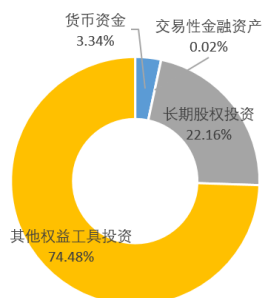
公司定位于服务绿色低碳高质量发展和支持全省推进新型工业化国有资本投资平台，发展聚焦新兴产业投资及服务、国有股权和国企改革基金管理“两大主业”领域。受益于明确的职能定位以及政府的大力支持，公司陆续接收省属优质资产，自身合并范围不断扩大，经营范围逐步拓展，业务规模也急剧扩张。目前已形成了融资租赁、生产制造、商品贸易及工程建设等并举的多元化业务布局，跟踪期内，业务结构保持稳定。另外，公司在投资管理、风险管理方面的制度得到持续有效执行，未发生重大投资风险事件。2024 年公司实现投资收益 5.89 亿元，同比下降 17.79%，主要系交易性金融资产、长期股权投资等投资组合产生的收益，需对投资收益稳定性保持关注。

跟踪期内，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，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。

跟踪期内，公司投资组合规模波动增长，各类型占比变动不大，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，以及政府无偿划入的省属国有企业股权形成的其他权益工具投资，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及新增部分对合伙企业基金的出资和资产管理计划的出

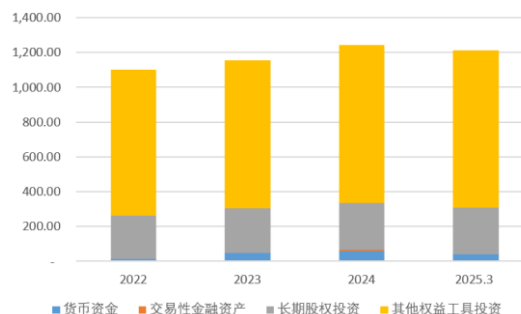
资影响有所增长。截至 2025 年 3 月末，公司本部直接持有上市公司鲁银投资股份有限公司（以下简称“鲁银投资”，600874.SH）约 2.14 亿股股权和山东圣阳电源股份有限公司（以下简称“圣阳股份”，002580.SZ）约 1.05 亿股股权，同期末市值合计约 27 亿元，占投资组合市值的比例很低。总体上，公司本部所持股权主要为非上市股权，主要为对子公司的长期股权投资以及政府划入的其他权益工具投资，预计公司将长期持有上述股权，货币资金和交易性金融资产占比很低，投资组合的资产流动性较低。

图 1：2025 年 3 月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中占比。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：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

表 3：截至 2024 年末公司合并口径其他权益投资工具情况（亿元、%）

项目名称	持股比例	账面价值
山东高速集团有限公司	20.00	413.28
山东能源集团有限公司	20.00	212.86
山东重工集团有限公司	20.00	63.97
山东发展投资控股集团有限公司	20.00	53.84
山东省土地发展集团有限公司	20.00	32.44
山东省国有资产投资控股有限公司	20.00	29.88
华鲁控股集团有限公司	16.90	26.39
水发集团有限公司	17.35	26.11
山东黄金集团有限公司	20.00	17.23
山东省商业集团有限公司	20.00	9.74
山东省机场管理集团有限公司	5.44	8.95
其他	--	47.46
合计	--	942.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，国泰租赁仅开展售后回租业务，不良率同比有所下降，但在宏观经济低位运行、行业及金融政策环境多变情况下，企业经营波动风险加大且易向融资租赁等类金融行业扩散，仍需关注公司融资租赁业务经营风险。

跟踪期内，国泰租赁突出主业，同时出于业务转型和风险控制考虑，持续调整业务结构，存量业务集中在城市公用、交通物流、能源环保和先进制造等行业，但公司在逐步压降城市公用行业的投放规模，增加交通物流的投放规模。截至 2025 年 3 月末，国泰租赁应收融资租赁款总额为 339.28 亿元，同比有所增长。2024 年，公司签订租赁合同 346 个，实际投放金额 160.69 亿元，同比下降

约 6.7%，平均单笔投放额有所回升；2025 年一季度，公司签订租赁合同数及实际投放金额均相对增长。

表 4：近年来公司租赁业务合同签订与投放情况

	2022	2023	2024	2025.1~3
签订租赁合同数量（个）	290	432	346	141
实际投放金额（亿元）	195.87	172.28	160.69	66.66

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；跟踪期内国泰租赁未开展直租业务，截至 2025 年 3 月末，租赁资产余额及新增投放均为售后回租。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 1~2 年。

表 5：近年来公司融资租赁模式分布情况（亿元、%）

	2022		2023		2024		2025.1~3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直租	1.12	0.34	0.55	0.17	0.00	0.00	0.00	0.00
售后回租	323.98	99.66	328.65	99.83	314.10	100.00	339.28	100.00
合计	325.10	100.00	329.21	100.00	314.10	100.00	339.28	100.00

注：由于四舍五入原因可能导致合计数据存在尾差。

资料来源：公司提供，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，逐步形成以华东、华南、华北为重点区域，中西部为次重点区域的全国业务布局。截至 2025 年 3 月末，国泰租赁主要业务区域仍为山东、江苏等中东部地区为主。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 6：近年来公司应收融资租赁款总额按区域分布情况（亿元、%）

	2022		2023		2024		2025.1~3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
东北	4.40	1.35	2.93	2.18	3.50	1.12	3.47	1.02
华北	22.26	6.85	20.54	4.28	17.44	5.55	23.54	6.94
华东	226.77	69.75	250.71	59.76	245.69	78.22	261.59	77.1
华南	11.86	3.65	15.31	7.96	18.19	5.79	23.32	6.87
华中	25.03	7.7	17.62	10.79	11.21	3.57	9.39	2.77
西北	9.84	3.03	4.70	5.36	6.30	2.00	6.26	1.84
西南	24.94	7.67	17.40	9.67	11.76	3.74	11.72	3.45
合计	325.10	100.00	329.21	100.00	314.10	100.00	339.28	100.00

资料来源：国泰租赁，中诚信国际整理

从行业分布来看，跟踪期内，国泰租赁优先推进中东部地区以交通物流、城市公用、能源环保等为主业且具有持续稳定经营收入的国有企业项目。截至 2025 年 3 月末，国泰租赁融资租赁业务投放前五大行业为城市公用、能源环保、工程建设、交通物流和文化旅游，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 21.78%、15.95%、8.23%、22.56%和 5.62%，合计达 74.14%，行业集中度较高。

表 7：近年来公司应收融资租赁款总额按行业分布情况（亿元、%）

	2022		2023		2024		2025.1~3	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
城市公用	80.97	24.91	75.54	22.95	67.37	21.45	73.91	21.78
能源环保	76.40	23.50	68.97	20.95	54.89	17.48	54.12	15.95
工程建设	47.75	14.69	45.22	13.74	33.24	10.58	27.94	8.23
交通物流	26.76	8.23	49.60	15.07	70.71	22.51	76.56	22.56
文化旅游	38.11	11.72	26.71	8.11	15.23	4.85	19.08	5.62
其他	55.11	16.95	63.16	19.19	72.66	23.13	87.68	25.86
合计	325.10	100.00	329.21	100.00	314.10	100.00	339.28	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从租赁资产质量来看，2022~2024 年末及 2025 年 3 月末，国泰租赁应收租赁款不良率分别为 1.35%、1.17%、1.16%和 1.06%，跟踪期内，不良率同比有所下降。国泰租赁对应收租赁款的管理能力和管理水平保持稳定，未出现不良资产及应收租赁款逾期金额大幅增加的情况。但在宏观经济低位运行、行业及金融政策环境多变情况下，企业经营波动风险加大且易向融资租赁等类金融行业扩散，仍需关注公司融资租赁业务经营风险。

表 8：近年来公司租赁资产质量情况（万元、%）

	2022	2023	2024	2025.1~3
应收租赁款余额	3,250,963.04	3,292,062.17	3,140,955.30	3,392,805.77
不良资产金额	38,838.15	38,409.23	36,338.36	36,004.87
坏账准备金额	59,458.39	71,203.67	66,464.89	66,847.37
应收租赁款不良率	1.19	1.17	1.16	1.06
拨备覆盖率	153.09	185.38	182.91	185.66
逾期应收租赁款余额	43,755.74	38,409.23	36,338.36	36,004.87
逾期应收租赁款余额占应收租赁款总余额比例	1.35	1.17	1.16	1.06

注：不良率=不良资产/应收租赁款余额*100%。2021 年开始国泰租赁实行新的五级分类标准和坏账计提政策，不良资产计算方式为：不良资产=（次级+可疑+损失）金额，对于关注类、次级类、可疑类、损失类资产均按照 100%的比例进行坏账计提。

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同比保持增长，同时毛利率稍有增长，但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公司经营活动的影响。

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 2025 年 3 月末，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 2025 年 3 月末前述持股比例不变。随着鲁银投资、圣阳股份业务的持续发展，公司生产制造业务收入规模持续增长，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。2024 年鲁银投资实现营业收入 33.79 亿元，同比增长 0.92%；利润总额 3.87 亿元，同比增长 10.48%；

净利润 3.16 亿元，同比增长 11.63%；归母净利润 3.01 亿元，同比增长 14.33%。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；2024 年，公司盐业板块实现收入 19.19 亿元，毛利率 33.68%，净利润 2.77 亿元，同比增长 9.59%。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（以下简称“鲁银新材”）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。2024 年，鲁银新材累计实现净利润 9,595 万元，同比增长 110.57%。此外，2024 年公司收购济南新艺粉末冶金有限公司 55% 股权，进一步增强公司新材料板块市场竞争力。

表 9：近年鲁银投资收入情况（亿元）

收入	2022	2023	2024	2025.1~3
盐业板块	20.12	19.10	19.19	4.12
新材料板块（粉末冶金、新艺及制品）	12.10	11.14	13.29	3.68
贸易	5.31	2.29	0.47	0.16
新能源板块	--	0.67	0.65	0.15
其他	0.36	0.29	0.19	0.03
合计	37.89	33.48	33.79	8.14

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。2024 年，圣阳股份实现营业收入 30.15 亿元，同比增长 7.17%，归属于上市公司股东的净利润 2.05 亿元，同比增长 18.25%，已成为公司生产制造业务的重要组成部分。截至 2024 年末，圣阳股份主要建设项目圆柱锂电池项目累计已投入 4.84 亿元，目前项目处于运营起步期，随着后续业务拓展，未来营收规模仍有增长空间。

跟踪期内，公司贸易业务规模回升，但转口贸易业务的利润率仍较低，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，上下游采购价格均为锁定价格，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。2024 年，富春盛贸易公司和润惠公司共实现贸易业务收入 86.58 亿元，其中铁矿石贸易收入占比达 74%；前五大下游客户销售金额达 75.41 亿元，占比 87.10%，整体集中度较高；2025 年一季度，公司新拓展铝棒、汽油等贸易品种，实现贸易业务收入 28.07 亿元。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，2024 年及 2025 年一季度，鲁银投资分别实现贸易收入 0.47 亿元和 0.16 亿元，鲁银投资为控制风险主动压降贸易规模，同比有较大幅度下降。总体上，2024 年以来供应链贸易规模同比有所回升，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，受市场环境及公司决策影响，公司工程施工业务中标合同金额及业务收入有所下降，但毛利率同比增长；公司依托区位优势 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，但需关注部分工程款项后续回收情况。

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，目前具备工程勘察综合类甲级、建筑工程设计甲级、地基与基础工程专业承包壹级、工程测量甲级、不动产测量甲级、地理信息系统工程甲级、地质灾害危险性评估甲级、摄影测量与遥感乙级、城市规划编制乙级、市政工程设计乙级、地基基础工程检测等专业资质。山东建勘项目以桩基工程为主，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。跟踪期内，山东建勘加强对项目筛选的风险管理，中标合同金额同比有所下降，业务收入亦较上年下降，降幅为 11.33%，毛利率则较上年有所增长。

表 10：近年山东建勘业务情况

项目名称	2022	2023	2024	2025.1~3
中标项目数（项）	1,389	1,421	1,364	280
中标合同金额（万元）	131,107.52	142,066.86	116,850.89	34,039
实现收入（万元）	133,246.85	120,575.28	106,919.97	20,264

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2025 年 3 月末，山东建勘主要在建项目集中于山东省济南市、青岛市，在建项目合同总价为 4.54 亿元，均约定以现金结算，同期末已回款金额 2.83 亿元。同期末，山东建勘拟建项目中标金额 0.93 亿元。

表 11：截至 2025 年 3 月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
沾化汇宏三期氧化铝项目试桩及桩基工程	滨州市沾化区汇宏新材料有	2023/1/18	17,493.97	13,267.34
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	2022/9/27	5,902.77	3,602.49
国能（宿迁）龙源火电协同污泥资源化利用项目	山东电力建设第三工程公司	2023/1/17	4,901.99	2,004.04
上海华电崇明华星 81MW 渔光互补光伏发电项	中国华电科工集团有限公司	2023/8/29	4,135.00	3,031.59
济南地铁 6 号线土建 2 工区中会区间围护结构工	中铁五局集团机械化工程有	2023/5/23	3,278.65	1,659.96
精细化工及原料工程全厂桩基施工四标段项目	北方华锦联合石化有限公司	2023/7/20	4,410.86	2,717.11
国家电投信丰电厂 2 家电投信丰电厂 0 机组工程	山东电力工程咨询有限公	2023/11/2	6,236.60	1,988.52
合计	--	--	45,439.84	28,271.05

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、消防设施工程专业承包壹级资质、建筑装修装饰工程专业承包贰级资质、建筑机电安装工程专业承包贰级资质、城市及道路照明工程专业承包贰级资质。山东环城城建业务主要以市政绿化项目为主，跟踪期内，项目仍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，但尚有部分款项未收回，需关注后续实际回收情况。跟踪期内，受市场环境影响，山东环城城建中标项目及中标合同金额同比大幅减少，营业收入同比亦有较大幅度下降。

表 12：近年山东环城城建业务情况（项、万元）

项目名称	2022	2023	2024	2025.1~3
中标项目数	33	10	2	2
中标合同金额	74,175.80	18,947.39	365.81	5,403.93
实现收入	44,276.52	62,036.64	27,554.23	938.41

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2025 年 3 月末，山东环城城建主要在建项目合同总价为 9.51 亿元，已回款金额 1.77 亿元；同期末，山东环城城建拟建项目中标金额 3.17 亿元。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 13：截至 2025 年 3 月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	已回款
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	2025.12	63,378.82	11,990.00
青岛佰才邦 5G+工业互联网产业园 3.1 期项目住宅、产业、幼儿园园林景观及环网工程	青岛国泰智城产业发展有限公司	2023.6	2025.9	1,712.83	350.00
莒县沐东新城综合体全民健身中心剩余装饰装修及景观配套工程	莒县城市建设投资集团有限公司	2021.11	2025.12	29,000	5,200.00
经十路以南、凤凰路以东 B-03-04 地块施工总承包（二标段）项目	中国建筑第五工程局有限公司	2023.7	2025.6	524.97	68.00
汉峪金谷 B-03-04 地块总承包工程项目 ALC 隔墙板安装专业分包工程	中国建筑第二工程局有限公司	2023.7	2025.6	485.98	137.00
合计	--	--	--	95,102.60	17,745.00

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，公司本部债务规模波动下降，财务杠杆水平随之下降，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，经调整的净资产收益率有所下降，需关注投资收益的稳定性；公司本部经营活动净现金流转正，对利息形成有效覆盖，但货币资金及其等价物仍不能覆盖短期债务；公司本部持有的投资组合市值对债务的覆盖能力有所提升，但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，目前公司银行授信充足，筹资渠道畅通，可对流动性提供一定支持，但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，2024 年收入主要来自于委托贷款利息收入和为子公司提供担保收取的担保费，同比有所增长，但规模仍较小。公司本部通过自有资金及融资为子公司运营提供资金支持及其他投资的资金需求，2024 年公司本部有息债务规模增长，利息支出较上年稍有下降，但对子公司资金拆借获得的利息收入相对上年有所减少，致使财务费用同比增长，带动期间费用规模增长；受益于营业收入及利润的增长，公司期间费用率大幅下降，总体上经营性业务利润亏损稍有减少；受成本法核算的长期股权投资收益规模同比下降影响，本部利润总额同比大幅减少，经调整的净资产收益率亦随之下降。2025 年一季度，公司本部营业收入及投资收益规模均较小，利润总额及调整的净资产收益率均表现为负。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。

2024 年，公司本部资产规模增长，但 2025 年一季度受有息债务下降的影响，总资产规模有所下降。公司本部资产仍主要由货币资金、其他应收款、其他流动资产、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，占比超 80%。公司本部 2025 年 3 月末其他应收款 103.04 亿元，主要系对子公司借款，跟踪期内小幅下降；其他流动资产系公司发放的一年内到期的委托贷款，跟踪期内大幅增长；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及对合伙企业基金的出资和资产管理计划的出资，跟踪期内波动增长，此类投资主要系长期持有的资产，流动性较低。2024 年，公司本部对外融资规模有所扩大，债务规模同比增长；2025 年一季度，随着部分债务集中到期偿付，公司有息债务规模较上年末大幅下降；2025 年 3 月末，本部总债务规模降至 290.40 亿元，其中短期债务 122.99 亿元，占比为 42.35%，短期债务占比持续增长。总体来看，跟踪期内公司本部总债务/投资组合市值持续下降，投资组合市值对债务的覆盖能力有所提升；本部财务杠杆水平波动下降，总体财务杠杆水平仍处于较低水平。

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，跟踪期内往来款流入规模较大，使得经营活动净现金流由负转正。同时，2024 年公司本部对子公司投资及对基金和资产管理计划投资增加，使得投资活动现金流出规模大幅增加，而公司取得投资收益收到的现金规模仍较少，投资活动资金缺口扩大；2025 年一季度，公司收回投资收到的现金大幅增加，使得当期经营活动净现金流呈净流入态势。公司本部资金缺口主要依赖债务融资覆盖，2025 年一季度公司偿还了较多有息债务，筹资活动净现金流规模下降，2025 年一季度转正为负。2024 年，公司本部现金流能够有效覆盖利息支出，但货币资金及其等价物不能覆盖短期债务。截至 2024 年末，公司本部银行授信余额为 527.17 亿元，考虑到公司本部获得的金融机构授信余额规模较大，公司再融资能力较好，但需关注再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响。

表 14：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业总收入	1.45	1.24	3.07	0.78
期间费用合计	3.47	3.52	5.06	1.11
经营性业务利润	-2.14	-2.38	-2.11	-0.34
投资收益	9.83	4.63	3.11	0.06
营业外损益	-0.03	0.00	-0.01	0.00
利润总额	7.65	2.62	0.99	-0.28

经调整的净资产收益率(%)	0.81	0.27	0.09	-0.11*
货币资金	12.13	48.28	57.71	40.42
交易性金融资产	0.19	0.09	10.09	0.27
其他应收款	104.19	118.29	102.97	103.04
长期股权投资	250.64	256.84	268.21	268.24
其他权益工具投资	837.06	850.31	904.95	901.42
总资产	1,222.31	1,347.01	1,432.05	1,403.16
投资组合账面价值	1,100.02	1,155.52	1,240.96	1,210.35
投资组合市值	1,098.78	1,153.49	1,238.18	1,213.26
经调整的所有者权益合计	941.19	1,013.48	1,066.43	1,061.80
短期债务	52.75	114.05	132.65	122.99
总债务	250.25	300.33	317.25	290.40
资产负债率(%)	23.00	24.76	25.53	24.33
总资本化比率(%)	21.00	22.86	22.93	21.48
经营活动净现金流	-15.48	-58.51	19.18	2.88
投资活动净现金流	-23.84	-5.04	-18.21	9.94
取得投资收益收到的现金	12.67	1.17	3.18	0.06
筹资活动净现金流	37.86	99.69	8.45	-30.11
货币等价物/短期债务(X)	0.23	0.48	0.51	0.33
现金流利息覆盖倍数	-0.30	-5.35	2.14	--
总债务/投资组合市值(%)	22.78	26.04	25.62	23.94

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，毛利率同步小幅上升，且维持较高水平，投资收益对利润总额具有一定贡献，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，财务杠杆水平波动下降，总体仍在合理范围内；EBITDA 对利息支出的保障能力进一步提升，经营活动净现金流进一步扩大，能够保障利息支出；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，2024 年，除工程施工业务外，其他主营业务板块收入均有不同程度增长；且除贸易业务及部分其他业务毛利率同比下降外，其他主营业务毛利率均有不同幅度上升，综合营业毛利率同比略有提升，且仍维持较高水平；2025 年一季度综合毛利率较上年末稍有下降。跟踪期内，公司投资收益持续下降，但仍维持一定规模，对公司利润总额具有一定贡献，公司利润总额同比增长，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类款项、存货、一年内到期的非流动资产、其他流动资产、债权投资、其他权益工具投资 and 无形资产等构成，以非流动资产构成为主，2025 年 3 月末非流动资产占总资产的比重约 75%。公司应收账款主要为工程施工业务、生产制造业务形成的应收款，跟踪期内规模同比增长；其他应收款主要为应收的搬迁费、项目往来款、履约保证金及土地整理资金等，跟踪期内波动增长，集中度一般；长期应收款主要为子公司国泰租赁的应收融资租赁款，规模随着一年内到期的应收融资租赁款转入一年内到期的非流动资产，同比有所下降；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，跟踪期内随着项目完工结转有所下降；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，规模随业务开展同比大幅增长；其他流动资产，因委托贷款增加持续增长；公司债权投资主要系类金融投资，跟踪期内小幅下降；如前所述，公司其他权益工具投资主要系政府陆续无偿划转的多家省属国有企业的股权，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，跟踪期内持续增长；公司无形资产主要系土地使用权、采矿权和运营权等资产，同比稍有下降。

跟踪期内，公司的债务规模持续上升，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的非流动负债波动而波动上升，截至 2025 年 3 月末短期债务占比已超过长期债务，债务结构有待优化。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的国企股权公允价值变动增长，跟踪期内经调整的所有者权益有所增长。受上述因素综合影响，公司财务杠杆水平波动下降，总体仍在合理范围内。

跟踪期内，公司经营活动现金流状况有所改善，经营性净现金流较 2023 年末进一步扩大。2024 年，公司收回投资收到的现金规模大幅增长，带动投资活动净现金流由负转正，但 2025 年一季度再度回落至负值。公司筹资活动现金流入主要来自对外融资，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，跟踪期内，由于公司集中偿还部分债务，筹资活动净现金流为负。

偿债指标方面，跟踪期内，公司经营活动净现金流规模进一步扩大，能够有效保障利息支出。公司 EBITDA 主要由费用化利息支出与利润总额构成，跟踪期内受益于利润总额的增长加之折旧、摊销的增长，EBITDA 同比增长，对利息支出的保障程度进一步提升。公司持有一定规模的交易性金融资产，但货币等价物仍不能覆盖其短期债务。截至 2025 年 3 月末，公司合并口径银行授信余额为 889.62 亿元，备用流动性较为充足。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 15：近年来公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业总收入	200.24	209.71	233.69	57.94
营业毛利率(%)	21.57	22.12	22.37	22.27
经营性业务利润	12.23	13.73	19.11	5.82
其他收益	0.61	0.45	0.81	0.16
投资收益	10.07	7.16	5.89	2.13
公允价值变动收益	-0.47	-1.07	-1.53	0.57
利润总额	26.57	19.02	23.90	8.52
其他权益工具投资	885.32	876.46	942.15	945.91
总资产	1,684.61	1,819.50	1,870.89	1,885.81
经调整的所有者权益合计	1,005.22	1,078.97	1,142.28	1,148.06
总负债	679.39	740.53	728.61	737.74
总债务	575.02	655.08	667.51	673.82
短期债务	187.66	267.00	364.62	355.52
资产负债率(%)	40.33	40.70	38.94	39.12
总资本化比率(%)	36.39	37.78	36.88	36.98

经营活动净现金流	-46.10	0.54	21.00	15.83
投资活动净现金流	-31.28	-32.36	10.27	-14.57
筹资活动净现金流	40.41	90.07	-31.34	-11.60
EBITDA	46.54	39.49	48.73	--
经营活动净现金/利息支出(X)	-2.29	0.03	1.17	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.31	2.27	2.71	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他事项

截至 2024 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 1.83 亿元，占同期末本部总资产的比例为 0.13%。同期末，公司合并口径受限资产账面价值合计 177.01 亿元，主要系用于长短期借款及发债质押的长期应收款、用于抵押借款的固定资产及投资性房地产等，占同期末总资产的比例为 9.46%，公司仍具备一定融资空间。

截至 2024 年末，公司本部和合并口径内存在对水发集团有限公司的担保余额 18.14 亿元，分别占本部和合并口径同期末净资产的比例为 1.70%和 1.59%，水发集团有限公司系山东省属国有企业，代偿风险总体可控。同期末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

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 2025 年 6 月，公司本部近三年一期，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

假设

- 2025 年，公司吸收合并山东发展，合并范围将有所扩张。
- 2025 年，公司本部收入增长，盈利水平保持基本稳定。
- 2025 年，公司本部安排约 20 亿元股权投资支出，长期股权投资、其他权益工具投资、其他非流动金融资产等科目因合并影响将大幅增长。
- 2025 年，公司本部预计通过融资来平衡投资和债务偿还的需求，加之合并影响，债务规模呈增长趋势。

预测

表 16：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 预测
经调整的净资产收益率(%)	0.27	0.09	0.54~0.81
总债务/投资组合市值(%)	26.04	25.62	22.50~27.50

注：上表为母公司口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。

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

公司母公司和合并口径未使用银行授信额度较充足，备用流动性较好，对短期债务本息的保障程度高。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形成有效覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

表 17：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 年以上
母公司口径	290.40	122.99	167.41
合并口径	673.82	355.52	318.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析³

公司权属企业从事相关制造业生产经营，可能存在一定的环境风险，跟踪期内未受到相关处罚；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；随着合并范围及经营规模进一步扩大，需持续完善公司内部治理体系。目前 ESG 表现优于行业平均水平，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。

外部支持

跟踪期内，山东省经济保持较快增长，产业结构持续优化，为经济、财政实力增长提供了有力支撑。公司定位于服务绿色低碳高质量发展和支持全省推进新型工业化国有资本投资平台，发展聚焦新兴产业投资及服务、国有股权和国企改革基金管理“两大主业”领域，职能定位明确，重要性较高。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，跟踪期内山东省政府具备很强的支持能力，同时保持对公司强的支持意愿，可为公司带来很强的外部支持。

跟踪债项信用分析

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，募集资金用途为全部补充运营资金。截至 2025 年 5 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。

本次跟踪债券“22 国惠 03/22 国惠债 01”和“21 山东国惠 MTN002B”的信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面总体稳定，多元化板块增强业务持续性和稳定性；考虑到公司充足的备用流动性，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势，目前跟

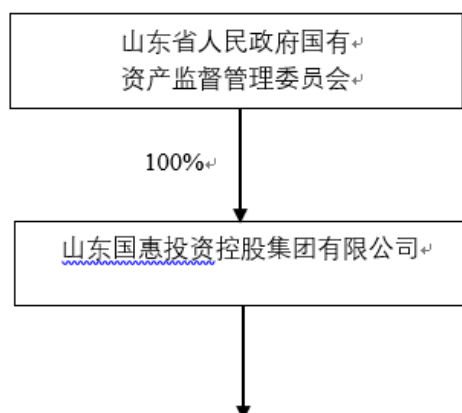
³中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

踪债券信用风险极低。

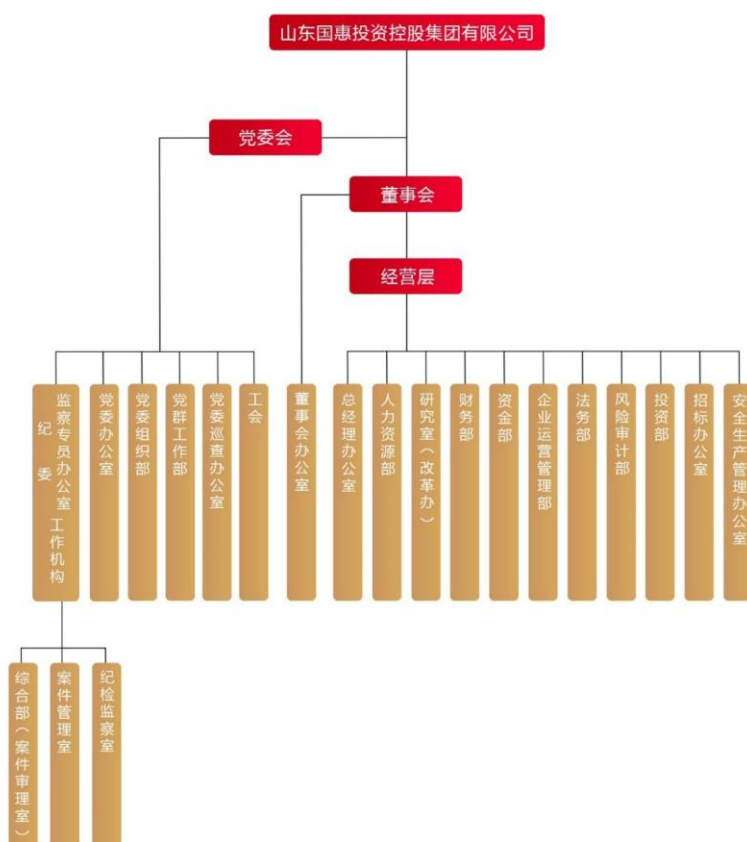
评级结论

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 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 2024 年末）



全称	简称	持股比例	2024 年末		2024 年	
			总资产（亿元）	净资产（亿元）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
山东建勘集团有限公司	山东建勘	85.00%	26.09	3.7	10.69	0.41
国泰租赁有限公司	国泰租赁	98.23%	403.06	99.82	39.87	8.93
鲁银投资集团股份有限公司	鲁银投资	35.87%	57.16	34.61	33.79	3.16
山东省盐业集团有限公司	山东盐业	90.00%	77.88	65.36	1.61	0.18
山东圣阳电源股份有限公司	圣阳股份	23.08%	36.44	23.07	30.15	1.8



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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	483,878.51	1,070,263.18	1,063,090.40	949,719.27
应收账款	220,955.85	317,300.75	443,265.84	471,163.83
其他应收款	233,841.20	131,201.69	77,598.98	142,885.91
存货	738,635.45	807,977.04	669,215.14	720,966.34
交易性金融资产	169,244.60	335,789.48	285,245.23	170,715.39
债权投资	933,560.12	930,178.03	880,976.27	808,027.49
长期股权投资	110,759.48	114,005.79	110,651.23	100,459.95
其他权益工具投资	8,853,212.08	8,764,636.83	9,421,456.21	9,459,076.69
固定资产	275,998.35	402,575.12	492,567.54	444,878.92
投资性房地产	130,785.80	113,108.17	117,050.03	150,586.68
资产总计	16,846,149.59	18,194,996.25	18,708,917.78	18,858,052.95
投资组合账面价值	11,000,198.59	11,555,214.47	12,409,616.20	12,103,500.10
投资组合市值	10,987,800.34	11,534,946.96	12,381,848.68	12,132,632.58
其他应付款	431,518.91	286,763.78	178,350.78	186,708.79
短期债务	1,876,627.27	2,669,969.01	3,646,173.22	3,555,174.79
长期债务	3,873,538.03	3,880,796.89	3,028,937.40	3,182,985.51
总债务	5,750,165.30	6,550,765.90	6,675,110.62	6,738,160.30
净债务	5,266,286.79	5,480,502.72	5,612,020.22	5,788,441.03
负债合计	6,793,901.98	7,405,275.36	7,286,071.49	7,377,447.42
所有者权益合计	10,052,247.61	10,789,720.89	11,422,846.29	11,480,605.54
利息支出	201,596.20	173,757.06	180,049.30	0.00
营业总收入	2,002,370.87	2,097,091.57	2,336,912.29	579,378.15
经营性业务利润	122,307.30	137,336.19	191,141.21	58,215.72
投资收益	100,672.71	71,605.19	58,868.98	21,282.92
净利润	203,444.64	145,072.47	165,610.95	72,984.86
EBIT	419,123.98	336,348.36	392,928.88	84,575.96
EBITDA	465,396.47	394,946.55	487,303.19	84,575.96
经营活动产生的现金流量净额	-460,991.45	5,430.58	209,962.39	158,343.52
投资活动产生的现金流量净额	-312,830.73	-323,618.93	102,718.58	-145,743.33
筹资活动产生的现金流量净额	404,074.25	900,708.31	-313,363.95	-116,037.23
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	21.57	22.12	22.37	22.27
期间费用率（%）	14.34	14.31	12.78	11.49
EBIT 利润率（%）	20.93	16.04	16.81	14.60
总资产收益率（%）	2.49	1.92	2.13	1.80
流动比率（X）	1.03	1.33	1.14	1.15
速动比率（X）	0.76	1.10	0.98	0.98
存货周转率（X）	2.13	2.11	2.46	2.59
应收账款周转率（X）	9.06	7.79	6.15	5.07
资产负债率（%）	40.33	40.70	38.94	39.12
总资本化比率（%）	36.39	37.78	36.88	36.98
短期债务/总债务（%）	32.64	40.76	54.62	52.76
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.12	-0.05	-0.01	0.09
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.35	-0.12	-0.03	0.18
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-2.29	0.03	1.17	--
总债务/EBITDA（X）	12.36	16.59	13.70	--
EBITDA/短期债务（X）	0.25	0.15	0.13	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.31	2.27	2.71	--
EBIT 利息保障倍数（X）	2.08	1.94	2.18	--
FFO/总债务（X）	0.01	-0.01	0.01	0.09*

注：1、中诚信国际根据 2023~2024 年审计报告及 2025 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)	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	121,319.27	482,782.14	577,066.14	404,191.64
其他应收款	1,041,903.59	1,182,912.76	1,029,724.92	1,030,427.49
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	1,865.49	927.46	100,927.46	2,695.76
长期股权投资	2,506,404.28	2,568,359.17	2,682,089.45	2,682,390.51
其他权益工具投资	8,370,609.54	8,503,145.70	9,049,533.14	9,014,222.19
固定资产	27,956.70	18,974.12	18,408.49	18,288.79
资产总计	12,223,123.94	13,470,091.52	14,320,454.75	14,031,594.88
投资组合账面价值	11,000,198.59	11,555,214.47	12,409,616.20	12,103,500.10
投资组合市值	10,987,800.34	11,534,946.96	12,381,848.68	12,132,632.58
其他应付款	14,875.91	19,332.35	10,255.88	7,608.63
短期债务	527,500.68	1,140,520.78	1,326,485.76	1,229,885.00
长期债务	1,975,034.23	1,862,807.01	1,845,980.67	1,674,089.19
总债务	2,502,534.91	3,003,327.79	3,172,466.43	2,903,974.19
净债务	2,381,215.64	2,520,545.65	2,595,400.29	2,499,782.55
负债合计	2,811,240.70	3,335,258.21	3,656,147.54	3,413,617.64
所有者权益合计	9,411,883.24	10,134,833.32	10,664,307.21	10,617,977.25
利息支出	92,979.37	107,131.15	104,319.96	--
营业总收入	14,543.18	12,396.00	30,687.67	7,813.16
经营性业务利润	-21,442.97	-23,829.20	-21,134.17	-3,371.74
投资收益	98,277.15	46,303.72	31,110.54	555.85
净利润	76,526.85	26,153.45	9,876.45	-2,815.88
EBIT	169,813.55	129,605.67	114,296.33	-2,815.88
经营活动产生的现金流量净额	-154,798.21	-585,118.11	191,815.00	28,822.72
投资活动产生的现金流量净额	-238,418.51	-50,392.23	-182,091.59	99,356.84
筹资活动产生的现金流量净额	378,566.37	996,948.22	84,546.22	-301,050.47
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
总资产收益率(%)	1.39	1.01	0.82	-0.08*
经调整的净资产收益率(%)	0.81	0.27	0.09	-0.11*
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	1.29	0.25	1.02	1.00
应收类款项占比(%)	8.52	8.78	7.19	7.34
资产负债率(%)	23.00	24.76	25.53	24.33
总资本化比率(%)	21.00	22.86	22.93	21.48
短期债务/总债务(%)	21.08	37.98	41.81	42.35
总债务/投资组合市值(%)	22.78	26.04	25.62	23.94
现金流利息保障倍数(X)	-0.30	-5.35	2.14	--
货币等价物/短期债务(X)	0.23	0.48	0.51	0.33
总债务/EBITDA(X)	14.58	23.02	27.62	--
EBITDA/短期债务(X)	0.33	0.11	0.09	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.85	1.22	1.10	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.83	1.21	1.10	--

注：1、中诚信国际根据 2023~2024 年审计报告及 2025 年一季度未经审计的财务报表整理。

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
经营效率	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)
投资组合	存货周转率 营业成本/存货平均净额
	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)
盈利能力	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
	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
现金流	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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)
	EBIT 利息覆盖倍数 EBIT/利息支出
偿债能力	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