

山东发展投资控股集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕4026号

联合资信评估股份有限公司通过对山东发展投资控股集团有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东发展投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 山东发展 MTN001（碳中和债）”“24 发展 01”“24 发展 02”“24 发展 03”和“25 发展 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十五日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

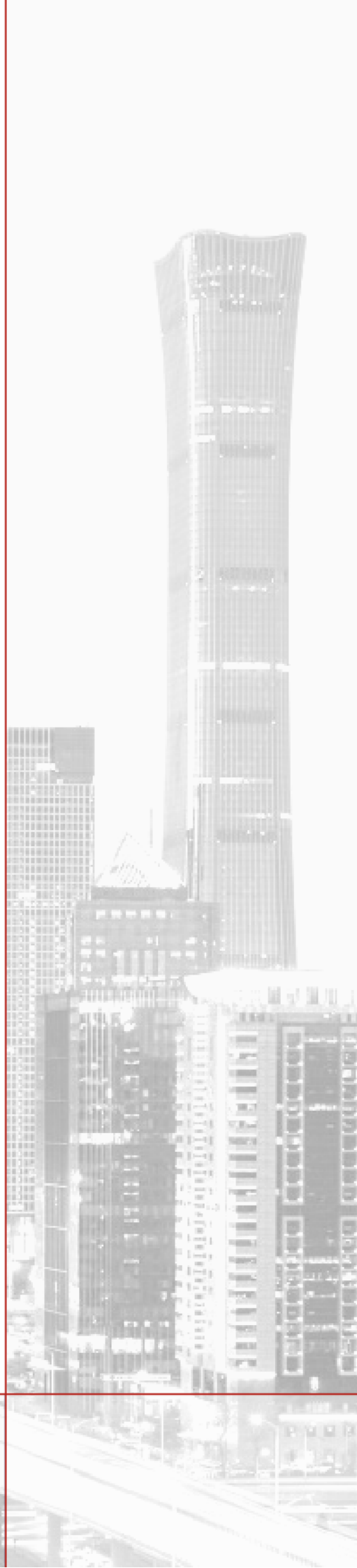
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



山东发展投资控股集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
山东发展投资控股集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/25
22 山东发展 MTN001（碳中和债）	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 发展 01	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 发展 02	AAA/稳定	AAA/稳定	
24 发展 03	AAA/稳定	AAA/稳定	
25 发展 01	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“山东发展”）是山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）直属的功能型国有资本投资运营公司及省内基础设施建设和现代产业发展的投融资主体。2025 年 1 月，公司收到山东省国资委通知，山东省国资委正在筹划山东国惠投资控股集团有限公司（以下简称“山东国惠”）与公司重组事宜，由山东国惠吸收合并公司，吸收合并完成后山东国惠更名为“山东发展投资控股集团有限公司”，原山东发展投资控股集团有限公司注销，本次合并尚需履行其他相关必要的程序，截至本报告出具日，该事项尚未完成工商变更。跟踪期内，公司以股权投资、发电业务和贸易业务为主的多元化经营格局保持稳定，持有的省内电力、铁路等优质股权持续贡献较好的投资收益及现金流入；在建风电项目持续投资，发电业务收入占比持续提升，需关注在建电站项目未来持续投入带来的资本支出压力。财务方面，截至 2024 年底，公司资产质量及流动性良好，需关注其他应收款回收情况；有息债务规模持续增长但整体债务负担较轻，债务期限结构明显改善；2024 年公司营业总收入及毛利率水平同比变动不大，投资收益仍为利润总额的核心来源，偿债能力指标表现良好。

个体调整：不适用。

外部支持调整：公司区域产业定位突出，在项目资源获取及财政资金补贴等方面持续获得外部支持。

评级展望

未来，随着公司投资范围及业务规模不断扩大，公司综合实力有望进一步提升。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司所在区域经济实力显著下滑；公司财务指标显著弱化。

优势

- **公司在区域内产业地位突出，能够持续获得外部支持。**公司作为山东省国资委直属的功能型国有资本投资运营公司及省内基础设施建设和现代产业发展的投融资主体，区域内产业地位突出，在项目资源获取及财政资金补贴等方面持续获得外部支持。
- **公司所持股权资产优质，跟踪期内持续贡献较好的投资收益和现金分红。**公司非流动资产以对山东省内电力、铁路行业的投资类资产为主。2024 年，公司实现股权直投收益 6.42 亿元，获得现金分红 6.79 亿元，同比分别增长 25.88%和 22.34%。
- **公司财务弹性良好。**截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率为 33.26%，全部债务资本化比率为 28.04%，财务弹性良好。

关注

- **战略重组事项进展有待关注。**山东省国资委正在筹划山东国惠与公司战略重组事宜，由山东国惠吸收合并公司，并任命了吸收合并后新主体的董事长及董事。本次合并尚需履行其他相关必要的程序，截至本报告出具日，该事项尚未完成工商变更，重组事项后续进展有待关注。
- **部分债权资产回收存在一定不确定性，公司存在未决诉讼事项，存在一定或有负债风险。**截至 2024 年末，公司其他应收款中对参股企业山东华鹏玻璃股份有限公司（以下简称“山东华鹏”）借款余额 7.48 亿元，计提坏账准备 3.36 亿元，回收存在一定不确定性。此外，山东华鹏及其控股股东对公司提起仲裁诉讼，案值合计 14.75 亿元，截至报告日仲裁案件尚未开庭审理，后续审理结果存在不确定性，公司存在一定或有负债风险。

- **以风电项目为主的在建项目未来资本支出规模较大，或将持续推升公司债务规模。**公司在建的景泰 A 区及 B 区 110 万千瓦风电项目及平川 A 区 20 万千瓦风电项目和靖远 A 区 40 万千瓦风电项目计划总投资 108.71 亿元，截至 2025 年 3 月底累计投资 34.26 亿元，资本金出资占总投资的 30%，未来资本支出规模较大。

本次评级使用的评级方法、模型及打分结果

评级方法 [多元产业投资控股企业信用评级方法 V4.0.202505](#)

评级模型 [多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202505](#)

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：因联合资信已于 2025 年 5 月 15 日制定并披露《多元产业投资控股企业信用评级方法》及《多元产业投资控股企业主体信用评级模型（打分表）》，本次公司评级模型适用于多元产业投资控股企业主体信用评级模型，个体指示级别和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

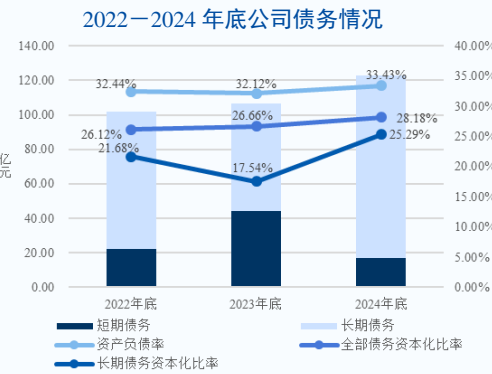
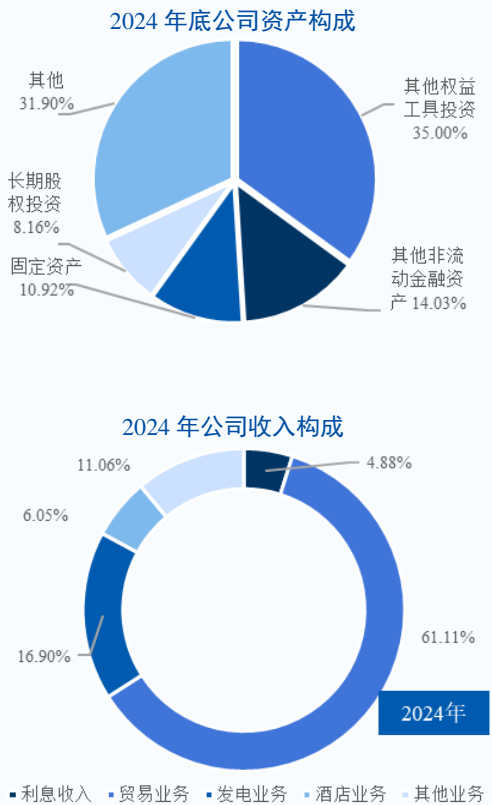
主要财务数据

合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产（亿元）	50.78	39.49	42.69	29.92
资产总额（亿元）	427.01	431.89	469.65	470.33
所有者权益（亿元）	288.49	293.17	312.65	313.88
短期债务（亿元）	22.13	44.24	16.85	13.74
长期债务（亿元）	79.84	62.36	105.84	108.56
全部债务（亿元）	101.97	106.59	122.69	122.29
营业总收入（亿元）	40.97	34.28	34.05	7.07
利润总额（亿元）	7.93	5.60	6.23	1.66
EBITDA（亿元）	13.01	11.69	11.90	--
经营性净现金流（亿元）	1.84	2.58	3.04	0.13
经调整的营业利润率（%）	-4.31	-0.26	3.36	8.28
现金及现金等价物净增加额（亿元）	15.92	-11.71	4.12	-11.06
资产负债率（%）	32.44	32.12	33.43	33.26
全部债务资本化比率（%）	26.12	26.66	28.18	28.04
流动比率（%）	170.70	102.86	182.13	166.92
经营现金流入量/流动负债（倍）	0.96	0.66	0.93	--
现金短期债务比（倍）	2.29	0.89	2.53	2.18
EBITDA 利息倍数（倍）	4.88	3.52	3.83	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.84	9.12	10.31	--

公司本部口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额（亿元）	308.75	310.34	308.15	296.32
所有者权益（亿元）	255.85	250.26	231.82	232.77
全部债务（亿元）	30.52	34.44	42.79	42.59
营业总收入（亿元）	2.51	0.70	0.78	0.05
利润总额（亿元）	9.26	4.99	2.54	0.01
资产负债率（%）	17.13	19.36	24.77	21.45
全部债务资本化比率（%）	10.66	12.10	15.58	15.47
流动比率（%）	247.96	72.51	116.89	90.43
经营现金流动负债比（%）	4.10	3.74	40.68	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司其他流动负债和其他应付款中有息债务已调至短期债务；长期应付款中有息债务已调至长期债务计量

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
24 发展 02	7.50	7.50	2029-08-05	--
24 发展 03	5.00	5.00	2027-10-22	--
25 发展 01	7.50	7.50	2028-05-06	--
22 山东发展 MTN001（碳中和债）	5.00	5.00	2027-11-04	公司调整利率选择权及投资者回售选择权
24 发展 01	10.00	10.00	2027-02-01	--

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25 发展 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/27	刘祎烜 景雪	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） （V4.0.202208）	阅读全文
24 发展 03	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/09/27	刘祎烜 景雪	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） （V4.0.202208）	阅读全文
24 发展 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/17	刘祎烜 景雪	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） （V4.0.202208）	阅读全文
22 山东发展 MTN001（碳中和债） 24 发展 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/25	刘祎烜 景雪	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） （V4.0.202208）	阅读全文
24 发展 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2024-01-15	刘祎烜 徐璨	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） （V4.0.202208）	阅读全文
22 山东发展 MTN001（碳中和债）	AAA/稳定	AAA/稳定	2022-10-21	刘祎烜 谭心远	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） （V4.0.202208）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘祎烜 liuyixuan@lhratings.com

项目组成员：景雪 jingxue@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东发展投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“山东发展”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

山东发展是依据山东省政府《关于同意山东发展投资控股集团有限公司组建工作有关事宜的批复》（鲁政字〔2015〕183号文），于2015年12月在山东省工商行政管理局注册成立的省属大型国有投资控股集团，成立时注册资本80亿元。山东省人民政府委托山东省发展和改革委员会（以下简称“山东省发改委”）、山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）和山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东社保基金”）分别持有公司40%、30%和30%的股权。后经多次股权变更，截至2025年3月底，公司注册资本及实收资本均为100.00亿元，山东省国资委、山东国惠投资控股集团有限公司（以下简称“山东国惠”）和山东省财欣资产运营有限公司（以下简称“山东财欣”）分别持有公司70%、20%和10%的股权¹；山东省国资委为公司控股股东，山东省人民政府为公司实际控制人。

公司主营业务为股权投资、电力、贸易及酒店业务等，按照联合资信行业分类标准划分为多元产业投资控股企业。

截至2025年3月底，公司本部下设办公室、战略投资部、资本运营部、资产管理部、人力资源部、财务部和审计法务部等职能部门（见附件1-2）。

截至2024年底，公司合并资产总额469.65亿元，所有者权益312.65亿元（含少数股东权益43.46亿元）；2024年，公司实现营业总收入34.05亿元，利润总额6.23亿元。

截至2025年3月底，公司合并资产总额470.33亿元，所有者权益313.88亿元（含少数股东权益43.21亿元）；2025年1—3月，公司实现营业总收入7.07亿元，利润总额1.66亿元。

公司注册地址：山东省济南市高新区经十东路7000号汉峪金谷A3-5号楼39层；法定代表人：郭晓东²。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券如下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，除“24发展02”“24发展03”和“25发展01”未到付息日外，其他债券均在付息日正常付息。

图表1·截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
22 山东发展 MTN001（碳中和债）	5.00	5.00	2022-11-04	5（3+2）年
24 发展 01	10.00	10.00	2024-02-01	3 年
24 发展 02	7.50	7.50	2024-08-05	5 年
24 发展 03	5.00	5.00	2024-10-22	3 年
25 发展 01	7.50	7.50	2025-05-06	3 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资

¹ 2025年1月17日，公司收到山东省国资委通知，山东省国资委正在筹划山东国惠投资控股集团有限公司与山东发展战略重组事宜，截至本报告出具日，该事项尚需履行其他相关必要流程，尚未完成工商变更。详见“重大事项”。

² 郭晓东为重组前的山东发展投资控股集团有限公司董事、董事长，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），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，重组前的山东发展投资控股集团有限公司董事长、董事职务自然免除。截至本报告出具日，公司人员变动有关事项的工商登记变更手续尚在办理中。

金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025年一季度国内生产总值318758亿元，按不变价格计算，同比增长5.4%，比上年四季度环比增长1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 多元控股行业

多元产业投资控股企业以控股多领域子公司实现跨行业经营，通过战略投资管理分散风险，促进协同效益与整体价值增值，母公司主要收益来源为股权分红、资本运作收益及管理服务费，行业内企业面临不同业务经济周期交织、扩张带来高杠杆压力、跨行业管理难度大、盈利模式和资本结构存在差异等挑战。从企业规模看，行业内企业梯度较为分明，大型控股集团资产庞大，中小企业竞争力相对较弱。从政策环境看，反垄断审查、产业准入规范、央企市值管理与ESG标准等均对企业决策与运营形成影响。展望2025年，流动性合理充裕、利率缓慢下降有利融资环境改善，行业整合与优化趋势加强；数字化与产业协同成为提高效率的重要手段，政府背景的地方产业投资平台继续承担区域产业引导职能，整体行业迎来新的发展机遇，但需强化合规与资本效率管理。完整版行业分析详见[《多元产业投资控股行业分析》](#)。

2 区域环境分析

山东省经济运行稳中有进，为公司提供了良好的外部发展环境。

2022—2024年，山东省地区生产总值持续增长，稳居全国第三名。根据《2024年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2024年，山东省实现地区生产总值98565.8亿元，比上年增长5.7%。三次产业结构为6.7：40.2：53.1。2024年，山东省全年全部工业增加值31934.9亿元，比上年增长7.1%。规模以上工业增加值增长8.3%。分门类看，规模以上采矿业增加值增长6.4%，制造业增加值增长9.0%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值增长2.6%。全年固定资产投资（不含农户）比上年增长3.3%，重点投资领域中，制造业投资增长15.1%，占全部投资的比重为34.4%；基础设施投资增长0.2%，占比为22.6%；高新技术产业投资增长15.9%，占比为22.7%。

2022—2024年，山东省财政收入波动增长。2024年，山东省全年一般公共预算收入7711.5亿元，比上年增长3.3%。其中，税收收入5039.6亿元，下降3.6%；一般公共预算支出13077.2亿元，增长3.9%。十四五期间，山东省加快新旧动能转化，努力构建形成“5+N”的战略新兴产业发展格局。山东省委、省政府《山东省“十四五”战略性新兴产业发展规划》提出立足全省新旧动能转换取得突破、塑成优势的坚实基础和巨大潜力，充分发挥“十强”产业中新一代信息技术、高端装备、新能源新材料、现代海洋、医养健康等“五强”新兴产业的引领作用，加快培育壮大新能源汽车、航空航天、绿色环保、新兴服务等新兴产业的规模和实力，努力构建形成“5+N”的战略新兴产业发展新格局。

六、重大事项

公司于2025年1月17日收到山东省国资委通知，山东省国资委正在筹划山东国惠与公司重组事宜。公司于2025年4月8日发布了《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战略重组事项的公告》，称根据山东省人民政府要求，山东国惠与公司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、公司股东会决议通过了本次合并及相关事项。同日，山东国惠与公司签署了《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公司，吸收合并完成后山东国惠更名为“山东发展投资控股集团有限公司”（以下简称

“新主体”)，原山东发展投资控股集团有限公司注销。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及义务，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。

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，任命高长生为新主体董事、董事长；张伟和窦玉硕为新主体董事。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)为新主体外部董事(专职)；委派朱武祥、周春生为新主体外部董事。重组前的公司董事长、董事职务自然免除。

高长生，男，1968年出生，汉族，本科学历。历任山东省发展计划委员会副处长；济南遥墙机场有限公司副总经理；济南国际机场股份有限公司副总经理；山东机场有限公司党委委员、副总经理、党委副书记、董事；山东省机场管理集团有限公司党委副书记、董事；山东省国资委党委委员、副主任；山东国惠党委副书记、董事、总经理、党委书记、董事长兼总经理。现任新主体党委委员、书记、董事、董事长。

张伟，男，汉族，1969年生，本科学历，法律硕士。历任山东省金融工作办公室副巡视员；威海市政府副市长、党组成员，滨州市委常委、市政府副市长、统战部部长；公司党委委员、副书记、董事、总经理。现任新主体党委委员、副书记、董事、总经理。

窦玉硕，男，1968年生，汉族，本科学历。历任山东省经济研究中心综合处干部、实习研究员，综合处副主任科员；博兴县湖滨乡西闸村工作组成员；山东省政府调查研究室综合调研处副主任科员、主任科员、助理调研员；山东省政府办公厅秘书二处助理调研员、副处长、调研员，秘书六处处长、一级调研员，党组成员、副主任；山东省口岸办公室副主任、副主任兼通关协调处处长、副主任兼通关协调处处长、一级调研员、办公室主任；山东铁路投资控股集团有限公司副总经理；山东国惠党委委员、副书记、董事。现任新主体党委委员、副书记、董事。

本次重组事项尚需履行其他相关必要的程序，截至本报告出具日，该事项尚未完成工商变更，新主体尚未披露经营及财务数据，本报告沿用已公开披露的公司合并及本部口径经营及财务数据。

七、跟踪期主要变化

(一) 控股产业布局概况

跟踪期内，公司经营格局保持稳定，营业总收入同比变动不大，综合毛利率小幅提升。

跟踪期内，公司以发电业务、股权投资、贸易业务为主的经营格局保持稳定。2024年，公司营业收入同比变动不大，其中，贸易业务收入同比增长5.48%，收入占比上升至61.11%；利息收入主要来自盈余资金运营、委托贷款和政策性贷款及债权投资，随着债权投资规模增长，2024年利息收入同比增长32.80%；发电、酒店及其他业务收入规模同比均变动不大。毛利率方面，在低附加值的玻璃制造业务剥离，以及贸易业务和利息收入毛利率上升综合影响下，公司综合毛利率同比上升0.98个百分点。

2025年一季度，公司营业总收入同比增长26.93%，主要来自贸易业务规模增长，其他板块收入同比变动不大；受贸易业务收入占比上升影响，综合毛利率同比下降1.54个百分点至28.48%。

图表2•2022—2024年及2025年1—3月公司营业总收入及毛利率情况(单位:亿元)

业务板块	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
利息收入	2.41	5.88%	72.61%	1.25	3.64%	49.76%	1.66	4.88%	60.85%	0.26	3.68%	100.00%
玻璃制造业务	7.48	18.26%	4.14%	1.76	5.14%	-1.54%	--	--	--	--	--	--
贸易业务	25.39	61.97%	0.43%	19.72	57.53%	0.10%	20.80	61.11%	0.62%	3.58	50.64%	0.47%
发电业务	1.82	4.44%	61.37%	5.75	16.77%	52.50%	5.76	16.90%	49.84%	1.62	22.91%	56.32%
酒店业务	1.44	3.51%	50.95%	2.15	6.26%	57.04%	2.06	6.05%	53.58%	0.36	5.09%	49.32%
其他业务	2.43	5.93%	63.37%	3.65	10.66%	62.74%	3.77	11.06%	61.59%	1.24	17.68%	51.42%
合计	40.97	100.00%	13.57%	34.28	100.00%	20.85%	34.05	100.00%	21.83%	7.07	100.00%	28.48%

注：其他业务包括科创园区建设、管理服务细分业务
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

跟踪期内，公司合并口径收入主要来自绿色投资和上海齐鲁的贸易业务和绿色能源的发电业务，投资类资产集中于公司本部；债务主要集中于公司本部及绿色能源；净利润主要来自本部股权投资收益、利息收入和发电业务经营性利润。

2024 年，丝路公司作为公司政策性委托贷款运营主体，持续收回存量委托贷款，营业收入和净利润同比分别增长 19.48%和 47.99%；绿色投资供应链贸易业务规模大幅增长带动其营业收入同比大幅提升（2023 年为 2.58 亿元），受益于玻璃制造业务全年出表及债权投资规模增长带动利息收入增加，净利润同比实现扭亏（2023 年为-2.16 亿元）；发电业务运营主体绿色能源收入及净利润规模同比变动不大；上海齐鲁持续收缩贸易规模，收入规模同比下降 42.94%，净利润同比转亏。公司本部为公司股权直投业务主体，投资类资产规模较上年底变动不大，当期实现投资收益 6.32 亿元，同比增长 11.96%，净利润同比下降 46.12%，主要系资产减值损失增长所致。

图表 3 • 公司下属主要经营主体 2024 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	简称	注册资本	持股比例	所在业务板块	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	净利润 同比变动
山东省丝路投资发展集团有限公司	丝路公司	16.45	100.00%	投资与资产管理、委托贷款	76.80	60.10	0.92	2.40	47.99%
山东省绿色资本投资集团有限公司	绿色投资	15.00	100.00%	股权投资、贸易业务	35.08	29.96	11.08	0.44	扭亏
山东绿色能源投资有限公司	绿色能源	40.00	40.00%	发电业务	97.49	45.07	5.76	1.73	-6.39%
上海齐鲁投资控股集团有限公司	上海齐鲁	5.80	100.00%	酒店及投资管理、贸易业务	19.68	7.59	11.48	-0.34	转亏
本部	--	--	--	--	308.15	231.82	0.78	2.56	-46.12%
公司合并	--	--	--	--	469.65	312.65	34.05	5.90	-11.26%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

（二）基础素质分析

公司作为山东省基建及产业发展的重要投融资主体，在山东省内基础设施建设及产业投资领域处于优势地位，具有较强的投融资项目管理和资源整合能力。公司本部持有的股权资产优质，可提供稳定的投资收益及现金分红；风电业务持续建设投资，在区域内具备竞争优势。

跟踪期内，公司持续围绕山东省生产力布局、产业政策和发展方向，根据国民经济中长期发展战略规划和年度计划，开展国有资本投资运营，推动全省基础设施建设和现代产业发展与转型升级。截至 2025 年 3 月底，公司下辖丝路公司、绿色投资、山东省现代产业投资集团有限公司和绿色能源等 12 家二级子公司。

根据山东省委、省政府的工作部署安排，丝路公司被省政府确定为山东省“十三五”易地扶贫搬迁项目省级投融资主体，承担国家“十三五”规划中易地扶贫搬迁项目融资和扶贫资金的投放，规划总投资约 31.20 亿元，项目规划实施范围涉及全省 7 个县（区）、24 个乡镇、86 个行政村、14405 户、46169 人。

绿色投资控股/参股多家基金管理公司，包括山东舜宁股权投资基金管理公司、山东省山发绿色私募（投资）基金管理有限公司等。绿色投资业务涵盖创业基金、股权基金和并购基金等全生命周期产业发展的母子基金模式；先后组织实施了公司制基金、有限合伙制基金、契约式基金等不同组织形式的基金产品备案工作，通过存续期、结构化、决策机制等差异化设计，广泛吸引社会资本参与。截至 2025 年 3 月底，绿色投资直接或间接管理基金 31 支，基金募集总规模为 245.19 亿元，实缴总规模为 78.63 亿元。2024 年，实现管理费收入 1873.46 万元；股权直投方面，公司本部持有区域内电力、热力生产和供应业、铁路运输业及石油、煤炭及其他燃料加工等行业大型成熟国有企业股权，形成的投资收益及现金分红稳定，为公司利润总额的重要来源；绿色能源作为山东省“吉电入鲁”和“陇电入鲁”项目建设运营主体，截至 2025 年 3 月末控股十家电站，主要在建项目景泰 A 区 60 万千瓦风电项目和 B 区 50 万千瓦光伏项目部分已于 2024 年末建成投运，区域内竞争优势突出。

信用记录方面，根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370000MA3C2J2J45），截至 2025 年 5 月 27 日，公司本部无未结清及已结清的不良信贷信息记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至 2025 年 6 月 24 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（三）管理水平

跟踪期内，公司董事及高级管理人员因战略重组事项变动（详见“重大事项”），主要管理制度无重大变化。

（四）经营分析

跟踪期内，公司发电业务发电量及业务收入同比变动不大，在建电站项目投资规模较大，未来资本支出压力大。

公司发电业务运营主体为绿色能源，公司持有其 40%的股权，为绿色能源的控股股东。国华能源投资有限公司和国家电投集团山东能源发展有限公司分别持有其 30%的股权。

截至 2025 年 3 月末，绿色能源控股十家电站，所属电厂分别为武城县三自风力发电有限公司、吉鲁（长岭）新能源有限公司、东明绿能新能源有限公司、菏泽绿源新能源有限公司、东明绿色新能源有限公司、临清绿能新能源有限公司和白银景泰陇鲁发展新能源有限公司。生产运营方面，2024 年，公司风电业务发电量 21 亿千瓦时，同比增长 5.00%，上网电量 20 亿千瓦时。其中，长岭 50 万千瓦风电项目于 2022 年底完工投运，2024 年实现收入 2.61 亿元。

公司风电业务主要在建项目为景泰 A 区 60 万千瓦风电项目和 B 区 50 万千瓦光伏项目及平川 A 区 20 万千瓦风电项目和靖远 A 区 40 万千瓦风电项目。景泰 A 区 60 万千瓦风电项目和 B 区 50 万千瓦光伏项目是“陇电入鲁”配套新能源基地项目的重要组成部分。其中，景泰 A 区项目拟投资规模 41.64 亿元，资金来源为资本金+银行贷款模式，资本金占总投资的 30%，景泰 B 区投资规模 28.47 亿元，资金来源为资本金+银行贷款模式，资本金占总投资的 30%。截至 2025 年 3 月底，项目已完成投资 34.26 亿元。其中 80 万千瓦已全部建成投产、并网发电，2024 年实现收入 0.33 亿元，2025 年一季度实现收入 0.20 亿元，剩余在建部分预计于 2025 年陆续建成投运。

平川 A 区 20 万千瓦风电项目静态计划总投资 12.81 亿元，是“陇电入鲁”配套新能源基地项目的重要组成部分，装机规模 200MW，设计安装 50 台 4.0MW 风力发电机组，每台风机配一台箱式变压器。项目于 2024 年开工，建设总工期 21 个月，根据项目可行性研究报告，项目运营期为 20 年，基于上网电价 0.3078 元/kWh 测算，投资回收期为 12.4 年。靖远 A 区 40 万千瓦风电项目静态计划总投资 25.79 亿元，是“陇电入鲁”配套新能源基地项目的重要组成部分，工程装机规模 400MW，设计安装 100 台 4.0MW 风力发电机组，项目于 2024 年开工，建设工期为两年，根据项目可行性研究报告，项目运营期为 20 年，基于上网电价 0.3078 元/kWh 测算，投资回收期为 11.9 年。

跟踪期内，公司股权投资业务仍以直接股权投资为主，投资标的主要为电力、热力生产和供应业、铁路运输业及石油、煤炭及其他燃料加工行业大型国有企业，形成的投资收益及现金分红稳定，为公司利润总额的重要来源。

公司股权投资业务主要运营主体包括公司本部、绿色投资、丝路公司等，模式分为直接股权投资和私募股权基金投资。

公司直接股权投资项目包括接收的山东省基建基金股权资产和公司成立后直接投资的股权项目。公司直接股权投资业务主要投资于成熟期的企业，作为省管功能型国有资本投资运营公司，除公司股东推荐项目外，公司还可采取接入山东省重大工程项目储备库等措施挑选符合公司功能定位和规划方向的项目，项目来源广泛。

公司直接股权投资投向主要为电力、热力生产和供应业、铁路运输业及石油、煤炭及其他燃料加工等领域，所投资企业主要为大型国有企业，为公司带来了较好的投资收益和现金分红。截至 2025 年 3 月底，公司重要的直接股权投资项目共 12 个，账面价值合计 202.63 亿元，较 2023 年底变动不大。2024 年实现股权直投收益 6.42 亿元，获得现金分红 6.79 亿元，同比分别增长 25.88% 和 22.34%，投资收益及相应的现金流入主要来源于对有关国有企业的股权投资。

图表 4 • 截至 2025 年 3 月底公司主要股权投资情况（单位：亿元）

投资标的	账面价值	持股比例
华电国际电力股份有限公司	39.98	6.5%
山东铁路发展基金有限公司	33.66	14.55%
胶济铁路客运专线有限责任公司	24.14	28.29%
邯济铁路有限责任公司	24.23	40.97%
山东核电有限公司	20.92	10.00%
中国石化青岛炼化化工有限责任公司	14.81	10.00%
华电莱州发电有限公司	10.31	25.00%

泰合资产管理有限公司	2.77	3.00%
华鲁控股集团有限公司	5.12	3.32%
先进制造产业投资基金二期（有限合伙）	6.99	1.51%
鲁南中联水泥有限公司	2.20	19.66%
华电新能源集团股份有限公司	17.50	1.77%
合计	202.63	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

私募股权基金投资方面，绿色投资为公司全资控股的专业化资本运营管理平台公司，公司通过绿色投资控股或参股多家基金管理公司。绿色投资私募股权基金主要投向包括山东省“一圈一带”区域内重大基础设施、战略性新兴产业、高新技术产业、生态环保产业、社会民生事业等，致力于通过服务区域经济全面协调发展，为山东省加快实施新旧动能转换重大工程提供支撑。私募股权基金投资主要以 IPO、新三板、并购、回购或其他方式实现投资退出，通过股权增值和股息收取等方式实现收益，现阶段收益占公司整体收益规模的比例较小。

截至 2025 年 3 月底，绿色投资直接或间接管理基金 31 支，基金募集总规模为 245.19 亿元，实缴总规模为 78.63 亿元，其中绿色投资实缴规模 35.53 亿元。2024 年，实现基金管理费收入 1873.46 万元，同比变动不大。截至 2025 年 3 月末，绿色投资仅作为 LP 投资基金 4 支，实缴金额 2.08 亿元，主要投资行业包括装备制造、新材料及生物医药等。2024 年及 2025 年一季度，绿色投资新增投资额分别为 5.59 亿元和 0.40 亿元，均为作为 GP 方跟投所管基金份额。截至 2025 年 3 月末，绿色投资在投基金共 17 支（对应绿色投资实缴规模 8.56 亿元）进入退出期，2024 年及 2025 年一季度分别获得退出本金 2.35 亿元和 0.30 亿元，2024 年实现退出收益 0.11 亿元。

跟踪期内，丝路公司政策性贷款业务规模持续收缩，风险管控和贷后管理措施较完善；山东省基建基金委托贷款余额较小，均为次级贷款，处于逐步清收处置过程中。

公司委托贷款业务主要分为两部分：一是丝路公司开展的政策性贷款，主要为“十三五”易地扶贫搬迁政策性贷款；二是根据组建公司的批复，划转至公司本部的原山东省基建基金存续的委托贷款。公司委托贷款业务的收入，部分来源于委托贷款利息收入，部分为根据项目管理情况收取的管理费用。

① 丝路公司政策性贷款业务

丝路公司开展的政策性委托贷款业务系根据 2016 年 4 月 18 日山东省人民政府印发的《山东省人民政府关于山东省“十三五”易地扶贫搬迁规划的批复》进行的“十三五”易地扶贫搬迁政策性委托贷款。“十三五”易地扶贫搬迁资金来源分为山东省财政厅地方债、国开行和农发行政策性贷款等，发放对象为山东省内易地扶贫搬迁项目单位，具体包括鄄城、费县、沂水、沂南、五莲、东平地区。公司按贷款余额 0.10%计收管理费，无息差。业务一般期限为 3~20 年，“十三五”易地扶贫搬迁政策性贷款项目执行扶贫优惠利率 1.20%~4.45%。

贷后管理措施方面，丝路公司定期对借款人的经营状况、经营效益、资信情况进行综合评价；对项目单位和建设项目进行实地检查，判断借款人经营是否正常、有无重大变化，督促项目单位及时偿还贷款本息；丝路公司对问题项目实施跟踪检查、对贷款的担保条件进行检查；并借助金融机构及国家开发银行的优势，与其相互协作，形成整体的监管措施，降低信贷风险。

2022—2024 年，丝路公司政策性贷款业务规模持续收缩。截至 2025 年 3 月底，政策性贷款业务账面余额为 7.56 亿元，较 2023 年底减少 2.16 亿元。其中，期限在 36 个月以内的贷款余额为 7.15 亿元（占 94.58%）。截至 2025 年 3 月底，丝路公司贷款项目未发生违约情况。

②山东省基建基金委托贷款业务

山东省基建基金是山东省政府为支持山东省重点项目建设设立的财政性专项建设资金，主要由能交基金、煤炭基金、电力基金、铁路基金、路港建设费及省筹其他基金滚动积累组成，自 1988 年起实行统一管理，以股权投资和委托贷款等方式用于山东省重点产业和重点项目建设。根据《山东省人民政府关于同意山东发展投资控股集团有限公司组建工作有关事宜的批复》（鲁政字〔2015〕183 号），山东省基建基金持有的股权资产、债权资产和货币资金划转用于组建山东发展投资控股集团有限公司。自 2017 年起山东省基建基金相关资产陆续入账，债权资产主要为委托贷款，公司针对该部分资产加强了存续期管理和回收处置工作，正常类及关注类已陆续完成回收。截至 2025 年 3 月底，相关债权资产账面价值为 0.60 亿元，债权资产按照公司五级分类标准划分为次级类。

公司贸易业务附加值低，2024 年公司收缩进出口贸易，拓展国内大宗商品贸易，贸易规模整体保持稳定，上下游集中度仍较高。

公司贸易业务主要由子公司绿色投资下属全资子公司山东发展供应链管理有限公司（以下简称“供应链公司”）和上海齐鲁投资控股集团有限公司（以下简称“上海齐鲁”）下属全资子公司上海广颖国际贸易有限公司（以下简称“上海广颖”）和上海齐鲁赢莱企业发展有限公司（以下简称“齐鲁赢莱”）负责运营。

供应链公司成立于 2023 年 8 月，前期以赊销预付和仓储控货模式为主，锁定价差及下游客户。跟踪期内，供应链公司增加以煤炭和钢材为主的国内贸易，业务主要围绕公司主责主业，服务于公司内部产业和市场化客户，贸易模式均为以销定采。煤炭品类供应商以民营贸易商为主，采购结算方式为货到付款；钢材品类供应商为国内大型钢厂，结算方式为先款后货，按月结算。煤炭品类下游客户主要为央企电厂，结算方式为现汇、银行承兑汇票及商业承兑汇票，对部分核心客户给予 90 天以内的账期；钢材业务下游客户主要为大型贸易商和渠道商，结算方式为先款后货、带款提货。2024 年，供应链公司实现贸易收入 10.23 亿元，同比大幅增长，其中，煤炭和钢材品类分别实现贸易收入 1.00 亿元和 3.94 亿元。

跟踪期内，上海广颖和齐鲁赢莱不再运营进出口业务，贸易业务聚焦以铝锭、菜籽油、焦炭为主的国内贸易。其中，铝锭、沥青、电解铜、菜籽油等品类采取以销定采模式锁定价差，主要供应商为国内产品厂商及贸易商，采购无运输环节，货权自第三方仓库转移，结算方式为先款后货；下游客户以国内贸易商为主，结算方式为先款后货。2024 年，上海齐鲁实现贸易收入 11.48 亿元，其中铝锭、焦炭、菜籽油、橡胶、沥青分别实现收入 7.03 亿元、1.18 亿元、1.08 亿元、0.58 亿元和 0.51 亿元。

公司贸易业务货物的购销价格主要参照 SABIC、大连期交所、卓创资讯、ICIS 资讯、RIM 资讯相关定价和市场价格分析定价。由于大宗商品贸易市场为充分竞争市场，价格透明，公司贸易业务进销差价率普遍较低。2024 年，贸易业务上下游前五大占比分别为 51.44%和 51.85%，均为非关联方，集中度较高。价格波动风险控制方面，公司一般为买卖双方价格都已确定的现货交割，受市场价格波动影响小。客户管理方面，公司供应链业务的上下游客户管理或筛选按照供应链管理办法有关要求执行。客户分为交易对手合作方、仓储物流合作方等。根据交易对手的性质、资信等不同，将核心客户分为 A、B、C、D 四类，但每个类别的合作方准入都要进行公司层面的准入审批和方案决策。实操中，供应链业务首选经营业绩与信用状况良好、盈利能力与偿债能力较强、现金流量相对稳定的国有企业、上市公司、行业龙头、规模型或成长型实体企业等作为核心客户或核心企业，与其开展业务合作。

（五）财务分析

公司提供了 2024 年合并财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2025 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2024 年末，公司合并范围子公司合计 94 家，较上年末减少 2 家，增加 10 家；截至 2025 年 3 月末，公司合并范围子公司合计 97 家，较上年末增加 3 家。公司合并范围变化对公司财务数据影响较小。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，随着股权投资业务开展及电站项目持续投入，公司资产规模持续增长，构成以对山东省内电力、铁路行业的股权投资及电站相关资产为主，现金类资产充裕，资产质量良好，流动性偏弱，需关注其他应收款回收情况。

公司资产构成主要为以股权资产为主的投资类资产、发电业务形成的固定资产和在建工程。截至 2024 年末，公司资产规模较上年末增长 8.74%，资产结构仍以非流动资产为主（占 85.41%）。

截至 2024 年末，公司流动资产较上年末增长 3.38%。其中，货币资金为 33.60 亿元，占流动资产的 49.03%；其他应收款账面余额较上年末大幅增长 128.81%至 13.98 亿元，主要系部分对山东华鹏玻璃股份有限公司（以下简称“山东华鹏”）的借款由一年内到期的长期应收款调至该科目所致。按账龄计，一年以内的其他应收款占余额的 31.83%，3 年以上的占 26.47%，公司其他应收款账龄较长。公司期末其他应收款前五名合计占账面余额的 80.34%，集中度很高，其中，公司对山东华鹏应收借款余额 7.48 亿元，占其他应收款账面余额的 53.48%，计提坏账准备 3.37 亿元。截至 2024 年末，公司其他应收款合计计提坏账准备 4.46 亿元，账面价值 9.52 亿元。

截至 2024 年末，公司非流动资产较上年末增长 9.71%，主要由其他权益工具投资、其他非流动金融资产和长期股权投资等投资类资产构成。其中，公司其他权益工具投资较上年末增长 7.95%，主要由华电国际电力股份有限公司、山东铁路发展基金有限公司等 22 家被投资企业股权组成，当期确认股利收入 6.71 亿元，累计利得 32.38 亿元；其他非流动金融资产较上年末变动不大，主要为以成本计量的基金及股权投资，包括华电新能源集团股份有限公司（17.50 亿元）、先进制造产业投资基金二期（有限合伙）（6.99

亿元)、山东绿色发展股权投资基金合伙企业(有限合伙)(4.37 亿元)等,其他投资标的较分散;长期股权投资较上年末增长 17.89%,主要为新增对吉鲁(乾安)新能源有限公司等风电标的资产的股权出资,2024 年公司权益法下确认长期股权投资收益-0.29 亿元;公司债权投资较上年末大幅增长 72.07%至 13.07 亿元,主要新增对烟台市蓬莱区域投污水处理有限公司(4.02 亿元,利率 6.00%)、泰安市远望储能科技有限公司(1.40 亿元,利率 6.00%)及荣成公交集团有限公司(0.70 亿元,利率 5.50%)的债权投资,2024 年公司实现债权投资利息收入 0.31 亿元(2023 年为 0.02 亿元);固定资产较上年末变动不大,主要由房屋及建筑物和机器设备构成,累计计提折旧 12.88 亿元,未计提减值准备;在建工程较上年末增长 33.04%,主要系公司持续增加发电业务投资,对陇电入鲁 110 万千瓦项目新增投资 10.28 亿元。截至 2025 年 3 月末,公司资产规模及各科目较上年末变动不大。

资产受限方面。截至 2024 年末,公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 19.36 亿元,占同期末资产总额的 4.12%,受限资产比例较小。

图表 5• 公司主要资产情况 (单位: 亿元)

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	66.27	15.35%	68.52	14.59%	56.53	12.02%
货币资金	30.77	7.13%	33.60	7.15%	22.44	4.77%
非流动资产	365.62	84.65%	401.14	85.41%	413.80	87.98%
其他权益工具投资	152.26	35.26%	164.37	35.00%	166.89	35.48%
其他非流动金融资产	65.53	15.17%	65.88	14.03%	69.58	14.79%
长期股权投资	32.50	7.52%	38.31	8.16%	41.39	8.80%
固定资产	49.30	11.42%	51.29	10.92%	50.89	10.82%
在建工程	21.98	5.09%	29.24	6.23%	33.76	7.18%
资产总额	431.89	100.00%	469.65	100.00%	470.33	100.00%

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图表 6 • 2024 年末公司受限资产明细 (单位: 亿元)

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	0.43	保证金等
应收账款	1.67	银行借款质押
固定资产	14.08	银行借款抵押、抵押发债
投资性房地产	2.11	银行借款抵押
无形资产	0.21	银行借款抵押
存货	0.85	银行借款抵押
合计	19.36	--

资料来源：联合资信根据公司资料整理

跟踪期内，受益于投资类资产增值及利润累积，公司所有者权益规模持续增长，权益稳定性较强。公司有息债务规模持续增长，债务负担较轻，结构以长期债务为主。

2024 年末，受益于利润累积及以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的投资类资产升值，公司所有者权益规模较上年末增长 6.64%至 312.65 亿元。其中，归属于母公司所有者权益占 86.10%，主要由实收资本（占权益总额的 31.98%）、资本公积（占权益总额的 35.52%）和未分配利润（占权益总额的 10.94%）构成；少数股东权益占比为 13.90%，所有者权益结构稳定性较强。截至 2025 年 3 月末，公司所有者权益较上年末变动不大。

截至 2024 年底，公司全部债务 122.69 亿元，较上年底增长 15.10%。债务结构方面，短期债务占 13.73%，长期债务占 86.27%，以长期债务为主，融资渠道以银行借款和债券融资为主，2024 年综合融资成本约为 2.72%。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 33.43%、28.18%和 25.29%，较上年底分别提高 1.31 个百分点、1.52 个百分点和 7.75 个百分点，债务负担较轻。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 122.29 亿元，债务规模及结构较上年末变动不大。从债务指标来看，截至 2025 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 33.26%、28.04%

和 25.70%，较上年底分别下降 0.17 个百分点、0.14 个百分点和提高 0.41 个百分点。

2024 年，公司营业总收入同比变动不大，减值损失对公司利润存在一定侵蚀，利润总额同比有所增长，投资收益仍为利润总额的核心来源。

2024 年，公司实现营业总收入 34.05 亿元，同比变动不大，受益于玻璃制造业务全年出表及贸易业务毛利率上升，公司营业利润率同比上升至 21.06%，经营性利润同比提升。同期，公司投资收益规模同比增长 53.20%，主要系其他权益工具持有期间投资收益增长（2024 年及 2023 年分别为 6.71 亿元和 4.69 亿元）及处置长期股权投资产生收益（2024 年及 2023 年分别为 0.06 亿元和-1.45 亿元）增长所致。2024 年，公司计提的各类减值损失规模同比大幅增长，主要系其他应收款坏账损失同比大幅增长至所致，对公司利润存在一定侵蚀。2024 年，公司实现利润总额 6.23 亿元，同比增长 11.18%。2025 年一季度，公司营业总收入同比增长 26.93%，毛利润同比增长 0.34 亿元，投资收益同比减少 1.20 亿元，同时在公允价值变动收益及信用减值损失转回影响下，公司利润总额同比变动不大。

图表 7 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	40.97	34.28	34.05	7.07
毛利润	5.56	7.15	7.43	2.01
投资收益	9.94	5.81	8.91	0.73
公允价值变动收益	1.63	1.14	-0.55	0.12
减值损失	-2.08	-1.26	-3.27	0.21
利润总额	7.93	5.60	6.23	1.66
营业利润率	12.89%	19.97%	21.06%	27.78%
调整后营业利润率	-4.31%	-0.26%	3.36%	8.28%
总资本收益率	2.31%	1.97%	1.89%	--
净资产收益率	2.29%	1.71%	1.89%	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司经营活动现金流呈净流入状态，风电产业及股权投资业务对外投资持续，筹资活动前现金流缺口持续存在，主业未来外部融资需求较大。

2024 年，公司经营活动现金流保持净流入；随着项目建设和股权投资方面持续投入，投资活动现金保持较大规模的净流出，经营活动现金流净额无法覆盖投资活动资金缺口，公司主要通过外部债务融资筹集的资金覆盖资金缺口。考虑在建风电项目和股权投资仍需持续投入，上述业务对外融资需求较大。

图表 8 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	44.31	42.31	35.00	6.99
经营活动现金流出小计	42.47	39.73	31.96	6.86
经营现金流量净额	1.84	2.58	3.04	0.13
投资活动现金流入小计	66.42	79.79	75.78	22.46
投资活动现金流出小计	79.70	119.48	98.81	34.76
投资活动现金流量净额	-13.28	-39.70	-23.03	-12.30
筹资活动前现金流量净额	-11.44	-37.11	-19.99	-12.17
筹资活动现金流入小计	70.09	57.69	74.69	4.76
筹资活动现金流出小计	42.75	32.30	50.58	3.64
筹资活动现金流量净额	27.34	25.39	24.11	1.11
现金收入比	93.10%	112.54%	97.03%	89.67%
现金及现金等价物净增加额	15.92	-11.71	4.12	-11.06

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

截至 2024 年底，公司偿债指标表现较强，融资渠道通畅。公司存在未决诉讼事项，后续审理结果存在不确定性，公司存在一定或有负债风险。

图表 9 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率	170.70%	102.86%	182.13%
	速动比率	161.10%	100.39%	178.39%
	经营流入/流动负债	96.13%	65.67%	93.04%
	经营现金/流动负债	2.92%	3.99%	4.01%
	经营现金/短期债务（倍）	0.08	0.06	0.18
	现金短期债务比（倍）	2.29	0.89	2.53
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	13.01	11.69	11.90
	全部债务/EBITDA（倍）	7.84	9.12	10.31
	经营现金/全部债务（倍）	0.02	0.02	0.02
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.88	3.52	3.83
	经营现金/利息支出（倍）	0.69	0.78	0.98

注：经营流入指经营活动现金流入量，经营现金指经营活动现金流净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024 年末，公司流动比率及速动比率均有所上升，并处于较高水平，经营活动流入对流动负债的保障能力有所提升，现金类资产对短期债务覆盖能力有所上升；2024 年，公司 EBITDA 同比增长，EBITDA 对利息覆盖情况良好。

截至 2024 年底，公司对外担保余额 20.05 亿元，为对关联方山东天元信息技术集团有限公司（以下简称“天元信息”）0.20 亿元和对水发集团有限公司（以下简称“水发集团”）19.85 亿元提供的担保，对外担保比例为 6.41%。截至 2024 年底，公司对天元信息除存量担保外，另 500.00 万元担保已于 2024 年底到期，但由于天元信息的回款进度不及预期，公司已为天元信息代偿借款本息 535.76 万元。水发集团是山东省国资委直属，省内唯一拥有水务全产业链条的省级水务运营主体，截至 2024 年末，水发集团资产总额合计 1613.19 亿元，所有者权益 359.21 亿元，实现营业总收入 641.77 亿元，利润总额 6.15 亿元。

未决诉讼方面，2025 年 1 月 16 日，山东华鹏及其股东山东海科控股有限公司（以下简称“海科控股”）对公司提起诉讼，与山东华鹏相关仲裁事项已经中国国际经济贸易仲裁委员会受理。仲裁事项主要为：山东华鹏及其股东海科控股、山东发展根据前期签订的《资产出售的意向性协议》《山东发展投资控股集团有限公司与山东海科控股有限公司之协议书》及《承诺函》等，由山东华鹏作为申请人一，海科控股作为申请人二，就与山东发展之间的纠纷，请求裁决山东发展向山东华鹏支付资产收购款人民币 14.05 亿元及逾期付款利息；请求裁决山东发展向山东华鹏返还其所占用的资金人民币 7000 万元及利息。截至报告日仲裁案件尚未开庭审理，后续审理结果存在不确定性，公司存在一定或有负债风险。

银行授信方面，截至 2025 年 3 月底，公司获得银行授信总额 685.82 亿元，尚未使用额度 580.95 亿元，公司间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产以股权资产为主，债务负担轻，利息偿付压力可控。

公司本部是股权投资业务运营主体，并承担战略决策及投融资等职能。

截至 2024 年末，公司本部资产总额为 308.15 亿元，较上年末变动不大，资产结构仍以非流动资产为主（占 90.95%）。其中，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 21.37 亿元，长期股权投资（106.98 亿元）保持较大规模（较上年末减少 9.55%），主要为对下属企业的投资。同期末，公司本部其他权益工具投资合计 138.77 亿元，较上年底增长 5.70%，主要为山东省内电力、铁路行业的股权资产。

截至 2024 年末，公司负债总额较上年末增长 27.05%，负债结构以非流动负债为主（非流动负债占 68.75%），主要为长期借款（14.97 亿元）和应付债券（27.82 亿元），全部债务较上年末增长 24.26%，全部为长期债务，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 24.77%和 15.58%，债务负担轻。

2024 年，本部投资收益及取得投资收到的现金同比均有所增长，但受公允价值变动损失（主要来自以公允价值计量的其他非流动金融资产）及资产减值损失（主要为其他应收款坏账损失 1.61 亿元）影响，本部利润总额同比下降 49.15%。偿债能力方面，2024 年，公司本部经营活动现金净流入 9.70 亿元，取得投资收益收到的现金 7.31 亿元，能够覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 2.61 亿元，公司投资类资产集中于本部，本部股权资产对债务的覆盖程度很强。

八、ESG 分析

公司注重安全生产与环保投入，积极履行社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，子公司绿色能源近年来持续投资以风能为主的新能源电站，2022 年公司发行了 5 亿元绿色中期票据（碳中和债）用于风电项目建设，所投建项目每年可减排 CO₂ 65.98 万吨，节约标准煤 24.73 万吨，减排烟尘 13.98 吨，减排 SO₂ 68.27 吨，减排 NO_x 109.39 吨。公司本部及子公司绿色投资持续聚焦环保、新型基建、科技等产业，坚持绿色投资，聚焦绿色产业。

社会方面，公司已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备，人员稳定性较高。公司员工激励机制、培养体系健全，拥有专业精干的运营管理团队，在股权投资方面积累了较为丰富的经验。公司作为山东省基建及产业发展的重要投融资主体，社会贡献度较高。

治理方面，公司未设置 ESG 部门，产业战略规划清晰，法人治理结构较为完善，内部规章制度和内控制度较为健全。

九、外部支持

1 支持能力

山东省经济平稳发展，财政运营稳定，综合实力非常强。

山东省经济基础较好，经济总量保持平稳发展。2024 年，山东省地区生产总值 98565.8 亿元，同比增长 5.7%；实现一般公共预算收入 7711.5 亿元，同比增长 3.3%。整体看，山东省综合实力非常强。

2 支持可能性

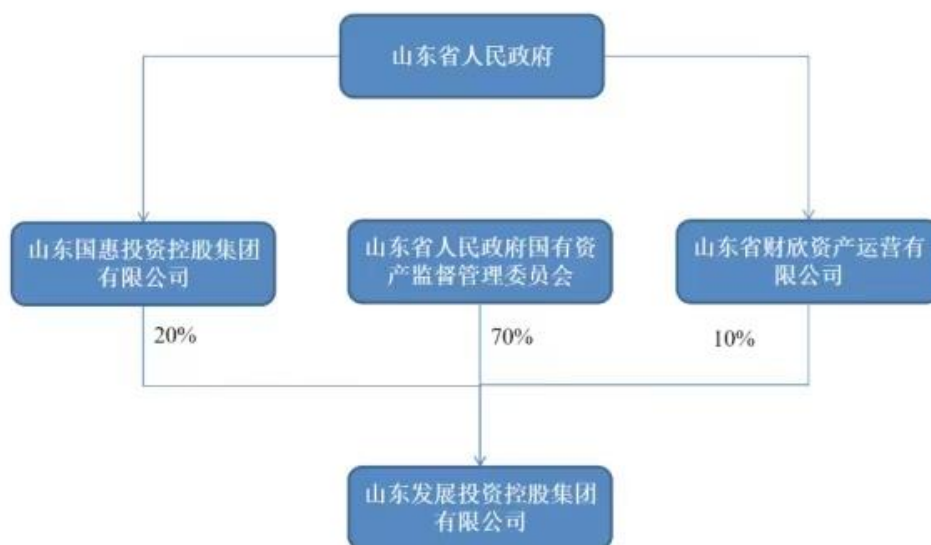
公司战略定位清晰，在项目资源获取及财政资金补贴等方面持续获得外部支持。

公司积极参与省政府重点项目资源整合工作，通过与省财政厅、省发改委等有关部门对接直投资基金投资项目、接入山东省重大工程项目储备库等措施挑选符合公司功能定位和规划方向的项目，项目来源广泛。此外，公司是山东省国资委直属的功能型国有资本投资运营公司及省内基础设施建设和现代产业发展的投融资主体，在财政资金补贴方面持续获得支持。2024 年，公司以政府补贴为主的其他收益及营业外收入合计 0.15 亿元。

十、评级结论

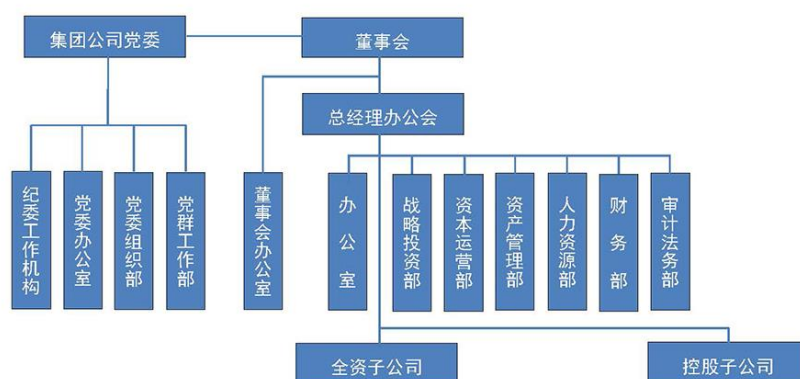
基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 山东发展 MTN001（碳中和债）”“24 发展 01”“24 发展 02”“24 发展 03”和“25 发展 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	50.78	39.49	42.69	29.92
应收账款（亿元）	9.17	3.76	4.13	4.95
其他应收款（亿元）	0.72	5.22	9.52	9.03
存货（亿元）	4.43	1.59	1.41	1.42
长期股权投资（亿元）	29.03	32.50	38.31	41.39
固定资产（亿元）	48.04	49.30	51.29	50.89
在建工程（亿元）	11.98	21.98	29.24	33.76
资产总额（亿元）	427.01	431.89	469.65	470.33
实收资本（亿元）	100.00	100.00	100.00	100.00
少数股东权益（亿元）	30.12	34.53	43.46	43.21
所有者权益（亿元）	288.49	293.17	312.65	313.88
短期债务（亿元）	22.13	44.24	16.85	13.74
长期债务（亿元）	79.84	62.36	105.84	108.56
全部债务（亿元）	101.97	106.59	122.69	122.29
营业总收入（亿元）	40.97	34.28	34.05	7.07
营业成本（亿元）	35.41	27.14	26.61	5.06
其他收益（亿元）	0.09	0.16	0.12	0.00
利润总额（亿元）	7.93	5.60	6.23	1.66
EBITDA（亿元）	13.01	11.69	11.90	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	38.14	38.58	33.04	6.34
经营活动现金流入小计（亿元）	44.31	42.31	35.00	6.99
经营活动现金流量净额（亿元）	1.84	2.58	3.04	0.13
投资活动现金流量净额（亿元）	-13.28	-39.70	-23.03	-12.30
筹资活动现金流量净额（亿元）	27.34	25.39	24.11	1.11
财务指标				
销售债权周转次数（次）	4.44	4.52	5.58	--
存货周转次数（次）	7.75	9.02	17.74	--
总资产周转次数（次）	0.10	0.08	0.08	--
现金收入比（%）	93.10	112.54	97.03	89.67
营业利润率（%）	12.89	19.97	21.06	27.78
总资本收益率（%）	2.31	1.97	1.89	--
净资产收益率（%）	2.29	1.71	1.89	--
长期债务资本化比率（%）	21.68	17.54	25.29	25.70
全部债务资本化比率（%）	26.12	26.66	28.18	28.04
资产负债率（%）	32.44	32.12	33.43	33.26
流动比率（%）	170.70	102.86	182.13	166.92
速动比率（%）	161.10	100.39	178.39	162.72
经营现金流动负债比（%）	3.99	4.01	8.07	--
现金短期债务比（倍）	2.29	0.89	2.53	2.18
EBITDA 利息倍数（倍）	4.88	3.52	3.83	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.84	9.12	10.31	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 公司其他流动负债和其他应付款中有息债务已调至短期债务；长期应付款有息债务已调至长期债务计量
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.51	19.32	21.37	0.71
应收账款（亿元）	--	--	--	--
其他应收款（亿元）	8.69	6.51	6.48	9.19
存货（亿元）	--	--	--	--
长期股权投资（亿元）	105.73	118.28	106.98	110.79
固定资产（亿元）	0.88	0.03	0.17	0.16
在建工程（亿元）	0.00	0.01	0.03	0.03
资产总额（亿元）	308.75	310.34	308.15	296.32
实收资本（亿元）	100.00	100.00	100.00	100.00
少数股东权益（亿元）	--	--	--	--
所有者权益（亿元）	255.85	250.26	231.82	232.77
短期债务（亿元）	0.00	20.45	0.00	0.00
长期债务（亿元）	30.52	13.99	42.79	42.59
全部债务（亿元）	30.52	34.44	42.79	42.59
营业总收入（亿元）	2.51	0.70	0.78	0.05
营业成本（亿元）	0.27	0.26	0.30	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	9.26	4.99	2.54	0.01
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	--	--	--	--
经营活动现金流入小计（亿元）	2.76	3.14	16.71	0.13
经营活动现金流量净额（亿元）	0.54	1.41	9.70	-12.71
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.20	-7.40	-7.72	-4.19
筹资活动现金流量净额（亿元）	6.29	4.96	1.07	-0.76
财务指标				
销售债权周转次数（次）	151.95	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	--	--	--	--
营业利润率（%）	87.56	56.89	61.17	99.96
总资本收益率（%）	3.11	2.05	1.34	--
净资产收益率（%）	3.13	1.90	1.10	--
长期债务资本化比率（%）	10.66	5.29	15.58	15.47
全部债务资本化比率（%）	10.66	12.10	15.58	15.47
资产负债率（%）	17.13	19.36	24.77	21.45
流动比率（%）	247.96	72.51	116.89	90.43
速动比率（%）	247.96	72.51	116.89	90.43
经营现金流动负债比（%）	4.10	3.74	40.68	--
现金短期债务比（倍）	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司 2025 年一季度财务报表未经审计。
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
调整后营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加-期间费用) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持