

菏泽市铁路投资发展集团有限公司 2025 年主体信用评级报告

中鹏信评【2025】第 Z【2253】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果有效期为自本评级报告所注明日期起一年，本评级机构有权在本次评级结果有效期间变更信用评级。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

菏泽市铁路投资发展集团有限公司2025年主体信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA+
评级展望	稳定
评级日期	2025-12-05

评级观点

- 本次等级的评定是考虑到良好的外部环境为菏泽市铁路投资发展集团有限公司（以下简称“菏泽铁投”或公司）发展创造有利条件，多元化的业务布局有利于公司稳健发展，且公司获得外部支持力度较大；但中证鹏元也关注到，公司部分业务经营业绩有待观察，资产流动性较弱，债务压力较大及存在一定或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为作为菏泽市重要的铁路等交通基础设施建设和运营管理核心主体，公司主业持续性较好，同时有望继续获得较大力度的外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2025.6	2024	2023
总资产	435.38	411.57	375.08
所有者权益	255.18	253.74	243.25
总债务	112.97	99.05	95.09
营业收入	24.90	41.40	66.89
净利润	0.25	0.80	1.14
经营活动现金流净额	2.54	-4.38	-12.10
总债务/EBITDA	250.39	60.87	52.38
EBITDA 利息保障倍数	--	0.37	0.52
总债务/总资本	30.69%	29.26%	28.10%
经营活动现金流净额/总债务	2.25%	-4.42%	-12.73%
EBITDA 利润率	1.81%	3.93%	2.71%
总资产回报率	--	0.72%	0.86%
现金短期债务比	0.48	0.34	0.21
销售毛利率	4.49%	6.55%	4.25%
资产负债率	41.39%	38.35%	35.15%

资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：张颜亭
zhangyt@cspengyuan.com

项目组成员：罗力
luol@cspengyuan.com

项目组成员：宁昕
ningx@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

正面

- 良好的外部环境为公司发展创造有利条件。菏泽市地处鲁苏豫皖四省交界地区，煤炭和农业资源丰富，近年来积极打造“231”特色产业体系，近年经济总量持续增长，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 多元化的业务布局有利于公司稳健发展。公司依托铁路等交通基础设施建设和运营管理核心主业，拓展了房地产开发、商品贸易以及金融和管理等服务业务，业务多元化发展，且整体持续性较好，有助于公司稳健发展。
- 公司获得外部支持力度较大。近年菏泽市政府在项目建设资金以及资产划拨方面给予公司大力支持，截至 2025 年 6 月末累计增加公司资本公积 192.47 亿元，缓解了公司项目建设资金压力。

关注

- 部分业务经营业绩有待观察。公司房地产开发收入下滑，未来受区域房地产市场影响销售情况有待观察；公司铁路等交通基础设施建设项目投资规模大，建设周期长，未来业绩能否达预期亦需进一步观察。
- 公司资产流动性较弱。公司资产以业务形成的应收预付款、存货及其他非流动资产等工程和房地产项目投入为主，部分应收款项账龄较长；截至 2025 年 6 月末公司包括货币资金、投资性房地产等合计 44.83 亿元资产因抵质押等使用受限，整体资产流动性较弱。
- 公司债务压力较大。近年公司总债务规模持续扩大，2024 年公司 EBITDA 利息保障倍数仅 0.37，2025 年 6 月末公司现金短期债务比为 0.48，偿债能力指标表现较弱，债务压力较大。
- 公司存在一定或有负债风险。截至 2025 年 6 月末，公司对外担保余额合计 28.16 亿元，此外，荣华建设就其开发的房地产项目个人住房贷款提供连带责任担保，还款责任金额 1.22 亿元；除个人住房贷款担保外，公司对外担保对象虽均为当地国企，但对外担保余额较大，存在一定或有负债风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
地方产业投资（运营）企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2025V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	区域环境	6/7	财务状况	杠杆状况	3/9
	经营状况	6/7		盈利状况	非常弱
				流动性状况	4/7
业务状况评估结果		优秀	财务状况评估结果		极其大
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					bbb+
外部特殊支持					6
主体信用等级					AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

一、 主体概况

公司原名为菏泽市铁路投资有限公司，由菏泽市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“菏泽市国资委”）于2017年7月全资设立，初始注册资本5.00亿元。2019年公司名称变更为现名。此后，经过多次股权变更和增资，截至2025年6月末，公司注册资本和实收资本均为30.00亿元，菏泽交通投资发展集团有限公司（以下简称“菏泽交投”）持有公司100%股权，为公司控股股东，公司实际控制人为菏泽市国资委。

公司是菏泽市重要的铁路交通基础设施建设和投融资主体以及铁路交通国有资产运营管理主体，业务涵盖工程建设、房地产销售、贸易、金融与管理等服务领域，截至2025年6月末，公司纳入合并范围的一级子公司共10家，其中重要子公司包括山东乡村投资发展集团有限公司（以下简称“乡村投资”）、山东兴菏商贸有限公司和山东菏铁实业有限公司。

表1 截至 2024 年末（2024 年度）公司重要子公司主要财务指标情况（单位：亿元）

子公司名称	总资产	净资产	营业收入	净利润
乡村投资	94.31	76.30	14.33	0.31
山东兴菏商贸有限公司	34.54	-1.45	16.04	-0.04
山东菏铁实业有限公司	30.88	0.49	20.99	0.14

资料来源：公司提供

二、 运营环境

宏观经济和政策环境

2025年前三季度经济迎难而上，稳中有进，但内需仍然不足；四季度落实落细存量政策，加强宏观政策储备，坚定不移办好自己的事，推动经济转型和高质量发展

2025年以来中国经济顶压前行、稳定运行，面对外部关税的严峻挑战和内需压力，宏观政策积极发力，稳住了市场预期和信心，经济保持较快增速，前三季度GDP同比增长5.2%，比去年同期和全年分别提升0.4个和0.2个百分点。今年消费市场的表现可圈可点，“两新”政策持续发力，服务消费活力提升，前三季度社会消费品零售总额同比增长4.5%。“抢出口”和“抢转口”效应下，叠加期间中美贸易缓和，出口仍维持较强韧性。新动能在积聚，各地因地制宜发展新质生产力，前三季度高技术产业增加值同比增长9.6%。但固定资产投资增速明显下滑，价格水平虽有改善但仍处低位，国内有效需求不足，经济回升的基础要进一步巩固和加强。当前全球经济形势复杂多变，内外部环境形势严峻。宏观政策方面，预计仍将延续宽松支持导向，保持持续发力、适时加力，落实落细存量政策。财政政策更好发挥专项债、特别国债和新型政策性金融工具的作用，在促消费、惠民生等关键领域发挥政策效力，推动经济高质量发展；货币政策适度宽松，灵活把握降准降息的节奏和力度，加强财政与货币政策协调联动，为科技创新和经济转型营造良好的金融环境；更大力度推动房地产止跌回稳，加快发行收购存量闲置土地的专项

债券，进一步深化城市更新工作，推动存量改造提质；着力优化产能结构，扎实推进产能有序出清和转型升级。

区域经济环境

菏泽市地处鲁苏豫皖四省交界地区，近年积极打造生物医药、高端化工、农副产品精深加工、机电设备制造、商贸物流、新能源新材料等特色产业，经济保持增长，但对资源型产业较为依赖

区位特征：菏泽市地处鲁苏豫皖四省交界地区，近年逐步形成“水陆空”综合立体交通格局，煤炭和农业资源丰富。菏泽市位于东部沿海发达地区和中西部地区的过渡地带，地处鲁苏豫皖四省交界地区，位于连接济南都市圈、郑州都市圈和徐州都市圈的“三角形中心点”上。菏泽市下辖牡丹区、定陶区、曹县等 2 区 7 县，1 个省级经济技术开发区，1 个高新技术开发区；2024 年末全市常住人口 850.82 万人，城镇化率为 54.64%。菏泽市历史悠久，文化底蕴深厚，素有“中国牡丹之都”的美誉，以牡丹种植为代表，形成了牡丹、芦笋、大蒜、芍药等特色农产品产业集群。同时，菏泽市拥有丰富的煤炭资源，预测总地质储量 281.4 亿吨，累计探获资源储量约 100.58 亿吨，占山东省的 21%。

菏泽市逐步形成“水陆空”综合立体交通格局。水运交通方面，菏泽是山东省唯一的内陆港口城市，拥有口岸、海关涉外机构，与青岛港直通；京杭运河洙水河航道已通航，巨野港区麒麟作业区日吞吐量超过1万吨。陆路交通方面，京九铁路和多条国道、高速贯穿境内，形成“米”字型交通枢纽；鲁南高铁已通车，菏泽东站等投入使用；未来，京雄商高铁建成后，高铁将在菏泽“十”字交汇，成为国家高铁网的重要枢纽。空中交通方面，菏泽牡丹机场已实现通航，2024年夏航季有7家航司运营12条航线，通达上海、广州、杭州等19座国内主要城市。

图1 菏泽市空间布局图



资料来源：《菏泽市国土空间总体规划（2021-2035 年）》，中证鹏元整理

经济发展水平：菏泽市经济总量在山东省排名中等，经济增速高于全省平均水平，但人均 GDP 较低。2024 年菏泽市实现地区生产总值 4,802.58 亿元，在山东省各地级市中排名中等，2022-2024 年 GDP 增速均高于山东省同期水平，增速位居省内前列。菏泽市经济以第二产业和第三产业为主，2024 年三次产业结构为 9.2:43.4:47.4，随着工业体系不断完善，近年规模以上工业增加值增速居省内前列，服务业成为经济增长新引擎，2024 年服务业实现增加值 2,277.98 亿元，可比增长 5.9%，拉动经济增长 2.8 个百分点。尽管工业和服务业发展迅速，但农业仍占据一定比重，2024 年菏泽人均 GDP 为全国平均水平的 58.95%，在省内相对靠后。

从经济发展的动力来看，近年菏泽市积极推动新旧动能转换，固定资产投资增速保持较高水平。2024 年菏泽市 33 个重点项目完成投资 89.9 亿元，圆通菏泽智创园等 10 个项目建成投运；绿色低碳高质量发展先行区 91 个重点项目完成投资 306 亿元，华泽纺织高端面料、丹红注射液绿色智能化提升等 20 个项目建成投产。菏泽市消费品市场依旧向好，其中 2024 年社会消费品零售总额同比增长 6.6%；但菏泽市对外贸易总额下滑明显。

表2 2024 年山东省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP (万元)	一般公共预算收入	政府性基金收入
青岛市	16,719.46	5.7%	16.12	1,339.26	253.98
济南市	13,527.60	5.4%	14.22	1,083.05	536.09
淄博市	4,884.08	5.5%	10.53	411.44	264.22
菏泽市	4,802.58	6.1%	5.64	329.18	287.28
聊城市	3,167.96	5.7%	5.46	257.10	187.03
枣庄市	2,386.41	6.0%	6.26	191.58	308.79

资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

表3 菏泽市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2024 年		2023 年		2022 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	4,802.58	6.1%	4,464.49	6.8%	4,205.34	4.2%
固定资产投资	-	6.3%	-	7.9%	-	18.3%
社会消费品零售总额	2,238.05	6.6%	2,100.25	11.2%	1,889.56	-1.4%
进出口总额（亿元）	629.80	-14.2%	733.94	14.7%	654.29	15.1%
人均 GDP（万元）		56,446		51,699		48,294
人均 GDP/全国人均 GDP		58.08%		57.86%		56.35%

资料来源：中证鹏元数据库，中证鹏元整理

产业情况：菏泽市近年来积极打造“231”特色产业体系，高新技术产业产值占比持续提高，但经济发展仍较为依赖传统资源型产业。近年菏泽市积极打造“231”特色产业体系，“两大核心产业”包括生物医药和高端化工，“三个优势产业”包括农副产品精深加工、机电设备制造和商贸物流，“一批新兴产业集群”包括新能源新材料、电子商务等。近年菏泽市把新旧动能转换作为经济工作主攻方向，

集中要素资源推动传统经济转型升级、新经济加快成长，2024年高新技术产业产值同比增长12.7%，占规模以上工业总产值的比重达到42.01%，但从主要纳税大户来看，仍主要集中在煤炭、石化等行业，传统资源型产业对菏泽市经济贡献仍较大。

近年来，菏泽市先后被列入国家中原经济区、中原城市群、淮河生态经济带发展规划和黄河流域生态保护和高质量发展的国家战略；集中力量建设煤电化工基地、石油化工基地、现代农产品生产加工基地、商贸物流基地、战略性新兴产业基地和推动文化旅游产业发展；同时山东省政府也大力推进“突破菏泽，鲁西崛起”发展战略，支持将菏泽市打造为鲁苏豫皖四省交界的区域性中心城市。

三、 经营与竞争

公司主业涵盖工程建设、房地产开发、贸易、金融、管理等服务以及其他零星业务。受工程建设、房地产销售以及贸易等业务收入下滑影响，近年公司营业收入出现下滑，销售毛利率随着上述业务毛利率提高有所提升。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2025年 1-6月			2024年			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
工程建设	0.02	0.07%	40.02%	1.22	2.95%	33.30%	9.85	14.73%	16.65%
房地产销售	0.06	0.24%	11.21%	1.29	3.12%	-0.35%	10.52	15.73%	-0.84%
贸易	23.68	95.13%	1.29%	35.78	86.43%	1.46%	45.08	67.40%	0.54%
金融、管理等 服务及其他	1.14	4.56%	70.31%	3.11	7.51%	57.55%	1.43	2.15%	73.10%
合计	24.90	100.00%	4.49%	41.40	100.00%	6.55%	66.89	100.00%	4.25%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）工程建设业务

作为菏泽市重要的铁路交通建设、投融资和经营主体，公司交通工程建设和运营业务持续性好，随着自建项目的完工投运，将有助于拓宽公司收入来源，但自建项目投资规模大、建设周期长，未来收益有待观察

公司工程建设业务主要由公司本部经营，主要负责菏泽市区域内的基础设施项目建设。公司工程建设采取委托代建模式经营，目前主要在建代建项目系鲁南高铁（曲菏段）配套基础设施建设项目，根据公司与菏泽市交通运输局签署的《工程施工协议》，约定由委托方按照17%-25%的成本加成核定公司委托代建业务收益，在每个会计年度末，公司根据最终核算的工程代建项目成本加计代建业务收益核算工程代建业务收入。鲁南高铁（曲菏段）配套基础设施建设项目计划总投资75.44亿元，截至2025年6月末尚需投资29.19亿元，累计确认收入49.85亿元，已回款9.00亿元。2023-2024年公司分别确认工程代建收入9.33亿元和0.79亿元，受工程进度及结算影响，2024年收入规模有所下降。未来，公司将不会再新建其他代建项目。

表5 截至 2025 年 6 月末公司主要在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资	累计确认收入	已回款金额
鲁南高铁（曲菏段）配套基础设施建设项目	75.44	46.25	49.85	9.00

资料来源：公司提供

自建项目方面，雄商高铁（菏泽段）配套基础设施建设项目目前仍在建设中，该项目总投资88亿元，主要建设内容包括菏泽站站前广场配套基础设施二期（扩建）部分、菏泽站周边基础设施工程、菏泽站周边综合管廊设施工程、菏泽站智慧停车设施、菏泽高铁配套服务中心。截至2024年末，该项目沿线征拆已基本完成，15条配套道路已全部建设完成启用，整体建设进度约30%；未来公司将以菏泽站配套服务中心对外出租、管廊设施对外租赁、智慧停车设施停车费等方式实现项目收益。此外，公司与华邦建设集团股份有限公司等共同出资成立山东梁郛公路建设有限公司¹（以下简称“梁郛公路公司”）投资建设梁郛高速，预计总投资78.69亿元，资金来源为项目资本金及自筹，建设模式为BOT模式，预计于2028年11月建成并投入运营。公司自建项目有助于拓宽公司收入来源，但项目投资规模大、建设周期长，未来运营收益有待观察。

表6 截至 2025 年 6 月末公司梁郛高速建设情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	建设工期	运营模式
梁郛高速	78.69	2025 年-2028 年	高速收费

资料来源：公司提供

（二）房地产开发业务

公司房地产销售业务收入明显下降，未来收入来源虽有保障，但需关注当地房地产市场行情及库存消化风险

公司房地产销售业务主要由子公司乡村投资所属菏泽荣华城市建设有限公司（以下简称“荣华建设”）及菏泽市京九高铁开发有限公司（以下简称“京九高铁”）负责。

公司主要房地产项目有云麓澜樾项目和柴庄荣华府项目，其中云麓澜樾项目由京九高铁投资建设，项目均为商品房，柴庄荣华府项目由荣华建设投资投资建设，项目包括保障房和商品房两类。对于商品房部分，公司通过市场化招拍挂方式获得土地并缴纳出让金，进行房屋建造，达到销售条件后，面向个人购房者进行销售，房屋销售价格根据市场情况确定。对于柴庄荣华府项目中保障房部分，销售采用政府统一采购和面向拆迁户定向销售结合，其中政府采购部分在房屋建成后由菏泽市牡丹区住房和城乡建设局与荣华建设签订政府采购合同。2023年及2024年公司房地产销售收入主要来自柴庄荣华府项目，该业务持续处于亏损状态主要系安置房部分毛利率较低所致，2024年收入明显下降主要系柴庄荣华府项目结转规模减少而云麓澜樾项目销售体量小所致。考虑到云麓澜樾项目及柴庄荣华府尚有部分房产未售，未来

¹ 梁郛公路公司由菏泽铁投、华邦建投集团股份有限公司、青岛交建集团有限公司、山东枫林建筑工程有限公司、山东联唐建设工程有限公司及菏泽市兴菏交通科技有限公司共同出资设立，参股比例分别为 76%、20%、1%、1%、1%、1%。

该业务收入来源有一定保障，但需关注菏泽市房地产市场行情，以及未来公司房地产销售业务库存去化以及盈利情况。

表7 截至 2024 年末公司主要房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	房产性质	项目状态	预计总投资	已投资	可售面积	累计已售面积	累计回款	已确认收入
柴庄荣华府	商品房	完工在售	15.68	14.77	31.10	26.19	11.16	11.81
	安置房	完工交付						
云麓澜樾	商品房	在建	6.20	4.93	9.41	0.28	0.07	0.00
合计			21.88	19.70	40.51	26.47	11.23	11.81

资料来源：公司提供

（三）贸易业务

贸易业务为公司收入的主要来源，但业务获利空间不大，上下游客户和供应商集中度略高，存在一定业务波动风险，同时亦需关注资金占用情况

公司贸易业务主要由下属子公司山东兴菏商贸有限公司、山东菏铁实业有限公司及乡村投资所属山东菏铁资产管理有限公司（以下简称“菏铁资管”）、山东鲁顺供应链有限公司、山东兴菏供应链管理有限公司和山东立喜商业运营有限公司等经营开展。公司贸易业务一方面围绕高速铁路及其配套基础设施建设业务开展，以电解铜等为主，贸易品类均为高速铁路及其配套基础设施建设业务所需品类；另一方面围绕立喜便利店开展，立喜便利店为24小时营业零售便利店，贸易商品为生鲜、食品、日用品等。公司贸易受购货商的采购委托按合同量向供应商购货，通过采购及销售的差价赚取贸易收入，部分项目需要垫资；不同贸易产品的销售款项账期也存在差异，建材类一般为5个月，钢材、农产品等为3个月，资金存在一定占用。

表8 2023-2024 年公司贸易业务主要销售情况（单位：万元）

时间	产品	销售金额	占比
2024 年	电解铜	120,535.57	33.70%
	白银	65,859.89	18.41%
	焦炭	18,493.91	5.17%
	橡胶	13,316.46	3.72%
	饲料	13,089.42	3.66%
	合计	231,295.25	64.66%
2023 年	电解铜	284,701.01	63.15%
	金属	63,055.67	13.99%
	白银	33,824.08	7.50%
	锌锭	18,358.04	4.07%
	天然橡胶	8,394.70	1.86%
	合计	408,333.50	90.58%

资料来源：公司提供

近年来贸易业务为公司的主要收入来源，2024年受市场行情影响，部分贸易产品需求下降，使得当期公司贸易业务收入同比有所减少，但仍处于微利状态。整体来看，公司贸易业务上游供应商和下游客户多为民企，且集中度略高，存在一定业务波动风险，同时亦需关注资金占用情况。

表9 2023-2024年公司贸易业务主要供应商和客户情况（单位：万元）

时间	供应商	采购金额	主要采购产品	占比
2024年	苏州乾苏贸易有限公司	88,219.56	电解铜、白银	20.00%
	上海沧欣贸易有限公司	63,726.85	电解铜	14.44%
	武汉鑫瑞晟贸易有限公司	20,834.20	白银	4.72%
	中翰物资集团（青岛）供应链有限公司	19,259.87	钢材、钢坯	4.37%
	江苏科然能源经贸有限公司	16,468.21	焦炭	3.73%
	合计	208,508.69	-	47.26%
2023年	苏州乾苏贸易有限公司	157,656.41	电解铜、白银	29.39%
	上海沧欣贸易有限公司	126,530.09	电解铜	23.58%
	武汉鑫瑞晟贸易有限公司	18,789.40	电解铜	3.50%
	深圳市笃行贸易有限公司	18,342.74	电解铜、锌锭	3.42%
	浙江共联物资有限公司	15,398.95	金属	2.87%
	合计	336,717.59	-	62.76%
时间	销售客户	销售金额	主要销售产品	占比
2024年	上海富利来贸易有限公司	81,453.11	电解铜、白银	22.77%
	上海惠复贸易有限公司	58,685.23	电解铜、白银	16.41%
	上海孚宥有限公司	22,502.75	电解铜、白银	6.29%
	上海金土澜熙实业有限公司	19,329.15	电解铜、白银	5.40%
	济钢国际物流有限公司	19,486.82	钢材、钢坯	5.45%
	合计	201,457.06	-	56.32%
2023年	上海惠复贸易有限公司	197,286.89	电解铜、锌锭、白银	43.76%
	上海孚宥有限公司	48,850.09	电解铜	10.84%
	集采网络（浙江自贸区）有限公司	46,861.48	金属	10.39%
	上海金土澜熙实业有限公司	36,909.02	电解铜	8.19%
	上海富利来贸易有限公司	25,149.85	电解铜	5.58%
	合计	355,057.33	-	78.76%

资料来源：公司提供

（四）金融、管理等服务及其他

公司金融、管理等服务及其他业务拓宽了公司收入来源

公司金融服务业务运营主体为子公司乡村投资所属山东菏铁资产管理有限公司、山东菏铁商业保理有限公司、山东菏铁融资租赁有限公司，服务客户涉及制造业、贸易业、工程施工、基础设施建设业等多个行业，目前暂未出现重大风险事件。金融服务收入主要来自应急转贷、商业保理和融资租赁业务，2024年同比有所增长系当年新拓展商业保理及融资租赁业务所致，需持续关注可能面临的投资风险。

公司管理等服务业务主要包括物流服务、资产租赁等业务，公司物流服务业务由子公司乡村投资所属菏泽交投物流有限公司（以下简称“菏泽交投物流”）开展，资产租赁服务主要由子公司菏泽恒通置业发展有限公司、菏泽铁投城市建设综合开发有限公司经营。其中物流服务业务由菏泽交投物流作为承运方与托运方签订货物运输合作合同，规定货物、运输路线、数量、价格等，由承运方进行货物运输，到达指定地点后进行交付验收，2023-2024年公司物流服务收入分别为1,845.76万元和7,502.17万元，但由于该业务毛利率偏低，导致金融、管理等服务业务毛利率下滑。资产租赁等其他业务收入相对较低。

公司新能源业务由子公司山东福林新能源科技有限公司负责，主要收入来源于2019年收购的福林新能源20MW光伏电站项目，2023-2024年分别实现新能源收入0.15亿元和0.14亿元，相对稳定。

公司获得较大力度的外部支持

近年菏泽市政府在资金注入和资产划拨方面对公司本部支持力度较大，截至2025年6月末合计增加公司资本公积192.47亿元，在推动公司交通项目建设方面提供资金支持，提升了公司资本实力。

四、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2024年审计报告及2025年1-6月未经审计财务报表。

资本实力与资产质量

近年公司资产规模保持增长，但以业务形成的应收预付款、存货及其他非流动资产等工程和房地产项目投入为主，部分资产使用受限，整体资产流动性偏弱

近年公司权益资本及债务均有所增长，但受债务增长较快影响，公司产权比率有所提升，截至2025年6月末，公司所有者权益主要由资本公积和实收资本构成。

图2 公司资本结构

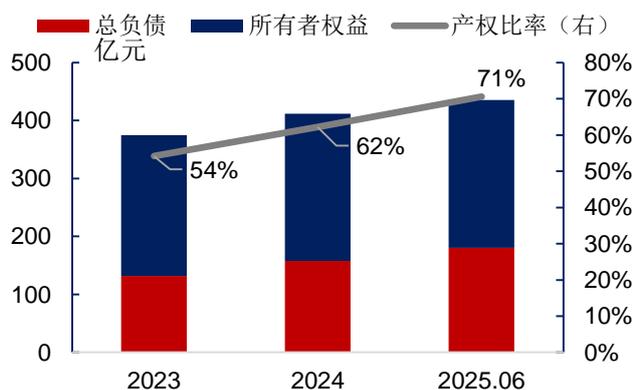
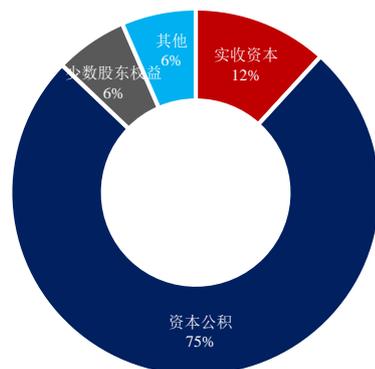


图3 2025年6月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司资产主要来自业务开展过程中形成的应收预付款项、存货和其他非流动资产，以及货币资金和投资性房地产等。

受工程施工业务回款较慢影响，公司应收账款规模较大，截至2025年6月末主要包括应收菏泽市交通运输局工程款45.31亿元，其他主要来自贸易业务形成的应收款，应收账款前五名占期末余额比重为82.02%，账龄两年以上应收账款余额48.78亿。截至2025年6月末，公司其他应收款主要包括应收控股股东归集资金41.07亿元以及因雄商高铁（菏泽段）沿线征拆项目拆借给控股股东和地方政府的款项。公司预付款项主要系预付的土地款及工程款。公司存货主要系工程施工和房地产项目开发投入，近年随着项目建设推动规模持续增长。截至2025年6月末，公司其他非流动资产主要包括菏泽市乡村道路及配套基础设施工程款88.80亿元、鲁南高铁沿线征拆和雄商高铁基础设施配套等项目投入35.99亿元以及预付土地款11.40亿元。

近年公司货币资金保持增长，主要来自融资，截至2025年6月末，公司货币资金22.80亿元因定期存款质押和作为保证金等使用受限。公司投资性房地产均系土地，采用公允价值模式计量，2024年末增长主要系合并菏泽海硕置业有限公司²所致，其中23.44亿元土地尚未办理权证。此外，截至2025年6月末公司包括货币资金、投资性房地产等合计44.83亿元资产因抵质押等使用受限。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2025年6月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	30.94	7.11%	22.49	5.46%	17.81	4.75%
应收账款	71.03	16.32%	62.55	15.20%	63.45	16.92%
预付款项	31.14	7.15%	32.01	7.78%	30.98	8.26%
其他应收款	79.66	18.30%	90.15	21.90%	81.74	21.79%
存货	21.08	4.84%	15.06	3.66%	11.32	3.02%
流动资产合计	237.28	54.50%	224.98	54.66%	207.85	55.41%
投资性房地产	40.52	9.31%	40.52	9.85%	26.22	6.99%
其他非流动资产	136.19	31.28%	124.77	30.31%	120.00	31.99%
非流动资产合计	198.10	45.50%	186.59	45.34%	167.23	44.59%
资产总计	435.38	100.00%	411.57	100.00%	375.08	100.00%

资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

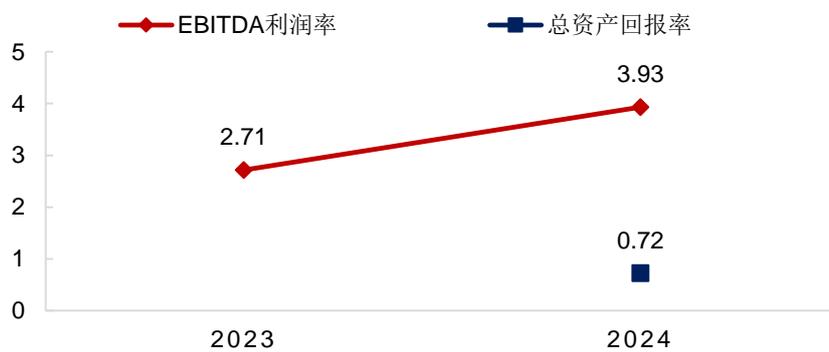
盈利能力

公司利润水平下降、主业盈利不强，多元化的业务布局虽有助于分散经营风险，但未来仍需关注区域房地产市场环境及自建项目运营情况对公司业绩的影响

² 根据公开查询，菏泽海硕置业有限公司于 2025 年 4 月 28 日完成股权工商变更。

受工程建设、房地产销售及贸易业务收入下降影响，2024年公司营业收入有所下滑，而相应业务毛利率较2023年均有所提升，同时毛利率较高的金融、管理等服务及其他业务在营业收入占比中提升，推动公司销售毛利率提高；综合来看，公司EBITDA利润率有所提升。但2024年公司毛利润减少，叠加财务费用增加以及计提信用减值等影响，公司利润总额同比下降，2024年公司总资产回报率仅0.72%，盈利能力不强。公司多元化的业务布局有助于稳定可持续发展且自建项目未来有助于拓宽收入来源，但需关注区域房地产市场环境以及自建项目未来收益是否达预期对公司经营业绩的影响。

图4 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司2024年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司总债务规模持续扩大，偿债能力指标较弱，债务压力较大

近年公司负债随着融资及应付工程款和往来款同步增加。公司融资渠道广泛，涵盖银行借款、债券、融资租赁等，2025年6月末总债务持续增至112.97亿元，除短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券外，另有部分信用证借款、保理借款等计入其他流动负债以及金融租赁计入长期应付款。公司应付账款随着业务开展持续增加，主要系应付工程款及货款等，公司其他应付款主要系与其他单位往来借款。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2025年6月		2024年		2023年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	32.45	18.01%	16.44	10.42%	4.63	3.51%
应付票据	4.73	2.62%	13.30	8.43%	12.27	9.31%
应付账款	16.13	8.95%	11.02	6.98%	10.22	7.75%
其他应付款	19.76	10.97%	17.63	11.17%	12.17	9.23%
一年内到期的非流动负债	29.05	16.12%	37.56	23.80%	11.27	8.55%
流动负债合计	119.88	66.52%	112.73	71.42%	67.34	51.08%
长期借款	18.59	10.32%	15.31	9.70%	13.68	10.38%
应付债券	21.16	11.74%	9.92	6.29%	28.70	21.77%

长期应付款	19.22	10.66%	18.55	11.75%	21.15	16.04%
非流动负债合计	60.32	33.48%	45.10	28.58%	64.48	48.92%
负债合计	180.20	100.00%	157.83	100.00%	131.82	100.00%
总债务	112.97	62.69%	99.05	62.76%	95.09	72.13%
其中：短期债务	70.03	61.99%	71.29	71.98%	31.56	33.19%
长期债务	42.94	38.01%	27.76	28.02%	63.53	66.81%

资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

2023-2024年公司经营活动现金流呈持续净流出状态，其对债务偿还的保障能力不足。公司资产负债率整体不高，但近年持续提升，总债务的增长及EBITDA的下降导致EBITDA对债务本息偿还的保障能力下降且EBITDA利息保障倍数较低。

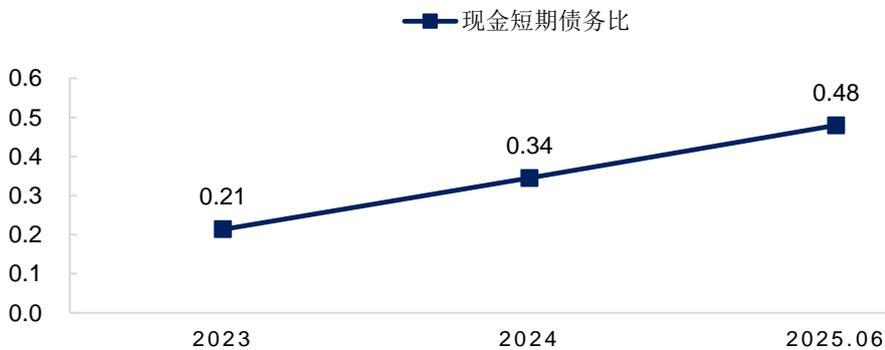
表12 公司偿债能力指标

指标名称	2025年6月	2024年	2023年
经营活动现金流净额（亿元）	2.54	-4.38	-12.10
资产负债率	41.39%	38.35%	35.15%
总债务/EBITDA	250.39	60.87	52.38
EBITDA 利息保障倍数	--	0.37	0.52
总债务/总资本	30.69%	29.26%	28.10%
经营活动现金流净额/总债务	2.25%	-4.42%	-12.73%

资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司现金类资产增幅高于短期债务，现金短期债务比持续提升，但仍不高。作为菏泽市重要的铁路交通基础设施建设和投融资主体以及铁路交通国有资产运营管理主体，公司融资渠道相对广泛，截至2025年6月末，公司获得银行总授信39.14亿元，未使用授信规模7.92亿元，考虑到公司资产负债率不高，仍具有一定融资弹性。

图5 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

五、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2023年1月1日至报告查询日（2025年10月31日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年11月28日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2025年6月末，公司对外担保余额合计28.16亿元，此外，荣华建设就其开发的房地产项目个人住房贷款提供连带责任担保，还款责任金额1.22亿元；除个人住房贷款担保外，公司对外担保对象虽均为当地国企，但对外担保余额较大，存在一定或有负债风险。

六、 外部特殊支持分析

公司是菏泽市政府下属重要企业，菏泽市国资委通过菏泽交投间接持有公司 100% 股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，菏泽市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与菏泽市政府的联系非常紧密。公司实际控制人为菏泽市国资委，作为菏泽市重要的铁路等交通基础设施投资建设和相关资产运营管理主体，菏泽市政府对公司经营战略及业务运营拥有绝对控制权；公司铁路等基础设施建设和运营核心主业直接来源于政府及其相关单位。

（2）公司对菏泽市政府非常重要。作为菏泽市铁路等交通基础设施建设和运营核心主体，公司在交通基础设施建设领域以及推动当地经济发展方面非常重要，并多元化发展工程施工、房地产销售、商品贸易、金融和管理等服务业务，在基础设施建设、吸引就业、税收、利润和促进区域经济发展等方面对当地政府贡献较大，同时公司已发行多笔债券，融资体量较大，若公司发生债务违约将会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评对象评级结果有效期内对受评对象开展跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，受评对象应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如受评对象不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将根据相关规定报送及披露跟踪评级报告及评级结果。

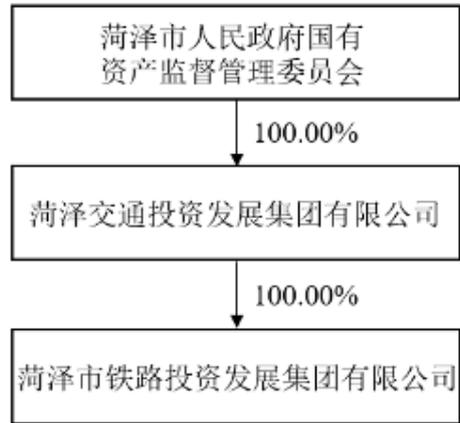
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2025年6月	2024年	2023年
货币资金	30.94	22.49	17.81
应收账款	71.03	62.55	63.45
其他应收款	79.66	90.15	81.74
流动资产合计	237.28	224.98	207.85
投资性房地产	40.52	40.52	26.22
其他非流动资产	136.19	124.77	120.00
非流动资产合计	198.10	186.59	167.23
资产总计	435.38	411.57	375.08
短期借款	32.45	16.44	4.63
应付账款	16.13	11.02	10.22
其他应付款	19.76	17.63	12.17
一年内到期的非流动负债	29.05	37.56	11.27
流动负债合计	119.88	112.73	67.34
长期借款	18.59	15.31	13.68
应付债券	21.16	9.92	28.70
长期应付款	19.22	18.55	21.15
非流动负债合计	60.32	45.10	64.48
负债合计	180.20	157.83	131.82
总债务	112.97	99.05	95.09
其中：短期债务	70.03	71.29	31.56
长期债务	42.94	27.76	63.53
所有者权益	255.18	253.74	243.25
营业收入	24.90	41.40	66.89
营业利润	0.26	1.11	1.91
净利润	0.25	0.80	1.14
经营活动产生的现金流量净额	2.54	-4.38	-12.10
投资活动产生的现金流量净额	-0.48	-13.76	-11.06
筹资活动产生的现金流量净额	3.60	16.06	21.79
财务指标	2025年6月	2024年	2023年
EBITDA	0.45	1.63	1.82
销售毛利率	4.49%	6.55%	4.25%
EBITDA 利润率	1.81%	3.93%	2.71%
总资产回报率	--	0.72%	0.86%
资产负债率	41.39%	38.35%	35.15%
总债务/EBITDA	250.39	60.87	52.38
EBITDA 利息保障倍数	--	0.37	0.52
总债务/总资本	30.69%	29.26%	28.10%

经营活动现金流净额/总债务	2.25%	-4.42%	-12.73%
现金短期债务比	0.48	0.34	0.21

资料来源：公司 2024 年审计报告及未经审计的 2025 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2025 年 6 月末）



资料来源：公司提供

附录三 2025年6月末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况

公司名称	持股比例	业务性质
山东乡村投资发展集团有限公司	100.00%	商业服务业
山东兴菏商贸有限公司	100.00%	批发
山东菏铁实业有限公司	100.00%	批发
山东兴菏置业集团有限公司	100.00%	土地管理
菏泽铁投城市建设综合开发有限公司	100.00%	土地管理
菏泽交投高端智能科技工程有限公司	100.00%	商务服务业
山东梁郛公路建设有限公司	76.00%	道路运输业
菏诚控股（山东）有限公司	51.00%	多式联运和运输代理业
菏泽鄆兰高速公路有限公司	50.50%	土木工程建筑业
菏泽兴菏产业投资合伙企业（有限合伙）	100.00%	金融业

资料来源：公司提供

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/〔（本年资产总额+上年资产总额）/2〕×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	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。

注：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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号