

# 2021 年度山东省鲁信投资控股集团有限公司

## 信用评级报告

---

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：高翔云 gaoxy@ccxi.com.cn

王 飞 fwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 9 月 23 日

## 声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，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，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对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。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起，有效期为 2021 年 9 月 23 日至 2022 年 9 月 22 日。
- 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。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]2939M 号

## 山东省鲁信投资控股集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。该信用评级结果有效期为 2021 年 9 月 23 日至 2022 年 9 月 22 日。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年九月二十三日

**评级观点：**中诚信国际评定山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“鲁信集团”或“公司”）主体信用等级为**AAA**，评级展望为**稳定**。中诚信国际肯定了山东省经济实力持续增强，为公司发展提供了稳定的外部环境、公司突出的战略地位、业务布局多元化，主营业务均具有明显的区域竞争优势等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司金融板块风险管控难度加大、天然气业务销售收入大幅下降、债务规模较大、存在一定短期偿债压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

鲁信集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.6
总资产（亿元）	794.52	2,015.58	1,911.74	1,945.79
所有者权益合计（亿元）	301.02	667.01	666.77	669.47
总负债（亿元）	493.50	1,348.58	1,244.97	1,276.32
总债务（亿元）	399.91	1,151.82	1,054.50	1,125.15
营业总收入（亿元）	120.69	122.85	101.14	37.49
净利润（亿元）	20.33	17.06	23.55	13.61
EBITDA（亿元）	47.53	44.76	62.07	-
经营活动净现金流（亿元）	-11.96	-624.13	195.29	33.39
资产负债率(%)	62.11	66.91	65.12	65.59
鲁信集团（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.6
总资产（亿元）	167.20	525.87	561.27	616.79
所有者权益合计（亿元）	90.19	442.38	445.97	445.70
总负债（亿元）	77.01	83.49	115.30	171.09
总债务（亿元）	75.20	81.20	95.20	136.20
营业总收入（亿元）	0.09	0.13	0.19	0.02
净利润（亿元）	2.72	0.55	6.47	1.30
EBITDA（亿元）	-	-	-	-
经营活动净现金流（亿元）	-1.64	6.02	-1.45	9.54
资产负债率(%)	46.06	15.88	20.54	27.74

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年度审计报告及 2021 年半年度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、长期应付款、专项应付款、租赁负债的带息债务。

### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY 2019\_02)

山东省鲁信投资控股集团有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	45.73	10
	总资产收益率(%)*	4.14	7
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	61.26	7
	总债务/EBITDA(X)*	17.04	3
	EBITDA 利息保障倍数(X)* (CFO-股利)/总债务(%)*	2.16 -17.17	7 2
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	101.14	8
	业务多样性	10	10
运营实力 (20%)	资源禀赋	8	8
	资源控制力	8	8
打分结果			aa-
BCA			aa-
支持评级调整			3
评级模型级别			AAA
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b> 受评企业的评级模型级别在基础信用评级级别(aa-)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评级级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

\*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

### 正面

■ **山东省经济实力持续增强，为公司发展提供了稳定的外部环境。**近年来经济总量持续增长，同时财政实力亦稳步增强，为省内金融机构的发展提供了良好的外部环境。

■ **突出的战略地位，股东方支持力度较大。**公司作为山东省直属的金融控股企业之一，下辖多个省级金融机构，在区域经济发展及金融市场建设等方面起到重要作用，战略地位十分显著。2019 年 12 月，山东省财政厅以货币资金 360 亿元向公司增资，用于认购恒丰银行 32.37% 股权，系恒丰银行第二大股东。

■ **业务布局多元化，各业务竞争优势显著。**公司以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，目前主要涉及基础设施、金融服务等领域，其中天然气供应、不良资产管理、信托业务、创投业务等均处于山东省同业领先地位，具备较强的竞争优势。

### 关注

■ **公司金融板块风险管控难度加大。**近年来国内经济增速趋缓，各行业结构转型持续推进，企业经营风险逐步向金融体系传递，公司面临的风险管控压力加大；同时，随着金融改革的深化，对公司的主动管理及创新能力亦提出了新的挑战。

■ **受中石化销售体制改制影响，2020 年公司天然气销售收入大幅度下降。**公司持有天然气销售公司山东实华天然气有限公司（以下简称“实华公司”）50% 股份且纳入财务合并范围之内。2019 年 6 月，中石化天然气分公司正式实施天然气销售体制改革，将实华公司除合资公司及分支管线沿线之外的销售业务全部转至其华北销售中心管理，受此影响公司 2020 年公司天然气销售收入大幅下降 45.80%。

■ **债务规模较大，存在一定短期偿债压力。**近年来，公司各项业务的开展带动公司短期债务快速增长，同时不良资产的收购亦使债务负担持续加重，公司短期债务增长很快，公司面临一定的短期偿债压力。

### 评级展望

中诚信国际认为，山东省鲁信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。

■ **可能触发评级下调因素。**区域经济实力大幅下滑；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

**评级历史关键信息**

山东省鲁信投资控股集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	-	2021/06/28	邵新惠、刘艳美、王飞	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	-	2020/12/30	邵新惠、许晓亮	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>

**同行业比较**

2020 年同区域部分基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
山东省鲁信投资控股集团有限公司	1,911.74	666.77	65.12	101.14	23.55	195.29
华鲁控股集团有限公司	402.44	246.64	38.71	243.46	22.91	44.22
山东省国有资产投资控股有限公司	1,573.31	429.78	72.68	861.90	31.81	67.73

资料来源：中诚信国际整理

## 评级对象概况

山东省鲁信投资控股集团有限公司（原名为山东省国际信托投资公司）成立于 1988 年 2 月，系由山东省发展计划委员会出资设立的国有企业，初始注册资本为 11.00 亿元，2005 年 8 月公司更名为现名；经多次股东变更及股东增资，其中，2019 年 12 月，山东省财政厅以货币资金 360 亿元向公司增资，其中新增注册资本 85 亿元，其余 275 亿元计入资本公积，增资完成后公司注册资本变更为 115 亿元，山东省财政厅持有公司 73.91% 的股权，山东省国资委持有公司 18.26% 的股权，山东国惠持有公司 5.22% 的股权，省社保基金理事会持有公司 2.61% 的股权，公司控股股东变更为山东省财政厅；2020 年 4 月，按照山东省政府出具有关文件要求，经公司股东会决议，将山东省国资委持有公司的 18.26% 股权和山东国惠持有公司的 5.22% 股权划转至山东省财政厅，本次股权变更后，山东省财政厅持有公司 97.39% 的股权，省社保基金理事会持有公司 2.61% 的股权，公司控股股东为山东省财政厅；2021 年 6 月，根据《山东省人民政府关于印发山东省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（鲁政字〔2020〕230 号）要求，山东省财政厅将持有鲁信集团的 7.39% 股权，对应公司注册资本 8.50 亿元，山东省社会保障基金理事会将持有鲁信集团的 2.61% 的股权，对应公司注册资本 3.00 亿元，依法划转至山东省财欣资产运营有限公司<sup>1</sup>。

截至 2021 年 6 月末，公司注册资本为 115 亿元，实收资本为 115 亿元，山东省财政厅持有公司 90% 股权，山东省财欣资产运营有限公司持有公司 10% 股权，公司控股股东及实际控制人均为山东省财政厅。

职能定位方面，作为山东省重要的金融控股集团，公司是山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，是山东省国有资产投融资管理的重要主

<sup>1</sup>山东省财欣资产运营有限公司为山东省重要国有企业，山东省财政厅持有其 100% 股权，山东省财欣资产运营有限公司持有山东省社会保障基金管理有限公司 100% 股权。

体。

截至 2021 年 6 月末，公司纳入合并报表范围的子公司 69 家，其中包括山东省金融资产管理股份有限公司、山东省鲁信金融控股有限公司、山东鲁信投资集团股份有限公司、鲁信科技股份有限公司、山东省投资有限公司、鲁信投资有限公司、山东高信投资有限公司、鲁信海外投资有限公司、山东鲁信天一印务有限公司、山东鲁信实业集团有限公司、鲁信创业投资集团股份有限公司和山东省国际信托股份有限公司 12 家二级子公司。

**表 1：截至 2021 年 6 月末公司主要子公司**

企业名称	业务性质	持股比例 (%)
山东省金融资产管理股份有限公司	金融资产管理	82.28
山东省鲁信金融控股有限公司	金融控股服务	100.00
山东鲁信投资集团股份有限公司	投资与资产管理	74.37
山东高信投资有限公司	投资与资产管理	100.00
鲁信科技股份有限公司	信息技术服务咨询	36.84
山东省投资有限公司	投资与资产管理	100.00
鲁信投资有限公司	投资与资产管理	100.00
鲁信海外投资有限公司	投资与资产管理	100.00
山东鲁信天一印务有限公司	印刷服务	53.01
山东鲁信实业集团有限公司	投资与资产管理	100.00
鲁信创业投资集团股份有限公司	生产销售磨具及磨料、投资	69.57
山东省国际信托股份有限公司	金融信托与管理	51.49

注：截至 2021 年 6 月末，公司直接或间接持有鲁信科技股份有限公司 31.58% 的股份，但公司对其经营具有实际控制权，故纳入合并财务报表范围。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年上半年，经济延续修复态势，低基数下 GDP 同比实现 12.7% 的高增长，两年复合增速提升至 5.3%，产需缺口进一步收窄。展望下半年，基数抬升作用下 GDP 同比增速或将逐季下调，剔除基数效应后全年增速或将大抵回归至潜在增速水平。



上半年中国经济总体呈现出不平衡修复的特征：需求修复弱于生产；生产端服务业修复力度弱于工业；需求端基建与制造业投资修复力度弱于房地产，社零额两年复合增速仍显著低于疫情前。从生产端看，第二产业及工业的两年复合增速略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有一定距离，但对经济增长的贡献率延续上升，服务业持续修复态势未改。从需求端看，投资、社零额两年复合增速仍低于疫情前，需求虽持续修复但修复力度落后于生产。其中，房地产投资保持了较高增长，制造业投资、基建投资两年复合增速依旧较低，居民收入结构及消费结构的扭曲带来国内消费倾向反弹节奏偏慢，但海外需求回暖带动出口实现了较高增长，内外需修复不平衡。从价格水平看，在海外大宗商品出现供需错配及国内“双碳”政策带来的上游减产预期影响下，上半年 PPI 出现快速上升，与 CPI 之差不断扩大，不过，随着全球供需错配逐步修正以及国内保供稳价政策效果显现，后续 PPI 涨幅或将持续回落。

**宏观风险：**虽然中国经济向常态化水平不断修复，但经济运行中仍面临多重风险与挑战。从外部环境看，中美大国博弈仍将持续，全球经济修复或会带来主要经济体宽松政策的边际调整，需关注其带来的外溢效应对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。同时，内部挑战依然不减：首先，虽然 PPI 涨势趋缓，但大宗商品价格高位运行对企业利润空间的挤压依然存在，需关注 PPI 回落的幅度和节奏；其次，地方政府收支压力依然较为突出，如何稳妥化解地方政府性债务风险依然是后疫情时代面临的巨大挑战；再次，信用风险释放虽然短期平静但仍在持续酝酿，尾部信用风险暴露的可能性加大；第四，虽然随着经济修复就业整体呈现改善态势，但就业结构性压力突出，尤其是青年人口及农民工的就业压力值得高度重视。这些挑战和风险的存在，不仅会对后续经济修复的节奏和力度产生约束，也对宏观调控提出了更高要求，需要综合考虑内外环境的变化、经济运行中存在的多重结构性风险精准施策，在进一步巩固前期经济复苏的成

果同时妥善应对和缓释风险。

**宏观政策：**2021 年上半年宏观政策延续向常态化过度，稳杠杆政策成效显著。从货币政策看，货币供给与名义经济增速基本匹配，7 月初全面降准落地释放长期资金 1 万亿元，但货币政策稳健基调未改，下半年货币政策或坚持以我为主、总量适度、精准导向，进一步促进实体经济成本稳中有降。从财政政策看，财政收支紧平衡状态延续，政府性基金支出回落显著，下半年政府性基金支出有望加快，地方政府专项债发行也将提速，地方财政支出对基建投资的支撑作用或有一定加强，积极财政政策将继续聚焦呵护微观主体与促进就业，但仍需关注政府部门去杠杆对财政支出的约束。

**宏观展望：**虽有多重不均衡与多重压力共存，中国宏观经济仍不断向常态化水平回归，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济持续修复的基本态势不改，供需缺口将不断收窄，宏观政策注重对于微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留了空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 行业及区域经济环境

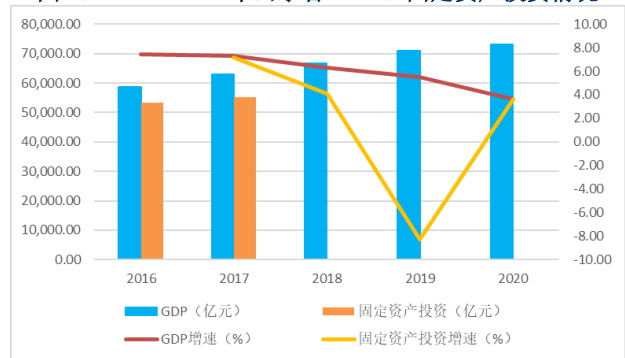
### 山东省整体经济实力较强，产业结构持续优化，为公司发展提供了良好的外部条件

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。全省陆地面积 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、青岛市两个副省级市，以及淄博市、枣庄市、东营市、烟台市、潍坊市、济宁市、泰安市、威海市、日照市、临沂市、德州市、聊城市、滨州市和菏泽市十四个地级市。2019 年末，全省常住人口 10,070.21 万人。

山东省经济基础较好，且保持平稳发展。2018~2020年，全省实现生产总值（GDP）分别为66,648.9亿元、71,067.5亿元和73,129.0亿元，按可比价格计算，2020年GDP较上年实现增长3.6%。分产业看，第一产业增加值5,363.8亿元，增长2.7%；第二产业增加值28,612.2亿元，增长3.3%；第三产业增加值39,153.1亿元，增长3.9%。三次产业结构由上年的7.3：39.9：52.8调整为7.3：39.1：53.6。

山东省工业发展以重工业为主。2020年山东省全部工业增加值23,111.0亿元，比上年增长3.6%。规模以上工业增加值增长5.0%，其中，装备制造业增长12.6%，高技术制造业增长9.8%。规模以上工业营业收入增长2.4%，利润总额增长19.6%；营业收入利润率为5.1%，比上年提高0.8个百分点。规模以上工业产品产销率为98.2%，提高1.3个百分点。近年来，在重工业发展面临较大的环境保护、技术升级转型等压力下，山东省持续推进动能转换提质加速，坚决淘汰落后产能，压减焦化产能729万吨，退出地炼产能1,176万吨。坚决改造提升传统动能，裕龙岛炼化一体化、世界高端铝业基地、山东重工绿色智造产业城等重大制造业项目落地实施；工业技改投资比上年增长17.6%。坚决培育壮大新动能，“四新”经济增加值占比达到30.2%，投资占比达到51.3%。新登记“四新”经济企业增长83.4%。新增高新技术企业3,157家，总量达到1.46万家，增长27.5%。高新技术产业产值占规模以上工业产值比重为45.1%，比上年提高5.0个百分点。十强产业中，新一代信息技术制造业、新能源新材料、高端装备等增加值分别增长14.5%、19.6%和9.0%，依次高于规模以上工业9.5、14.6和4.0个百分点。高技术制造业增加值增长9.8%，高于规模以上工业4.8个百分点。光电子器件、服务器、半导体分立器件、碳纤维、工业机器人等高端智能产品产量分别增长24.8%、35.3%、15.5%、129.5%和24.9%。软件业务收入5,848.5亿元，增长12.4%；软件业务出口15.8亿美元，下降1.0%。

图1：2016~2020年山东省GDP、固定资产投资情况



注：1、2018年GDP数据为山东省第四次经济普查数据，其中当年度GDP增长率情况未披露；2、部分年度固定资产投资数据未披露。  
资料来源：山东省国民经济与社会发展统计公报，中诚信国际整理

经济发展驱动力方面，投资和消费是拉动经济增长的主要动力。2020年，山东省固定资产投资（不含农户）比上年增长3.6%。三次产业投资构成为2.3：31.3：66.4。重点领域中，民间投资增长6.9%，占全部投资的比重为63.9%，比上年提高2.0个百分点；制造业投资增长7.6%，对全部投资增长贡献率为51.9%。新兴产业投资加速，“四新”经济投资增长18.7%，占全部投资的比重为51.3%，比上年提高6.5个百分点；高技术产业投资增长21.6%，其中高技术制造业、服务业投资分别增长38.1%和8.4%。

房地产开发方面，房地产开发投资9,450.5亿元，比上年增长9.7%。其中，住宅投资7,296.4亿元，增长9.4%。商品房施工面积79,791.9万平方米，增长5.3%。其中，住宅施工面积58,913.6万平方米，增长5.3%。商品房销售面积13,271.7万平方米，增长4.3%。其中，住宅销售面积11,904.7万平方米，增长4.2%。商品房销售额11,065.6亿元，增长7.7%。其中，住宅销售额10,109.6亿元，增长8.9%。年末商品房待售面积2,533.4万平方米，比上年末增长4.1%。

近年来，山东省财政增速有所放缓。2018~2020年，山东省实现一般公共预算收入分别为6,485.38亿元、6,526.64亿元和6,559.9亿元，分别实现同口径增长6.3%、0.6%和0.5%，其中税收收入分别为4,897.90亿元、4,849.22亿元和4,757.59亿元，其中2020年全省税收收入在一般公共预算



收入中占比 72.53%；2018~2020 年，山东省政府性基金收入分别为 6,000.62 亿元、6,742.71 亿元和 7,278.99 亿元，分别实现同口径增长 59.2%、12.40% 和 8.00%，主要系有土地使用权出让收入大幅增长。

财政支出方面，2018~2020 年，山东省一般公共预算支出分别为 10,098.96 亿元、10,736.82 亿元和 11,231.17 亿元，分别实现同口径增长 9.1%、6.3% 和 4.6%，呈稳定增长趋势；同期山东省全省政府性基金支出分别为 6,707.79 亿元、7,527.43 亿元和 9,783.62 亿元；同期山东省全省财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%）分别为 64.22%、60.79%和 58.41%，财政平衡能力较弱，不足部分主要由上级政府的税收返还及转移支付来弥补。

**表 2：2018~2020 年山东省财政情况（亿元、%）**

项目名称	2018 年	2019 年	2020 年
一般公共预算收入	6,485.38	6,526.64	6,559.90
其中：税收收入	4,897.90	4,849.22	4,757.59
政府性基金预算收入	6,000.62	6,742.71	7,278.99
一般公共预算支出	10,098.96	10,736.82	11,231.17
政府性基金预算支出	6,709.88	7,527.43	9,783.62
财政平衡率	64.22	60.79	58.41

资料来源：山东省财政厅，中诚信国际整理

中诚信国际关注到，近年来山东省地区经济增速有所放缓，但山东省整体财政实力较强，税收收入占比较高，稳定性较好。未来，山东省将继续致力于经济结构调整，实施高端高质高效的产业发展战略，推动传统产业向中高端迈进，发展现代制造业和新兴服务业，经济结构有望进一步优化。

### 地方资产管理行业快速扩容，但目前仍面临复合型 人才短缺、融资渠道受限、相关制度有待完善等方面的挑战

2012 年 1 月 18 日，财政部联合原银监会出台了《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金[2012]6 号）（以下简称“6 号文”），明确规定各省、自治区、直辖市人民政府可设立或授权一家地方资产管理公司，参与本省（自治区、直辖市）范围内金融企业不良资产的批量收购、处置业务购入的不良资产应采取债务重组的方式进行处置，不得对外

转让。2013 年 11 月 28 日，原银监会下发《中国银监会关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》（银监发[2013]45 号）作为对上述 6 号文的补充，对地方资产管理公司的资质的取得进行明确的规定。2014 年 7 月及 11 月，原银监会先后批准十省市地方资产管理公司参与本省市范围内金融机构不良资产批量收购处置。由于地方政府的全力支持，加之地方资产管理公司的属地性，能够理顺错综复杂的地方关系，协调各方利益，形成其独特的优势，并成为防范和化解地方金融风险的有利工具，各省的地方资产管理公司纷纷设立。2014 年原银监会与财政部、人民银行、证监会、保监会五部委联合发布《金融资产管理公司监管办法》，对资产管理公司集团综合经营及集团管控从监管制度上进行了规范。该办法于 2015 年 1 月 1 日起正式实施，监管办法的出台和正式实施将有利于建立对资产管理公司的集团监管框架，将现有审慎监管延伸至资产管理公司整个集团范围，从制度上确保资产管理公司集团审慎经营，防范风险传递和外溢。2015 年 7 月 2 日，财政部、原银监会印发《金融资产管理公司开展非金融机构不良资产业务管理办法》，为金融资产管理公司开展非金融机构不良资产业务的合规经营、稳健运行奠定了制度基础。2016 年 3 月 17 日，原银监会出台《关于规范金融资产管理公司不良资产收购业务的通知》（银监办发[2016]56 号），规范资产管理公司不良资产收购业务，明确落实风险责任、切实防范和化解风险，严守风险底线的原则，该规定对地方资产管理公司同样适用，有利于资产管理公司合规、稳健发展。2016 年 10 月，原银监会再次下发《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》（银监办便函〔2016〕1738 号），放宽了上述 6 号文中关于各省级人民政府原则上只可设立一家地方资产管理公司，以及关于地方资产管理公司收购的不良资产不得对外转让的限制，丰富了地方资产管理公司化解不良资产的手段和渠道。2017 年 4 月，原银监会下发了《关于公布云南省、海南省、湖北省、福建省、山东省、

广西壮族自治区、天津市地方资产管理公司名单的通知》(银监办便函[2017]702号),该通知除公布7家地方资产管理公司名单外,还降低了不良资产批量转让门槛,将不良资产批量转让组包户数由10户以上降低为3户以上,意味着地方资产管理公司继续扩容的同时,资产处置效率将会提高。2019年7月,银保监会官网发布了银保监办发(2019)153号文《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》,强调地方AMC回归不良主业。根据公开资料统计,截至2020年末,经原银监会公布的地方资产管理公司达58家,全国31个省级行政区(不含港澳台)均设立了经原银监会备案的地方资产管理公司,其中广东、浙江、福建以及山东设有3家,上海、北京、安徽、江苏、辽宁、重庆、天津、湖北、广西、宁夏、甘肃、山西、黑龙江、内蒙古、海南、四川以及河南设有2家。

**天然气在国内能源消费结构中占比持续提升且需求保持快速增长;国内天然气产量快速增长,供应安全保障能力持续提升,随着多项重大管网工程完工,储气容量、调峰能力将不断提升;伴随体制机制深化改革,气田开发、管网融合、气价“并轨”等政策不断推进天然气市场向纵深发展**

天然气是清洁低碳的化石能源,近年来,在工业用气、城镇消费、电厂燃料等旺盛需求下,我国天然气消费量保持快速增长。2020年,我国天然气消费量达3,280亿立方米,同比增长6.9%;占一次能源消费总量的8.4%,较2019年提升0.3个百分点。从消费结构看,工业燃料和城镇燃气用气占比基本持平,均在37%~38%,发电用气占比16%,化工用气占比9%。分省看,江苏消费量超过300亿立方米,广东、四川和山东3省份消费量超过200亿立方米,北京、河北、浙江、上海、重庆、河南、陕西、内蒙古、新疆等9省(自治区、直辖市)消费量超过100亿立方米。

国产气源方面,近年来,国内“增储上产七年行动计划”持续推进,全国天然气产量快速增长,新增探明地质储量保持高峰水平。2020年,全国天

然气产量达1,925亿立方米,5年增幅达43%。其中,煤层气产量67亿立方米,同比增长13.5%;页岩气产量超200亿立方米,同比增长32.6%;煤制天然气产量47亿立方米,同比增长8.8%。天然气产量增速连续两年快于消费增速,供应安全保障能力持续提升。2020年,国内天然气探明新增地质储量1.29万亿立方米。其中,天然气、页岩气和煤层气新增探明地质储量分别达到10,357亿立方米、1,918亿立方米、673亿立方米。

进口气源方面,近年来,受国产气快速增长等因素影响,国内天然气进口增速有所回落。2020年,天然气进口量1,404亿立方米,同比增长3.6%,增速较2019年下降2.9个百分点。其中,全年LNG进口量6,713万吨,同比增长11.5%;管道气进口量477亿立方米,同比下降8.9%。2020年,受新冠疫情抑制消费及国际油价大跌双重影响,我国天然气进口均价同比下降23.5%;受淡季历史低价及冬季保供需求双重拉动,全年LNG现货进口量2,717万吨,同比增长28.9%,占LNG进口量的40.5%,较2019年提升6个百分点。

国内天然气配套基础设施建设方面,近年来,西气东输三线、陕京四线、中俄东线(北段、中段)、中靖联络线、青宁线、天津深圳地区LNG外输管道等干线管道相继投产,“十三五”时期累计建成长输管道4.6万千米,全国天然气管道总里程达到约11万千米。2018~2020年,国内集中实施干线管道互联互通,天津、广东、广西、浙江等重点地区打通瓶颈,基本实现干线管道“应联尽联”,气源孤岛“应通尽通”。天然气“全国一张网”骨架初步形成,主干管网已覆盖除西藏外全部省份,有效保障华北、长三角、东南沿海等重点区域天然气。

储气设施方面,近年来,地下储气库工作气量大幅提升。大港、华北、呼图壁、相国寺、金坛等已建储气库(群)持续扩容改造,中原文23、辽河双6等新建储气库相继建成投产。2020年,全国已建成地下储气库(群)总工作气量比2015年增加89亿立方米,增幅160%。沿海LNG接收站储罐罐

容实现翻番,2020年比2015年增加566万立方米,增幅113%。2018~2020年,通过三年中央预算内投资补助支持,地方3天应急储气设施建设加快推进。截至2020年采暖季前,全国储气能力达到234亿立方米,占天然气消费量的7.2%,比2015年提高2.9个百分点,调峰保障能力持续提升。

矿产政策方面,国内持续推进矿产资源管理改革,推动油气探矿权竞争出让与区块退出;督促企业加快矿业权内部流转,打破企业属地界限;放开油气勘查开采市场,允许符合条件的内外资公司按规定取得油气矿业权;完善资源有偿使用制度,天然气资源保护和合理利用水平提升;统筹生态保护和油气勘探开发,实现“在保护中开发,在开发中保护”。

管网政策方面,国家石油天然气管网集团有限公司挂牌成立,与三大石油公司完成资产交割,天然气“管住中间、放开两头”改革目标初步落地,油气基础设施公平开放格局进一步夯实。广东、海南、湖北、湖南、福建等省级天然气管网以多种形式融入国家管网,构建“全国一张网”取得阶段性进展。

价格政策方面,天然气价格市场化进程不断推进。实现了居民与非居民门站价格“并轨”。80%以上的消费量门站价格由供需双方协商和市场主导形成,完全市场化定价的资源占比从2015年的不到10%提高到2020年的45%。《中央定价目录》(2020版)为进一步全面放开门站价格指明方向。交易中心从无到有,辅助服务市场作用不断增强,交易模式与交易产品推陈出新,价格发现作用初显。

总体来看,国内天然气行业基本面持续向好,供储销体系不断完善。“碳达峰”、“碳中和”等愿景将加速推进国内清洁能源低碳化发展,天然气作为重要的清洁能源,消费需求将持续增长。

## 业务运营

<sup>2</sup> 山东省国欣文化旅游发展集团有限公司成立于2018年,是山东省重要的旅游业务经营主体,山东省商业集团有限

作为山东省重要的金融控股集团,公司是山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构,是山东省国有资产投融资管理的重要主体。公司实行多元化发展,公司营业总收入主要由基础设施、金融服务和其他业务(包括房地产、磨料磨具、印刷等)构成,2020年公司以旅游业务运作主体山东鲁信文化传媒有限公司(以下简称“鲁信文化传媒”)100%股权对山东省国欣文化旅游发展集团有限公司<sup>2</sup>进行出资,2020年起,公司不再确认文化旅游业务收入。

2018~2020年及2021年1~6月,公司分别实现营业收入120.69亿元、122.85亿元、101.14亿元和37.49亿元,其中基础设施和金融服务两大板块为公司主要收入来源,2020年上述两项业务收入分别占公司营业总收入的35.57%及47.60%,其中基础设施业务主要以天然气销售及管网运营、合同能源管理为主,2020年收入规模及收入占比较2019年均均有较大幅度下降,系2019年6月,中石化天然气分公司正式实施天然气销售体制改革,将实华公司除合资公司及分支管线沿线之外的销售业务全部转至其华北销售中心负责,该部分用气量大、用气稳定、结算及时的优质客户(占销售量和营业收入的比重约60%)将不再由实华公司负责供气;金融服务板块则主要包括信托、资管、创投、担保、租赁业务,资管、信托和创投为核心业务,收入规模整体保持稳定;其他业务主要包括房地产、印刷、磨料磨具等业务,但收入规模占比相对较低。

表3: 公司主要板块收入结构及占比(亿元)

金额	2018	2019	2020	2021.1~6
1、基础设施业务	71.17	65.72	35.98	18.37
2、金融服务业务	40.53	39.61	48.14	16.54
3、文化旅游业务	2.06	1.91	0	0
4、其他业务	6.92	15.60	17.02	2.58
其中:房地产业务	0.44	10.49	12.31	0
磨料、磨具	2.03	2.18	1.13	0.57
印刷	4.06	2.74	2.93	1.92
合计	120.69	122.85	101.14	37.49
占比	2018	2019	2020	2021.1~6

公司持有其44%股权,山东黄金集团有限公司持有其37.86%股权,公司持有其15.35%股权。



1、基础设施业务	58.97%	53.50%	35.57%	49.01%
2、金融服务业务	33.59%	32.24%	47.60%	44.12%
3、文化旅游业务	1.71%	1.56%	0.00%	0.00%
4、其他业务	5.73%	12.70%	16.83%	6.87%
其中：房地产业务	0.37%	8.54%	12.17%	0.00%
磨料、磨具	1.68%	1.78%	1.12%	1.51%
印刷	3.36%	2.23%	2.90%	5.12%
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司基础设施业务主要系天然气销售和天然气管网建设，在区域内天然气板块领域具备较强的竞争优势；受中石化战略调整影响，2020年以来公司天然气销售收入大幅度下降

公司基础设施业务主要涉及天然气管道建设及天然气销售，该业务主要由子公司山东实华天然气有限公司（以下简称“实华公司”，公司和中国石油化工股份有限公司分别持有其50%和50%股份）和参股的山东省天然气管道有限责任公司（以下简称“管道公司”，公司持股35%）等负责。其中，实华公司主要负责山东省及周边地区天然气下游市场的开发、管道天然气销售及分支管网建设；管道公司主要从事主干线天然气管道建设、运营、维护及相关配套业务。

从收入构成情况看，2018~2020年及2021年1~3月，公司基础设施建设板块分别实现营业收入71.17亿元、65.72亿元、35.98亿元和8.43亿元，其中，实华公司分别实现营业收入70.75亿元、64.23亿元、34.81亿元和8.37亿元，分别占该板块收入总额的99.41%、97.73%、96.75%和99.29%，系公司基础设施建设收入的主要构成部分，其中2020年实华公司收入较上年减少45.80%，系2019年6月，中石化天然气分公司正式实施天然气销售体制改革，将实华公司除合资公司及分支管线沿线之外的用户全部转至其华北销售中心管理，该部分用气量大、用气稳定、结算及时的优质客户（占销售量和营业收入的比重约60%）将不再由实华公司负责供气，受上述用户减少影响，2020年及2021年1~3月公司天然气销售收入出现较大幅度下滑。

业务模式上，公司天然气采购全部来自于实华公司另一股东中国石油化工股份有限公司，由实华公司按年度与中石化天然气分公司签署照付不议天然气采购合同，每年按照上年供气量签订下年度采购量，然后通过天然气管道运输，送达下游各地市的天然气经销公司，实华公司按月与各天然气经销公司结算，并由各天然气经销公司对当地企业和居民供气。天然气采购价按照山东省物价局天然气核定价格进行确认，天然气销售价格由采购价格、天然气购销差价和管道输送费三部分组成，门站价格多采用山东省物价局发布的指导价格。

运营情况方面，2018~2020年及2021年1~3月，公司分别完成天然气采购34.27亿立方米、27.10亿立方米、14.44亿立方米和3.49亿立方米，采购金额分别69.12亿元、61.77亿元、33.50亿元和7.77亿元，采购均价分别为2.02元/立方米、2.28元/立方米、2.32元/立方米和2.23元/立方米，销售情况上，2018~2020年及2021年1~3月，公司完成天然气销售34.27亿立方米、27.10亿立方米、14.41亿立方米和3.49亿立方米，销售金额分别为70.75亿元、64.23亿元、34.81亿元和8.37亿元，销售均价分别为2.06元/立方米、2.37元/立方米、2.41元/立方米和2.40元/立方米，购销量和购销金额受中石化天然气分公司销售体制改革及用户调整影响下降显著，购销价格受国家发改委价格调控和中石化内部政策影响有所波动。

表4：近年来公司天然气采购和销售情况（万立方米、万元、元/立方米）

年份	采购量	采购金额	采购价格
2018	342,657.42	691,181.53	2.0171
2019	270,955.10	617,670.14	2.2796
2020	144,410.96	335,019.50	2.3199
2021.1~3	34,873.85	77,731.79	2.2289
年份	销售量	销售金额	销售价格
2018	342,659.16	707,460.23	2.0646
2019	270,955.10	642,309.21	2.3705
2020	144,410.96	348,131.50	2.4107
2021.1~3	34,873.85	83,651.91	2.3987

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司亦参股管道公司，该公司主要从事

主干线天然气管道建设、运营、维护及相关配套业务。截至 2020 年末，管道公司和实华公司合计拥有天然气管道约 1,160 公里。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，管道公司分别实现天然气运输 71.71 亿立方米、71.18 亿立方米、73.39 亿立方米和 10.19 亿立方米，分别实现营业收入 12.61 亿元、11.91 亿元、8.90 亿元和 0.94 亿元。

管道建设方面，目前管道公司与中石化共同投资建设天然气管道济青复线项目和中石化山东 LNG 项目。济青复线项目是将天津、新疆等地的气源引入山东省，管线全长 360.30 公里，项目实际投资 26.00 亿元，公司对该项目的投资额为 35%，项目已于 2015 年 9 月建成并逐步投入使用。LNG 项目建成后将引进海外天然气资源以供应山东省及周边地区，从而解决长江以北地区能源紧张的局面，项目分多期投资建设，其中，一期配套工程已于 2015 年竣工验收，目前已逐步投入使用，管道全长概算 214.70 公里，实际投资金额是 20.55 亿元，公司对该项目的投资比例为 35%。目前公司主要在建项目为山东管网南干线项目，实施主体为山东省东南管道天然气有限公司（鲁信实业和中石化各持 50% 股权），沿线途经日照市、临沂市、济宁市、菏泽市等 4 个地级市，总里程约为 510 公里，项目总投资约 89 亿元。上述项目全面运行后，公司天然气输送能力将大幅提升。

**作为公司核心板块之一，公司金融服务业务种类丰富，盈利能力很强；2020 年以来随着对恒丰银行不良资产处置，公司金融服务板块收入规模大幅提升；但 2020 年以来信托业务投资项目出现大额违约，需关注投资项目处置情况**

公司金融服务业务包括不良资产管理、信托、创业投资、融资租赁、小额贷款等业务，由下属子公司分别负责经营，金融服务业务板块各主体均已获得主管机关颁发的业务资质文件。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司金融服务板块收入规模分别为 40.53 亿元、39.61 亿元、48.14 亿元和 7.84 亿元，占当期营业收入的比重分别为 33.59%、32.24%、

47.60%和 44.60%，受不良资产板块收入增加影响，2020 年以来金融服务板块收入规模及占比均大幅提升。

### （一）资产管理业务

公司资产管理业务主要由下属公司山东省金融资产管理股份有限公司（简称“山东资管”）负责运营，山东资管系由山东省政府批准设立，并经中国银监会核准具有金融机构不良资产经营资质的省级资产管理公司，于 2014 年 12 月 31 日完成工商注册，注册资本为 10 亿元，2015 年 3 月 10 日挂牌成立，2015 年 7 月 10 日正式获得金融企业不良资产批量收购资质，经多次增资，截至目前，山东资管注册资本为 366.39 亿元，鲁信集团直接持有其 82.28% 股权，鲁信集团通过子公司山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国信”）持有山东资管 1.37% 股权。截至 2021 年 3 月末，山东资管总资产为 1,403.17 亿元，资产负债率为 66.06%。

目前，山东资管的业务类型主要包括不良资产经营业务、综合性金融服务业务和资产管理业务，其中，不良资产收购与处置业务为山东资管的核心业务，也是目前公司主要的利润来源之一。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，山东资管分别实现营业收入（含公允价值变动损益）24.30 亿元、22.82 亿元、28.18 亿元和 3.26 亿元，2020 年收入规模较上年增加 23.39%，系不良资产处置板块收入增加所致。

具体来看，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，不良资产板块收入分别为 9.38 亿元、8.64 亿元、40.88 亿元和 0.74 亿元，2020 年不良资产处置收入较上年增加 32.24 亿元主要系收购的恒丰银行不良资产逐步处置所致；同期，综合性金融服务收入为 10.48 亿元、8.19 亿元、8.84 亿元和 1.93 亿元，2020 年较上年小幅增加 7.94%；同期，资产管理板块收入为 3.31 亿元、6.39 亿元、8.90 亿元和 2.29 亿元，2020 年较上年增长 39.28%；此外，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司对不良资产的公允价值进行评估，



分别确认公允价值变动损益 0.00 亿元、-1.51 亿元、-33.78 亿元和-2.30 亿元。

### 1) 不良资产板块

山东资管主要通过指定收购与处置、商定收购与合作清收和商业收购与处置的方式开展不良资产业务。具体来看，指定收购与处置业务，即公司按意向投资者承诺的报价或提供的资金进行收购，并进行债权交割和重组。企业收入方式为：不良资产处置收入抵减处置成本后的净额确认收入。公司收入根据资产债权金额、收购价格、处置价格及公司与相关方合作关系综合确定，因此该业务收入比例存在不确定性。

商定收购与合作清收模式，即不良资产包出包方从前期业务尽调、贷款发放和贷后管理等环节，对包内资产情况已有深入了解，基于此山东资管与资产包出让方密切合作，建立清收和管理的合作经营机制，确保清收计划和政策的落实。在此业务模式中，山东资管受让不良资产包后，在完全享有不良债权资产的所有权的前提下与出包方合作进行管理处置，加快不良资产包的处置进度。为鼓励合作方清收的积极性，公司将超额收益让渡给合作清收方。该种业务模式有利于提高不良资产的处置效率和回收率，降低处置成本。

商业收购与处置业务，即山东资管根据资产包内资产情况，将资产包进行拆包处理，以户为单位进行核算，并根据每户债权情况的不同，分别采取诉讼、基金化处理、债务重组等手段，差异化处理各户债权。

不良资产收购模式方面，山东资管从山东省内的金融机构处收购不良资产，以地方法人金融机构和地方风险事件为切入点，已与多家银行、多个地市和区县政府，以及信达地产等社会机构建立了合作关系。收购前期，公司 2 名业务人员组成项目小组在银行客户经理的陪同下对资产包内的企业逐一走访，以形成对资产包的详细了解。在收购环节，山东资管结合现场尽调情况，并综合考虑项目的利

润回报要求，依托中介机构的专业能力定价。从收购折价情况来看，有房产等抵押物的资产包一般在 3~5 折左右，无抵押物的资产包结合实际情况定价。

从不良资产收购情况来看，2018~2020 年和 2021 年 1~3 月，山东资管分别收购不良资产 234.04 亿元、1,752.92 亿元、189.39 亿元和 27.35 亿元，收购成本分别为 97.34 亿元、893.40 亿元、44.79 亿元和 9.94 亿元，其中，2020 年不良资产收购金额较上年减少 1,563.53 亿元，系 2019 年收购大量恒丰银行不良资产。

2019 年 12 月，山东省财政厅以货币资金 360 亿元向鲁信集团增资，用于子公司山东资管以每股 1 元人民币的价格认购 360 亿股恒丰银行股份有限公司非公开发行的普通股股份。截至 2019 年末，山东资管共持有恒丰银行 360.00 亿股股份，占全部股份数量的 32.37%，成为继中央汇金投资有限责任公司之后的第二大股东。2019 年 12 月，山东资管与恒丰银行签订资产转让合同，转让标的资产的债权本金余额、风险敞口余额以及未偿价款金额共计 1,438.90 亿元，转让对价 799.57 亿元，主要纳入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”进行核算，对于收购的恒丰银行不良资产，山东金融资产将根据资产包中不良资产的具体情况，灵活通过催收、诉讼、重组、债务更新、清算、转让等多种方式进行处置。受收购恒丰银行不良资产影响，2019 年末山东资管不良资产余额由上年末 438.42 亿元增加至 1,846.20 亿元。截至 2021 年 3 月末，山东资管累计收购不良资产 3,267.05 亿元，不良资产余额为 1,535.67 亿元，不良资产余额较 2019 年末减少 16.82%。

不良资产处置模式方面，依据行业经验判断，公司收购不良资产包后，处置周期一般在 3~5 年，目前，公司内部考核是 3 年内清收。在处置阶段，公司定期或不定期对于重点企业实施实地调研以监测风险，对不良资产做出风险评价。公司目前主要通过诉讼、重组、债务更新、债转股等方式处置不良资产。

不良资产处置方面，2018~2020 年和 2021 年 1~3 月，山东资管分别处置不良资产 246.63 亿元、381.94 亿元、487.85 亿元和 39.43 亿元，其中，2020 年处置规模较上年增加 27.73%。截至 2021 年 3 月末，山东资管累计处理不良资产 1,731.38 亿元，累计资产回收率为 53.00%，资产回收率较 2019 年末提升 13.52 个百分点；累计现金回收 758.25 亿元，现金回收率为 43.79%，现金回收率较 2019 年末提升 1.91 个百分点。公司收购成本和处置价格均会受到宏观经济、资本市场等外部环境的影响，近年来宏观经济下行压力加大，加之 2020 年突发疫情冲击，企业经营压力上升，整体信用环境有所恶化，山东资管风险控制和不良资产处置能力面临考验。

**表 5：近年来山东资管不良资产经营情况（亿元）**

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
收购金额	234.04	1,752.92	189.39	27.35
收购成本	97.34	893.40	44.79	9.94
处置金额	246.63	381.94	487.85	39.43
累计处置金额	813.54	1,204.11	1,691.96	1,731.38
现金回收金额	96.81	230.56	230.29	23.63
累计现金回收金额	262.84	504.33	734.62	758.25
不良资产余额	438.42	1,846.20	1,547.74	1,535.67
资产回收率	64.98%	39.48%	52.23%	53.00%
现金回收率	32.31%	41.88%	43.42%	43.79%

注：资产回收率=累计处置金额/累计收购金额；现金回收率=累计现金回收金额/累计处置金额

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，山东资管不良资产收购与处置业务具有地方专营优势，其收购的不良资产已形成一定规模，在地方资产管理公司中处于领先地位。不良资产处置工作稳步推进，现金回收情况良好，表现出较好的不良资产经营态势。但值得关注的是，近年来宏观经济增速下滑，企业经营压力普遍上升，山东省内担保圈等问题仍未完全解决，省内信用环境有所恶化，对山东资管不良资产处置能力提出更高要求。

## 2) 综合性金融服务板块

山东资管还依托不良资产业务差异化开展综合性金融服务业务，包括基于不良资产的追加投

资、债转股、股权投资、困难企业救助和资产证券化业务等。2018~2020 年和 2021 年一季度，公司综合性金融服务业务分别实现收入 10.48 亿元、8.19 亿元、8.84 亿元和 1.93 亿元。

截至 2020 年末，公司综合性金融服务业务投资余额为 94.14 亿元，同比增加 32.76%，其中 93.52 亿元为固定收益类投资项目，0.62 亿元为股权类投资项目。2020 年以来，在宏观经济下行、信用风险持续暴露的环境下，公司部分投资项目出现逾期或违约风险，年内公司对相关投资资产计提减值准备 1.33 亿元，投资相关风险管理能力有待进一步提升。截至 2021 年 3 月末，公司综合性金融服务业务投资余额为 78.04 亿元，其中 77.42 亿元为固定收益类投资项目，0.62 亿元为股权类投资项目。

**表 6：截至 2021 年 3 月末山东资管综合性金融服务业务前**

### 五大投资情况（亿元）

投资标的	类型	投资余额	投资期限
A 公司融资项目	委托贷款	12.00	1.5 年
B 公司融资项目	委托贷款	6.00	2 年
C 公司融资项目	委托贷款	5.00	3 年
D 公司融资项目	委托贷款	5.00	2 年
E 公司融资项目	委托贷款	5.00	2 年
<b>合计</b>	-	<b>33.00</b>	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从退出方面来看，山东资管通过被投资企业偿还借款、股权收购、并购等多种形式完成退出，在满足项目风险可控、收益可观的同时兼顾流动性需求。

总体来看，综合性金融服务对山东资管收入规模贡献度较大，但在宏观经济底部运行、信用风险持续暴露的环境下，部分项目出现逾期，投资相关风险管理能力有待进一步提升。

## 3) 资产管理板块

此外，山东资管还开展部分资产管理业务，该业务板块主要为基金运营业务，包括金融资产投资基金、企业重组发展基金和房地产重整基金等。其中，金融资产投资基金主要投向金融机构出让的金融资产；企业重组发展基金以化解地方企业流动性

及担保圈风险为重点，运用基金收购不良资产债权、提供转贷、阶段性持股、破产重整、重组并购等服务，助推企业转型升级；房地产重整基金则运用社会资金和专业公司，收购房地产不良债权、重组项目公司、提供增量资金。

收入来源方面，一方面，公司以有限合伙人角色进行投资，获取收益分红；另一方面，作为基金管理人，通过对基金的运营管理，赚取基金管理费用，基金管理费收取标准为 0.3%-0.5%。截至 2021 年 3 月底，山东资管已注册基金 60 支，基金认缴规模 549.92 亿元，实缴规模 180.03 亿元，山东资管出资 93.23 亿元。2018~2020 年和 2021 年 1~3 月，公司资产管理业务板块分别实现收入 3.31 亿元、6.39 亿元、8.90 亿元和 2.29 亿元。

## （二）信托业务

公司信托业务由子公司山东国信经营，2017 年 12 月，山东国信在香港联交所上市，股票代码为 1697.HK。截至 2020 年末，山东国信注册资本为 46.59 亿元，鲁信集团为山东国信第一大股东，直接持股比例为 48.13%。截至 2020 年末，山东国信资产总额为 206.84 亿元，所有者权益为 101.75 亿元；2020 年实现总经营收入 16.85 亿元，净利润 6.28 亿元。

值得注意的是，根据山东国信年报披露，2020 年山东国信某信托计划投资某房地产开发集团 70 亿元，受新冠疫情及其他因素影响，该房地产开发集团未能支付于 2020 年 5 月及 6 月到期的房地产贷款本金及应计利息，公司于 2020 年对该项目计提减值损失，扣除预期信用损失准备后的账面净值为 59.74 亿元，该项目已由项目公司土地资产、附属建筑物以及该房地产开发集团实际控制人以及其他项目公司提供担保，但若该房地产开发集团不能偿还房地产贷款，山东国信将需要提供财务支援以偿还应付新受益人款项；此外，2021 年 2~3 月，山东国信平价受让其管理的信托计划中上述房地产开发集团违约贷款的收益权 20 亿元，其中通过

中国信托业保障基金有限责任公司借款 16 亿元，其余资金为自有资金。中诚信国际将持续关注该房地产开发集团相关信托计划的后续兑付及处置情况。

山东国信作为成立时间较久的信托公司，秉持稳健专业的经营理念，立足于山东、面向全国，逐步打造了山东国信理财品牌。山东国信业务可分为信托业务和固有业务，其中信托业务是主营业务，包括事务管理型信托和主动管理型信托（融资类信托和投资类信托）；固有业务包括自有资金贷款以及金融产品投资、金融股权投资等投资业务。

信托业务方面，山东国信与省内各级政府及银行、保险等金融机构均建立了较长期的合作关系。截至 2020 年末，山东国信存续信托余额 2,486.97 亿元，较上年小幅减少 3.48%，其中，主动管理型信托资产规模为 899.82 亿元，占全部信托资产规模的比例为 36.18%。2018~2020 年，山东国信发行信托产品 511 只、605 只和 367 支，2020 年较上年减少 238 只；分别募集资金 865.90 亿元、1,020.76 亿元和 714.53 亿元，2020 年较上年减少 306.23 亿元，受资产管理市场竞争加剧，行业监管政策日趋严格等因素影响，山东国信信托产品发行数量和金额均大幅下降。

从信托业务的资金来源方式上来看，山东国信的信托产品中单一信托产品最多，单一类信托主要以机构客户为主，业务类型主要由“通道类”业务构成；从发行金额看，集合信托产品金额最高。2018~2020 年，山东国信分别新增单一信托产品信托 218 只、329 只和 250 只，金额分别为 310.94 亿元、445.23 亿元和 84.21 亿元，新增金额占当年新增业务规模的 35.91%、43.62%和 11.79%；同期，分别发行集合信托产品 293 笔、264 笔和 113 笔，新增金额分别为 554.96 亿元、522.31 亿元和 336.81 亿元，新增金额占当年新增业务规模的 64.09%、51.17%和 47.14%，除单一类信托和集合信托产品外，2020 新增产品主要为财产权，财产权占比显著提升。



**表 7：近年来山东国信发行信托产品情况（支、亿元）**

项目	2018	2019	2020
信托产品	511	605	367
募集资金	865.90	1,020.76	714.53
其中：单一信托	218	329	250
单一信托金额	310.94	445.23	84.21
集合信托	293	264	113
集合信托金额	554.96	522.31	336.81

资料来源：公司提供

从信托资产投向分布来看，山东国信信托资金投向主要为基础产业、房地产、证券市场、实业、金融机构等。近年来投向基础设施、实业和证券类资金比重有所下降，投向房地产和金融的资金比重呈上升趋势。截至 2020 年底，基础产业占 9.66%、房地产占 22.92%，实业占 30.96%、金融机构占 7.40%。整体来看，山东国信资产投向相对分散，但在地产行业风险加剧背景下，信托业务仍面临较大的经营压力。

固有业务方面，山东国信运用自有资金进行投资，着力优化金融股权投资业务布局，开展多元化投资。具体来看，山东国信将固有资产配置至各个资产类别，包括上市公司股份、共同基金等多种权益产品以及财富管理产品，存放同业及国债逆回购等具有高度流动性的资产。截至 2020 年底，山东国信固有资产配置中货币资产投资规模为 7.30 亿元，主要为银行存款；固有资产配置中证券投资规模为 76.65 亿元，主要为信托计划投资及资产管理产品等理财产品；固有资产配置中长期股权投资为 16.43 亿元，主要包括泰信基金管理有限公司、山东豪沃汽车金融有限公司、富国基金管理有限公司、泰山财产保险股份有限公司等金融机构的股权投资；此外，山东国信固有资产配置中还有固定资产贷款 9.94 亿元和信托业保障基金 1.00 亿元。

总体来看，受宏观环境及行业环境影响，公司信托业务新发规模及存量规模均有所下降，信托业务收入规模和利润规模也小幅减少，在地产行业风险加剧作用下，公司信托计划投资项目出现大额违约，山东国信面临较大金额偿还义务，公司信托业务面临一定的经营压力，需关注投资项目处置进

展。

### （三）创投业务

公司创业投资业务主要由上市公司鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”，股票代码 600783）负责，鲁信创投是中国资本市场首家以创业投资为主业的上市公司。截至 2020 年末，鲁信创投总资产为 63.78 亿元，总负债为 25.65 亿元，鲁信集团持股其 69.57% 股份。2020 年，鲁信创投实现投资收益 8.60 亿元，较去年同期增加 304.46%，包括处置股权取得收益 1.81 亿元以及对处置后股权按照公允价值重新计量确认投资收益 5.56 亿元。

目前，鲁信创投正将推进基金化转型，拟由 VC/PE 投资机构向国内一流类资产管理平台转变，即其自有资金主要用于投资设立基金和基金管理公司，再由所设立的基金对项目进行直接投资。募资方面，截至 2020 年底，鲁信创投作为主发起人出资设立的基金及投资平台共 41 个，总认缴规模 151.53 亿元，到位资金规模 104.67 亿元，其中公司出资合计 49.64 亿元，涉及产业投资基金、区域投资基金、专业投资基金、平台投资基金等多种门类。

投资方面，截至 2020 年末，鲁信创投参投基金及投资平台在投项目 154 个，投资总额 83.59 亿元，项目储备较为充足，其中，2020 年各参股基金及投资平台完成投资项目 21 个，总投资额 6.49 亿元。从在投资项目行业分布看，高端装备制造、生物医药及医疗设备、新能源新材料、信息技术、化工类、建筑建材及房地产占比较高，行业范围分布较为广泛，有利于分散行业集中度风险。截至 2020 年末，鲁信创投及其作为主发起人出资设立的各项基金投资持有境内 A 股、H 股上市公司 18 家，新三板挂牌公司 16 家，共有 24 个拟 IPO 项目，有 9 个项目已上报材料并获受理。2020 年，鲁信创投实现投资收益 8.60 亿元，较上年增加 6.47 亿元。

退出机制方面，鲁信创投已经建立了多元化的退出方式，目前投资项目主要以二级市场减持、一

二级市场股权转让或并购等方式退出。公司投资项目以二级市场减持、一级市场股权转让或并购等方式退出。2020 年公司结合国内外资本市场走势，根据减持计划及监管规定适时减持了部分上市公司股票，境内累计回笼资金 3.36 亿元人民币，境外累计回笼资金 703 万美元。年内通过山东产权交易中心公开挂牌转让退出项目，回笼资金 660.50 万元人民币。

基金管理方面，鲁信创投或旗下子公司直接作为管理人管理的基金共五支：山东省鲁信新旧动能转换创投母基金、山东半岛蓝色经济投资基金有限公司、山东省省级创业投资引导基金、山东省科技风险投资资金和烟台鲁创恒富创业投资中心，投资领域主要包括先进制造、现代农业、海洋经济等山东省优势产业，以及信息技术、节能环保、新能源、新材料、生物医药、高端装备制造等国家战略性新兴产业。2020 年，公司实现的基金管理费收入 740.27 万元。

总体来看，鲁信创投发展较稳定，投资项目质量较高，随着项目的退出及基金管理规模增加，预期为公司带来较高的投资收益。

#### （四）其他金融业务

公司融资租赁由金鼎租赁有限公司（以下简称“金鼎租赁”）负责运营。金鼎租赁成立于 2011 年，2013 年被山东省鲁信金融控股有限公司收购，目前金鼎租赁注册资本为 5.00 亿元，公司持股比例为 51%。业务模式上，金鼎租赁业务模式以售后回租为主，2020 年新增租赁合同 8 个，新增合同金额 2.76 亿元。2020 年实现营业总收入 0.37 亿元，净利润 0.30 亿元。截至 2020 年底，金鼎租赁应收租赁款余额为 8.71 亿元，存量租赁合同 25 个，其中单笔租赁款在 1 亿元以上的共 2 个。截至 2020 年底，金鼎租赁前五大客户行业主要为基础设施及不动产、影视设备、通信设备等，租赁款规模合计为 5.77 亿元，占全部租赁款的比重为 66%。

此外，公司还经营小额贷款、典当等业务，小

额贷款业务由山东省鲁信小额贷款股份有限公司负责，典当业务由山东省鲁信典当有限责任公司负责运营，收入规模及资金投放规模很小。

**中诚信国际认为**，公司金融服务板块战略地位突出，业务规模增长较快，2019 年末获山东省财政厅增资，资本实力进一步提升，随着对不良资产的收购、处置，2020 年以来不良资产板块收入大幅增长；公司创业投资等板块发展相对稳定，但信托业务投资项目出现违约，需关注宏观经济增速下滑、山东省内担保圈以及房地产行业风险加剧等因素对金融业务的冲击。

#### 2020 年起，公司通过股权投资模式参与旅游和文化产业，不再确认相关业务收入

公司文化旅游板块以旅游产业开发、影院投资为切入点，对旅游、出版、文化娱乐、广告等领域进行投资，经营主体主要是公司子公司山东鲁信投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信投资公司”）和鲁信文化传媒。

旅游业务方面，鲁信投资公司与青岛海洋科技馆等单位合作，以非控股形式投资建立了青岛海底世界、青岛欢动世界等项目，旅游收入来在投资项目运营收入。文化产业方面，鲁信文化传媒业务涉及文化产业投资、影视服务和广告服务等领域，主要通过电影票房实现收入。

2018~2019 年，公司分别确认文化旅游收入 2.06 亿元、1.91 亿元，2020 年以来，公司未确认文化旅游业务收入，系根据山东省人民政府批复的《省属企业文化旅游资产重组整合方案》相关安排，2020 年，公司以所持有山东鲁信文化传媒投资集团有限公司（现名为“山东文旅投资集团有限公司”）等子公司股权对山东省国欣文化旅游发展集团有限公司出资，出资完成后，公司不再享有对山东鲁信文化传媒投资集团有限公司控制权，公司持有山东省国欣文化旅游发展集团有限公司 15.35% 股权。处置完成后，公司不再直接经营文化、旅游业务，通过股权投资方式参与文化、旅游业务。



## 除上述外，公司还有部分非核心业务，亦可为公司收入带来一定补充

公司还经营磨料磨具、印刷、房地产等多项非核心业务，亦能为公司带来一定的现金流入。受公司业务规划调整，该部分收入规模波动较大。

### （一）房地产业务

公司房地产业务主要由下属子公司山东鲁信房地产投资开发有限公司（以下简称“鲁信房地产”）和山东鲁信金山投资有限公司（以下简称“鲁信金山”）负责经营，其中鲁信房地产具有房地产开发三级资质。2018~2020年及2021年1~3月，鲁信房地产和鲁信金山合计实现房地产销售收入为0.44亿元、10.49亿元、12.31亿元和0亿元，其中，2020年收入主要来自文教办公楼项目和鲁信和璧花园项目。

截至2021年3月底，公司主要在建房地产项目包括盘谷花园和鲁信和璧花园项目，其中盘谷花园项目占地面积10.69万平方米，建筑面积约为16万平方米，项目总投资15.00亿元，累计已投资7.00亿元；鲁信和璧花园项目占地面积2.32万平方米，项目总投资43.00亿元，累计已投资40.00亿元，目前一期已经竣工交房，二期、三期建设已接近建设完成，目前在做验收前的最后准备。除上述项目外，公司无完工和拟建房地产项目，为突出主营业务，未来公司将逐渐退出房地产业务板块。

### （二）磨料磨具业务

公司磨料磨具业务主要由上市公司鲁信创投经营，主要包括磨料磨具产品的生产销售，产品广泛应用于航天、航空、国防、建筑和能源设备等领域。目前，鲁信创投磨料磨具产业拥有三个分厂和五个子公司，拥有12,000吨磨料、3,000吨磨具、2亿张涂附磨具的年生产能力，主要销售“泰山”和“MT”牌磨料磨具产品。鲁信创投磨料磨具产品在国内主要是销往华北、苏皖、浙闽赣、东北、两广等地区，外销产品主要销往加拿大、美国、德国等国家。2020年1月，鲁信创投完成了对山东鲁信四

砂泰山磨料有限公司57.98%股权的转让，实现投资收益5,472.48万元，目前鲁信创投磨具板块经营主体主要为山东鲁信高新技术产业有限公司（系鲁信创投全资子公司）下属子公司，2020年鲁信创投实现磨具收入1.12亿元，较上年减少48.32%，系转让山东鲁信四砂泰山磨料有限公司股权导致合并范围减少以及新冠疫情导致订单减少所致。2021年1~3月，鲁信创投磨料磨具业务实现营业收入0.19亿元。

### （三）印刷包装业务

公司印刷包装业务的经营主体为山东鲁信天一印务有限公司（以下简称“天一印务”），主要从事医药、食品包装盒、各种高档画册、宣传品等印刷包装业务，其中医药包装盒产品年生产能力可达15亿只纸制包装盒，在全国具领先地位。公司拥有代表世界先进水平的纸盒包装印刷生产线四条、主要设备包括日本小森六色胶印机、小森五色胶印机、六台模切机、六台BOBST、台湾财顺自动糊盒机以及两台波拉刀切纸机等先进设备。目前天一印务主要客户有悦康药业集团有限公司、神威药业有限公司、山东新华制药股份有限公司、山东瑞阳制药有限公司以及山东步长制药有限公司等。2018~2020年及2021年1~3月，天一印务实现分别实现营业收入4.06亿元、2.74亿元、2.93亿元和1.03亿元。

## 战略规划及管理

### 公司未来将围绕主业调整布局，培育成为核心金融牌照齐全的金融控股集团，助力区域经济发展和区域金融稳定

在现有业务基础上，鲁信集团致力于成为核心金融牌照齐全，具有核心竞争力和品牌影响力的现代金融控股集团，助推区域经济发展，建立系统性管控体系，实施穿透式风险管理，指导权属金融机构提升风险管理能力，承担维护区域金融稳定职能。

十四五期间，鲁信集团将培育以银行、证券、

保险、信托为核心金融业态，AMC、公募基金、私募创投为重要业态，其他为周边业态的“4+X”多层次金融资源布局，夯实金控业务发展基础；业务协同方面，鲁信集团深度挖掘不同类型客户金融需求与价值，发挥集团全牌照金融资源优势，构建“一个客户+N个产品+一站式”综合金融服务模式，塑造鲁信金融服务品牌。

### **公司组织结构完善，内部管理制度健全，并设定了必要的规章制度对各项业务的职责分工、运作流程进行明确规定，为公司日常经营运作提供了充足保证**

公司是山东省人民政府出资设立，根据《公司章程》，公司设立了股东会、董事会、监事会和经营管理层，各机构各司其职，职责明确，能满足公司日常经营管理需要。

股东会是公司的权力机构，负责决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会、监事会报告；修改公司章程等重大事项。公司设董事会，董事会由7名董事组成，其中执行董事3名、外部董事3名、职工董事1名。董事会设董事长一人，董事长和其他执行董事的任免按照企业领导人员管理权限审批。外部董事人选由山东省财政厅提出，职工董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。董事会行使召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会决议；决定公司经营计划和投资方案；制订公司年度财务预算方案、决算方案等职权。公司设监事会，由5名监事组成，其中职工代表监事的比例不低于三分之一。监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。公司设总经理1名，负责公司的日常经营管理工作。总经理对公司董事会负责。总经理职责包括主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议等。

根据实际经营和发展的需要，公司已经建立了一套较为完善的内部管理制度，涉及资金管理、预算管理、业务决策、对外担保和风险控制等方面。

资金管理方面，公司将资金管理分为现金、银行存款管理、筹资管理、应收及往来款项管理、投资管理、向外部单位贷款或拆出资金管理等流程。公司的资金管理制度有助于提高资金的利用效率，降低融资风险。预算管理方面，公司实行统一计划、分级管理的全面预算管理模式，明确了预算管理委员会、预算管理办公室、下属公司分预算管理委员会及分预算管理办公室等机构的职责，相关机构共同开展预算管理工作，保证预算管理工作的有效实施。业务决策方面，公司设有项目评审委员会，负责项目的筛选和立项审定，由风险管理部评估投资项目的风险，提交公司总经理办公会或董事会研究。作为省属国资公司，部分经审定通过的项目，还需向省政府、省国资委报批。对外担保管理方面，公司规定在经营过程中，原则上不为公司外部企业提供担保，同时不对私营企业、外商独资企业、不含国有股的中外合资和中外合作企业以及个人提供担保；不为风险投资项目（包括任何形式的委托理财、买卖股票、期货、期权）以及不符合国家产业政策的项目提供担保。

## **财务分析**

以下分析基于公司提供的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2018年度审计报告、经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年度审计报告和2020年度审计报告以及公司未经审计的2021年半年度财务报表，公司财务报表按照新会计准则编制，各期数据均为财务报表期末数据。

## **盈利能力**

**公司实行多元化发展战略，业务毛利率水平很高。受燃气收入减少影响，2020年以来公司收入规模有所下降，公司期间费用较高且公司对投资项目计提较高减值准备，公司经营性业务利润逐年较少，公司利润主要来自对恒丰银行等公司投资收益**

公司是山东省政府授权的投资主体和国有资

产运营机构，是山东省国有资产投融资管理的重要主体。公司实行多元化发展，公司营业总收入主要由基础设施、金融服务和其他业务（包括房地产、磨料磨具、印刷等）构成，2020年公司以旅游业务运作主体鲁信文化传媒对山东省国欣文化旅游发展集团有限公司进行出资，2020年起，公司不再确认文化旅游业务收入。2018~2020年，公司分别实现营业收入120.69亿元、122.85亿元和101.14亿元，基础设施和金融服务两大板块为公司主要收入来源，2020年收入规模较上年减少17.67%主要系中石化天然气分公司正式实施天然气销售体制改革，将实华公司除合资公司及分支管线沿线之外的用户全部转至其华北销售中心，导致基础设施业务大幅减少所致。具体来看，2018~2020年，公司基础设施业务收入分别为71.17亿元、65.72亿元和35.98亿元；同期，金融服务业务收入分别为40.53亿元、39.61亿元和48.14亿元，2020年收入较上

年增加21.53%，主要系不良资产板块收入增加所致；2021年1~6月，公司实现营业收入37.49亿元，主要包括基础设施业务收入18.37亿元和金融服务收入16.54亿元。

营业毛利率方面，2018~2020年及2021年1~6月，公司营业毛利率分别为35.70%、35.73%、48.66%和41.01%，整体盈利能力很强，2020年较上年提升12.93个百分点，主要系金融服务收入占比大幅提升且毛利率较高所致；其中，公司金融服务业务盈利能力较强，2020年以来毛利率下降系受不良资产收购、处置价格以及各金融业务收入结构影响所致；基础设施业务主要系天然气的运输和销售，利润空间较小，2020年以来，随着中石化天然气分公司正式实施天然气销售体制改革，公司剥离部分收入贡献度高、利润率低的客户，该板块毛利率提升显著。

**表 8：2018~2021 年 6 月公司营业收入及毛利率构成（万元）**

项目	2018		2019		2020		2021.1~6	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
1、基础设施业务	711,709.64	2.42%	657,224.93	2.77%	359,771.61	4.30%	183,733.07	6.17%
2、金融服务业务	405,339.30	96.41%	396,097.43	97.09%	481,370.66	87.10%	165,412.52	81.53%
3、文化旅游业务	20,606.83	28.04%	19,110.40	23.85%	0	-	0	-
4、其他业务	69,203.24	24.60%	156,026.10	20.30%	170,237.07	33.71%	25,757.18	29.30%
其中：房地产业务	4,438.51	46.36%	104,878.46	15.64%	123,116.41	33.75%	0	-
磨料、磨具	20,280.10	24.95%	21,839.15	27.12%	11,340.53	24.03%	5,669.38	22.88%
印刷	40,598.94	21.18%	27,428.42	30.73%	29,326.43	30.42%	19,176.75	29.28%
<b>合计</b>	<b>1,206,859.00</b>	<b>35.70%</b>	<b>1,228,458.86</b>	<b>35.73%</b>	<b>1,011,379.34</b>	<b>48.66%</b>	<b>374,902.77</b>	<b>41.01%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，其中财务费用主要为利息费用，管理费用主要为职工薪酬。2018~2020年及2021年1~6月，公司期间费用分别为26.39亿元、29.16亿元、47.47亿元和18.92亿元，其中财务费用分别为17.37亿元、19.52亿元、35.36亿元及15.29亿元，近年来财务费用支出大幅增加主要系出于业务发展需要，公司增加债务融资规模所致；同期，期间费用收入占比分别为21.87%、23.73%、46.93%和50.47%，期间费用收入占比持续升高，对公司利润总额的侵蚀严重。

利润总额方面，2018~2020年及2021年1~6月，公司利润总额分别为27.91亿元、23.65亿元、25.11亿元及15.66亿元，公司利润总额主要来自经营性业务利润和投资收益；同期，公司经营性业务利润分别为17.33亿元、13.87亿元、0.78亿元及-3.72亿元，2020年以来随着期间费用的大幅增加，经营性业务利润下滑严重，并于2021年上半年发生亏损；同期，投资收益分别为18.40亿元、13.52亿元、42.71亿元和20.18亿元，2020年投资收益大幅增加主要系持股恒丰银行权益法核算产生的投资收益（2020年对恒丰银行投资确认投资收益17.18亿元，但未收到分红）以及鲁信创投处置股权



产生的投资收益。2018~2020年及2021年1~6月，公司资产减值损失分别为5.21亿元、3.07亿元、6.79亿元和-0.01亿元，其中2020年较上年增加121.17%，主要系应收款项类投资减值损失，2020年以来，在宏观经济下行、信用风险持续暴露的环境下，公司部分投资项目出现逾期或违约风险，公司计提减值损失金额大幅增加，由于公司一般于每年年末对资产进行减值测试，2021年上半年资产减值损失金额很小；同期，公司信用减值损失分别为2.21亿元、6.91亿元、10.58亿元和3.29亿元，2020年较上年增加53.11%系当期信托业务计提减值增加所致。

**表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

项目	2018	2019	2020	2021.1~6
销售费用	2.63	2.94	2.60	1.29
管理费用	6.09	6.39	9.26	2.22
财务费用	17.37	19.52	35.36	15.29
研发费用	0.30	0.31	0.24	0.12
期间费用合计	26.39	29.16	47.47	18.92
期间费用率	21.87%	23.73%	46.93%	50.47%
经营性业务利润	17.33	13.87	0.78	-3.72
资产减值损失	5.21	3.07	6.79	-0.01
信用减值损失	2.21	6.91	10.58	3.29
公允价值变动收益	-0.19	6.44	-1.26	2.45
投资收益	18.40	13.52	42.71	20.18
营业外损益	-0.43	-0.21	0.25	0.03
利润总额	27.91	23.65	25.11	15.66

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

母公司方面，2018~2020年及2021年1~6月，母公司利润总额分别为2.72亿元、0.55亿元、6.47亿元和1.30亿元，母公司利润主要来自于投资收益，同期，母公司投资收益分别为7.88亿元、5.54亿元、11.38亿元和3.52亿元，主要系母公司对子公司投资收到的现金股利及收益。

## 资产质量

**随着业务的逐步开展和收购恒丰银行大规模不良资产，近年来公司资产规模呈现快速增长趋势，且山东省财政厅的资金注入亦使公司所有者权益快速扩大；但同时债务规模增长较快，公司面临一定**

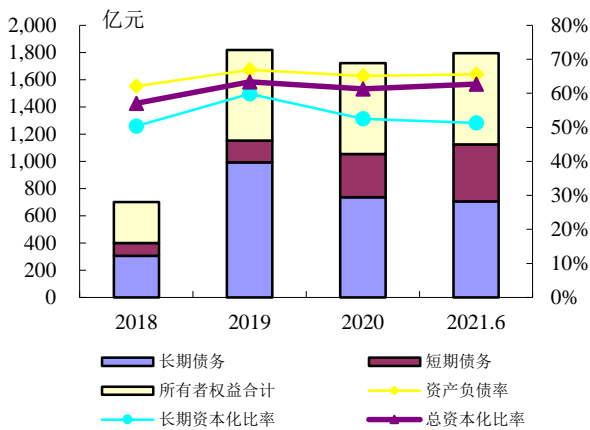
## 的短期偿债压力

2018~2020年末及2021年6月末，公司总资产规模分别为794.52亿元、2,015.58亿元、1,911.74亿元和1,945.79亿元，其中2019年大幅增长主要系投资恒丰银行及收购其不良资产所致，2020年较上年减少7.68%，系公司偿还部分专项应付款所致；公司总负债规模亦同步增长，同期，公司负债总额分别为493.50亿元、1,348.58亿元、1,244.97亿元和1,276.32亿元，其中2019年大幅增长亦系收购恒丰银行不良资产。所有者权益方面，山东省财政厅的增资<sup>3</sup>进一步提升公司资本实力，净资产规模呈持续增加趋势，同期公司所有者权益分别为301.02亿元、667.01亿元、666.77亿元和669.47亿元，其中实收资本分别为30.00亿元、115.00亿元、115.00亿元和115.00亿元，资本公积分别为18.38亿元、285.69亿元、284.53亿元和284.62亿元，少数股东权益分别为145.27亿元、156.09亿元、152.15亿元和155.68亿元。其中，山东省财政厅于2019年12月以货币资金360亿元向本公司增资，其中85亿元计入公司实收资本，275亿元计入公司资本公积。

财务杠杆方面，2019年公司收购恒丰银行不良资产，负债水平有所提升并维持在较高水平，2018~2020年末及2021年6月末公司资产负债率分别为62.11%、66.91%、65.12%和65.59%。同期，公司总资本化比率分别为57.05%、63.33%、61.26%和62.70%。

**图 2：2018~2021年6月末公司资本结构分析**

<sup>3</sup>2019年12月根据山东省委省政府有关规定，增加山东省财政厅为公司新股东且为控股股东，山东省财政厅对公司货币增资360亿元，其中新增注册资本85亿元，其余275亿元计入资本公积。



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

从资产结构来看，随着子公司山东资管收购大规模不良资产，2019年公司资产构成由以非流动资产为主变为以流动资产为主。流动资产方面，截至2018~2020年末及2021年6月末，公司流动资产分别为376.18亿元、1,233.97亿元、1,067.00亿元和1,138.85亿元，占总资产比重分别为47.35%、61.22%、55.81%和58.53%。公司流动资产主要由货币资金、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、一年内到期的非流动资产和其他流动资产构成。具体来看，公司为满足日常经营和投资需要，保持了较大规模的货币资金，2018~2020年末及2021年6月末，公司货币资金分别为49.54亿元、146.99亿元、186.70亿元和271.21亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，2021年6月末，受限的货币资金余额为0.27亿元，占货币资金总额的0.1%。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要为安全性高、流动性强的交易性债券投资和山东资管持有的商业化收购和分类处置的银行不良资产，同期末分别为116.42亿元、834.20亿元、652.06亿元和0亿元，2019年大幅增加为山东资管从恒丰银行折价收购的不良资产包，2020年较上年末减少21.83%，系国债逆回购投资减少及处置不良资产增加所致，2021年6月末，该科目为0系按照新会计准则调整至交易性金融资产；同期末，公司交易性金融资产为15.67亿元、15.31亿元、19.32亿元和650.80亿元，2021年6月末科目余额大幅增加系按照新会计准则进行科

目调整所致；同期末，公司一年内到期的非流动资产分别为69.90亿元、85.07亿元、46.19亿元和77.31亿元，主要为一年内到期的应收款项类投资，包括山东资管收购的不良资产包和综合性金融服务的债券投资，2020年较上年减少45.7%，主要系一年内到期的应收款项类投资，包括山东资管收购的不良资产包以及综合性金融服务业务的债权投资业务（委托贷款、信托贷款），随着资产的处置、收回，科目余额大幅减少；同期末，公司其他流动资产分别为98.46亿元、88.61亿元、120.45亿元和94.62亿元，2020年较上年增加35.93%，系公司信托计划、债权资产投资规模增加所致，等2020年末，该科目主要为公司持有的信托计划32.86亿元、持有的1年以内的（含1年）应收款项类投资70.49亿元。

2018~2020年末及2021年6月末，公司非流动资产分别为418.33亿元、781.61亿元、844.74亿元和806.94亿元，占总资产比重分别为52.65%、38.78%、44.19%和41.47%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资和其他非流动资产等构成。具体来看，2018~2020年末及2021年6月末，公司可供出售金融资产分别为137.78亿元、158.22亿元、114.01亿元和0亿元，2020年较上年减少27.94%，主要系按照成本计量的可供出售权益工具，随着资产的购买及处置，近年来科目余额有所波动，2021年6月末，公司可供出售金融资产为0系按照新会计准则将科目余额调整至债权投资所致，2021年6月末，公司债权投资余额由2020年末0.50亿元增长至96.98亿元；近年来，公司根据经营战略陆续进行了部分股权项目投资，长期股权投资总额有所增加，同期，公司长期股权投资分别为79.89亿元、451.86亿元、516.30亿元和521.29亿元，被投资企业行业主要分布在金融、电子科技、生物医药和能源开发等行业，近年来经营状况较为稳定，未来将为公司提供稳定的投资收益，其中2019年大幅增加主要原因系子公司山东资管认购360亿股恒丰银行非公开发行的普通股股份，占全



部股份数量的 32.37%，成为恒丰银行的第二大股东；2020 年较上年增加 14.26% 主要系确认投资收益 25.92 亿元及新增投资 14.46 亿元所致；同期，公司其他非流动资产分别为 166.74 亿元、100.02 亿元、144.50 亿元和 120.56 亿元，主要由持有的一年以上的应收账款类投资和信托计划等构成。

**表 10：截至 2020 年末公司主要长期股权投资情况（亿元）**

被投资单位	年末余额
青岛汇泉海洋科技开发有限公司	0.27
恒丰银行股份有限公司	370.36
民生证券股份有限公司	12.69
山东省天然气管道有限责任公司	3.00
富国基金管理有限公司	8.70
潍坊市鲁中金金融资产运营管理股份有限公司	7.84
山东石油天然气股份有限公司	9.21

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

**表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.6
货币资金	49.54	146.99	186.70	271.21
公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	116.42	834.20	652.06	0
交易性金融资产	15.67	15.31	19.32	650.80
一年内到期的非流动资产	69.90	85.07	46.19	77.31
其他流动资产	98.46	88.61	120.45	94.62
可供出售金融资产	137.78	158.22	114.01	0
债权投资	1.21	0.79	0.50	96.98
长期股权投资	79.89	451.86	516.30	521.29
其他非流动资产	166.74	100.02	144.50	120.56
<b>总资产</b>	<b>794.52</b>	<b>2,015.58</b>	<b>1,911.74</b>	<b>1,945.79</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，2018~2020 年末及 2021 年 6 月末，公司非流动负债分别为 325.24 亿元、1,022.72 亿元、753.27 亿元和 712.47 亿元，占总负债比重分别为 65.91%、75.84%、60.51% 和 55.82%，从构成上看，主要为长期借款、应付债券和长期应付款。公司长期借款主要由信用借款、保证借款和抵押借款构成，2018~2020 年末及 2021 年 6 月末长期借款余额分别为 209.57 亿元、134.89 亿元、150.17 亿元和 130.28 亿元，其中 2019 年末大幅减少主要系公司部分长期借款将于一年内到期，重分类至一年内到期的非

流动负债所致；同期末，公司应付债券分别为 96.00 亿元、158.29 亿元、162.50 亿元和 151.21 亿元，2019 年随着业务规模扩大，债券融资规模大幅增长；同期末，公司长期应付款分别为 1.11 亿元、700.35 亿元、423.40 亿元和 423.40 亿元，主要为山东资管应付用于收购恒丰银行不良资产的专项资金，2019 年公司收购不良资产后，科目余额大幅增长，2020 年较上年减少 39.54%，系公司处置部分不良资产偿还债务以及将一年内到期部分 200.34 亿元计入一年内到期的非流动负债所致。

流动负债方面，2018~2020 年末及 2021 年 6 月末，公司的流动负债分别为 168.26 亿元、325.86 亿元、491.70 亿元和 563.85 亿元，主要由短期借款和一年内到期的非流动负债构成。2018~2020 年末及 2021 年 6 月末，公司短期借款分别为 35.00 亿元、23.40 亿元、44.20 亿元和 84.59 亿元，主要为信用借款，公司短期借款规模增长较快；随着公司债务的陆续到期，公司一年内到期的非流动负债规模有所增长，同期末，一年内到期的非流动负债分别为 59.18 亿元、133.99 亿元、274.02 亿元和 298.58 亿元，2021 年 6 月末，一年内到期的非流动负债包括长期借款 48.26 亿元、应付债券 50.00 亿元和长期应付款 200.29 亿元。

总债务方面，2018~2020 年末和 2021 年 6 月末，公司总债务分别为 399.91 亿元、1,151.82 亿元、1,054.50 亿元和 1,125.15 亿元。从债务结构上看公司债务以长期债务为主，同期末公司短期债务/总债务分别为 0.24 倍、0.14 倍、0.30 倍和 0.37 倍，公司短期债务增长较快，公司面临一定的短期偿债压力。

债务到期方面，截至 2021 年 6 月末，公司总债务规模为 1,125.15 亿元，其中 2021 年下半年、2022 年、2023 年、2024 及以后年度到期债务分别为 282.56 亿元、209.10 亿元、100.48 亿元和 533.01 亿元，2021 年下半年及 2022 年度，公司到期债务规模较大，公司存在一定的短期偿债压力。

**表 12：截至 2021 年 6 月末公司债务到期分布情况（亿元）**

项目	2021.7-12	2022	2023	2024 及以后
----	-----------	------	------	----------

到期债务	282.56	209.10	100.48	533.01
------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

母公司方面，2018~2020 年末及 2021 年 6 月末，母公司总资产分别为 167.20 亿元、525.87 亿元、561.27 亿元和 616.79 亿元，呈逐年增长趋势。作为投资控股类企业，母公司的资产大部分由长期股权投资构成；同期末，母公司长期股权投资分别为 127.43 亿元、495.39 亿元、526.96 亿元和 541.22 亿元，主要系对山东资管等子公司的投资。同期末，母公司总负债分别为 77.00 亿元、83.48 亿元、115.30 亿元和 171.09 亿元，截至 2021 年 6 月末，公司总负债主要由短期借款和应付债券构成，分别为 49.00 亿元和 75.20 亿元。财务杠杆方面，2018~2020 年及 2021 年 6 月末，母公司资产负债率分别为 46.06%、15.88%、20.54%和 27.74%，2019 年股东增资后，公司财务杠杆水平显著下降。

## 现金流及偿债能力

### 受不良资产收购及处置进度影响，公司经营活动净现金流波动较大，公司经营活动净现金流及 EBITDA 对债务利息覆盖能力较好，但对债务本金覆盖能力较弱

2018~2020 年及 2021 年 1~6 月，公司经营活动净现金流量分别为 -11.96 亿元、-624.13 亿元、195.29 亿元和 33.39 亿元，2019 年受不良资产收购业务影响，公司经营活动现金流净流出金额较大；2020 年以来，随着公司不良资产处置进度加快，公司经营活动净现金流大幅增长。同期，公司经营活动净现金流/总债务分别为 -0.03 倍、-0.54 倍、0.19 倍和 0.06 倍；同期，公司经营活动净现金流利息保障系数分别为 -0.64 倍、-30.75 倍、5.39 倍和 2.05 倍，2020 年以来，公司经营活动净现金流对债务利息覆盖能力尚可，对债务本金覆盖能力相对较弱。

投资活动现金流方面，随着公司持续增加对合营企业及联营企业的股权投资支出，近年来公司投资活动净现金流亦呈现净流出状态。2018~2020 年及 2021 年 1~6 月，公司投资活动净现金流量分别为 -28.69 亿元、-361.92 亿元、-25.33 亿元和 -1.32 亿

元，其中 2019 年公司投资活动净现金流出大幅增加，主要系对恒丰银行进行 360.00 亿元的股权投资所致。

筹资活动现金流方面，近年来公司投资活动净现金流呈现净流入状态。2018~2020 年及 2021 年 1~6 月，公司筹资活动净现金流量分别为 38.43 亿元、1,088.29 亿元、-111.62 亿元和 26.92 亿元，公司 2019 收到政府拨付 360.00 亿元增资款及 700.00 亿元专项应付款，使得年度内筹资活动净现金流量较高，2020 年以来，随着公司偿还债务，筹资活动净现金流量大幅减少。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和利息费用构成。近年来公司利息费用增长较快，公司 EBITDA 呈现逐年增长趋势。2018~2020 年，公司 EBITDA 分别为 47.53 亿元、44.76 亿元和 62.07 亿元，其中 2020 年公司 EBITDA 大幅增长 38.66% 系债务规模增长导致利息支出大幅增加。

从偿债指标来看，2018~2020 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.55 倍、2.21 倍和 1.71 倍。同期，公司总债务/EBITDA 分别为 8.41 倍、25.73 倍和 16.99 倍。EBITDA 能够为债务利息提供有效保障，受公司有息债务规模快速增加的影响，近年来 EBITDA 对利息的覆盖能力有所减弱，EBITDA 对债务本金的保障不足。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况

项目	2018	2019	2020	2021.6
短期债务（亿元）	94.28	158.34	318.42	420.47
长期债务（亿元）	305.63	993.49	736.08	704.68
总债务（亿元）	399.91	1,151.82	1,054.50	1,125.15
EBITDA（亿元）	47.53	44.76	62.07	-
EBITDA 利息倍数（X）	2.55	2.21	1.71	-
总债务/EBITDA（X）	8.41	25.73	16.99	-
经营活动净现金流（亿元）	-11.96	-624.13	195.29	33.39
利息支出（亿元）	18.65	20.30	36.25	0.42
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.64	-30.75	5.39	2.05
货币资金/短期债务	0.53	0.93	0.59	0.65
经营活动净现金/总债务（X）	-0.03	-0.54	0.19	0.06

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，近年来母公司经营活动净现金流规模较小，主要为母公司收到和支付其他与经营活

动有关的现金。2018~2020年及2021年1~6月，母公司经营活动净现金流分别为-1.64亿元、6.02亿元、-1.45亿元和9.54亿元。

### 公司受限资产规模很小，股东方对公司支持力度较大，充足的外部授信能够对整体偿债能力提供支持

银行授信方面，公司旗下拥有上市公司鲁信创业投资集团股份有限公司和山东省国际信托股份有限公司，并持有恒丰银行32.37%股权，资产流动性较高；截至2021年6月末，公司共获得银行授信839.84亿元，其中已使用授信额度为215.90亿元，尚未使用授信额度623.94亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至2021年6月末，公司受限资产规模合计29.54亿元，占当期末净资产的比例为1.52%，受限比例较小。受限资产主要包括作为抵质押融资借款而受限的存货10.09亿元、其他非流动资产历下总部商务A座12.74亿元。

截至2021年6月末，公司无对外担保。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018年~2021年6月30日，公司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，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

### 作为山东省国有资产投融资管理的重要主体，公司在资金注入等方面获得了山东省政府和财政厅的有力支持

作为山东省国有资产投融资管理的重要主体，公司在资金注入等方面获得了山东省政府和财政厅的有力支持

公司是山东省财政厅直属企业，是山东省国有资产投融资管理的重要主体，以战略管理为导向，以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，在资金注入等方面获得了山东省政府和财政厅的有力支持。2019年12月，山东省财政厅以货币资

金360亿元向公司增资，其中新增注册资本85亿元，其余275亿元计入资本公积。增资完成后公司注册资本变更为115亿元。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定山东省鲁信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**。

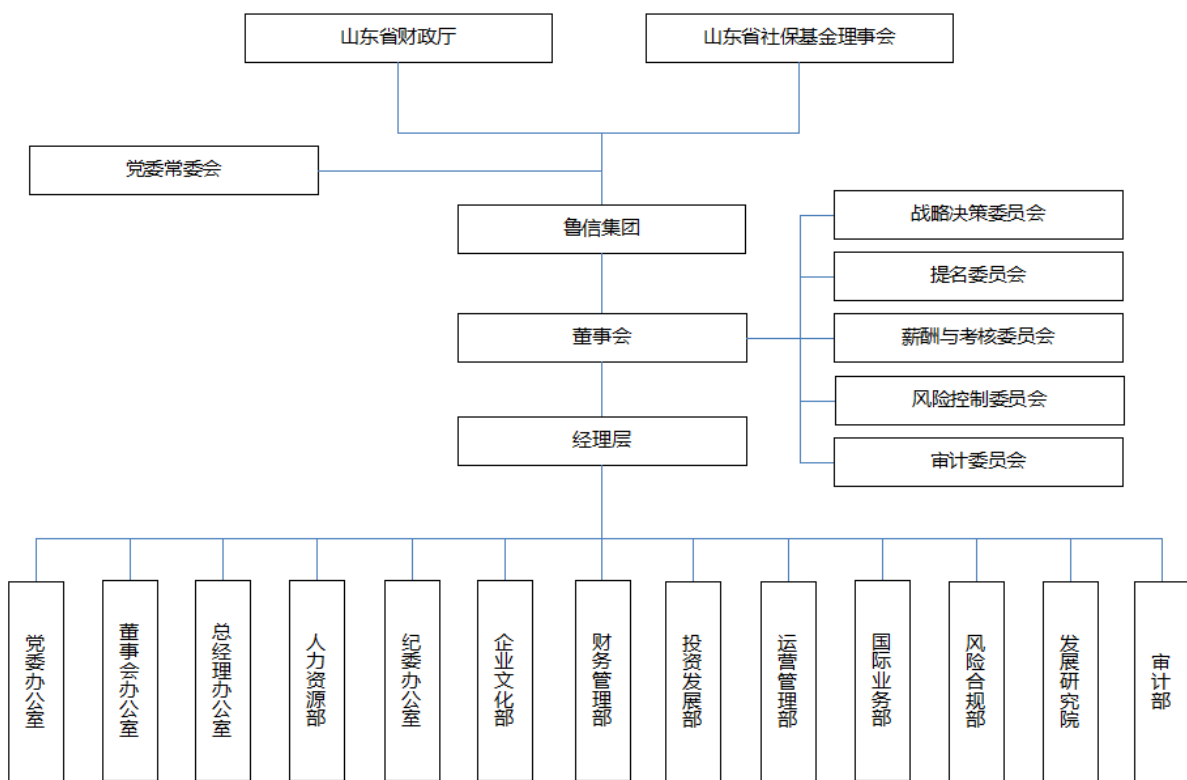
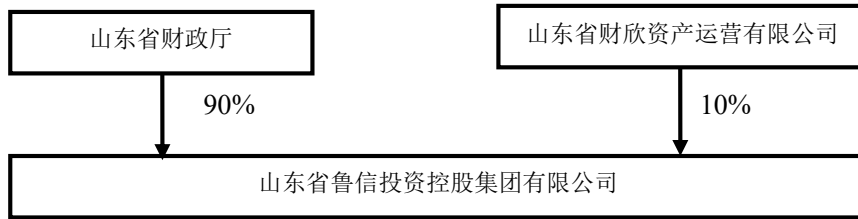
## 中诚信国际关于山东省鲁信投资控股集团有限公司 的跟踪评级安排

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。

我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。



## 附一：山东省鲁信投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 附二：山东省鲁信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）	2018	2019	2020	2021.6
货币资金	495,412.77	1,469,882.24	1,866,959.74	2,712,101.71
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,164,172.21	8,342,021.63	6,520,561.45	6,471,078.42
应收账款净额	55,602.29	41,551.65	94,616.30	103,951.10
其他应收款	112,224.52	418,724.09	83,463.78	91,996.60
存货净额	234,951.18	259,396.54	230,691.66	274,695.40
可供出售金融资产	1,377,773.02	1,582,221.24	1,140,137.03	0.00
长期股权投资	798,878.42	4,518,618.70	5,163,005.40	5,212,889.67
固定资产	60,275.21	63,519.75	53,480.78	79,865.35
在建工程	6,716.73	32,360.05	33,896.58	11,230.63
无形资产	40,130.14	39,028.38	36,502.20	36,807.78
总资产	7,945,190.28	20,155,844.94	19,117,409.79	19,457,926.37
其他应付款	206,277.28	1,202,454.94	365,746.15	268,125.59
短期债务	942,800.74	1,583,379.20	3,184,163.41	4,204,720.78
长期债务	3,056,326.50	9,934,850.92	7,360,811.34	7,046,765.42
总债务	3,999,127.24	11,518,230.11	10,544,974.74	11,251,486.20
净债务	3,503,714.48	10,048,347.87	8,678,015.00	8,539,384.49
总负债	4,935,014.32	13,485,791.17	12,449,673.54	12,763,225.75
费用化利息支出	183,521.38	200,512.42	359,174.80	159,665.39
资本化利息支出	3,026.58	2,451.22	3,297.93	2,845.19
实收资本	300,000.00	1,150,000.00	1,150,000.00	1,150,000.00
少数股东权益	1,452,744.45	1,560,890.05	1,521,465.14	1,556,849.01
所有者权益合计	3,010,175.96	6,670,053.77	6,667,736.25	6,694,700.62
营业总收入	1,206,859.00	1,228,458.86	1,011,379.34	374,902.77
期间费用前利润	425,763.22	426,272.20	472,455.09	151,390.34
营业利润	283,391.17	238,544.20	248,584.67	156,332.70
投资收益	183,969.04	135,173.52	427,068.39	201,804.97
营业外收入	1,366.55	2,421.91	5,761.08	622.68
净利润	203,323.16	170,562.50	235,481.15	136,138.13
EBIT	462,645.75	436,990.69	610,255.52	316,271.73
EBITDA	475,250.45	447,638.86	620,681.86	-
销售商品、提供劳务收到的现金	971,734.08	813,763.26	481,794.28	227,264.32
收到其他与经营活动有关的现金	2,679,032.63	3,886,916.51	5,540,496.04	1,636,348.41
购买商品、接受劳务支付的现金	867,768.55	788,116.29	454,470.78	265,000.50
支付其他与经营活动有关的现金	2,852,447.74	10,093,575.04	3,602,732.89	1,205,916.68
吸收投资收到的现金	360.00	3,614,316.68	3,153.00	440.00
资本支出	84,540.61	23,652.95	109,644.25	4,175.36
经营活动产生现金净流量	-119,584.81	-6,241,274.58	1,952,859.87	333,945.07
投资活动产生现金净流量	-286,929.36	-3,619,151.82	-253,308.11	-13,171.20
筹资活动产生现金净流量	384,279.31	10,882,863.81	-1,116,207.80	269,190.82
财务指标	2018	2019	2020	2021.6
营业毛利率(%)	35.70	35.73	48.66	41.01
期间费用收入比(%)	21.87	23.73	46.93	50.47
总资产收益率(%)	6.20	3.11	3.11	3.28
流动比率(X)	2.24	3.79	2.17	2.02
速动比率(X)	2.10	3.71	2.12	1.97
资产负债率(%)	62.11	66.91	65.12	65.59
总资本化比率(%)	57.05	63.33	61.26	62.70
长短期债务比(X)	0.31	0.16	0.43	0.60
经营活动净现金/总债务(X)	-0.03	-0.54	0.19	0.06
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.13	-3.94	0.61	0.16
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.64	-30.75	5.39	2.05
总债务/EBITDA(X)	8.41	25.73	16.99	-
EBITDA/短期债务(X)	0.50	0.28	0.19	-
货币资金/短期债务(X)	0.53	0.93	0.59	0.65
EBITDA 利息倍数(X)	2.55	2.21	1.71	-

注：1、中诚信国际根据 2018-2020 年度审计报告及 2021 年半年度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债、长期应付款、专项应付款、租赁负债的带息债务。

### 附三：山东省鲁信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）	2018	2019	2020	2021.6
货币资金	27,548.59	32,004.76	33,016.28	590,865.35
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	38,386.35	0.00	191,741.05	1.05
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	121,236.36	58,280.78	39,574.17	92,765.04
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	193,209.79	200,809.79	25,230.89	0.00
长期股权投资	1,274,328.01	4,953,871.82	5,269,573.60	5,412,195.19
固定资产	1,278.65	1,047.22	898.03	808.53
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	210.85	331.05	394.34	350.53
总资产	1,671,983.35	5,258,659.23	5,612,728.36	6,167,874.12
其他应付款	14,918.73	17,953.44	11,095.80	158,590.12
短期债务	250,000.00	310,000.00	250,000.00	560,000.00
长期债务	502,000.00	502,000.00	702,000.00	801,980.00
总债务	752,000.00	812,000.00	952,000.00	1,361,980.00
净债务	724,451.41	779,995.24	918,983.72	771,114.65
总负债	770,047.56	834,832.43	1,153,007.10	1,710,854.06
费用化利息支出	35,031.13	37,324.41	39,805.62	20,077.59
资本化利息支出	-	-	-	-
实收资本	300,000.00	1,150,000.00	1,150,000.00	1,150,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	901,935.79	4,423,826.80	4,459,721.26	4,457,020.06
营业总收入	912.99	1,280.33	1,907.43	200.65
期间费用前利润	789.32	306.80	1,863.50	159.94
营业利润	31,802.15	8,677.43	65,419.33	13,228.48
投资收益	78,765.46	55,374.26	113,812.92	35,217.27
营业外收入	0.00	42.64	0.00	0.00
净利润	27,165.69	5,530.04	64,702.13	13,010.22
EBIT	62,196.82	42,854.45	104,507.76	33,087.80
EBITDA	-	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	0.00	0.00	159,834.99
收到其他与经营活动有关的现金	137,907.30	72,703.82	144,984.53	0.00
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	149,377.89	7,509.89	152,751.18	60,994.36
吸收投资收到的现金	0.00	3,600,000.00	0.00	0.00
资本支出	483.54	304.61	263.77	12.81
经营活动产生现金净流量	-16,438.31	60,151.29	-14,515.19	95,443.51
投资活动产生现金净流量	-79,309.26	-3,633,072.70	-45,012.50	-108,866.20
筹资活动产生现金净流量	125,172.02	3,539,067.59	252,279.21	379,851.76
财务指标	2018	2019	2020	2021.6
营业毛利率(%)	90.02	96.42	99.91	100.00
期间费用收入比(%)	4,435.49	3,420.42	2,652.90	11,939.20
总资产收益率(%)	-	-	-	1.12
流动比率(X)	0.76	0.31	1.00	0.95
速动比率(X)	0.76	0.31	1.00	0.95
资产负债率(%)	46.06	15.88	20.54	27.74
总资本化比率(%)	45.47	15.51	17.59	23.41
长短期债务比(X)	0.50	0.62	0.36	0.70
经营活动净现金/总债务(X)	-0.02	0.07	-0.02	0.14
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.07	0.19	-0.06	0.34
经营活动净现金/利息支出(X)	-0.47	1.61	-0.04	4.75
总债务/EBITDA(X)	-	-	-	-
EBITDA/短期债务(X)	-	-	-	-
货币资金/短期债务(X)	0.11	0.10	0.13	1.06
EBITDA 利息倍数(X)	-	-	-	-

注：1、中诚信国际根据 2018-2020 年度审计报告及 2021 年半年度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际在分析时将其他流动负债的有息部分调整至短期债务，将长期应付款、专项应付款、租赁负债的有息部分调整至长期债务。

## 附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	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
	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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。



## 附五：信用等级的符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

# 山东省鲁信投资控股集团有限公司公司债

## 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：王 飞 fwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 27 日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦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。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对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。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022] 跟踪 1450 号

## 山东省鲁信投资控股集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持“21 鲁信 01”、“21 鲁信 Y1”、“21 鲁信 02”、“22 鲁信 01”、“22 鲁信 Y1”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日



**评级观点：**中诚信国际维持“21鲁信01”、“21鲁信Y1”、“21鲁信02”、“22鲁信01”、“22鲁信Y1”的债项信用等级为AAA。中诚信国际肯定了山东省经济实力持续增强，为公司发展提供了稳定的外部环境、公司突出的战略地位、股东方支持力度较大、业务布局多元化、主营业务竞争优势显著等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司短期债务规模较大、存在一定短期偿债压力、公司业务盈利能力较弱、利润主要来自投资收益以及公司金融板块风险管控难度加大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

鲁信集团（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	2,015.58	1,911.74	1,769.42	1,821.12
所有者权益合计（亿元）	667.01	666.77	700.06	700.55
总负债（亿元）	1,348.58	1,244.97	1,069.36	1,120.56
总债务（亿元）	1,151.81	1,054.49	909.26	971.88
营业总收入（亿元）	122.85	101.14	94.02	27.06
净利润（亿元）	17.06	23.55	25.27	5.62
EBITDA（亿元）	44.76	62.07	60.02	13.12
经营活动净现金流（亿元）	-624.13	195.29	154.84	-8.18
资产负债率(%)	66.91	65.12	60.44	61.53
鲁信集团（母公司口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	525.87	561.27	631.07	691.51
所有者权益合计（亿元）	442.38	445.97	466.41	463.22
总负债（亿元）	83.49	115.30	164.66	228.29
总债务（亿元）	81.20	95.20	143.32	198.36
营业总收入（亿元）	0.13	0.19	0.24	0.00
净利润（亿元）	0.55	6.47	4.42	-1.18
EBITDA（亿元）	-	-	-	-
经营活动净现金流（亿元）	6.02	-1.45	9.00	3.39
资产负债率(%)	15.88	20.54	26.09	33.01

注：1、中诚信国际根据 2019~2021 年度审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际在分析时将其他流动负债的有息部分调整至短期债务，将长期应付款中的有息部分调整至长期债务。

#### 正面

■ **山东省经济实力持续增强，为公司发展提供了稳定的外部环境。**近年来经济总量持续增长，同时财政实力亦稳步增强，为省内金融机构的发展提供了良好的外部环境。

■ **突出的战略地位，股东方支持力度较大。**公司作为山东省直属的金融控股企业之一，下辖多个省级金融机构，在区域经济发展及金融市场建设等方面起到重要作用，战略地位十分显著。2019 年 12 月，山东省财政厅以货币资金 360 亿元向公司增资，用于认购恒丰银行 32.37% 股权，系恒丰银行第二大股东；2021 年 12 月，山东省财政厅分两次以货币资金向公司增资合计 20 亿元，其中增加注册资本 8.37 亿元，增加资本公积 11.63 亿元。

■ **业务布局多元化，各业务竞争优势显著。**公司以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，目前主要涉及基础设施、金融服务等领域，其中天然气供应、不良资产管理、信托业务、创投业务等均处于山东省同业领先地位，具备较强的竞争优势。

#### 关注

■ **债务规模较大，存在一定短期偿债压力。**近年来，公司各项业务的开展带动公司短期债务快速增长，同时不良资产的收购亦使债务负担持续加重，截至 2022 年 3 月末，公司短期债务规模为 461.11 亿元，占公司债务总额的 47.45%，公司面临一定的短期偿债压力。

■ **公司业务盈利能力较弱，利润主要来自投资收益。**2021 年度公司实现利润总额 26.19 亿元，其中经营性业务利润为-10.04 亿元，投资收益为 41.33 亿元，经营性业务利润由上年盈利转为亏损，利润主要来自投资收益。

■ **公司金融板块风险管控难度加大。**国内经济增速趋缓、房地产行业下行，叠加新冠疫情影响，企业经营风险逐步向金融体系传递，公司持有较大规模待处置不良资产，信托业务亦面临较大的监管环境变化及资产减值压力，公司面临的风险管控压力不断加大。

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 鲁信 01	AAA	AAA	2021/06/28	15	15	2021/01/13-2026/01/07	票面利率选择权,回售条款
21 鲁信 Y1	AAA	AAA	2021/06/28	15	15	2021/01/18-2024/01/18	票面利率选择权,有条件赎回条款、发行人续期选择权等
21 鲁信 02	AAA	AAA	2021/09/23	10	10	2021/10/08-2026/10/08	-
22 鲁信 01	AAA	AAA	2022/03/02	5	5	2022/03/16-2027/03/16	-
22 鲁信 Y1	AAA	AAA	2022/03/02	15	15	2022/03/21-2025/03/21	调整票面利率,利息递延,续期选择权,有条件赎回

## 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。

## 募集资金使用情况

“21 鲁信 01”募集资金 15.00 亿元，募集资金在扣除发行费用后全部用于偿还公司有息债务，截至 2022 年 5 月末，已全部按照募集资金用途使用完毕。“21 鲁信 Y1”募集资金 15.00 亿元，募集资金在扣除发行费用后全部用于偿还公司有息债务，截至 2022 年 5 月末，已按照募集资金用途使用资金完毕。“21 鲁信 02”募集资金 10.00 亿元，募集资金在扣除发行费用后全部用于偿还公司有息债务，截至 2022 年 5 月末，已按照募集资金用途使用资金完毕。“22 鲁信 01”募集资金 5.00 亿元，募集资金在扣除发行费用后全部用于偿还公司有息债务，截至 2022 年 5 月末，已全部按照募集资金用途使用完毕。“22 鲁信 Y1”募集资金 15 亿元，募集资金扣除发行费用后全部用于偿还公司债务和补充流动资金，截至 2022 年 5 月末，已全部按照募集资金用途使用完毕。

## 近期关注

**随着城市化进程的深入，能源结构的调整以及环保政策的大力推动，天然气需求呈逐年增长趋势，但总产量不足以及区域分布不均衡问题显著，未来仍将持续加强管网和储气设施建设，以提升天然气保障能力**

天然气行业分为上游生产、中游输送及下游分销三个环节。目前，我国天然气生产由中国石油天然气集团有限公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团有限公司和中国海洋石油集团有限公司等大型天然气勘探企业进行，上游天然气开采商及供应商基本被“三桶油”垄断；中游天然气输送由拥有跨省及进口长输管网的“三桶油”及经营省内长输管道的省级天然气管输企业负责；天然气运

输的下游分销商主要是各个城市的燃气公司，市场化程度相对较高，但由于城市管道燃气实行特许经营权政策，故具有较强的区域垄断性，目前多以获取更多特许经营权形式进行竞争。

随着城市化进程的持续推进，国家环保标准的提高，作为清洁能源的天然气已成为我国城市用气和供气的主要产品。2021 年全国天然气表观消费量 3,726 亿立方米，同比增长 12.7%，较 2020 年增长超过 400 亿立方米。全国天然气产量 2,053 亿立方米，同比增长 6.65%，连续五年增产超过 100 亿立方米。我国天然气市场供需持续快速增长说明随着我国城镇化进程的推进、能源消费结构的升级，我国城市燃气行业具有良好的发展前景。但与此同时，天然气消费量日益超过生产量，供需缺口压力逐渐扩大。

我国天然气行业面临着总产量不足且区域分布不均衡的状态，天然气对进口依赖度很高。根据《中国天然气发展报告（2021）》，“十三五”时期，油气勘探开发总投资 1.36 万亿元，年均增长 7.0%。

“十三五”时期，全国天然气新增探明地质储量 5.6 万亿立方米，我国自产气主要集中在塔里木、鄂尔多斯、四川、柴达木盆地、准噶尔盆地等地，天然气供给存在地区发展不均衡的情况。从 2006 年开始，我国成为天然气净进口国，2021 年我国天然气进口量为 1,675 亿立方米，同比增长 19.4%，进口依赖度从 2000 年的 8.80% 增长至 2021 年的 44.9%，天然气进口量快速增长。

2022 年 1 月 29 日，国家发改委、能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》，明确提出要增强油气供应能力，实现天然气产量快速增长，力争 2025 年天然气产量达到 2,300 亿立方米以上，要求提升天然气储备和调节能力，统筹推进地下储气库、液化天然气（LNG）接收站等储气设施建设，提高管存调节能力、地下储气库采气调节能力和 LNG 气化外输调节能力，提升天然气管网保供季调峰水平，打造华北、东北、西南、西北等数个百亿方级地下储气库群。

为缓解天然气区域间供需矛盾，我国已形成

“西气东输、川气东送”的供气格局。“十三五”时期累计建成长输管道 4.6 万千米，全国天然气管道总里程达到约 11 万千米。《“十四五”现代能源体系规划》提出，要加快天然气长输管道及区域天然气管网建设，推进管网互联互通，到 2025 年，全国油气管网规模达到 21 万公里左右，并将中俄东线管道南段、川气东送二线、西气东输三线中段、西气东输四线、山东龙口—中原文 23 储气库管道等工程列入区域能源发展重点及基础设施工程。

储气设施方面，近年来，地下储气库工作气量大幅提升，基本形成了以地下储气库和沿海 LNG 接收站储罐为主，其他调峰方式为补充的综合调峰体系。截至 2020 年采暖季前，全国储气能力达到 234 亿立方米，占天然气消费量的 7.2%，比 2015 年提高 2.9 个百分点，调峰保障能力持续提升。

管网政策方面，2020 年 10 月国家管网公司进入实质性运营，标志着天然气行业“管住中间、放开两头”的改革政策迈出关键一步。改革目标初步落地，油气基础设施公平开放格局进一步夯实。广东、海南、湖北、湖南、福建等省级天然气管网以多种形式融入国家管网，构建“全国一张网”取得阶段性进展，将有效扩大燃气企业天然气气源的选择范围，充分的市场竞争也将有效降低企业未来采购天然气的成本。

价格政策方面，天然气价格市场化进程不断推进。2020 年 7 月，国家发改委、市场监管总局发布《关于加强天然气输配价格监管的通知》，各地要合理制定省内管道运输价格和城镇燃气配气价格，天然气输配价格按照“准许成本+合理收益”原则核定。根据《关于加强配气价格监管的指导意见》制定配气价格管理办法并核定独立的配气价格，准许收益率按不超过 7% 确定，地方可结合实际适当降低。2021 年 5 月，国家发改委发布《关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方索的通知》，通知指出要稳步推进天然气价格改革，根据天然气管网等基础设施独立运营及勘探开发、供气和销售主体多元化进程，稳步推进天然气门站价格市场化改革，完善终端销售价格与采购成本联动机制。积极协调

推进城镇燃气配送网络公平开放，减少配气层级，严格监管配气价格，探索推进终端用户销售价格市场化。2021 年 6 月，国家发改委发布了《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（暂行）》，进一步明确了跨省天然气管道运输价格的定价原则、定价方法和定价程序。

“十四五”时期是我国提出 2030 年碳达峰目标与 2060 年碳中和愿景后的第一个“五年”，我国能源系统的安全清洁低碳高效转型将进一步加强。城市燃气行业经过多年发展，国内空白的尤其是优质的特许经营区域已较少，随着包括价格监管、反垄断、燃气安全等越来越严格的监管，城市燃气企业也面临更多经营压力，天然气主营虽然有着较大发展空间，但仅靠燃气业务带来的盈利增长空间正在收窄。从当前国内城市燃气企业发展方向来看，充分利用自身优势向光伏、氢能、分布式能源等综合能源供应商转变，从原有单一天然气供能服务向以满足消费者多元化能源生产和消费需求的一体化综合能源服务转变，这不仅是双碳下能源改革发展的需求，更是城市燃气企业主动对能源发展趋势的把握，综合能源供应服务将是未来城市燃气企业发展的重要方向。

### 地方资产管理行业快速扩容，但目前仍面临复合型 人才短缺、融资渠道受限、相关制度有待完善等 方面的挑战

2012 年 1 月 18 日，财政部联合原银监会出台了《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金[2012]6 号）（以下简称“6 号文”），明确规定各省、自治区、直辖市人民政府可设立或授权一家地方资产管理公司，参与本省（自治区、直辖市）范围内金融企业不良资产的批量收购、处置业务购入的不良资产应采取债务重组的方式进行处置，不得对外转让。2014 年 7 月及 11 月，原银监会先后批准十省市地方资产管理公司参与本省市范围内金融机构不良资产批量收购处置。由于地方政府的全力支持，加之地方资产管理公司的属地性，能够理顺错



综复杂的地方关系，协调各方利益，形成其独特的优势，并成为防范和化解地方金融风险的有利工具，各省的地方资产管理公司纷纷设立。2016年10月，原银监会再次下发《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》（银监办便函〔2016〕1738号），放宽了上述6号文中关于各省级人民政府原则上只可设立一家地方资产管理公司，以及关于地方资产管理公司收购的不良资产不得对外转让的限制，丰富了地方资产管理公司化解不良资产的手段和渠道。2017年4月，原银监会下发了《关于公布云南省、海南省、湖北省、福建省、山东省、广西壮族自治区、天津市地方资产管理公司名单的通知》（银监办便函〔2017〕702号），该通知除公布7家地方资产管理公司名单外，还降低了不良资产批量转让门槛，将不良资产批量转让组包户数由10户以上降低为3户以上，意味着地方资产管理公司继续扩容的同时，资产处置效率将会提高。2019年7月，银保监会官网发布了银保监办发〔2019〕153号文《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》，强调地方AMC回归不良主业。2021年1月7日，银保监会印发了《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》，正式开展单户对公不良贷款出售和个人不良贷款批量转让试点，并将纳入不良分类的个人消费贷、信用卡透支、个人经营贷纳入转让范围。2021年4月28日，银保监会印发了《关于推进信托公司与专业机构合作处置风险资产的通知》，同意信托公司与中国信托业保障基金有限责任公司、金融资产管理公司和地方资产管理公司等专业机构合作处置信托公司固有不良资产和信托风险资产。2021年8月，银保监会制定了《地方资产管理公司监督管理暂行办法》并向各地方资产管理公司征求意见，该办法从经营规则、经营管理、监督管理等方面对地方资产管理公司进行全方面的规范，对不良资产主业占比、杠杆倍数等都有较具体的规定。2021年12月31日，中国人民银行会同有关方面研究起草了《地方金融监督管理条例》（草案征求意见稿），明确地方金融组织应当服务本地，原则上不得跨省开展业务。总体而言，地方资产管理公司

监管政策不断升级完善，多个监管办法正在酝酿或试点，经营主体和经营对象亦不断扩容。截至2022年3月末，银保监会公布地方资产管理公司名单，全国地方资产管理公司共59家，31个省级行政区（不含港澳台）均设立了经原银监会备案的地方资产管理公司，其中广东、浙江、福建、山东以及辽宁设有3家，上海、北京、安徽、江苏、江西、重庆、天津、湖北、广西、宁夏、甘肃、山西、黑龙江、内蒙古、海南、四川、湖南以及河南设有2家。但相较于全国性的金融资产管理公司，地方资产管理公司仍面临融资渠道较窄、复合型人才短缺、配套政策仍需持续完善等挑战。

### **跟踪期内，山东省经济与财政实力继续增强，产业结构持续优化，工业发展提质增效，为公司发展提供了良好的外部条件**

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。全省陆地面积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、青岛市两个副省级市，以及淄博市、枣庄市、东营市、烟台市、潍坊市、济宁市、泰安市、威海市、日照市、临沂市、德州市、聊城市、滨州市和菏泽市十四个地级市。截至2021年末，全省常住人口10,169.99万人。

山东省经济基础较好，跟踪期内实现高速增长。2021年山东省实现生产总值(GDP)为83,095.90亿元，按可比价格计算，2021年GDP较上年实现增长8.3%。分产业看，第一产业增加值6,029.0亿元，增长7.5%；第二产业增加值33,187.2亿元，增长7.2%；第三产业增加值43,879.7亿元，增长9.2%。三次产业结构由上年的7.4:39.1:53.5调整为7.3:39.9:52.8。

山东省工业发展提质增效，民营活力不断提升。2021年山东省全部工业增加值27,243.6亿元，比上年增长8.6%。规模以上工业增加值增长9.6%，其中，装备制造业增加值增长10.5%；高技术制造业增加值增长18.5%，增速高于规模以上工业8.9个百分点。

规模以上工业营业收入增长 18.0%，利润总额增长 20.9%。营业收入利润率为 5.2%，比上年提高 0.1 个百分点。全省重点调度的 120 种重点产品中，78 种产品产量比上年增长，增长率为 65.0%，比上年扩大 12.5 个百分点。民营工业企业发展活力不断增强，民营工业实现增加值比上年增长 11.3%，增速高于规模以上工业 1.7 个百分点。

经济发展驱动力方面，投资和消费是拉动经济增长的主要动力。2021 年，山东省固定资产投资（不含农户）比上年增长 6.0%。三次产业投资构成为 1.9:32.4: 65.7。重点投资领域中，民间投资增长 8.2%，占固定资产投资的比重为 65.2%，比上年提高 1.3 个百分点；制造业投资增长 13.1%，占固定资产投资的比重为 27.5%，比上年提高 1.7 个百分点；高新技术产业投资增长 11.6%，高于工业投资增速 1.8 个百分点。

房地产市场平稳运行。2021 年山东省完成房地产开发投资 9,819.7 亿元，比上年增长 3.9%。其中，住宅投资 7,694.5 亿元，增长 5.5%。开发规模稳步提升，商品房施工面积突破 8 亿平方米，达 82,771.7 万平方米，增长 3.7%。其中，住宅施工面积 60,712.6 万平方米，增长 3.1%。商品房销售面积 14,272.8 万平方米，增长 7.5%。其中，住宅销售面积 12,632.0 万平方米，增长 6.1%。商品房销售额 12,155.6 亿元，增长 9.9%。其中，住宅销售额 11,044.1 亿元，增长 9.2%。

跟踪期内，山东省财政收入增幅较大。2021 年山东省实现一般公共预算收入 7,284.45 亿元，同口径增长 11.0%；税收收入为 5,475.98 亿元，税收收入在一般公共预算收入中占比 75.17%；2021 年山东省政府性基金收入为 7,976.94 亿元，同口径增长 9.60%，主要系有土地使用权出让收入及城市基础设施配套费收入大幅增长。

财政支出方面，2021 年，山东省完成一般公共预算支出 11,709.11 亿元，同口径增长 9.5%；同期山东省全省政府性基金支出为 9,702.89 亿元；同期，山东省全省财政平衡率（一般公共预算收入/一般公

共预算支出\*100%）为 62.21%，较上年增加 3.81 个百分点，财政平衡能力有所增强但整体较弱，不足部分主要由上级政府的税收返还及转移支付来弥补。

地方政府债务方面，2021 年山东省债务限额为 21,143.60 亿元，其中一般债务限额 7,822.75 亿元，专项债务限额 13,320.85 亿元；债务余额为 19,992.28 亿元，其中一般债务余额 7,366.60 亿元，专项债务余额 12,625.68 亿元。

**表 1：2019~2021 年山东省财政情况（亿元、%）**

项目名称	2019	2020	2021
一般公共预算收入	6,526.71	6,559.93	7,284.45
其中：税收收入	4,849.29	4,757.62	5,475.98
政府性基金预算收入	6,742.71	7,278.99	7,976.94
一般公共预算支出	10,739.76	11,233.52	11,709.11
政府性基金预算支出	7,532.22	9,779.86	9,702.89
财政平衡率	60.80	58.40	62.21

注：2019~2020 年数据为财政决算数据，2021 年数据为预算执行数据  
资料来源：山东省财政厅，中诚信国际整理

山东省地区经济持续增强，且整体财政实力较强，税收收入占比较高，稳定性较好。未来，山东省将继续致力于经济结构调整，实施高端高质高效的产业发展战略，推动传统产业向中高端迈进，发展现代制造业和新兴服务业，经济结构有望进一步优化。

### **公司基础设施业务主要系天然气销售和天然气管网建设，在区域内具备较强的竞争优势，跟踪期内受益于下游客户拓展，公司天然气销售收入增长很快**

公司基础设施业务主要涉及天然气管道建设及天然气销售，该业务主要由子公司山东实华天然气有限公司（以下简称“实华公司”，公司和中国石油天然气股份有限公司分别持有其 50%和 50%股份）和参股的山东省天然气管道有限责任公司（以下简称“管道公司”，公司持股 35%）、山东省国实管道天然气有限公司（以下简称“国实管道公司”，公司持股 35%）等负责，其中，国实管道公司系 2020 年 9 月成立。实华公司主要负责山东省及周边地区天

然气下游市场的开发、管道天然气销售及分支管网建设；管道公司及国实管道公司主要从事主干线天然气管道建设、运营、维护及相关配套业务。

从收入构成情况看，2021年及2022年1~3月，公司基础设施建设板块分别实现营业收入50.64亿元和19.65亿元，其中，实华公司分别实现营业收入49.99亿元和19.63亿元，分别占该板块收入总额的98.72%和99.90%，系公司基础设施建设收入的主要构成部分，其中2021年实华公司收入较上年增加43.59%，2021年以来实华公司实施“以资源促合作”的市场开发策略，巩固和开发终端市场，在莱州、博兴、日照等地成立子公司，并确定了莱州、胶南、博兴、高密等液化天然气（LNG）加气储备站项目，在此带动下，实华公司收入规模增加很快。

业务模式上，公司天然气采购全部来自于实华公司另一股东中国石油化工股份有限公司，由实华公司按年度与中石化天然气分公司签署照付不议天然气采购合同，每年按照上年供气量签订下年度采购量，然后通过天然气管道运输，送达下游各地市的天然气经销公司，实华公司按月与各天然气经销公司结算，并由各天然气经销公司对当地企业和居民供气。天然气采购价按照山东省物价局天然气核定价格进行确认，天然气销售价格由采购价格、天然气购销差价和管道输送费三部分组成，门站价格多采用山东省物价局发布的指导价格。

运营情况方面，2021年及2022年1~3月，公司分别完成天然气采购19.30亿立方米和6.64亿立方米，采购金额分别47.67亿元和18.67亿元，采购均价分别为2.47元/立方米和2.81元/立方米，销售情况上，2021年及2022年1~3月，公司完成天然气销售19.30亿立方米和6.64亿立方米，销售金额分别为49.99亿元和19.63亿元，销售均价分别为2.59元/立方米和2.96元/立方米，购销价格增加系受国家发改委价格调控和中石化内部政策影响所致。

**表 2：近年来公司天然气采购和销售情况（万立方米、万**

元、元/立方米)			
年份	采购量	采购金额	采购价格
2019	270,955.10	617,670.14	2.2796
2020	144,410.96	335,019.50	2.3199
2021	193,016.84	476,674.39	2.4696
2022.1-3	66,409.69	186,690.91	2.8112
年份	销售量	销售金额	销售价格
2019	270,955.10	642,309.21	2.3705
2020	144,410.96	348,131.50	2.4107
2021	193,016.84	499,874.71	2.5899
2022.1-3	66,409.69	196,281.09	2.9557

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司亦参股管道公司和国实管道公司，该公司主要从事主干线天然气管道建设、运营、维护及相关配套业务。截至2022年3月末，管道公司、国实管道公司和实华公司合计拥有天然气管道约1,710公里。2021年及2022年1~3月，管道公司分别实现天然气运输61.78亿立方米和16.64亿立方米，分别实现营业收入5.49亿元和1.22亿元；2021年及2022年1~3月，国实管道公司分别实现天然气运输64.29亿立方米和14.75亿立方米，分别实现营业收入6.51亿元和1.58亿元。

管道建设方面，公司与中石化共同投资建设天然气管道济青复线项目和中石化山东LNG项目。济青复线项目是将天津、新疆等地的气源引入山东省，管线全长360.30公里，项目实际投资26.00亿元，公司对该项目的投资额为35%，项目已于2015年9月建成并逐步投入使用；LNG项目建成后将引进海外天然气资源以供应山东省及周边地区，从而解决长江以北地区能源紧张的局面，项目分多期投资建设，其中，一期配套工程已于2015年竣工验收，目前已逐步投入使用，管道全长概算214.70公里，实际投资金额是20.55亿元，公司对该项目的投资比例为35%。目前公司主要在建项目为山东管网南干线项目，实施主体为山东省东南管道天然气有限公司（鲁信实业和中石化各持50%股权），沿线途经日照市、临沂市、济宁市、菏泽市等4个地级市，总里程约为510公里，项目总投资约89亿元，上述项目全面运行后，公司天然气输送能力将大幅提升。



**金融服务业务作为公司核心业务，在区域内竞争力很强；但公司不良资产待处置资产规模很大，不良资产处置进度及公允价值变动情况需关注；信托业务受监管环境趋严及投资项目减值影响较大，削弱了公司盈利能力**

公司金融服务业务包括不良资产管理、信托、创业投资、融资租赁、小额贷款等业务，由下属子公司分别负责经营，金融服务业务板块各主体均已获得主管机关颁发的业务资质文件。2021年及2022年1~3月，公司金融服务板块收入规模分别为34.97亿元和5.76亿元，2021年金融服务板块收入规模较上年减少27.36%，随着不良资产处置进度减慢，2021年以来金融服务板块收入下降较快。

### （一）资产管理业务

公司资产管理业务主要由下属子公司山东省金融资产管理股份有限公司（简称“山东资管”）负责运营，山东资管系由山东省政府批准设立，并经中国银监会核准具有金融机构不良资产经营资质的省级资产管理公司，于2014年12月31日完成工商注册，注册资本为10亿元，2015年3月10日挂牌成立，2015年7月10日正式获得金融企业不良资产批量收购资质，经多次增资，截至目前，山东资管注册资本为366.39亿元，鲁信集团直接持有其82.28%股权，鲁信集团通过子公司山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国信”）持有山东资管1.36%股权。截至2022年3月末，山东资管总资产为1,205.10亿元，资产负债率为59.71%。

目前，山东资管的业务类型主要包括不良资产经营业务、综合性金融服务业务和资产管理业务，其中，不良资产收购与处置业务为山东资管的核心业务，也是目前公司主要的利润来源之一。2021年及2022年1~3月，山东资管分别实现营业收入（含公允价值变动损益）18.36亿元和3.06亿元，2021年收入规模较上年减少34.87%，主要系不良资产处置板块收入及相关综合性金融服务收入减少所致。

具体来看，2021年及2022年1~3月，不良资

产板块收入分别为35.19亿元和0.58亿元，不良资产处置收入较上年减少13.91%，随着以往年度收购的恒丰银行不良资产处置难度增加，处置进度有所放缓；同期，综合性金融服务收入为5.77亿元和0.90亿元，2021年较上年减少34.76%；同期，资产管理板块收入为7.62亿元和1.34亿元，2021年较上年减少14.33%，受山东资管逐步回归不良资产主业及投资规模减少影响，2021年收入规模有所减少；此外，2021年及2022年1~3月，公司对不良资产的公允价值进行评估，分别确认公允价值变动损益-33.39亿元和-0.11亿元，2021年公允价值变动损失较上年减少1.15%。

#### 1) 不良资产板块

山东资管主要通过指定收购与处置、商定收购与合作清收和商业收购与处置的方式开展不良资产业务。具体来看，指定收购与处置业务，即公司按意向投资者承诺的报价或提供的资金进行收购，并进行债权交割和重组。企业收入方式为：不良资产处置收入抵减处置成本后的净额确认收入。公司收入根据资产债权金额、收购价格、处置价格及公司与相关方合作关系综合确定，因此该业务收入比例存在不确定性。

商定收购与合作清收模式，即不良资产包出包方从前期业务尽调、贷款发放和贷后管理等环节，对包内资产情况已有深入了解，基于此山东资管与资产包出让方密切合作，建立清收和管理的合作经营机制，确保清收计划和政策的落实。在此业务模式中，山东资管受让不良资产包后，在完全享有不良债权资产的所有权的前提下与出包方合作进行管理处置，加快不良资产包的处置进度。为鼓励合作方清收的积极性，公司将超额收益让渡给合作清收方。该种业务模式有利于提高不良资产的处置效率和回收率，降低处置成本。

商业收购与处置业务，即山东资管根据资产包内资产情况，将资产包进行拆包处理，以户为单位进行核算，并根据每户债权情况的不同，分别采取



诉讼、基金化处理、债务重组等手段，差异化处理各户债权。

不良资产收购模式方面，山东资管从山东省内的金融机构处收购不良资产，以地方法人金融机构和地方风险事件为切入点，已与多家银行、多个地市和区县府，以及信达地产等社会机构建立了合作关系。收购前期，公司2名业务人员组成项目小组在银行客户经理的陪同下对资产包内的企业逐一走访，以形成对资产包的详细了解。在收购环节，山东资管结合现场尽调情况，并综合考虑项目的利润回报要求，依托中介机构的专业能力定价。从收购折价情况来看，有房产等抵押物的资产包一般在3~5折左右，无抵押物的资产包结合实际情况定价。

从不良资产收购情况来看，2021年和2022年1~3月，山东资管分别收购不良资产229.53亿元和21.31亿元，收购成本分别为55.13亿元和10.74亿元，其中，2021年不良资产收购金额较上年增加40.14亿元，2020年不良资产业务以存量处置为主，新增不良资产规模较小，随着处置进程的深入及资产回收，2021年以来不良资产收购规模有所增加。

2019年12月，山东省财政厅以货币资金360亿元向鲁信集团增资，用于子公司山东资管以每股1元人民币的价格认购360亿股恒丰银行股份有限公司非公开发行的普通股股份。截至2019年末，山东资管共持有恒丰银行360.00亿股股份，占全部股份数量的32.37%，成为继中央汇金投资有限责任公司之后的第二大股东。2019年12月，山东资管与恒丰银行签订资产转让合同，转让标的资产的债权本金余额、风险敞口余额以及未偿价款金额共计1,438.90亿元，转让对价799.57亿元，主要纳入“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”进行核算，对于收购的恒丰银行不良资产，山东金融资产将根据资产包中不良资产的具体情况，灵活通过催收、诉讼、重组、债务更新、清算、转让等多种方式进行处置。受收购恒丰银行不良资产影响，2019年末山东资管不良资产余额由上年末438.42亿元增加至1,846.20亿元。截至2022年3月

末，山东资管累计收购、受托管理各类不良资产3,490.53亿元，累计收购成本1,431.71亿元，累计回收现金930.68亿元，现金回收率为46.40%，期末不良资产余额原值为1,484.61亿元，期末不良资产余额原值较2020年末减少4.08%。

不良资产处置模式方面，依据行业经验判断，公司收购不良资产包后，处置周期一般在3~5年，目前，公司内部考核是3年内清收。在处置阶段，公司定期或不定期对于重点企业实施实地调研以监测风险，对不良资产做出风险评价。公司目前主要通过诉讼、重组、债务更新、债转股等方式处置不良资产。

不良资产处置方面，2021年和2022年1~3月，山东资管分别处置不良资产277.62亿元和36.35亿元，其中，2021年处置规模较上年减少43.09%，随着恒丰银行不良资产处置进程的深入，资产处置难度增加，处置进度有所减慢。截至2022年3月末，山东资管累计处理不良资产2,005.92亿元，累计资产回收率为57.47%，资产回收率较2020年末提升4.54个百分点；累计现金回收930.68亿元，现金回收率为46.40%，现金回收率较2020年末提升0.03个百分点。公司收购成本和处置价格均会受到宏观经济、资本市场等外部环境的影响，近年来宏观经济下行压力加大，加之2020年以来突发疫情冲击，企业经营压力上升，整体信用环境有所恶化，山东资管风险控制和不良资产处置能力面临考验。

**表3：近年来山东资管不良资产经营情况（亿元）**

项目	2019	2020	2021	2022.3
收购金额	1,752.92	189.39	229.53	21.31
收购成本	893.40	44.79	55.13	10.74
处置金额	381.94	487.85	277.62	36.35
累计处置金额	1,204.11	1,691.96	1,969.58	2,005.92
现金回收金额	230.56	230.29	174.98	21.07
累计现金回收金额	504.33	734.62	909.60	930.68
不良资产余额	1,846.20	1,547.74	1,499.65	1,484.61
资产回收率	39.48%	52.23%	56.77%	57.47%
现金回收率	41.88%	43.42%	46.18%	46.40%

注：资产回收率=累计处置金额/累计收购金额；现金回收率=累计现金回收金额/累计处置金额

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，山东资管不良资产收购与处置业务具有地方专营优势，其收购的不良资产已形成一定规模，在地方资产管理公司中处于领先地位。不良资产处置工作稳步推进，现金回收情况良好，表现出较好的不良资产经营态势。但值得关注的是，近年来宏观经济增速下滑，企业经营压力普遍上升，山东省内担保圈等问题仍未完全解决，省内信用环境有所恶化，对山东资管不良资产处置能力提出更高要求。

## 2) 综合性金融服务板块

山东资管还依托不良资产业务差异化开展综合性金融服务业务，包括基于不良资产的追加投资、债转股、股权投资、困难企业救助和资产证券化业务等。2021年和2022年一季度，公司综合性金融服务业务分别实现收入5.77亿元和0.90亿元，2021年收入较上年减少34.76%，公司综合性金融服务业务依托不良资产处置业务开展，2021年不良资产处置规模减少，综合性金融服务业务亦有所减少。

2021年，公司综合性金融服务业务按期回收投资款95.22亿元，截至2021年末，公司综合性金融服务业务投资余额为56.16亿元，同比减少40.34%，随着投资款的陆续回收，投资余额大幅下降。公司综合性金融服务业务以固定收益类为主，截至2021年末，前五大客户投资金额合计33亿元，占公司投资总额的58.76%，客户集中度很高。

表 4：截至 2021 年末山东资管综合性金融服务业务前五大

投资情况（亿元）

投资标的	类型	投资余额	投资期限
A 公司融资项目	委托贷款	12.00	1.5 年
B 公司融资项目	委托贷款	6.00	2 年
C 公司融资项目	委托贷款	5.00	3 年
D 公司融资项目	委托贷款	5.00	2 年
E 公司融资项目	委托贷款	5.00	2 年
合计	-	33.00	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从退出方面来看，山东资管通过被投资企业偿还

借款、股权收购、并购等多种形式完成退出，在满足项目风险可控、收益可观的同时兼顾流动性需求。

总体来看，综合性金融服务对山东资管收入规模贡献度较大，但在宏观经济底部运行、信用风险持续暴露的环境下，部分项目出现逾期，投资相关风险管理能力有待进一步提升。

## 3) 资产管理板块

此外，山东资管还开展部分资产管理业务，该业务板块主要为基金运营业务，包括金融资产投资基金、企业重组发展基金和房地产重整基金等。其中，金融资产投资基金主要投向金融机构出让的金融资产；企业重组发展基金以化解地方企业流动性及担保圈风险为重点，运用基金收购不良资产债权、提供转贷、阶段性持股、破产重整、重组并购等服务，助推企业转型升级；房地产重整基金则运用社会资金和专业公司，收购房地产不良债权、重组项目公司、提供增量资金。

收入来源方面，一方面，公司以有限合伙人角色进行投资，获取收益分红；另一方面，作为基金管理人，通过对基金的运营管理，赚取基金管理费用。公司先后设立了企业重组发展基金、金融资产投资基金、房地产重整基金以及三有企业扶持基金等60只基金，截至2022年3月末，公司基金认缴规模为572.62亿元，实缴规模156.01亿元。2021年和2022年1~3月，公司资产管理业务板块分别实现收入7.62亿元和1.34亿元，2021年资产管理业务较上年减少14.33%。

## (二) 信托业务

公司信托业务由子公司山东国信经营，2017年12月，山东国信在香港联交所上市，股票代码为1697.HK。截至2021年末，山东国信注册资本为46.59亿元，鲁信集团为山东国信第一大股东，直接持股比例为48.13%。截至2021年末，山东国信资产总额为190.63亿元，所有者权益为106.51亿元；

2021 年实现总经营收入 17.79 亿元，收入规模较上年减少 22.85%，营业收入主要来自利息净收入、手续费及佣金收入等；实现净利润 6.28 亿元，净利润较上年减少 25.37%，随着行业监管趋严、信托余额压降规模较大，公司收入及盈利能力均有所下降。

山东国信作为成立时间较长的信托公司，秉持稳健专业的经营理念，立足于山东、面向全国，逐步打造了山东国信理财品牌。山东国信业务可分为信托业务和固有业务，其中信托业务是主营业务，包括事务管理型信托和主动管理型信托（融资类信托和投资类信托）；固有业务包括自有资金贷款以及金融产品投资、金融股权投资等投资业务。

信托业务方面，山东国信与省内各级政府及银行、保险等金融机构均建立了较长期的合作关系。截至 2021 年末，山东国信存续信托余额 1,564.5 亿元，较上年减少 37.09%，2021 年以来，按监管要求，公司融资类业务大幅压降，金融同业通道类业务压降清零，导致公司信托业务余额大幅下降。其中，主动管理型信托资产规模为 781.20 亿元，占全部信托资产规模的比例为 49.93%，占比较上年提升 13.80 个百分点。2021 年，山东国信发行信托产品 512 支，募集资金为 523.31 亿元，较上年减少 191.22 亿元，受资产管理市场竞争加剧，行业监管政策日趋严格等因素影响，山东国信信托产品发行金额下降较快。

从信托业务资金来源看，山东国信的信托资产主要由单一类信托、集合类信托构成，单一类信托主要以机构客户为主，2021 年公司新增单一信托业务 370 笔，金额 96.28 亿元，新增金额占当年新增业务规模的 18.40%；集合信托业务 133 笔，金额 234.63 亿元，新增金额占当年新增业务规模的 44.84%，其余产品主要为财产权信托。

**表 5：近年来山东国信发行信托产品情况（支、亿元）**

项目	2019	2020	2021
信托产品	605	367	512
募集资金	1,020.76	714.53	523.31
其中：单一信托	329	250	370
单一信托金额	445.23	84.21	96.28

集合信托	264	113	133
集合信托金额	522.31	336.81	234.63

资料来源：公司提供

从信托资产投向分布来看，山东国信信托资金投向主要为基础产业、房地产、证券市场、实业、金融机构等。截至 2021 年底，基础产业占 4.26%、房地产占 19.98%、实业占 27.53%、金融机构占 11.95%，其中投向房地产信托资产较上年减少 2.94 个百分点；投向实业信托资产较上年减少 3.43 个百分点；投向金融机构信托资产较上年增加 4.55 个百分点。整体来看，山东国信资产投向相对分散，但在房地产行业风险加剧背景下，信托业务仍面临较大的经营压力。

固有业务方面，山东国信运用自有资金进行投资，着力优化金融股权投资业务布局，开展多元化投资。具体来看，山东国信将固有资产配置至各个资产类别，包括上市公司股份、共同基金等多种权益产品以及财富管理产品，存放同业及国债逆回购等具有高度流动性的资产。截至 2021 年末，山东国信固有业务投资余额为 131.42 亿元，包括货币资产投资余额 20.46 亿元，证券投资余额 70.59 亿元，长期股权投资 22.45 亿元及自有资金贷款 16.87 亿元，其中，长期股权投资包括重庆汽车金融有限公司 6.52% 股权、富国基金管理有限公司 16.68% 股权、泰山财产保险股份有限公司 7.4% 股权、德州银行股份有限公司 2.37% 股权以及民生证券股份有限公司 1.16% 股权。

值得注意的是，根据山东国信年报披露，2020 年山东国信某信托计划投资某房地产开发集团 70 亿元，受新冠疫情及其他因素影响，该房地产开发集团未能支付于 2020 年 5 月及 6 月到期的房地产贷款本金及应计利息，公司于 2020 年对该项目计提减值损失，扣除预期信用损失准备后的账面净值为 59.74 亿元，该项目已由项目公司土地资产、附属建筑物以及该房地产开发集团实际控制人以及其他项目公司提供担保，但若该房地产开发集团不能偿还房地产贷款，山东国信将需要提供财务支援



以偿还应付新受益人款项，截至 2021 年末，公司对上述项目计提减值损失 12.45 亿元；此外，2021 年 2~3 月，山东国信平价受让其管理的信托计划中上述房地产开发集团违约贷款的收益权 20 亿元（即睿远 76 号债权），其中通过中国信托业保障基金有限责任公司借款 16 亿元，其余资金为自有资金。

2022 年 3 月，山东国信发布公告，为集中资源发展固有业务、增加信息科技及人力资源的投资以及支持业务转型发展，拟打包转让富国基金管理有限公司 16.68% 股权及睿远 76 号债权资产，截至 2021 年末，上述拟转让资产账面价值分别为 11.75 亿元和 16.88 亿元（已计提减值约 4.62 亿元）。根据山东国信最新公告，公司子公司山东资管作为上述资产转让受让方，已同山东国信签署资产转让协议，山东资管受让富国基金管理有限公司 16.675% 股权及睿远 76 号债权，对价分别为人民币 40.39 亿元及 10 亿元。

总体来看，受宏观环境及行业环境影响，公司信托业务新发规模及存量规模均有所下降，信托业务收入规模和利润规模也小幅减少，在地产业行业风险加剧作用下，公司信托计划投资项目出现大额违约，山东国信面临较大金额偿还义务，公司信托业务面临一定的经营压力，需关注投资项目处置进展。

### （三）创投业务

公司创业投资业务主要由上市公司鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”，股票代码 600783）负责，鲁信创投是中国资本市场首家以创业投资为主业的上市公司，鲁信集团持股其 69.57% 股份。截至 2021 年末，鲁信创投总资产为 71.61 亿元，较上年增长 12.28%，总负债为 28.97 亿元，2021 年，鲁信创投实现营业收入 1.35 亿元，同比增长 11.78%；实现净利润 5.19 亿元，较去年同期增长 52.00%，净利润主要来自理财、股权投资收益 2.25 亿元和公允价值变动损益 5.82 亿元。2022 年 1~3 月，鲁信创投实现营业收入 0.23 亿元，实现

净利润 0.48 亿元。

目前，鲁信创投正将推进基金化转型，拟由 VC/PE 投资机构向国内一流类资产管理平台转变，即其自有资金主要用于投资设立基金和基金管理公司，再由所设立的基金对项目进行直接投资。募资方面，截至 2021 年末，鲁信创投作为主发起人出资设立的基金及投资平台共 43 个，总认缴规模 160.85 亿元，到位资金规模 115.52 亿元，涉及产业投资基金、区域投资基金、专业投资基金、平台投资基金等多种门类。

投资方面，截至 2021 年末，鲁信创投参股基金及投资平台在投项目 171 个，投资总额 95.61 亿元，穿透后归属于鲁信创投投资金额 42.33 亿元，投资项目行业分布前五名为生物医药及医疗设备、高端装备制造、软件及信息技术服务业、现代金融服务业和信息技术硬件与设备。其中，2021 年各参股基金及投资平台完成投资项目 31 个，总投资额 13.19 亿元，其中鲁信创投出资金额为 7.27 亿元。截至 2021 年末，鲁信创投及其作为主发起人出资设立的各项基金投资持有境内 A 股、H 股上市公司 23 家，新三板挂牌公司 13 家；鲁信创投作为主发起人出资设立的各项基金共有 27 个拟 IPO 项目。2021 年，鲁信创投合计有 9 个项目实现首发上市。2022 年 1-3 月，鲁信创投新增出资 0.92 亿元，完成投资项目 6 个，总投资额 4.14 亿元。

退出机制方面，鲁信创投已经建立了多元化的退出方式，目前投资项目主要以二级市场减持、一级市场股权转让或并购等方式退出。公司投资项目以二级市场减持、一级市场股权转让或并购等方式退出。2021 年鲁信创投进一步加快项目退出力度，加大投资 8 年以上、短期无上市预期项目退出力度，鲁信创投及控股子公司项目退出回笼资金（不含参股基金）3.20 亿元，其中二级市场减持回笼资金 3.12 亿元，一级市场退出回笼资金 0.08 亿元。

总体来看，鲁信创投发展较稳定，投资项目质量较高，随着项目的退出及基金管理规模增加，预期为公司带来较高的投资收益。



#### （四）其他金融业务

公司融资租赁由金鼎租赁有限公司（以下简称“金鼎租赁”）负责运营。金鼎租赁成立于 2011 年，2013 年被山东省鲁信金融控股有限公司收购，目前金鼎租赁注册资本为 5.00 亿元，公司持股比例为 51%。业务模式上，金鼎租赁业务模式以售后回租为主，2021 年金鼎租赁新增租赁合同 19 个，新增合同金额 5.05 亿元。2021 年实现租赁业务收入 0.67 亿元，净利润 0.11 亿元，收入金额较上年增加 0.30 亿元。截至 2021 年底，金鼎租赁应收租赁款余额为 10.35 亿元，存量租赁合同 40 个，其中单笔租赁款在 1 亿元以上的共 3 个。截至 2021 年底，金鼎租赁前五大客户合计租赁款占 58%。2022 年 1~3 月，金鼎租赁新增租赁合同 4 个，新增合同金额 0.33 亿元。

此外，公司还经营小额贷款、典当等业务，小额贷款业务由山东省鲁信小额贷款股份有限公司负责，典当业务由山东省鲁信典当有限责任公司负责运营，收入规模及资金投放规模很小。

#### 除上述外，公司还有部分非核心业务，亦可为公司收入带来一定补充

公司还经营磨料磨具、印刷、房地产等多项非核心业务，亦能为公司带来较稳定的现金流入。

##### （一）房地产业务

公司房地产业务主要由下属子公司山东鲁信房地产投资开发有限公司（以下简称“鲁信房地产”）和山东鲁信金山投资有限公司（以下简称“鲁信金山”）负责经营，其中鲁信房地产具有房地产开发三级资质。2021 年及 2022 年 1~3 月，鲁信房地产和鲁信金山合计实现房地产销售收入为 1.72 亿元和 0.00 亿元，2021 年房地产收入较上年大幅减少 86.03%，系年度内存量项目销售、交付减少所致，为集中资源发展主营业务，未来公司将逐渐退出房地产业务板块。

截至 2021 年末，公司主要在建房地产项目包

括盘谷花园和鲁信和璧花园项目，其中盘谷花园项目占地面积 10.69 万平方米，建筑面积约为 16 万平方米，项目总投资 15.00 亿元，累计已投资 9.10 亿元；鲁信和璧花园项目占地面积 2.32 万平方米，项目总投资 43.00 亿元，累计已投资 39.50 亿元，目前一期已经竣工交房，二期、三期建设已接近建设完成，目前在做验收前的最后准备。除上述项目外，公司无完工和拟建房地产项目，

##### （二）磨料磨具业务

公司磨料磨具业务主要由上市公司鲁信创投经营，主要包括磨料磨具产品的生产销售，产品广泛应用于航天、航空、国防、建筑和能源设备等领域。目前，鲁信创投磨料磨具产业拥有三个分厂和五个子公司，拥有 12,000 吨磨料、3,000 吨磨具、2 亿张涂附磨具的年生产能力，主要销售“泰山”和“MT”牌磨料磨具产品。鲁信创投磨料磨具产品在国内主要是销往华北、苏皖、浙闽赣、东北、两广等地区，外销产品主要销往加拿大、美国、德国等国家。2020 年 1 月，鲁信创投完成了对山东鲁信四砂泰山磨料有限公司 57.98% 股权的转让，实现投资收益 5,472.48 万元，目前鲁信创投磨具板块经营主体主要为山东鲁信高新技术产业有限公司（系鲁信创投全资子公司）下属子公司，2021 年鲁信创投实现磨具收入 1.24 亿元，较上年增加 9.73%，系业务订单增加所致。2022 年 1~3 月，鲁信创投磨料磨具业务实现营业收入 0.23 亿元。

##### （三）印刷包装业务

公司印刷包装业务的经营主体为山东鲁信天一印务有限公司（以下简称“天一印务”），主要从事医药、食品包装盒、各种高档画册、宣传品等印刷包装业务，其中医药包装盒产品年生产能力可达 15 亿只纸制包装盒，在全国具领先地位。公司拥有代表世界先进水平的纸盒包装印刷生产线四条、主要设备包括日本小森六色胶印机、小森五色胶印机、六台模切机、六台 BOBST、台湾财顺自动糊盒机以及两台波拉刀切纸机等先进设备。目前天一印

务主要客户有悦康药业集团有限公司、神威药业有限公司、山东新华制药股份有限公司、山东瑞阳制药有限公司以及山东步长制药有限公司等。2021年及2022年1~3月，天一印务实现分别实现营业收入3.61亿元和0.95亿元，其中，2021年较上年增加23.10%。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019~2021年度审计报告以及公司未经审计的2022年度一季度财务报表，公司财务报表按照新会计准则编制，各期数据均为财务报表期末数据。

**受不良资产处置难度加大、处置进度放缓等因素影响，2021年公司收入规模及毛利率水平均有所下降，加之期间费用的侵蚀加大，公司经营性业务利润由盈利转为亏损，且公司对投资项目计提较高减值准备，公司利润主要来自对恒丰银行等公司投资收益**

公司是山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，是山东省国有资产投融资管理的重要主体。公司实行多元化发展，公司营业总收入主要

由基础设施、金融服务和其他业务（包括房地产、磨料磨具、印刷等）构成，以基础设施和金融服务收入为主。2021年及2022年1~3月，公司分别实现营业收入94.02亿元和27.06亿元，2021年收入规模较上年减少7.04%主要系不良资产处置进度放缓、信托业务收缩及房地产收入减少所致。具体来看，2021年及2022年1~3月，公司基础设施业务收入分别为50.64亿元和19.65亿元，2021年收入较上年增加40.74%，系下游客户拓展所致；同期，金融服务业务收入分别为34.97亿元和5.76亿元，2021年收入较上年减少27.36%，主要系不良资产处置进度放缓、信托业务收缩所致；同期，其他业务收入为8.41亿元和1.64亿元，2021年较上年减少50.59%，系房产收入减少所致。

营业毛利率方面，2021年及2022年1~3月，公司营业毛利率分别为37.55%和23.87%，2021年毛利率较上年减少7.04个百分点，主要系金融服务板块毛利率降低所致。具体来看，公司基础设施业务毛利率为4.91%，较上年增加0.61个百分点；2021年公司金融服务业务毛利率为83.92%，系不良资产处置难度增加、信托业务规模收缩等因素影响所致。

表 6：2019~2022 年 3 月公司营业收入及毛利率构成（亿元、%）

项目	2019		2020		2021		2022.1~3	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
1、基础设施业务	65.72	2.77	35.98	4.30	50.64	4.91	19.65	4.91
2、金融服务业务	39.61	97.09	48.14	87.10	34.97	83.92	5.76	85.67
3、文化旅游业务	1.91	23.85	-	-	-	-	-	-
4、其他业务	15.60	20.30	17.02	33.71	8.41	40.48	1.64	33.99
其中：房地产业务	10.49	15.64	12.31	33.75	1.72	83.42	-	-
磨料、磨具	2.18	27.12	1.13	24.03	1.24	24.15	0.23	23.04
印刷	2.74	30.73	2.93	30.42	3.61	28.16	0.95	35.93
<b>合计</b>	<b>122.85</b>	<b>35.73</b>	<b>101.14</b>	<b>48.66</b>	<b>94.02</b>	<b>37.55</b>	<b>27.06</b>	<b>23.87</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司期间费用主要由财务费用和管理费用构成，其中财务费用主要为利息费用，管理费用主要为职工薪酬及中介费。2021年及2022年1~3月，公司期间费用分别为44.55亿元和9.25亿元，其中财务费用分别为31.34亿元及6.92亿元，2021年财务费用较上年减少11.37%系债务规模减少所致；同期，管理费用分别为10.00亿元和1.34

亿元，2021年较上年增加7.99%；同期，公司期间费用率分别为47.39%和34.17%，2021年公司期间费用率较上年小幅提升0.98个百分点，期间费用对公司利润侵蚀严重。

利润总额方面，2021年及2022年1~3月，公司利润总额分别为26.19亿元及6.20亿元，2021年

公司利润总额较上年增加 4.30 个百分点。公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益、减值损失（含信用减值损失和资产减值损失）和公允价值变动损益构成，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司经营性业务利润分别为-10.04 亿元及-2.83 亿元，2021 年以来随着公司收入规模下降及毛利率减少，加之期间费用的侵蚀加大，公司经营性业务利润由盈利转为亏损，金额较上年减少 10.82 亿元；同期，投资收益分别为 41.33 亿元和 8.32 亿元，2021 年投资收益较上年减少 3.21%，公司投资收益主要是来源于对富国基金管理有限公司、恒丰银行股份有限公司、山东省天然气管道有限责任公司、山东省国实管道天然气有限公司等联营企业的投资收益以及子公司鲁信创投对外投资产生的收益。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司分别计提减值损失 12.93 亿元和-0.10 亿元，其中 2021 年减值损失较上年减少 25.59%，减值损失系公司在宏观经济下行、信用风险持续暴露的环境下，公司基于谨慎性原则对客户贷款、金融投资等计提减值损失，减值损失计提以子公司山东国信为主；同期，公司分别确认公允价值变动损益 7.62 亿元和 0.61 亿元，2021 年公允价值变动损益较上年增加 8.88 亿元，主要系子公司鲁信创投金融资产投资公允价值变动所致。

母公司方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，母公司利润总额分别为 4.42 亿元和-1.18 亿元，2021 年利润总额较上年减少 36.26%系母公司财务费用等期间费用增加所致。母公司利润主要来自于投资收益，同期，母公司投资收益分别为 10.12 亿元和 0.002 亿元，主要系母公司对鲁信实业、山东资管等子公司及联营企业投资收益。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

项目	2019	2020	2021	2022.3
销售费用	2.94	2.60	2.87	0.84
管理费用	6.39	9.26	10.00	1.34
财务费用	19.52	35.36	31.34	6.92
研发费用	0.31	0.24	0.34	0.15
期间费用合计	29.16	47.47	44.55	9.25
期间费用率(%)	23.73	46.93	47.39	34.17
经营性业务利润	13.87	0.78	-10.04	-2.83
资产减值损失	3.07	6.79	0.16	-

信用减值损失	6.91	10.58	12.77	-0.10
公允价值变动收益	6.44	-1.26	7.62	0.61
投资收益	13.52	42.71	41.33	8.32
营业外损益	-0.21	0.25	0.17	0.01
利润总额	23.65	25.11	26.19	6.20

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

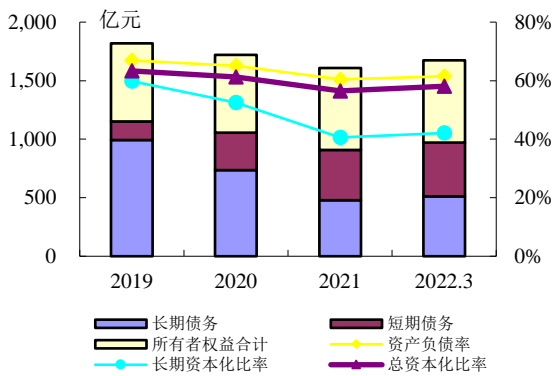
### 公司资产以金融资产为主，2021 年以来随着对不良资产处置回收及债务偿还，公司负债水平有所下降；此外，随着部分长期债务临近到期，公司短期债务规模增长很快

2021 年末及 2022 年 3 月末，公司总资产规模分别为 1,769.42 亿元和 1,821.12 亿元，其中 2021 年较上年减少 7.44%，随着债务的到期偿还，公司资产规模随之减少；同期，公司总负债规模分别为 1,069.36 亿元和 1,120.56 亿元，其中 2021 年较上年减少 14.11%，系公司偿还部分专项应付款所致。同期，公司所有者权益分别为 700.06 亿元和 700.55 亿元，2021 年同比增长 4.99%，系公司控股股东山东省财政厅对公司增资 20 亿元（计入实收资本 8.37 亿元，其余计入资本公积）及发行永续期公司债券 14.99 亿元。所有者权益构成方面，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司实收资本均为 306 亿元，2021 年较上年增加 166.09%，包括股东增资计入实收资本 8.37 亿元、以资本公积转增资本 182.63 亿元；同期，资本公积分别为 114.24 亿元和 114.22 亿元，2021 年同比减少 59.85%，主要系资本公积转增资本 182.63 亿元所致；同期，未分配利润为 86.94 亿元和 87.30 亿元，2021 年同比增长 3.31%；少数股东权益分别为 156.08 亿元和 157.59 亿元，2021 年同比增长 2.59%；此外，公司所有者权益包括其他权益工具 29.83 亿元和 29.80 亿元，2021 年较上年增加 0.52%，其他权益工具系公司发行的永续债和永续期公司债。

财务杠杆方面，随着债务的偿还，2021 年以来公司负债水平有所下降。2021 年及 2022 年 3 月末，公司资产负债率分别为 60.44%和 61.53%，2021 年较上年减少 4.69 个百分点；同期，公司总资本化比率分别为 56.50%和 58.11%，2021 年较上年减少 4.76 个百分点。



图 1：2019~2022 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

从资产结构来看，公司资产构成中流动资产占比较高。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司流动资产分别为 916.54 亿元和 958.53 亿元，占总资产比重分别为 51.80%和 52.63%。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、一年内到期的非流动资产和其他流动资产构成。具体来看，公司为满足日常经营和投资需要，保持了较大规模的货币资金，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司货币资金分别为 135.64 亿元和 204.58 亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，其中 2021 年末公司货币资金较 2020 年末减少 27.35%主要系偿还到期债务所致，2021 年末受限的货币资金余额为 5.59 亿元，受限货币资金占比很小；同期，公司交易性金融资产为 583.90 亿元和 551.58 亿元，2021 年起，公司按照新会计准则，将原计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产科目的金融资产重分类计入交易性金融资产核算，交易性金融资产主要系公司购买的不良资产包，随不良资产处置及评估减值，2021 年末资产价值有所减少；同期，公司一年内到期的非流动资产分别为 54.64 亿元和 52.73 亿元，2021 年较上年增加 18.28%，主要系一年内到期的债券投资，以山东资管收购的不良资产包以及综合性金融服务的债权投资为主；同期，公司其他流动资产分别为 89.49 亿元和 96.60 亿元，2021 年较上年减少 25.70%，2021 年末，该科目包括山东资管、山东国信持有的 1 年内到期的债权投资 57.02 亿元及国债逆回购 27.17 亿元，科目余额减少系债券投资收

回所致。

2021 年末及 2022 年 3 月末，公司非流动资产分别为 852.88 亿元和 862.58 亿元，占总资产比重分别为 48.20%和 47.37%。公司非流动资产主要由债券投资、长期股权投资、其他非流动金融资产和其他非流动资产等构成。具体来看，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司债券投资分别为 106.19 亿元和 103.41 亿元，2021 年起，公司按照新会计准则，将原计入可供出售金融资产科目的金融资产重分类计入债权投资科目核算，债券投资包括山东资管及山东国信管理资产 80.06 亿元、信托计划 9.21 亿元、金融服务投资款 9.78 亿元及不良资产投资款 9.22 亿元；同期，公司长期股权投资分别为 547.34 亿元和 552.26 亿元，2021 年较上年增加 6.01%主要系确认投资收益增加所致，2021 年末，公司对恒丰银行股份有限公司投资款 388.36 亿元，包括 360 亿元初始投资及投资收益，系公司子公司山东资管于 2019 年末认购 360 亿股恒丰非公开发行的普通股股份，占全部股份数量的 32.37%，成为恒丰银行的第二大股东；同期，其他非流动金融资产分别为 49.19 亿元和 58.39 亿元，2021 年同比增长 56.27%，其他非流动金融资产主要系基金投资、股权投资及信托计划投资款，以鲁信创投投资款为主，科目余额增加系投资增加所致；同期，公司其他非流动资产分别为 100.08 亿元和 97.54 亿元，2021 年较上年减少 30.74%，主要由持有的一年以上的应收账款类投资和预付长期资产款项等构成。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	146.99	186.70	135.64	204.58
公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	834.20	652.06	-	-
交易性金融资产	15.31	19.32	583.90	551.58
一年内到期的非流动资产	85.07	46.19	54.64	52.73
其他流动资产	88.61	120.45	89.49	96.60
可供出售金融资产	158.22	114.01	-	-
债权投资	0.79	0.50	106.19	103.41
长期股权投资	451.86	516.30	547.34	552.26
其他非流动金融资	29.85	31.48	49.19	58.39



产				
其他非流动资产	100.02	144.50	100.08	97.54
<b>总资产</b>	<b>2,015.58</b>	<b>1,911.74</b>	<b>1,769.42</b>	<b>1,821.12</b>

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

从负债结构来看，公司负债结构中流动负债占比较高，2021 年末及 2022 年 3 月末，公司的流动负债分别为 561.77 亿元和 585.13 亿元，2021 年较上年增长 14.25%，系长期债务到期转入一年内到期的非流动负债所致。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。2021 年及 2022 年 1~3 月，公司短期借款分别为 56.70 亿元和 92.35 亿元，2021 年末同比增长 28.28%，公司短期借款主要为信用借款，2021 年以来短期借款增长很快；同期末，公司其他应付款（含应付利息和应付股利）分别为 34.63 亿元和 32.70 亿元，2021 年较上年减少 3.96%，其他应付款主要系往来款及保证金；同期末，一年内到期的非流动负债分别为 332.98 亿元和 318.91 亿元，2021 年较上年增加 21.52% 系长期借款、应付债券临近到期转入所致，2021 年末，一年内到期的非流动负债主要包括专项应付款 200 亿元、长期借款 67.81 亿元及应付债券 65 亿元。同期，公司其他流动负债分别为 103.63 亿元和 108.23 亿元，2021 年末较上年减少 6.07%，其他流动负债包括公司二级子公司山东国信纳入合并范围的结构化主体净资产中归属于第三方信托受益人的份额合计 47.17 亿元以及短期融资券 37 亿元。

2021 年末及 2022 年 3 月末，公司非流动负债分别为 507.59 亿元和 535.43 亿元，占总负债比重分别为 47.47% 和 47.78%，从构成上看，主要为长期借款、应付债券和长期应付款。公司长期借款主要由信用借款、保证借款和抵押借款构成，2021 年末及 2022 年 3 月末长期借款余额分别为 117.39 亿元和 130.30 亿元，2021 年较上年减少 21.83%；同期末，公司应付债券为 155.88 亿元和 170.47 亿元，2021 年较上年减少 4.08%，长期借款及应付债券减少系部分转入一年内到期的非流动负债所致；同期末，公司长期应付款为 224.49 亿元和 230.17 亿元，

主要系山东资管应付用于收购恒丰银行不良资产的专项资金，2021 年较上年减少 46.98%，系公司偿还部分到期专项借款所致。

债务方面，2021 年及 2022 年 3 月末，公司总债务分别为 909.26 亿元和 971.88 亿元，2021 年末，总债务较上年减少 13.77%，系公司偿还部分到期专项借款所致；同期，公司短期债务分别为 430.99 亿元和 461.11 亿元；长期债务分别为 478.27 亿元和 510.78 亿元，从债务结构中短期债务占比很高。

母公司方面，2021 年末及 2022 年 3 月末，母公司总资产分别为 631.07 亿元和 691.51 亿元，2021 年较上年增长 12.43%。作为投资控股类企业，母公司最重要的资产是长期股权投资，同期末，母公司长期股权投资分别为 541.40 亿元和 549.40 亿元，主要系对山东资管等子公司的投资。同期末，母公司总负债分别为 164.66 亿元和 228.29 亿元，2021 年较上年增加 42.81%，主要系应付债券增加所致，2022 年 3 月末，公司总负债增加主要系短期借款及应付债券增加所致，截至 2022 年 3 月末，公司总负债主要由短期借款、应付债券和长期应付款构成，分别为 63.18 亿元、90.20 亿元和 28.35 亿元。财务杠杆方面，2021 年及 2022 年 3 月末，母公司资产负债率分别为 26.09% 和 33.01%，随着债务规模增加，2021 年末负债水平较上年提高 5.55 个百分点。

**2021 年公司经营活动性净现金流及 EBITDA 较上年稍有减少，但对债务利息的覆盖情况整体较好；公司短期债务规模很大，但考虑到公司自身实力较强及充沛的备用流动性，整体偿债能力较好**

2021 年及 2022 年 1~3 月，公司经营活动净现金流量分别为 154.84 亿元和 -8.18 亿元，其中，2021 年较上年减少 20.71%，2021 年公司经营活动净现金流量持续为净流入状态，系不良资产处置业务推进及投资类款项回收所致，净流入规模减少系不良资产处置进度较上年度有所放缓所致。偿债指标方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.17 倍和 -0.01 倍，2021 年较上

年减少 0.02 倍；同期，公司经营活动净现金流利息保障系数分别为 4.69 倍和 -1.18 倍，2021 年较上年减少 0.7 倍，公司经营活动净现金流对债务利息覆盖能力尚可，对债务本金覆盖能力相对较弱。

获现能力方面，2021 年及 2022 年 1~3 月，公司 EBITDA 为 60.02 亿元和 13.12 亿元，2021 年较上年减少 3.30%，公司 EBITDA 主要由利润总额和费用化利息构成，2021 年，公司利润总额和费用化利息分别为 26.19 亿元和 32.46 亿元。从偿债指标来看，受公司债务规模减少影响，2021 年以来公司 EBITDA 对债务本息覆盖能力有所提升。2021 年，公司总债务/EBITDA 为 15.15 倍，较上年减少 1.84 倍；EBITDA 利息倍数为 1.82 倍，较上年增加 0.11 倍。

母公司方面，母公司主要承担管理职能，母公司经营活动净现金流规模较小，主要为母公司收到和支付其他与经营活动有关的现金。2021 年及 2022 年 1~3 月，母公司经营活动净现金流分别为 9.00 亿元和 3.39 亿元，2021 年母公司经营活动净现金流规模由负转正，较上年增加 10.45 亿元。

表 9、近年来公司现金流及偿债指标情况

项目	2019	2020	2021	2022.3
短期债务（亿元）	158.34	318.42	430.99	461.11
长期债务（亿元）	993.47	736.07	478.27	510.78
总债务（亿元）	1,151.81	1,054.49	909.26	971.88
EBITDA（亿元）	44.76	62.07	60.02	13.12
EBITDA 利息倍数（X）	2.21	1.71	1.82	1.90
总债务/EBITDA（X）	25.73	16.99	15.15	18.52
经营活动净现金流（亿元）	-624.13	195.29	154.84	-8.18
利息支出（亿元）	20.30	36.25	33.02	6.92
经营活动净现金/利息支出（X）	-30.75	5.39	4.69	-1.18
经营活动净现金/总债务（X）	-0.54	0.19	0.17	-0.01

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信 947.11 亿元，其中已使用授信额度为 281.35 亿元，尚未使用授信额度 665.76 亿元，备用流动性充足。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产规模合计 29.23 亿元，占当期末总资产的比例为

1.65%，受限比例较小。受限资产主要包括其他非流动资产 12.50 亿元、存货 8.89 亿元及货币资金 5.59 亿元等。

截至 2021 年末，公司对外担保金额合计 0.96 亿元，被担保对象为公司参股公司山东耀华鲁信节能投资有限公司。或有事项方面，2021 年 12 月，公司为 20.03 亿债权收购业务承担差额补足义务，与债权对应的抵质押物合理且已实施相关保全措施，债权清收工作正在推进过程中；此外，公司子公司山东资管及山东国信未决诉讼、仲裁形成或有负债合计 5.18 亿元，根据最新审判结果，公司无需承担赔偿责任。

**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，2019 年~2022 年 6 月 21 日，公司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，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**作为山东省国有资产投融资管理的重要主体，公司在资金注入等方面获得了山东省政府和财政局的有力支持**

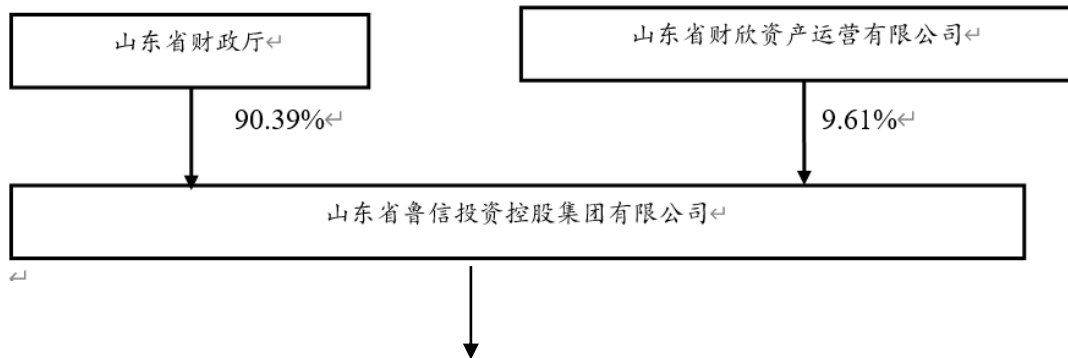
公司是山东省财政厅直属企业，是山东省国有资产投融资管理的重要主体，以战略管理为导向，以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，在资金注入等方面获得了山东省政府和财政局的有力支持。

2021 年 12 月，山东省财政厅分两次以货币资金向公司增资合计 20 亿元，其中增加注册资本 8.37 亿元，增加资本公积 11.63 亿元。

## 评级结论

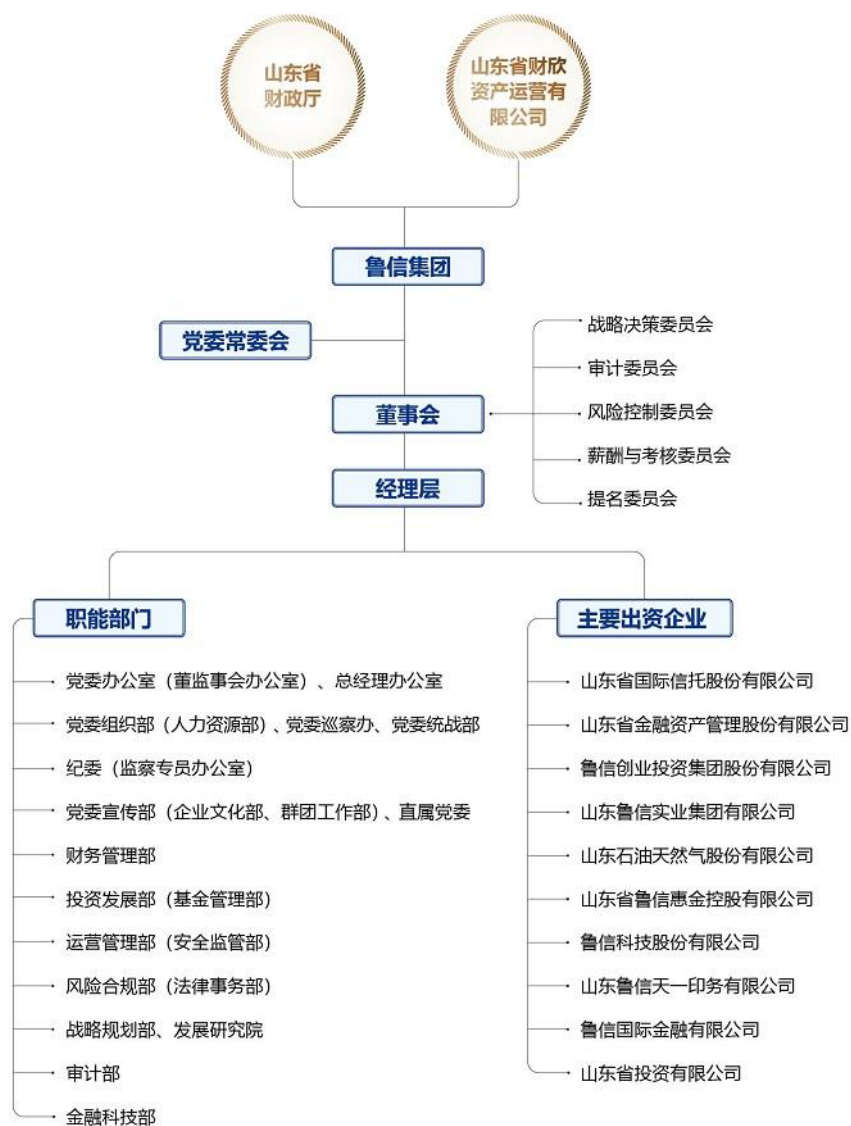
综上所述，中诚信国际维持“21 鲁信 01”、“21 鲁信 Y1”、“21 鲁信 02”、“22 鲁信 01”、“22 鲁信 Y1”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：山东省鲁信投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



企业名称	业务性质	持股比例(%)
山东省金融资产管理股份有限公司	金融资产管理	83.65
山东省鲁信惠金控股有限公司	金融控股服务	100.00
山东省投资有限公司	投资与资产管理	100
鲁信科技股份有限公司	信息技术服务咨询	50
山东省投资有限公司	投资与资产管理	100.00
鲁信国际金融有限公司	投资与资产管理	100
山东鲁信天一印务有限公司	印刷服务	52.99
山东鲁信实业集团有限公司	投资与资产管理	100.00
鲁信创业投资集团股份有限公司	生产销售磨具及磨料、投资	69.57
山东省国际信托股份有限公司	金融信托与管理	52.96

资料来源：公司提供



资料来源: 公司提供



## 附二：山东省鲁信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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,469,882.24	1,866,959.74	1,356,405.62	2,045,757.53
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	8,342,021.63	6,520,561.45	5,838,969.06	5,515,821.85
应收账款净额	41,551.65	94,616.30	188,687.20	190,099.66
其他应收款	418,724.09	83,463.78	67,237.42	58,481.29
存货净额	259,396.54	230,691.66	243,808.59	249,112.51
可供出售金融资产	1,582,221.24	1,140,137.03	0.00	0.00
长期股权投资	4,518,618.70	5,163,005.40	5,473,427.06	5,522,620.48
固定资产	63,519.75	53,480.78	107,046.34	105,198.02
在建工程	32,360.05	33,896.58	10,744.35	15,304.72
无形资产	39,028.38	36,502.20	48,513.67	47,974.70
总资产	20,155,844.94	19,117,409.79	17,694,197.20	18,211,160.16
其他应付款	1,202,454.94	365,746.15	346,302.13	327,018.22
短期债务	1,583,379.20	3,184,163.41	4,309,873.35	4,611,081.56
长期债务	9,934,745.52	7,360,741.86	4,782,714.01	5,107,756.72
总债务	11,518,124.72	10,544,905.26	9,092,587.35	9,718,838.28
净债务	10,048,242.48	8,677,945.52	7,736,181.73	7,673,080.75
总负债	13,485,791.17	12,449,673.54	10,693,560.39	11,205,612.61
费用化利息支出	200,512.42	359,174.80	324,583.79	69,223.00
资本化利息支出	2,451.22	3,297.93	5,606.17	0.00
实收资本	1,150,000.00	1,150,000.00	3,060,000.00	3,060,000.00
少数股东权益	1,560,890.05	1,521,465.14	1,560,836.29	1,575,855.07
所有者权益合计	6,670,053.77	6,667,736.25	7,000,636.81	7,005,547.55
营业总收入	1,228,458.86	1,011,379.34	940,177.77	270,573.94
期间费用前利润	426,272.20	472,455.09	343,870.84	63,678.10
营业利润	238,544.20	248,584.67	260,132.43	61,892.44
投资收益	135,173.52	427,068.39	413,348.16	83,161.29
营业外收入	2,421.91	5,761.08	3,307.90	679.16
净利润	170,562.50	235,481.15	252,700.18	56,236.27
EBIT	436,990.69	610,255.52	586,436.19	131,198.57
EBITDA	447,638.86	620,681.86	600,172.34	131,198.57
销售商品、提供劳务收到的现金	813,763.26	481,794.28	683,503.64	236,959.27
收到其他与经营活动有关的现金	3,886,916.51	5,540,496.04	4,023,715.15	1,149,838.91
购买商品、接受劳务支付的现金	788,116.29	454,470.78	702,837.68	230,030.53
支付其他与经营活动有关的现金	10,093,575.04	3,602,732.89	2,288,072.66	1,215,626.71
吸收投资收到的现金	3,614,316.68	3,153.00	204,810.00	0.00
资本支出	23,652.95	109,644.25	17,173.90	7,782.07
经营活动产生现金净流量	-6,241,274.58	1,952,859.87	1,548,411.74	-81,750.28
投资活动产生现金净流量	-3,619,151.82	-253,308.11	-132,198.29	-46,485.88
筹资活动产生现金净流量	10,882,863.81	-1,116,207.80	-1,722,103.79	499,955.53
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	35.73	48.66	37.55	23.87
期间费用收入比(%)	23.73	46.93	47.39	34.17
总资产收益率(%)	3.11	3.11	3.18	2.92
流动比率(X)	3.79	2.17	1.63	1.64
速动比率(X)	3.71	2.12	1.59	1.60
资产负债率(%)	66.91	65.12	60.44	61.53
总资本化比率(%)	63.33	61.26	56.50	58.11
长短期债务比(X)	0.16	0.43	0.90	0.90
经营活动净现金/总债务(X)	-0.54	0.19	0.17	-0.03
经营活动净现金/短期债务(X)	-3.94	0.61	0.36	-0.07
经营活动净现金/利息支出(X)	-30.75	5.39	4.69	-1.18
总债务/EBITDA(X)	25.73	16.99	15.15	18.52
EBITDA/短期债务(X)	0.28	0.19	0.14	0.11
货币资金/短期债务(X)	0.93	0.59	0.31	0.44
EBITDA 利息倍数(X)	2.21	1.71	1.82	1.90

注：1、中诚信国际根据 2019-2021 年度审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际在分析时将其他流动负债的有息部分调整至短期债务，将长期应付款中的有息部分调整至长期债务。

### 附三：山东省鲁信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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	32,004.76	33,016.28	508,515.28	1,166,485.90
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	0.00	191,741.05	243,153.98	53,513.98
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	58,280.78	39,574.17	11,487.19	10,730.27
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	200,809.79	25,230.89	0.00	0.00
长期股权投资	4,953,871.82	5,269,573.60	5,414,004.90	5,494,004.90
固定资产	1,047.22	898.03	926.66	894.55
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	331.05	394.34	799.86	739.51
总资产	5,258,659.23	5,612,728.36	6,310,661.64	6,915,111.24
其他应付款	17,953.44	11,095.80	655.31	85,691.79
短期债务	310,000.00	250,000.00	481,227.29	932,591.05
长期债务	502,000.00	702,000.00	951,980.00	1,050,980.00
总债务	812,000.00	952,000.00	1,433,207.29	1,983,571.05
净债务	779,995.24	918,983.72	924,692.01	817,085.15
总负债	834,832.43	1,153,007.10	1,646,602.85	2,282,891.55
费用化利息支出	37,324.41	39,805.62	57,129.04	9,372.16
资本化利息支出	-	-	0.00	0.00
实收资本	1,150,000.00	1,150,000.00	3,060,000.00	3,060,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	4,423,826.80	4,459,721.26	4,664,058.78	4,632,219.70
营业总收入	1,280.33	1,907.43	2,366.16	1.37
期间费用前利润	306.80	1,863.50	2,253.41	-63.38
营业利润	8,677.43	65,419.33	44,362.56	-11,294.66
投资收益	55,374.26	113,812.92	101,177.63	17.36
营业外收入	42.64	0.00	522.40	0.00
净利润	5,530.04	64,702.13	44,226.15	-11,794.66
EBIT	42,854.45	104,507.76	101,355.20	-2,422.50
EBITDA	-	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	72,703.82	144,984.53	217,818.98	92,746.22
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	7,509.89	152,751.18	121,613.60	57,648.50
吸收投资收到的现金	3,600,000.00	0.00	200,000.00	0.00
资本支出	304.61	263.77	890.61	1,313.71
经营活动产生现金净流量	60,151.29	-14,515.19	89,978.85	33,875.42
投资活动产生现金净流量	-3,633,072.70	-45,012.50	-156,907.33	-81,303.71
筹资活动产生现金净流量	3,539,067.59	252,279.21	591,007.48	515,438.92
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	96.42	99.91	100.00	100.00
期间费用率(%)	3,420.42	2,652.90	2,609.25	822,488.96
总资产收益率(%)	-	-	1.70	-0.15
流动比率(X)	0.31	1.00	1.55	1.21
速动比率(X)	0.31	1.00	1.55	1.21
资产负债率(%)	15.88	20.54	26.09	33.01
总资本化比率(%)	15.51	17.59	23.51	29.98
长短期债务比(X)	0.62	0.36	0.51	0.89
经营活动净现金/总债务(X)	0.07	-0.02	0.06	0.07
经营活动净现金/短期债务(X)	0.19	-0.06	0.19	0.15
经营活动净现金/利息支出(X)	1.61	-0.04	1.58	3.61
总债务/EBITDA(X)	-	-	-	-
EBITDA/短期债务(X)	-	-	-	-
货币资金/短期债务(X)	0.10	0.13	1.06	1.25
EBITDA 利息倍数(X)	-	-	-	-

注：1、中诚信国际根据 2019-2021 年度审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际在分析时将其他流动负债的有息部分调整至短期债务，将长期应付款中的有息部分调整至长期债务；

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	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
	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
	净债务	=总债务-货币资金
	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+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	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
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	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
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（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）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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。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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

## 附五：信用等级的符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。