



# 山东省国有资产投资控股有限公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1509 号

---

## 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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对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发行人进行跟踪评级，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。
- 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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 06 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果 山东省国有资产投资控股有限公司 AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果 “19 鲁资 04”、“20 鲁国资 MTN001”、“20 鲁资 01” AAA

### 评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际肯定了山东省良好的区域环境，山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“山东国投”或“公司”）股东和政府的大力支持以及核心业务在细分领域具备竞争优势对其整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际也关注到公司资产规模和盈利水平易受证券市场行情波动影响以及对子公司管控难度较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 评级展望

中诚信国际认为，山东省国有资产投资控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

### 调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：若公司对下属主要经营实体失去控制，经营业绩显著下滑；风险控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况恶化；外部支持能力及意愿大幅弱化等。

### 正面

- **良好的区域环境。**山东省区域经济发展水平较高，在全国经济建设和社会发展中地位和作用较为重要，跟踪期内经济发展态势良好，经济和财政实力均位于全国前列，为公司发展提供良好的外部环境。
- **战略地位重要。**公司作为山东省重要的国有资产管理运营主体，经营范围包括国有产（股）权的经营管理及处置、资产管理、股权投资管理及经营、企业重组收购兼并等，得到山东省政府在资产划转、政府补贴等方面的大力支持。
- **核心业务细分领域具备竞争优势。**IT业务是公司最主要的收入来源，子公司浪潮集团有限公司（以下简称“浪潮集团”）在研发技术、供销渠道等方面均具有较强的竞争实力，服务器等产品市场占有率位居行业前列；下属山东华特控股集团有限公司聚焦儿童健康领域产品研发。

### 关注

- **证券市场行情波动对公司资产规模和盈利水平的影响。**公司持有较多上市公司股票，并以公允价值计量，其市值易受证券市场行情变化而波动，进而影响公司资产体量、盈利水平等财务指标的稳定性。
- **下属子公司数量多且行业分散，管控难度较大。**公司控股及参股子公司数量较多，同时直接或间接持有多家上市公司股权；子公司行业分布较为广泛，管控难度较高。

项目负责人：邢杰 jxing@ccxi.com.cn

项目组成员：吴凯琳 klwu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## 财务概况

山东国投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	1,573.31	1,839.96	2,181.09	2,347.34
所有者权益合计（亿元）	429.78	447.57	497.99	503.38
负债合计（亿元）	1,143.54	1,392.39	1,683.09	1,843.96
总债务（亿元）	327.85	409.47	649.23	--
营业总收入（亿元）	861.90	965.32	1,193.38	262.58
净利润（亿元）	31.81	35.19	37.86	6.85
EBIT（亿元）	50.28	47.72	52.17	11.81
EBITDA（亿元）	67.39	71.61	69.86	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	67.73	-73.64	73.62	-54.17
营业毛利率(%)	15.76	16.14	14.92	13.22
总资产收益率(%)	3.20	2.80	2.59	2.09
EBIT 利润率(%)	6.03	5.08	4.54	4.72
资产负债率(%)	72.68	75.67	77.17	78.56
总资本化比率(%)	44.66	49.04	57.70	--
总债务/EBITDA(X)	4.87	5.72	9.29	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	4.93	6.08	5.43	--
FFO/总债务(X)	0.13	0.15	0.09	--
山东国投（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	251.53	273.20	265.98	272.06
负债合计（亿元）	122.48	143.45	144.27	149.08
总债务（亿元）	129.58	154.19	160.28	164.64
所有者权益合计（亿元）	129.05	129.75	121.71	122.98
投资收益（亿元）	13.26	4.36	10.21	0.71
净利润（亿元）	6.19	-4.20	-6.51	1.70
EBIT（亿元）	12.01	-1.15	-2.61	2.87
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	12.38	-0.43	2.95	0.22
经调整的净资产收益率（%）	5.70	-3.86	-6.18	6.69
资产负债率（%）	48.69	52.51	54.24	54.80
总资本化比率（%）	54.42	58.53	61.29	61.60
总债务/投资组合市值（%）	56.22	61.90	65.44	65.22
现金流利息覆盖倍数（X）	2.99	0.26	2.20	1.74

注：1、中诚信国际根据经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年、2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债、其他应付款等科目的有息债务、卖出回购金融资产款和向中央银行借款调整至短期债务，将公司计入长期应付款、其他权益工具等科目的有息债务调整至长期债务；3、合并口径债务包含下属金融租赁公司的长短期借款；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。

## 评级历史关键信息

山东省国有资产投资控股有限公司					
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	20 鲁国资 MTN001(AAA)	2022/6/27	邢杰、胡玲雅	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型</a> <a href="#">TY 2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a> ； <a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 鲁国资 MTN001(AAA)	2020/2/17	盛蕾、贾晓奇	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型</a> <a href="#">TY 2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际口径

## 同行业比较（2022 年本部数据）

公司名称	业务定位	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	投资收益 (亿元)	净利润 (亿元)
山东国投	公司为山东省重要的国有资本运营平台，投资领域以 IT、医药、贸易为主，同时还涉及远洋渔业和金融等	265.98	121.71	54.24	10.21	-6.51

山东国惠	山东省级国有资本运营平台和新旧动能转换重大工程服务平台	1,222.31	941.19	23.00	9.83	7.65
浙江国资	公司为浙江省重要的国有资本投资运营公司，投资方向涵盖制氧机、汽轮机及电力设备制造等多个领域，以及战略新兴产业、国企改革项目等	228.86	156.86	31.46	5.96	5.33
华鲁控股	公司为山东省重要的省属国有资产投资运营主体，投资涉及多个行业，在化工领域集中度较高	71.65	37.06	48.28	5.93	5.00

注：1、“山东国惠”系“山东国惠投资控股集团有限公司”；“浙江国资”系“浙江省国有资本运营有限公司”公司简称；“华鲁控股”系“华鲁控股集团有限公司”公司简称；2、上述企业所有者权益均未调整其他调整项，为单体报表数值。

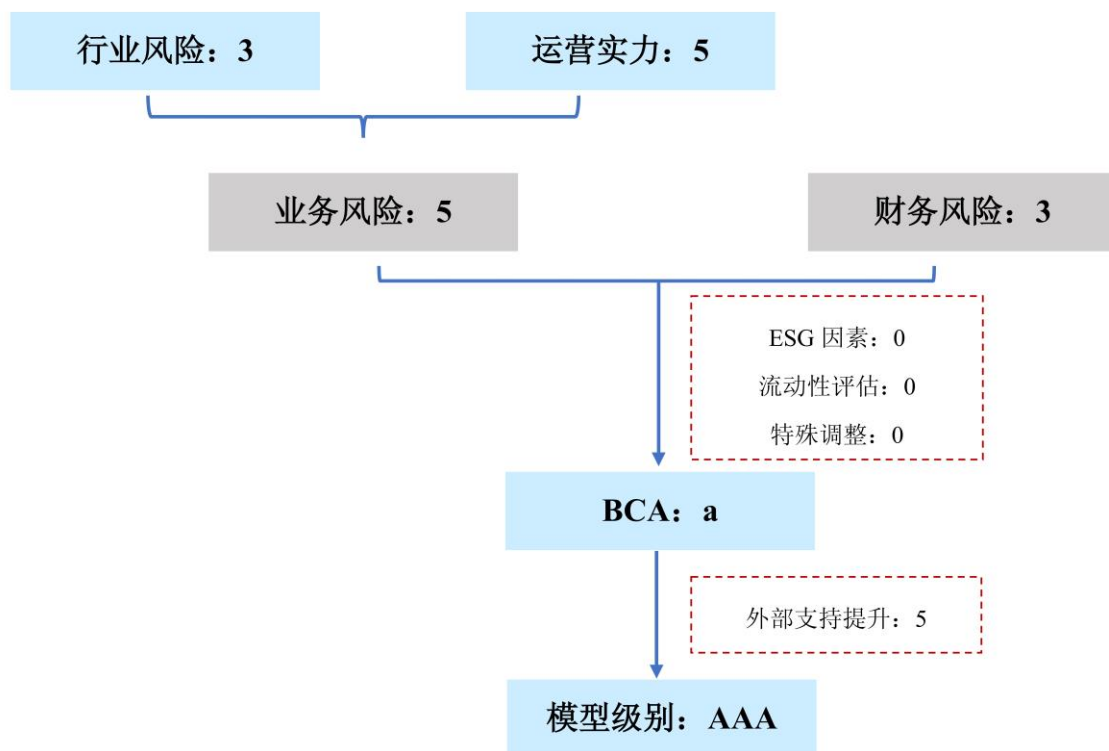
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
19 鲁资 04	AAA	AAA	2022/06/27	10.00	10.00	2019/09/09~2024/09/09	--
20 鲁国资 MTN001	AAA	AAA	2022/06/27	10.00	10.00	2020/03/05~2025/03/05	--
20 鲁资 01	AAA	AAA	2022/06/27	10.00	10.00	2020/04/17~2025/04/17	--

## 评级模型

### 山东省国有资产投资控股有限公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100\_2022\_01

### ■ 业务风险:

山东国投属于投资控股企业，因投资于行业信用风险程度不同的国民经济多个行业，面临的行业风险处于均衡状态，中国投资控股企业风险评估为中等；山东国投职能地位较高，建立了较为全面的风险管理机制，风控措施较为完善，整体投资风险很低；持有的上市公司股权具备很强的资产流动性，资本实力中等，业务风险评估为较低。

### ■ 财务风险:

山东国投母公司口径债务规模及杠杆水平较为均衡，投资组合市值对总债务的覆盖能力较强，但现金流对利息形成覆盖能力一般，跟踪期内净资产收益率受所持上市公司股权浮亏表现不佳。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对山东国投个体基础信用等级无影响，山东国投具有 a 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较高的财务风险。

### ■ 外部支持:

山东省经济发展态势良好，经济和财政实力均位于全国前列，公司为山东省重要的国有资本运营平台，战略地位突出，得到山东省政府在政策、资金等方面的支持，重要性高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 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

“19 鲁资 04”募集资金 10.00 亿元，扣除相关发行费用后，全部用于偿还到期债务。截至 2023 年 3 月末，“19 鲁资 04”募集资金已全部按照募集说明书披露的用途与程序使用完毕。

“20 鲁资 01”募集资金 10.00 亿元，扣除相关发行费用后，将用于偿还公司债务和补充流动资金。截至 2023 年 3 月末，募集资金已全部按照募集说明书披露的用途与程序使用完毕。

## 近期关注

### 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

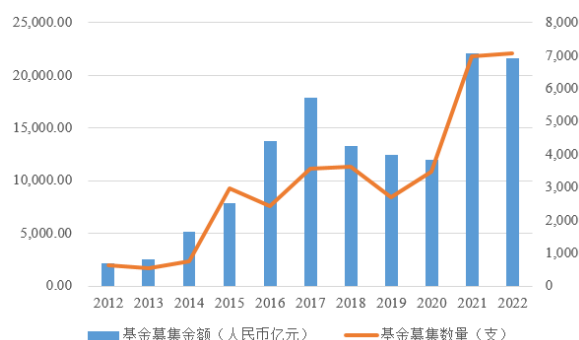
## 行业概况

2022 年我国股权投资市场承压发展，投资和退出呈下降态势，投资行业集中度仍较高；随着 IPO 项目溢价

### 逐步降低和上市不确定性持续增加，VC/PE 机构积极寻求多渠道退出。

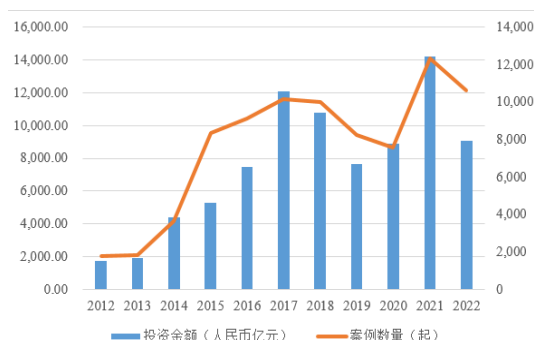
2022 年，中国股权投资市场承压发展，投资和退出呈现下降态势。募资方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年中国股权投资市场新募基金 7,061 支，同比微升 1.2%，披露募集金额 21,582.55 亿元，同比小幅下滑 2.3%，结构分化问题延续。分币种看，2022 年人民币基金募集规模达 19,086.50 亿元，同比上升 0.4%，外币基金募集金额降幅 18.6%。投资方面，根据清科研究中心统计数据，在经历 2021 年的补足式增长后，2022 年中国股权投资市场热度有所下降，投资案例发生 10,650 起，同比下滑 13.6%，投资总金额为 9,076.79 亿元，同比上升 36.2%。从投资行业看，各类型投资机构均偏好投资 IT、生物科技医疗/医疗健康、半导体及电子设备，前三大行业投资案例占比超 64%，投资区域集中在京沪粤苏浙等经济发达地区。

图 1：2012~2022 年中国股权投资市场基金募资情况  
(包括早期投资、VC、PE)



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

图 2：2012~2022 年中国股权投资市场投资情况  
(包括早期投资、VC、PE)

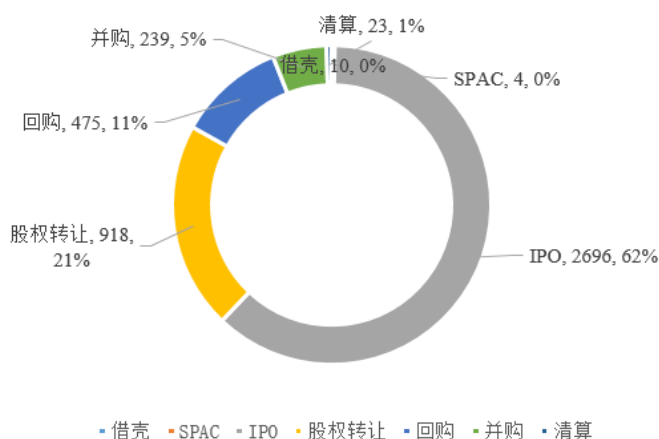


资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

退出方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年被投资企业 IPO 案例数共 2,696 笔，同比下降 13.0%；并购性质的案例数量显著提升，并购/借壳/SPAC 的案例同比上升 29.7%，股转和回购案例数同比分别上升 10.1%、21.8%。退出分布方面，2022 年被投资企业 IPO 案例数占比 61.8%，相比 2021 年下降 6.6 个百分点。股转和回购占比分别上升 2.6 个百分点和 2.3 个百分点，并购退出占比同比上升 1.2 个百分点。总体来看，2022 年随着 IPO 项目溢价逐步降低和上市不确定性持续增加，VC/PE 机构也开始调整退出策略，积极采用更加灵活、多样的退出方式以获取现金收益。

图 3：2022 年中国股权投资市场退出方式分布（按退出案例数，笔）





资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，山东国投仍为山东省重要的国有资本运营平台，承担国有资产管理的职能，定位明确，业务以 IT、医药、贸易为主，同时还涉及远洋渔业和金融等领域；公司所投标的在细分行业具备竞争优势，投资组合较为分散，投资风险较低，但山东国投本部直接持有较大规模的上市公司股权，总体流动性很强。

*跟踪期内，公司为山东省重要的国有资本运营平台，重要性较高，职能定位明确，投资管理机制健全，风险控制完善，跟踪期内投资业务实现了较好收益，未来投资收益具备较好的可持续性。*

公司为山东省重要的国有资本运营平台，经营范围包括国有产（股）权的经营管理及处置、资产管理、股权投资管理及经营、企业重组收购兼并等，业务以 IT、医药、贸易为主，同时还涉及远洋渔业和金融等领域。

股权经营业务及决策流程方面，公司制定了《山东省国有资产投资控股有限公司持有上市公司股份管理办法》。资本运营中心是股权运营的主要承办部门，其他职能部门可根据公司授权承办具体股权运营项目。对股权运营项目，承办部门进行项目可行性分析，拟定初步的运营方案，报分管领导审核同意后，向公司总裁汇报。公司总裁认可后，承办部门完善运营方案，提交公司有权决策机构审议决策。经公司有权决策机构决策同意后，按照管理权限判断是否应报山东省国资委审核，在完成上述决策流程后加以实施。股权运营部门要定期跟踪，加强对所持股权变动事项的监控管理。

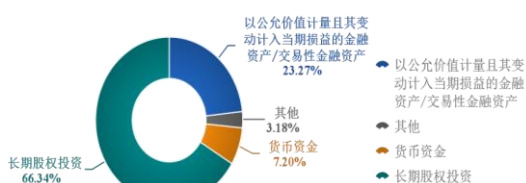
公司拟质押所持股权进行融资的，由公司有权决策机构决策后，经办部门会同资本运营中心办理相关质押登记手续。股权质押办理完毕后，经办部门应及时将股权质押登记证明交资本运营中心备查。股权解除质押后，经办部门应及时通知资本运营中心，便于对该宗股权的运营。整体来看，公司投资管理与决策制度健全，跟踪期内相关制度运行良好，未出现过重大风险项目。

*公司本部投资组合以对控股子公司的投资为主，此外股权投资亦占有一定比重；跟踪期内，公司投资领域仍集中于 IT 业务及医药，涉及投资领域发展较为成熟，跟踪期内贡献较为稳定的分红收益。*

公司本部主要从事资产管理和股权运作业务，经营性业务主要通过下属控股子公司开展。截至 2022 年末，公司本部投资组合账面价值 244.94 亿元，其中对子公司的投资占其的比重为 66.34%；此外，公司本部投资组合中股权投资亦占有较大比重，上述投资主要分布于金融、新能源、大健康等领域，涉及投资领域发展较为成熟，跟踪期内贡献较为稳定的分红收益。

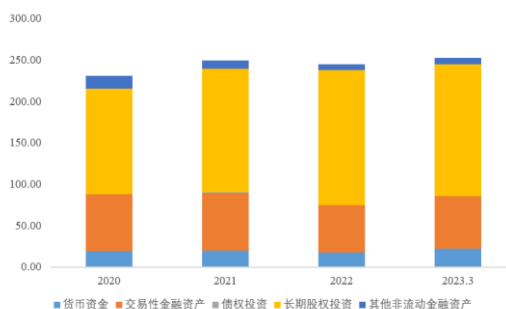
资产流动性方面，本部直接持有部分上市公司股权，母公司资产流动性很强。截至 2022 年末，公司本部直接持有的在交易性金融资产科目核算的上市公司股份市值为 57.01 亿元，在扣除货币资金后的投资组合市值中占比为 25.08%，公司本部所持上市公司股份无质押或受限情况。此外，本部持有一定的货币资金，具有较好的流动性。

图 4：2022 年末母公司投资组合分布情况



注：表内百分比为各明细项在投资组合市值中占比。  
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 5：近年来母公司投资组合变化情况（亿元）



资料来源：公司报表，中诚信国际整理

表 1：截至 2023 年 3 月末公司本部主要参股的上市公司情况

被持股企业	股票代码	持股数（万股）	持股比例（%）
中泰证券股份有限公司	600918.SH	12,087.18	1.7345
鲁银投资集团股份有限公司	600784.SH	2,827.80	4.98
招商银行股份有限公司	600036.SH	1,490.72	0.06
银座集团股份有限公司	600858.SH	1,801.69	3.46
积成电子股份有限公司	002339.SZ	5,233.76	10.23
中通客车控股股份有限公司	000957.SZ	7,098.16	11.97
岳阳林纸股份有限公司	600963.SH	3,250	1.79
山东黄金矿业股份有限公司	600547.SH	2,502.89	0.56
潍柴动力股份有限公司	000338.SZ、02338.HK	2,317.07	0.27
潍柴重工股份有限公司	000880.SZ	1,412.0180	4.26
山东鲁北化工股份有限公司	600727.SH	1,747.24	3.31
云鼎科技股份有限公司	000409.SZ	1,277.94	2.50
烟台正海磁性材料股份有限公司	300224.SZ	1516.06	1.85
云南锡业股份有限公司	000960.SZ	60.77	0.04
山东新华医疗器械股份有限公司	600587.SH	1,934.89	4.76
汤臣倍健股份有限公司	300146.SZ	747.59	0.51
广州普邦园林股份有限公司	002663.SZ	2,544.65	1.42
深南电路股份有限公司	002916.SZ	217.69	0.42
烟台泰和新材料股份有限公司	002254.SZ	492.87	0.72
瀚华金控股份有限公司	03903.HK	9500	2.07
中泰期货股份有限公司	01461.HK	2,258.36	2.25
中国联合网络通信（香港）股份有限公司	00762.HK、85958.HK	22,572.28	0.74
中国能源建设股份有限公司	601868.SH、03996.HK	13,166.8	0.32
红星美凯龙家居集团股份有限公司	601828.SH、01528.HK、05454.HK	1,107.46	0.25

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于云服务器市场的快速增长及自身创新驱动，浪潮集团国内服务器龙头的地位进

**一步巩固，浪潮集团营收规模保持增长。**

公司 IT 业务主要由浪潮集团负责运营，截至 2023 年 3 月末公司拥有其 48.51% 的股权。作为中国本土综合实力最强的大型 IT 企业之一、国家重点高新技术企业，浪潮集团拥有浪潮电子信息产业股份有限公司（以下简称“浪潮信息”，股票代码：000977.SZ）、浪潮软件股份有限公司（以下简称“浪潮软件”，股票代码：600756.SH）两家 A 股上市公司以及浪潮数字企业技术有限公司（以下简称“浪潮数字企业”，股票代码：00596.HK）一家香港联交所上市公司。浪潮集团业务范围涵盖了服务器及微型计算机的生产与销售、系统集成、软件开发及云计算等，主要的业务收入集中于两家国内上市公司。

浪潮信息是全球领先的 IT 基础设施产品、方案和服务提供商，具体看来，在算力方面，通过场景优化设计形成了丰富的产品线，涵盖计算型、存储型、多节点、关键应用、整机柜等各类服务器，支持全场景高效计算；算法层面，推出巨量模型业务，探索通用智能前沿，普惠 AI 产业发展；存储方面，推出多种类型的高端存储产品；发展智算中心操作系统，支持多元异构和云边协同；积极参与开放计算技术创新，加快全球计算生态的开放融合进程；落实绿色可持续的发展理念，全面布局液冷，推动数据中心建设和运行模式的升级，提高数据中心的能源利用水平，降低碳排放。跟踪期内，浪潮信息持续聚焦云计算、大数据、人工智能、边缘计算等不同形态的智慧计算，在研发、生产、交付、服务模式等方面持续创新，各项业务保持快速增长势头。跟踪期内，浪潮信息实现销售收入 695.25 亿元，同比增长 3.70%。

浪潮软件主要业务涉及数字政府、烟草及其他行业的软件开发及系统集成。浪潮软件专注于智慧政府方案和服务供应商的战略定位，持续巩固在数字政府、烟草行业信息化等领域的优势地位。跟踪期内，受益于顶层指导性政策的出台、各级政府对营商环境重视程度加强以及科技创新成果在业内普遍应用等因素，数字政府行业蓬勃发展；烟草行业紧扣行业重点目标任务，适应数字经济发展新趋势，有效促进互联网、大数据等新技术与烟草产业深度融合。跟踪期内，浪潮软件实现销售收入 20.74 亿元，同比增长 13.34%。

**棕榈油省内独家经营地位使得其业务量稳居省内前列，受市场行情影响，跟踪期内公司贸易收入进一步增长。**

公司贸易业务主要由全资子公司山东省轻工业供销有限公司（以下简称“轻工供销”）负责运营。经过多年的产品调整，轻工供销已逐步确立了以油脂、纸浆及淀粉为主要贸易品种的经营模式。轻工供销自 2002 年取得棕榈油全省独家进口经营权以来，自营及代理进口量一直稳居山东省同行业首位，同时也是山东省销量最大的纸浆经销商之一。

实际经营方面，我国棕榈油及纸浆的对外依存度较高，油脂类贸易主要以工业棕榈油产品为主，由印尼和马来西亚供应；纸浆的主要进口地包括美国、加拿大、日本、巴西、智利等，近年来受国际贸易形势、能源价格、汇率等因素，轻工供销经营重心有所调整。从 2021 年起全面禁止废纸进口，国内纸浆价格持续上涨，跟踪期内纸浆贸易量及单价有所增长，加之尝试新货种，带动贸易收入大幅提升，贸易收入 19.47 亿元，同比增长 59.99%。

**跟踪期内公司医药板块收入持续增长，下属上市公司在儿童医药领域处于领先地位，且该板块利润水平较高。**

公司医药板块主要由子公司山东省医药集团有限公司（以下简称“山东省医药集团”）和山东华特控股集团有限公司（以下简称“华特控股”）负责经营。跟踪期内，医药板块收入大幅提升。

山东省医药集团以药品批发、零售、现代医药物流、健康服务为主营业务，并拥有“益寿堂”和“真诚大药房”为品牌的 200 多家零售连锁药店。销售覆盖山东省大部分二级医院和连锁药店，经营品规 1 万余个，是山东省医药供应保障体系的骨干企业。

华特控股于 2020 年 3 月末纳入公司合并范围，持有山东华特达因健康股份有限公司（A 股上市公司，股票代码 000915.SZ，以下简称“华特达因”）22.0% 股权，系其第一大股东。华特达因主要产品有儿童药品、儿童食品和儿童用品等，包括维生素 AD 滴剂（伊可新）、复方碳酸钙泡腾颗粒、甘草锌颗粒、右旋糖酐铁颗粒、阿奇霉素颗粒、利福昔明干混悬剂和二巯丁二酸胶囊等，其中“伊可新”为全国驰名商标，多年来保持同类产品市场占有率第一。

**公司还涉及远洋渔业、商业银行、担保等领域，业务较为多元化，跟踪期内对公司收入形成有益补充。**

公司还涉及远洋渔业领域，由子公司山东省中鲁远洋渔业股份有限公司（以下简称“中鲁渔业”，股票代码 200992.SZ）负责运营。中鲁渔业有 3 个主要业务细分板块，分别为远洋捕捞、冷藏运输和冷藏加工贸易，产业链较为完备。跟踪期内，中鲁渔业所属远洋捕捞船共 25 艘，分别在印度洋海域、大西洋海域和太平洋海域作业；中鲁渔业所属 7 艘国际冷藏运输船从事运营服务，通达世界各大主要港口；冷藏加工贸易板块受经济下行影响，主要以控制库存、稳定市场份额为主。2022 年，中鲁渔业远洋捕捞销售量 30,918 吨，同比增长 3.88%；冷藏加工贸易销售量为 12,629 吨，同比降 17.65%。2022 年，中鲁渔业营业收入小幅增长。

公司持有德州银行 44.00% 的股权，为其控股股东，并于 2018 年 12 月 31 日将其纳入合并范围。德州银行成立于 2004 年 12 月，注册资本 16.25 亿元，定位于“地方金融、市民银行”。截至 2022 年末，德州银行分支机构总数 64 家，其中：异地分行 3 家，异地分行下设分支机构 15 家，德州地区分支机构 49 家。截至 2022 年末，德州银行存款余额 623.57 亿元，贷款余额 441.14 亿元，存贷比为 70.74%；不良贷款率 2.55%，贷款损失准备金额余额 15.85 亿元，拨备覆盖率为 141.13%；核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 9.95%、11.11% 和 12.00%。

公司于 2009 年 9 月设立山东省再担保集团股份有限公司（以下简称“山东再担保”），并将所持有的山东省企业信用担保有限责任公司（现名山东省企业融资担保有限公司）的全部股权入股，持有山东再担保 63.81% 的股权，为其控股股东。截至 2023 年 3 月末，山东再担保注册资本 11.91 亿元。2022 年及 2023 年 1~3 月，山东再担保实现营业总收入 693.28 万元和 675.35 万元。2019 年以来，受省政府整合省级 4 家担保公司影响，目前山东再担保不再开展新业务，业务规模持续收缩。截至 2023 年 3 月末，山东再担保在保余额 17.27 亿元，其中再担保 0.08 亿元，直保 17.19 亿元，跟踪期内。代偿方面，2022 年及 2023 年 1~3 月，山东再担保代偿金额分别为 0.31 亿元和 0.01 亿元，2022 年追偿金额为 0.27 亿元。中诚信国际将持续关注宏观环境变化对山东再担保业务规模、资产质量、代偿风险和信用风险等的影响。

此外，2022 年子公司浪潮集团将山东汇通金融租赁有限公司（以下简称“汇通金租”）纳入合并范围。中诚信国际关注到，汇通金租已引入新的股东方成都交通投资集团有限公司及成都高速公路

股份有限公司（分别持股 18.4%和 1.6%），注册资本增至 25.00 亿元，浪潮集团对其持股比例降至 40%，仍为汇通金租的最大股东，此外山东省机场管理集团有限公司和山东出版集团有限公司对其持股比例均降至 20%，上述事项已于 2022 年 11 月完成工商变更登记。汇通金租是经中国银行保险监督管理委员会批准设立的全国性非银行金融机构，是山东省首家、全国信息产业唯一一家持牌金融租赁公司，主要开展融资租赁业务。截至 2022 年末，汇通金租资产总额为 304 亿元，所有者权益为 44 亿元，应收融资租赁款净值 263 亿元，核心一级资本充足率为 15%，资本充足率为 16%；2022 年，汇通金租营业收入 20 亿元，净利润 5 亿元。

## 财务风险

### 母公司口径财务分析

**中诚信国际认为，跟踪期内，得益于运营上市公司股权力度加大带动投资收益提升，但公允价值变动损失增加，母公司利润总额亏损增加。随着本部投资业务的开展，公司母公司口径资产和负债规模稳步上升，资产负债率有所增加，但财务杠杆仍处于合理水平。跟踪期内，公司对外投资有所放缓，投资回流资金增加，账面货币资金对其短期债务的覆盖能力较强。需持续关注公司投资项目行业周期及投资标的的减持或退出对公司盈利水平及财务指标稳定性产生的影响。**

跟踪期内，公司母公司口径收入主要来自于房屋租赁收入，收入规模有限；同时本部的财务费用对利润总额形成较大侵蚀。公司的利润总额主要来自投资收益及公允价值变动收益，跟踪期内随着运营上市公司股权力度加大，公司投资收益大幅增加，但受证券市场行情波动影响，使得公司母公司口径公允价值变动损失较大，利润总额减至-7.57 亿元；公司盈利能力受到投资项目公允价值变动及处置参股公司力度影响较大，需持续关注公司投资项目行业周期及投资标的的减持或退出对公司盈利水平等财务指标的稳定性的影响。

公司母公司资产主要系对子公司投资及股权投资形成的投资组合资产，跟踪期内，随着业务的开展，公司持有的投资组合价值持续增加，公司本部总资产稳步增长。截至 2023 年 3 月末，公司本部投资组合账面价值 252.44 亿元，其中长期股权投资账面价值 158.99 亿元，主要系成本法核算的子公司股权；交易性金融资产账面价值 63.15 亿元，主要系股权投资，行业主要涉及金融、新能源、大健康等领域；货币资金账面价值 22.51 亿元，无受限货币资金。

母公司口径债务主要为外部融资，随着本部投资业务的开展，公司融资需求亦有所增长，总债务规模逐年增加；跟踪期内，母公司财务杠杆水平有所提升但仍处于合理水平。

资本实力方面，跟踪期内利润总额亏损增加拉低未分配利润规模，省政府的持续支持令资本公积小幅增长；总体来看，跟踪期内所有者权益有所下降。

跟踪期内母公司对外投资有所放缓，但项目投资需求仍然存在，公司本部投资活动呈现持续净流出态势，并主要通过投资资金回流和收益及对外融资解决资金缺口。偿债指标方面，跟踪期内，匹配投资资产的增加，公司本部债务规模亦呈现稳步增长态势，短期债务占总债务的比重波动较大，2022 年末占比约为 25%，债务结构与公司业务较为匹配。公司本部现金流利息保障能力较强，所持有的投资组合资产对公司总债务形成良好覆盖，货币等价物对其短期债务的覆盖能力较强，公司母公司口径偿债指标总体表现较好。

表 2：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.Q1
<b>营业总收入</b>	<b>0.19</b>	<b>0.29</b>	<b>0.29</b>	<b>0.08</b>
期间费用合计	5.44	5.17	5.60	1.44
经营性业务利润	-5.14	-4.81	-5.15	-1.40
投资收益	13.26	4.36	10.21	0.71
公允价值变动收益	0.00	-4.93	-12.32	6.14
<b>利润总额</b>	<b>7.42</b>	<b>-5.47</b>	<b>-7.57</b>	<b>1.70</b>
经调整的净资产收益率	5.70	-3.86	-6.18	6.69
货币资金	19.26	19.88	17.64	22.51
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	68.67	69.90	57.01	63.15
债权投资	0.43	0.41	0.40	0.40
长期股权投资	126.86	148.84	162.50	158.99
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动金融资产	15.28	10.06	7.39	7.39
<b>资产总额</b>	<b>251.53</b>	<b>273.20</b>	<b>265.98</b>	<b>272.06</b>
投资组合账面价值	230.50	249.09	244.94	252.44
投资组合市值	230.50	249.09	244.94	252.44
经调整的所有者权益	129.05	129.75	121.71	122.98
短期债务	26.24	72.32	40.83	30.13
总债务	129.58	154.19	160.28	164.64
资产负债率	48.69	52.51	54.24	54.80
总资本化比率	54.42	58.53	61.29	61.60
经营活动净现金流	12.38	-0.43	2.95	0.22
投资活动净现金流	-0.22	-16.13	-2.04	1.81
取得投资收益收到的现金	1.47	1.58	7.75	1.81
筹资活动净现金流	3.37	17.18	-3.15	2.83
货币等价物/短期债务	3.35	1.24	1.83	2.84
现金流利息覆盖倍数	2.99	0.26	2.20	1.74
总债务/投资组合市值	56.22	61.90	65.44	65.22

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 合并口径财务分析

中诚信国际认为，公司合并口径收入主要来源于 IT 业务，跟踪期内保持较快增长态势，毛利率略有下降，经营性业务利润留存增多，投资收益及利润总额保持相对稳定，仍需持续关注市场波动及投资标的所在行业周期性等因素对公司盈利稳定性的影响；公司资产规模和负债规模均保持增长态势，受并表德州银行影响公司财务杠杆仍处于较高水平；经营获现能力较好，偿债指标表现较好。

公司合并口径营业收入主要来源于 IT 业务，医药板块及贸易业务亦对收入形成补充，跟踪期内上述业务收入均有所增长，带动公司合并口径营业收入呈现稳步增长态势，毛利率小幅下降，加之期间费用率降低，经营性业务利润留存增多。公司利润总额主要来源于经营性业务利润、其他收益及投资收益。跟踪期内公司投资收益及利润总额保持相对稳定。整体来看，公司盈利水平较好，需持续关注市场波动及投资标的所在行业周期性等因素对公司盈利稳定性的影响。

表 3：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.Q1
----	------	------	------	---------

	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
IT	736.16	15.56	840.30	15.46	1,051.60	15.23	231.01	13.72
医药板块	18.58	50.20	23.97	61.20	34.63	58.56	9.14	60.65
水利施工	49.84	3.93	--	--	--	--	--	--
贸易	10.49	2.22	12.17	2.50	19.47	1.94	3.56	3.89
其他	46.83	71.37	88.88	37.48	87.69	39.73	18.88	42.55
<b>营业总收入/毛利率</b>	<b>861.90</b>	<b>18.50</b>	<b>965.32</b>	<b>18.46</b>	<b>1,193.38</b>	<b>18.07</b>	<b>262.58</b>	<b>17.30</b>

注：1、2020 年 12 月，公司将持有的山东水总有限公司和山东省水利工程局有限公司 100% 股权无偿划转至山东省农村经济开发投资有限公司，自 2021 年起不再从事水利施工业务；2、其他收入主要包括德州银行收入及远洋渔业收入；3、综合毛利率采用营业总收入及营业成本进行计算，其他业务收入采用相应差额进行计算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内由于公司业务的持续开展，合并口径的总资产规模有所上升。截至 2022 年末，公司合并口径总资产 2,181.09 亿元，主要由投资组合资产、子公司德州银行金融类资产、IT 业务相关的存货及应收账款构成，投资组合资产主要系以权益工具投资为主要构成的交易性金融资产、对联营企业投资为主的长期股权投资、以银行债券为主的债权投资及以同业存单为主的其他债权投资为主。其中截至 2022 年末，公司受限货币资金金额为 56.64 亿元，主要系存放在中央银行的存款准备金、保证金、担保金等。

近年来，伴随业务持续发展，公司对外融资需求持续提升，跟踪期内债务规模呈现持续升高的态势，带动公司总负债规模持续增长。公司债务主要系开展各类经营业务形成的银行借款和应付债券，债务结构以长期债务为主，但短期债务规模随着公司经营性业务的拓展和流动性需求的增加而呈现增长态势。随着少数股东权益的增长，公司所有者权益保持增长，资本实力持续增强。跟踪期内，受并表德州银行影响公司资产负债率仍处于较高水平；由于经营性债务的增加总资本化比率快速提升。

公司经营获现能力较好，跟踪期内，受益于经营板块的稳步发展，公司经营活动呈大规模净流入状态。随着对外投资力度的加大，公司投资活动现金流处于大幅净流出状态，随着经营回款情况改善、到期债务偿还，公司筹资活动净现金流呈流出态势。公司 EBITDA 主要由利润总额及折旧构成，跟踪期内，公司利润总额有所增长，EBITDA 随着折旧的大幅减少而有所减少，但 EBITDA 利息保障倍数仍维持较好水平；整体来看，公司偿债指标表现较好。

表 4：近年来公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.Q1
营业总收入	861.90	965.32	1,193.38	262.58
营业毛利率（%）	15.76	16.14	14.92	13.22
经营性业务利润	30.52	42.82	59.91	8.66
其他收益	14.15	14.33	25.25	5.01
投资收益	18.23	13.86	12.95	1.00
公允价值变动收益	0.47	-3.68	-11.75	6.38
利润总额	37.64	40.21	44.94	8.54
资产总额	1,573.31	1,839.96	2,181.09	2,347.34
负债总额	1,143.54	1,392.39	1,683.09	1,843.96
总债务	327.85	409.47	649.23	--
短期债务	146.73	229.19	416.32	--
所有者权益合计	429.78	447.57	497.99	503.38
资产负债率（%）	72.68	75.67	77.17	78.56

总资本化比率(%)	44.66	49.04	57.70	--
经营活动净现金流	67.73	-73.64	73.62	-54.17
投资活动净现金流	-80.81	13.21	-24.65	-1.30
筹资活动净现金流	60.48	35.00	-7.46	77.81
EBITDA	67.39	71.61	69.86	--
经营活动净现金/利息支出(X)	4.95	-6.25	5.73	-15.98
EBITDA 利息倍数(X)	4.93	6.08	5.43	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2023 年 3 月末，公司合并口径受限资产 115.21 亿元，占同期末总资产的比重为 4.91%。

截至 2023 年 3 月末，公司本部无影响正常经营的重大未决诉讼，本部及合并口径无对外担保事项<sup>1</sup>。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2023 年 5 月，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司本部在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

- 2023 年，山东国投本部没有显著规模的资产划转，合并范围预计不变。
- 2023 年，山东国投本部收入规模及盈利水平较为稳定。
- 2023 年，山东国投本部投资业务稳步推进，预计新增投资 5~20 亿元。
- 2023 年末，山东国投本部债务规模将保持小幅增长趋势。

### 预测

表 5：公司重点财务指标预测情况

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
经调整的净资产收益率(%)	-3.86	-6.18	-9.59~-6.39
总债务/投资组合市值(%)	61.90	65.44	58.60~71.62

注：1、各指标均为母公司口径数据；2、由于公司本部依托的子公司分红情况具有不确定性，2023 年收益相关预测数据主要采用历史平均法预测。

资料来源：中诚信国际整理

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

<sup>1</sup> 不包含山东再担保业务产生的担保事项。

<sup>2</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。



## 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

公司母公司口径现金及等价物储备虽有不足，但持有一定规模的未使用授信余额，可对偿债资金形成补充。截至 2023 年 3 月末公司本部账面货币资金为 22.51 亿元，相对于债务规模，资金储备相对不足，但公司本部银行授信未使用额度充足，截至 2023 年 3 月末，公司本部获得银行授信额度 30 亿元，剩余额度 27.4 亿元，目前提取基本没有限制，备用流动性较强；且公司作为山东省省级重要的国有资产投资经营主体，可持续获得政府的资金支持；公司目前主要融资渠道为银行贷款和债券融资，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司本部资金流出主要用于债务的还本付息，资金平衡状况尚可。目前公司短期债务压力尚可，其中母公司 2023 年到期的债务规模约 40.83 亿元，合并口径 2023 年到期债务规模约 416.32 亿元，主要系发行债券及银行贷款，主要通过投资项目回流、续贷、债券发行进行偿还。综上所述，公司资金平衡状况尚可，流动性强，未来一年流动性来源对流动性需求形成有效覆盖。

**表 6：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）**

	一年以内（含 1 年）	一年以上	合计
<b>母公司口径</b>	<b>40.83</b>	<b>119.45</b>	<b>160.28</b>
银行贷款	20.62	0.00	20.62
债券融资	20.22	119.45	139.66
<b>合并口径</b>	<b>416.32</b>	<b>232.91</b>	<b>649.23</b>
银行贷款	302.04	108.86	410.90
债券融资	81.60	119.45	201.04
其他债务	32.68	4.60	37.29

注：由于四舍五入形成尾数差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## ESG 分析<sup>3</sup>

**中诚信国际认为，公司注重可持续发展和安全管理，并积极履行企业社会责任；公司发展战略符合行业政策和公司经营目标，治理结构及内控制度有待完善。**

环境方面，作为投资类企业，公司面临的环境问题较少，截止目前，公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好，无公开披露的环境争议事件。

社会方面，公司积极履行社会责任，建立了较为完善的员工发展体系，培养体系十分健全，人员稳定性较高。但国家和相关监管部门相关政策变化对公司业务的发展产生一定影响。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，发展战略符合行业政策和公司经营目标。但同时，公司控股及参股子公司数量较多，同时直接或间接持有多家上市公司股权；子公司行业分布较为广泛，管控难度较高。

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

## 外部支持

**当地政策支持意愿很强。山东省经济总量处于全国前列，跟踪期内经济保持增长，综合经济实力较强；稳定的经济增长和合理的产业结构为山东省财政实力形成了有力的支撑，极强的区域经济为公司发展提供良好的外部环境；而股东持续在资金和业务等方面为公司提供支持，为公司发展提供了良好的基础。**

公司实际控制人为山东省国资委。山东省地处我国胶东半岛，位于渤海、黄海之间，是我国重要的工业、农业和人口大省。全省陆域面积 15.58 万平方公里，占全国的 1.62%。行政区划方面，山东省下辖济南市、青岛市两个副省级城市，以及淄博市、枣庄市、东营市、烟台市、潍坊市、济宁市、泰安市、威海市、日照市、临沂市、德州市、聊城市、滨州市和菏泽市十四个地级市。截至 2022 年末，山东省常住人口 10,162.79 万人。山东省经济基础较好，经济运行稳中有进，2022 年山东省实现地区生产总值 87,435.1 亿元，比上年增长 3.9%。分产业看，第一产业增加值 6,298.6 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 3,5014.2 亿元，增长 4.2%；第三产业增加值 46,122.3 亿元，增长 3.6%。三次产业结构为 7.2：40.0：52.8。经济总量维持全国第 3 位，仅次于广东省及江苏省。

山东省财政实力较强，2022 年山东省财政运行情况总体良好。2022 年，山东省一般公共预算收入 7,104.04 亿元，比上年下降 2.5%，扣除增值税留抵退税因素后同口径增长 5.3%；一般公共预算收入居全国第 5 位。财政平衡能力仍存在一定的资金缺口，2022 年山东省财政平衡率为 58.56%，收支平衡对上级补助依赖较强。地方政府债务方面，2022 年山东省债务限额为 24,415.60 亿元，其中一般债务限额 8,024.75 亿元，专项债务限额 16390.85 亿元；债务余额为 23,588.02 亿元，其中一般债务余额 7,556.22 亿元，专项债务余额 16,031.80 亿元。

表 7：山东省 2020~2022 年主要财政收支指标（亿元）

	2020	2021	2022
GDP（亿元）	73,129.00	83,095.90	87,435.10
GDP 增速(%)	3.56	8.3	3.9
人均 GDP（万元）	7.22	8.17	8.60
固定资产投资增速(%)	3.6	6.0	6.1
一般公共预算收入（亿元）	6,559.93	7,284.45	7,104.04
政府性基金预算收入(亿元)	7,278.99	7,976.94	6,080.41
税收收入占比(%)	72.53	75.17	67.50
公共财政预算平衡率(%)	58.40	62.21	58.56

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

作为山东省重要的国有资产管理运营主体，公司经营范围包括国有产（股）权的经营管理及处置、资产管理、股权投资管理及经营、企业重组收购兼并等。同时，公司进行多元化的投资，投资领域以 IT、医药、贸易为主，同时还涉及远洋渔业和银行等。2022 年，公司确认投资收益为 12.95 亿元，此外，公司收到浪潮项目政府补贴、运营补贴等各类补助 25.25 亿元，计入其他收益。

## 同行业比较

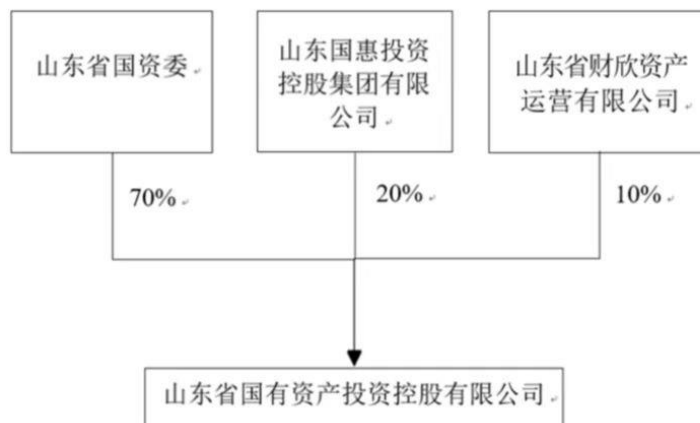
中诚信国际选取了山东国惠、浙江国资和华鲁控股作为山东国投的可比公司，上述四家公司均为各省份直属重要的大型综合性国有资产经营平台，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，山东国投的业务风险在同业中处于中下游，山东国投与可比公司均具有清晰的职能定位，投资管理及风控制度较为健全，投资组合较为多样化，公司目前投资收益在可比企业中处于较高水平。山东国投本部直接或间接持有部分上市公司股权，投资策略稳健，投资风险较低，资产流动性在可比企业中处于较好水平。山东国投母公司财务风险较高，与同行业相比，资本实力中等，投资组合中上市公司占比较高，但与可比公司相比财务杠杆水平略高，盈利能力有待提升。

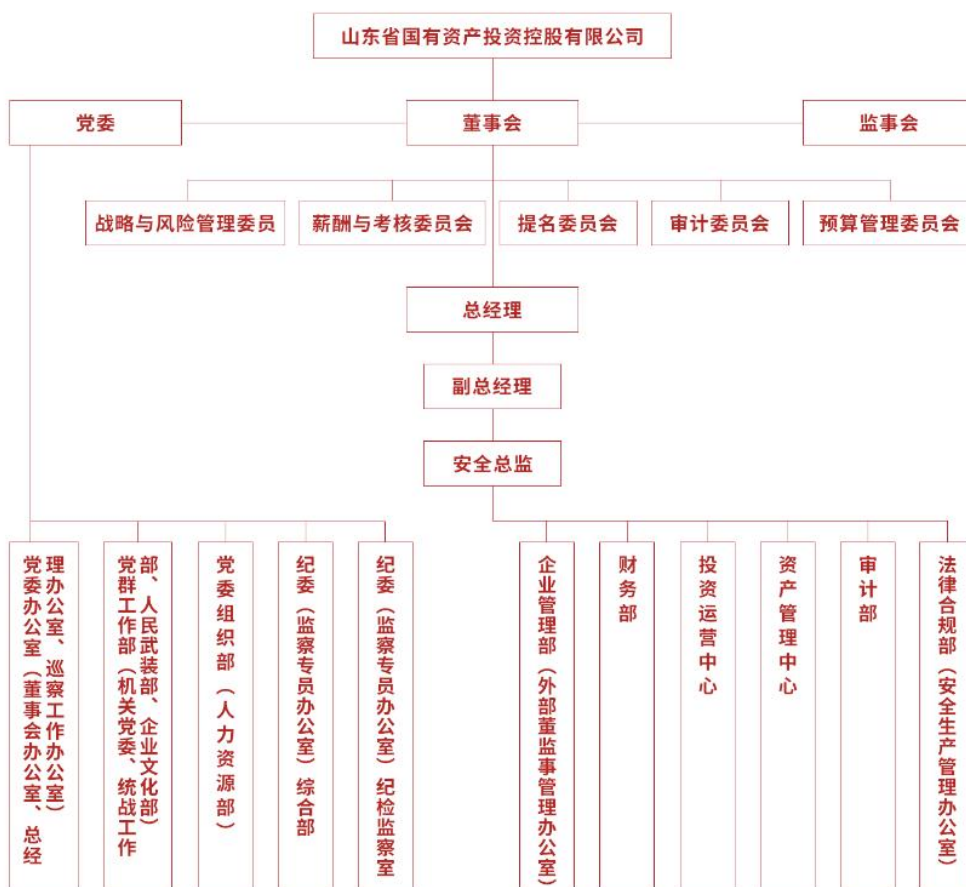
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持山东省国有资产投资控股有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 鲁资 04”、“20 鲁国资 MTN001”、“20 鲁资 01” 的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：山东省国有资产投资控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



序号	子公司名称	实收资本（万元）	持股比例(%)
1	山东省轻工业供销有限公司	10,000.00	100.00
2	中泰信诚资产管理有限公司	5,200.00	100.00
3	浪潮集团有限公司	89,327.19	48.51
4	巨能资本管理有限公司	17,794.84	94.99
5	山东省再担保集团股份有限公司	119,065.46	63.82
6	山东东银投资有限公司	20,372.96	100.00
7	山东省中鲁远洋渔业股份有限公司	26,607.13	47.25
8	山东省资产管理运营有限公司	75,150.60	100.00
9	山东融越金融控股有限公司	130,468.14	93.78
10	鲁资创业投资有限公司	52,638.61	94.99
11	山东省医药集团有限公司	31,396.00	100.00
12	山东省泰富资产经营有限公司	3,500.00	100.00
13	德州银行股份有限公司	162,500.00	44.00
14	山东省交通运输集团有限公司	68,000.00	37.00
15	山东超越信息科技有限公司	16,850.00	38.88
16	山东华特控股集团有限公司	50,000.00	100.00



注：组织结构为截至目前情况。

资料来源：公司提供

## 附二：山东省国有资产投资控股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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
货币资金	2,746,712.90	2,568,454.70	2,921,670.33	3,479,678.93
应收账款	1,110,013.28	2,058,329.22	2,364,415.35	2,469,306.09
其他应收款	355,255.91	325,037.68	376,523.43	439,785.47
存货	1,470,381.09	2,898,103.31	2,146,337.26	2,401,529.89
长期投资	3,193,235.87	2,590,401.68	2,703,465.50	2,673,015.14
固定资产	716,215.31	882,977.70	922,851.14	880,561.78
在建工程	118,108.54	90,441.29	232,041.31	254,153.99
无形资产	256,446.60	291,204.32	335,624.58	331,631.35
资产总计	15,733,130.80	18,399,614.69	21,810,861.96	23,473,394.45
其他应付款	450,209.96	315,112.37	288,177.09	379,331.40
短期债务	1,467,265.53	2,291,878.66	4,163,213.85	--
长期债务	1,811,261.54	1,802,809.85	2,329,095.86	--
总债务	3,278,527.06	4,094,688.51	6,492,309.71	--
净债务	1,076,206.46	2,151,026.72	4,137,077.10	--
负债合计	11,435,378.14	13,923,875.80	16,830,939.92	18,439,563.04
所有者权益合计	4,297,752.66	4,475,738.89	4,979,922.04	5,033,831.41
利息支出	136,727.96	117,832.83	128,552.61	33,905.09
营业总收入	8,619,026.19	9,653,159.74	11,933,827.65	2,625,806.51
经营性业务利润	305,232.28	428,221.05	599,094.08	86,580.06
投资收益	182,346.77	138,557.06	129,498.73	9,979.57
净利润	318,052.52	351,909.98	378,572.51	68,450.04
EBIT	502,815.27	477,160.35	521,690.64	118,126.74
EBITDA	673,861.00	716,068.22	698,628.77	--
经营活动产生的现金流量净额	677,264.96	-736,440.99	736,241.76	-541,682.39
投资活动产生的现金流量净额	-808,096.34	132,113.67	-246,529.16	-12,989.82
筹资活动产生的现金流量净额	604,837.80	349,954.80	-74,608.36	778,123.16
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业毛利率（%）	15.76	16.14	14.92	13.22
期间费用率（%）	14.98	14.17	13.55	13.89
EBIT 利润率（%）	6.03	5.08	4.54	4.72
总资产收益率（%）	3.20	2.80	2.59	2.09
流动比率（X）	0.76	0.81	0.75	0.80
速动比率（X）	0.61	0.57	0.60	0.64
存货周转率（X）	4.78	3.60	3.88	3.82
应收账款周转率（X）	7.51	5.93	5.20	4.14
资产负债率（%）	72.68	75.67	77.17	78.56
总资本化比率（%）	44.66	49.04	57.70	--
短期债务/总债务（%）	44.75	55.97	64.13	--
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	0.15	-0.23	0.08	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.34	-0.40	0.12	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	4.95	-6.25	5.73	-15.98
总债务/EBITDA（X）	4.87	5.72	9.29	--
EBITDA/短期债务（X）	0.46	0.31	0.17	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.93	6.08	5.43	--
EBIT 利息保障倍数（X）	3.68	4.05	4.06	3.48
FFO/总债务（X）	0.13	0.15	0.09	--

注：1、中诚信国际根据 2021~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债、其他应付款科目的带息债务调整、卖出回购金融资产款和向中央银行借款至短期债务，将公司计入长期应付款、其他权益工具科目的带息债务调整至长期债务；3、合并口径债务包含下属金融租赁公司的长短期借款；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比。

### 附三：山东省国有资产投资控股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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	192,564.84	198,817.53	176,442.76	225,064.12
应收账款	11,238.40	11,238.40	11,238.40	11,238.40
其他应收款	54,315.81	73,016.61	54,953.40	50,253.43
交易性金融资产	686,749.88	698,962.24	570,076.29	631,487.60
债权投资	4,271.64	4,145.77	3,980.06	3,980.06
其他债权投资	--	--	--	--
持有至到期投资	--	--	--	--
可供出售金融资产	--	--	--	--
长期股权投资	1,268,556.17	1,488,359.26	1,625,013.45	1,589,895.43
其他权益工具投资	--	--	--	--
其他非流动金融资产	152,833.70	100,606.08	73,921.15	73,948.55
固定资产	15,266.59	14,749.27	15,827.06	15,701.37
投资性房地产	33,836.48	39,600.25	36,986.49	36,739.49
资产总计	2,515,259.63	2,732,012.36	2,659,831.87	2,720,601.95
投资组合账面价值	2,304,976.23	2,490,890.88	2,449,433.72	2,524,375.76
投资组合市值	2,304,976.23	2,490,890.88	2,449,433.72	2,524,375.76
其他应付款	86,355.41	65,473.44	40,309.73	43,506.87
短期债务	262,438.29	723,232.90	408,336.95	301,341.37
长期债务	1,033,379.50	818,626.46	1,194,457.69	1,345,096.00
总债务	1,295,817.78	1,541,859.36	1,602,794.64	1,646,437.37
净债务	1,103,252.95	1,343,041.83	1,426,351.87	1,421,373.25
负债合计	1,224,785.35	1,434,511.88	1,442,698.46	1,490,758.21
所有者权益合计	1,290,474.28	1,297,500.48	1,217,133.41	1,229,843.74
利息支出	46,328.84	43,841.64	48,690.25	11,696.61
营业总收入	1,916.94	2,911.48	2,876.29	760.28
经营性业务利润	-51,449.20	-48,146.81	-51,466.90	-14,005.10
投资收益	132,550.07	43,563.29	102,086.99	7,125.66
净利润	61,911.83	-41,986.90	-65,076.99	17,037.88
EBIT	120,055.82	-11,493.58	-26,138.93	28,728.48
经营活动产生的现金流量净额	123,783.12	-4,289.48	29,488.18	2,213.44
投资活动产生的现金流量净额	-2,196.31	-161,253.09	-20,365.86	18,076.31
筹资活动产生的现金流量净额	33,658.92	171,795.27	-31,497.09	28,331.60
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产收益率(%)	4.77	-0.44	-0.97	4.27
经调整的净资产收益率(%)	5.70	-3.86	-6.18	6.69
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.11	0.36	0.76	2.54
应收类款项占比(%)	2.61	3.08	2.49	2.26
资产负债率(%)	48.69	52.51	54.24	54.80
总资本化比率(%)	54.42	58.53	61.29	61.60
短期债务/总债务(%)	20.25	46.91	25.48	18.30
总债务/投资组合市值(%)	56.22	61.90	65.44	65.22
现金流利息保障倍数(X)	2.99	0.26	2.20	1.74
货币等价物/短期债务(X)	3.35	1.24	1.83	2.84
总债务/EBITDA(X)	10.65	-157.55	-65.62	--
EBITDA/短期债务(X)	0.46	-0.01	-0.06	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.63	-0.22	-0.50	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.59	-0.26	-0.54	2.46

注：1、中诚信国际根据 2021~2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司本部计入其他流动负债科目的带息债务调整至短期债务，将其他权益工具科目的带息债务调整至长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比。



## 附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
经营效率	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	投资组合账面价值	货币资金+长期股权投资+交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值	投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比	母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
盈利能力	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	经调整的净资产收益率	净利润/经调整的所有者权益平均值
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息覆盖倍数	(经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附五：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn