

信用等级公告

联合[2016]589号

山东省鲁信投资控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对山东省鲁信投资控股集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

山东省鲁信投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

山东省鲁信投资控股集团有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：丁华

二零一六年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

山东省鲁信投资控股集团有限公司

公开发行 2016 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 25 亿元（含 25 亿元）

债券期限：7+3 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 6 月 23 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总计（亿元）	167.30	220.29	304.78	324.88
所有者权益（亿元）	100.96	132.27	156.26	173.76
长期债务（亿元）	30.26	46.84	96.67	92.19
全部债务（亿元）	42.68	68.15	124.55	129.16
营业总收入（亿元）	43.69	54.83	55.95	16.52
净利润（亿元）	12.06	12.35	15.77	3.23
经营性净现金流（亿元）	7.69	8.64	4.53	12.18
营业利润率（%）	35.89	29.50	38.66	29.88
总资产周转次数（次）	0.29	0.28	0.21	0.05
净资产收益率（%）	12.78	10.59	10.93	1.96
资产负债率（%）	39.65	39.96	48.73	46.52
全部债务资本化比率（%）	29.71	34.00	44.36	42.64
流动比率（倍）	1.66	2.75	3.22	2.96
速动比率（倍）	1.45	2.43	2.84	2.62
EBITDA（亿元）	18.84	21.23	26.95	-
EBITDA 利息倍数（倍）	8.45	4.78	4.61	-
EBITDA 全部债务比（倍）	0.44	0.31	0.22	-
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.75	0.85	1.08	-

注：1、本报告中部分合计数与各项相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据。3、2016 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“鲁信集团”）的评级反映了公司作为山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，在资产质量、多元化投资、外部支持等方面具备的显著竞争优势。经过多年发展，公司已经形成了多元化发展的业务格局，基础设施、信托、创投三大业务行业地位突出，对公司业绩形成良好支撑。同时，联合评级也关注到，公司创投、金融业务受外部环境影响较大、债务规模持续增长等因素对公司造成的不利影响。

2014 年以来，公司金融板块经营范围有所扩大，公司的金融控股地位进一步增强，综合实力得到进一步提升。公司子公司山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东信托”）增资扩股对于公司信托业务的发展、IPO 重启对公司创投业务的发展均提供了良好条件。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用和本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，在省辖区内拥有明显的竞争地位优势，公司在业务运营、外部支持等方面竞争优势明显，具有一定的区域垄断优势。

2. 山东省经济和财政实力较强，能够为公司发展提供良好的外部环境。

3. 公司的信托、创投业务行业地位较高，具有区域竞争优势，山东信托增资扩股为信托业务的发展、IPO 重启对创投业务的发展提供了良好条件；2014 年以来，山东省政府批准公司入股济南市农商行和中援人寿保险股份有限公

司，成立资产管理公司，公司金融业务范围进一步扩大，有利于公司金融板块的进一步发展。

4. 公司近年来收入和利润规模持续增长，投资收益规模较大，盈利能力强。

关注

1. 信托业务和创投业务对公司利润贡献较大，而这两个行业所面临的政策风险、市场风险等势必会为公司未来收益带来一定的不确定性。

2. 公司承担山东省转贷业务，转贷资金未在表内反映，虽有财政兜底偿还，但由于财政到位资金及债务偿还时间不匹配，公司存在一定的短期资金垫付风险。

3. 公司债务规模增长较快，需对公司债务规模的快速增长带来的偿债压力保持关注。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

陈 凝

电话：010-85172818

邮箱：chenn@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

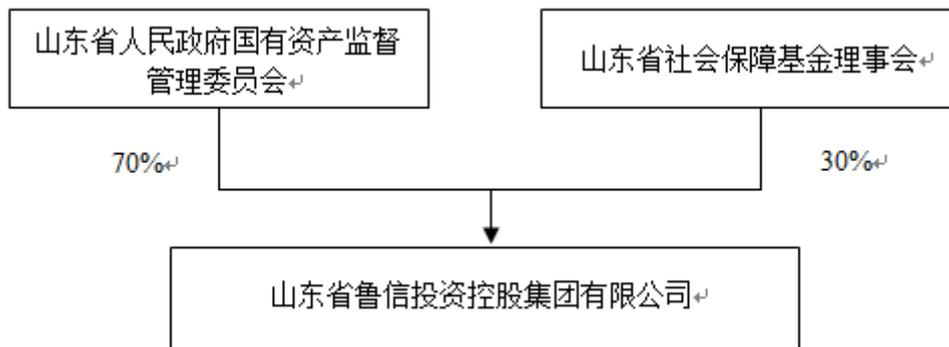
分析师：



一、主体概况

山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“鲁信集团”）原名山东省鲁信投资控股有限公司，成立于 2002 年 1 月，是经鲁经贸企字[2001]762 号和鲁财国股[2001]53 号文件批准，在原山东信托、山东省高新技术投资公司等企业基础上整合组建的大型国有投资控股公司，初始注册资本 30 亿元，由山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“省国资委”）全额出资，2005 年 8 月公司更为现名。2015 年 5 月，根据山东省政府鲁政字[2015]98 号《关于划转省属企业部分国有资本的通知》，山东省国资委出具了《山东省国资委关于划转山东省鲁信投资控股集团有限公司等 15 户企业部分国家资本的函》鲁国资产权字[2015]20 号函，山东省国资委同意，以 2014 年 12 月 31 日经审计的财务报告数为基础，将公司的部分国有资本 9 亿元划转给山东省社会保障基金理事会，相关工商变更登记已于 2016 年 2 月完成。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 30 亿元，其中山东省国资委股权比例为 70.00%，山东省社保基金理事会股权比例为 30.00%。实际控制人为山东省国资委。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司提供。

公司经营范围：对外投资（不含法律法规限制行业）及管理，投资咨询（不含证券、期货的咨询），资产管理、托管经营，资本运营，担保；酒店管理，房屋出租，物业管理。近年来，公司业务范围主要涉及基础设施、创业投资、金融服务和文化旅游等领域。截至 2016 年 3 月底，公司本部下设办公室、人力资源部、财务部管理部、投资发展部、运营管理部、资产管理部、风险合规部等部门，拥有二级全资及控股子公司 10 家。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 304.78 亿元，负债总额 148.52 亿元，所有者权益合计 156.26 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 99.00 亿元，少数股东权益 57.26 亿元；2015 年公司实现营业收入 55.95 亿元，净利润 15.77 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.40 亿元，少数股东损益 5.37 亿元；2015 年公司经营活动产生的现金流量净额 4.53 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 324.88 亿元，负债总额 151.13 亿元，所有者权益合计 173.76 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 115.33 亿元，少数股东权益 58.42 亿元；2016 年一季度公司实现营业收入 16.52 亿元，净利润 3.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.93 亿元，少数股东损益 1.31 亿元；2016 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额 12.18 亿元。

公司注册地址：济南市历下区解放路 166 号；法定代表人：汲斌昌。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“山东省鲁信投资控股集团有限公司公开发行2016年公司债券”，发行总规模不超过25亿元（含25亿元），采用分期发行方式，首期基础发行规模为不超过13亿元，可超额配售不超过12亿元。本次债券票面金额为人民币100元，按票面金额平价发行。本次债券期限为10年，附债券发行后第7年末发行人上调票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权。本次债券为固定利率债券，票面利率由发行人和主承销商（簿记管理人）按照簿记建档结果共同协商确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券面向《公司债券发行与交易管理办法》规定的合格投资者公开发行，不向公司股东优先配售。

2. 本次债券募集资金用途

本次发行公司债券的募集资金扣除发行费用后，拟用于补充流动资金和偿还债务。

三、运营环境

公司立足山东地区，现有业务以基础设施、创业投资、金融服务及文化旅游四大板块为核心，其中基础设施投资以天然气供应业务为主，金融服务以信托业务为核心。

1. 天然气供应

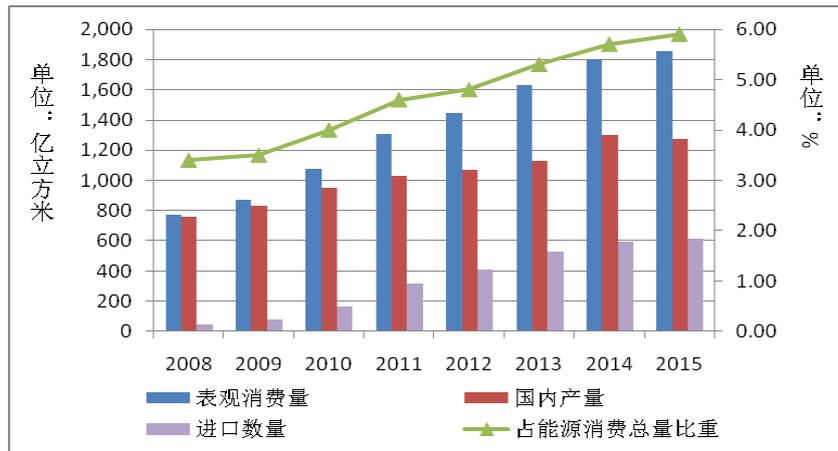
（1）行业概况

天然气是存在于地下岩石储集层中以烃为主体的混合气体的统称，具有使用安全、热值高、洁净等优势。在环保要求日益提高，而核能、风能尚不能成为主流能源的情况下，天然气需求快速增长。以西气东输项目为标志，中国天然气工业从启动期进入快速发展期。随着中国城市化进程的不断加快，城市燃气输送与供应发展迅速，城市燃气普及率已达到 90%以上，成为了城市居民最主要的生活燃料。

从市场需求来看，近年来，国内天然气下游市场呈现爆发式增长态势，天然气终端市场需求快速扩张，但随着我国经济增速放缓，新一轮天然气价格改革方案的推出，我国天然气消费量增速减缓。2015 年我国天然气消费量 1,855.00 亿立方米，较 2014 年增长 2.81%，较 2008 年年均复合增速 13.29%。天然气消费量占能源消费总量比重持续提升，2015 年为 5.90%，但与发达国家相比占比仍很小。天然气终端消费主要集中在化工、城市燃气、工业燃料、发电四大领域。随着中亚管道、中缅管道、中俄管道和进口 LNG¹这四大天然气进口渠道的逐渐投入使用，中国城市燃气市场的空白区域将逐渐缩减直至消失。今后几年，我国天然气需求仍然面临着较大幅度的增长空间，天然气终端销售市场将持续蓬勃发展的良好态势。

¹ LNG：液化天然气。

图2 中国天然气生产、消费、进口情况



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

中国天然气的供给主要源于两部分，即国内生产和进口成品。近年来，我国天然气产量稳步增长，2015年我国天然气产量1,271.00亿立方米，较2014年小幅下降2.35%，较2008年年均复合增速7.61%。天然气产量占能源生产总量比重持续提升，2015年达4.70%。但我国天然气的自给率逐年下降，由2008年的98.23%降至2015年的68.52%。因中国现已探明的天然气田中近一半为高含硫气田，开采难度大，危险性高，而中国目前的技术水平所限，无法进行大规模的开发。此外，进口管道和LNG接收站不断建成投产也带动了进口需求的增长。2015年，我国天然气进口数量616.70亿立方米，较2014年小幅增长3.38%，较2008年年均复合增速44.72%。2015年我国天然气探明储量6,772.20亿立方米，新增探明技术可采储量3,754.35亿立方米，未来中国将进入天然气储量产量快速增长阶段，进口依赖度将有所降低。我国天然气的产地主要位于西部，而消费地主要集中在经济发达东部地区，主要通过建立全国天然气主管网确保天然气供应。因此，我国天然气管网等基础设施建设保持强劲的增长势头，截至2014年末，天然气城市管道长度43.46万公里，较2013年末增长11.87%，较2008年年均复合增长15.39%。

目前，我国天然气价格管理依然实行政府定价，执行“一省一价”的门站价格管理模式。2015年11月，发改委发布新的调价通知，降低非居民用气门站价格0.7元/立方米。终端价格的下调首先带来下游需求市场规模的整体扩大，但上游企业盈利水平大幅缩水，同时加剧进口管道气的亏损。

总体看，天然气供应具有一定自然垄断性，价格形成机制行政指令性强，政策变动对行业内企业整体盈利水平具有一定影响。

(2) 行业政策

新版《天然气利用政策》自2012年12月1日起正式施行，新政策中被列入“优先类”的天然气用户种类明显增加。2014年3月，国家发改委发布《关于建立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见》（发改价格[2014]467号），决定在全国范围内推行居民阶梯气价制度。2015年2月，国家发改委宣布，从4月1日起，我国天然气价格正式并轨，各省增量气最高门站价格每立方米下降0.44元，存量气最高门站价格每立方米上调0.04元，这是我国价格改革中，首次大幅下调天然气价格。2015年10月发布的《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》，被认为是价格改革的纲领性文件，提出“尽快全面理顺天然气价格，加快放开天然气气源和销售价格”。2015年11月，国家发改委发布新的调价通知，在降低非居民用气门站价格0.7元/立方米的基础上提出要进一步提高天然气价格市场化，同时提出基准门站价格管制制，允许基准门站价格上浮20%来实现有限

制的放松管制。

(3) 行业关注

天然气行业改革。目前，价格问题是制约我国天然气工业发展的关键因素，进一步理顺和优化天然气定价方式势在必行。我国天然气价格改革的方向是实现市场化定价，改革的目标是“放开两头，管住中间”，即放开上游气源和终端销售价格，政府只监管自然垄断的管网输配气价格。目前国际上天然气库存很高，造成天然气短期价格疲弱。但因天然气钻井减少，供应量正在下降。未来天然气的价格短期内可能仍有较大波动性，长远来看有上升空间。

天然气行业增速放缓。油价因素、经济增长复苏艰难使国际天然气市场整体低迷。“十二五”后期，我国经济增长出现“新常态”，天然气市场发展相应放缓，“低速增长”将成为“十三五”期间我国天然气市场供需两侧发展的新形势。新形势下，从经济角度、资源供给、资源消费方面看，天然气市场都将存在诸多不确定性。

天然气进口量持续攀升。近年来我国天然气进口量不断增长，2014年，国内天然气市场已经出现区域性、阶段性的供大于求的局面。未来几年，全球天然气市场进入供应宽松时代，放缓的需求增速以及过快的供应增长，特别是进口量的增长，或将为市场带来供应过剩的风险，储气调峰能力不足，夏季限产，冬季限供的问题仍可能发生。

(4) 行业发展

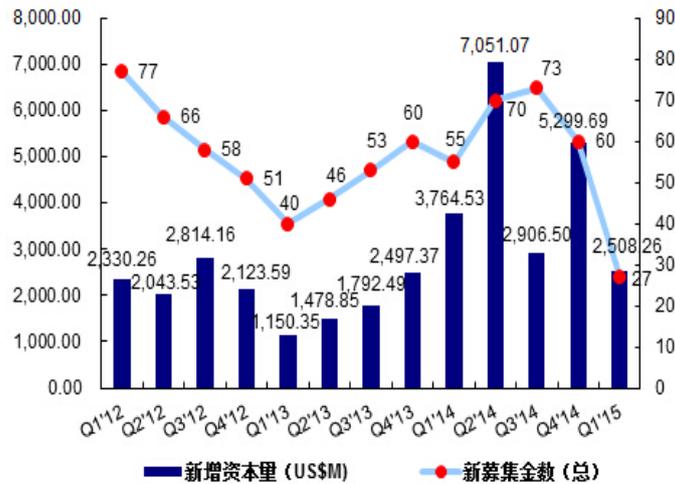
天然气是唯一能和可再生能源并肩携手、实现能源由高碳向低碳过渡的燃料。虽然当前世界天然气消费增速放缓，但天然气发展的前景依然乐观。据国际天然气联盟的预测，2020年后，中国将成为能源需求的主要驱动力，中国天然气需求将超过现有水平的3倍。“十三五”期间，国家将在法律法规建设、行业管理体制、市场规则、市场监管等方面继续完善，构建以三大石油公司为主体、不同所有制和不同规模的众多天然气产供销企业并存的“统一开放、竞争有序、诚信守法、监管有力”的现代市场体系，这是天然气行业改革的终极目标。

2. 创投行业

(1) 行业概况

创业投资指向处于创业期企业进行股权投资，以期在企业发育成熟或相对成熟后通过股权转让获得资本增值收益的一种以权益资本方式存在的私募股权投资形式。创业投资基金的运作包括融资、投资、管理和退出四个阶段。从募集资金来源看，民营资金、个人富裕资金、地方政府引导资金和海外资金是创业投资基金的主要融资渠道；退出方式上，IPO仍然是创业投资基金最主要的退出方式，特别是在2009年创业板推出后，在创业板市场高溢价退出成为创业投资基金最青睐的退出方式。创业投资一方面具有较高的风险和不确定性，但另一方面又因其高回报率吸引了大量的资金，进而带动行业的快速发展。2010~2011年，中国创业投资基金实现爆发式增长，其中新募集基金数和新增资本量达到382支和282.02亿美元，相当于2009年的4.06倍和4.82倍。2012年，创投市场进入战略调整期，市场活跃度明显降低，从募集资金来看，2012年中外创投机构共新募集252支可投资于中国大陆的基金，同比降低34.0%；已知募资规模的247支基金新增可投资于中国大陆的资本量为93.12亿美元，同比降低67.0%。

图3 2012年~2015年一季度中国创业投资机构基金募集情况比较



资料来源：清科研究所

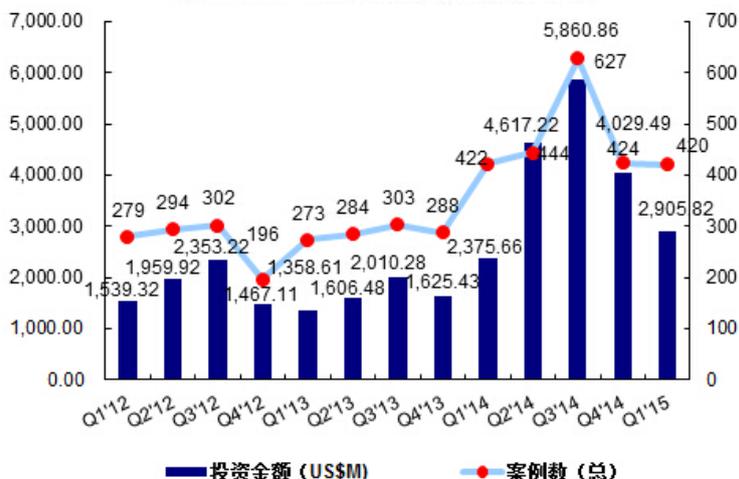
2013年，中国创业投资市场延续2012年以来的下滑趋势，进入深度盘整期，新募集基金数和新增资本量进一步降至199支和6,919.07亿美元；全年已披露金额基金平均募集规模为3,585.01万美元，为近9年最低点。

2014年随着国务院坚决实行简政放权改革，鼓励创新创业；新国九条发布，IPO重新开闸等利好政策的出台，中国创投市场基金募资情况出现好转，尤其表现在募集规模上面。2014年共完成募资258支基金，同比增长29.6%；而披露募资金额的253支基金共募集到位190.22亿美元，大幅超过2013年同期的69.19亿美元，同比涨幅高达174.9%；单支基金平均募集规模达到7,488.89万美元。

2015年一季度，中国创业投资市场活跃度较2014年出现一定程度的下滑，主要体现在募资方面。清科集团旗下私募通统计，募资方面，2015年第一季度中外创业投资机构新募集基金27支，新增可投资于中国大陆的资本量为25.08亿美元，单支基金平均募集规模达9,647.16万美元，本季度募资情况整体呈现明显下滑态势。

从投资市场情况上来看（见下图4），2014年，中国创投市场共发生投资案例1,917起，涉及金额168.83亿美元。投资案例数同比增长67.0%，涉及投资金额同比增长155.8%，活跃度与规模双双达到历年投资峰值。2015年第一季度共发生420起投资案例，其中327起披露金额的交易共计涉及29.06亿美元，投资活跃度基本与2014年同期情况持平，但在投资规模上出现环比下降，但同比仍高出2014年同期水平。

图4 2012年~2015年一季度创投市场投资情况

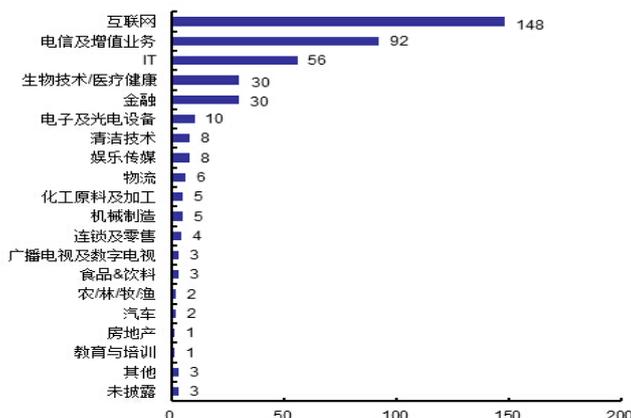


资料来源：清科研究所

从基金募集币种来看，2014年，人民币基金募集数量依然保持领先地位，期间共有228支新募集完成的基金，募资总额为108.43亿美元；外币基金方面，2014年新募集完成的外币基金仅为30支，募资总额81.79亿美元，平均规模高达2.73亿美元。2015年第一季度创投市场在募集数量方面，人民币基金占据绝对优势，本季度共新募集完成23支基金，约占全部新募集基金支数的 85.2%；美元基金期间仅募集完成4支，占比仅为14.8%。从募集金额来看，2015年第一季度创投市场共募集完成的25.08亿美元中，人民币基金 达9.46亿美元，占比为37.7%；美元基金募集金额共15.62亿美元，占比为62.3%。

从行业布局看（见下图5），2014年中国创投市场分布于24个一级行业，其中互联网、电信及增值业务、IT行业获得投资案例数最多，分别为503起、338起和181起。投资金额方面互联网、电信及增值业务和半导体分别为35.96、28.52和15.56亿美元，位居前三位。2015年第一季度，中国创投市场所发生的420起投资分布于20个一级行业中。从投资案例数方面看，互联网行业以148起交易位列第一；电信及增值业务期间共发生92起交易，排名第二；第三名为IT行业，本季度共发生投资56起。从投资金额方面看，互联网依旧以11.93亿美元的成绩稳居首位；紧随其后的是电信及增值业务，本季度共涉及投资金额6.91亿美元；其次是生物技术/医疗健康行业，共产生2.90亿美元的投资金额。

图5 2015年一季度中国创投市场行业分布（单位：起）



资料来源：清科研究所

从退出情况来看，2015年第一季度，中国中外创投共发生92笔退出交易，较上年同期的127笔交易下降27.6%，环比下降24.0%。从退出方式上来看，该季度共发生66笔IPO退出，占比71.7%，为当期的主要退出方式；并购退出紧随其后，共计实现15笔退出，占比16.3%；排名第三的是股权转让退出方式，本季度共涉及8笔退出，占比8.7%；此外，本季度创业投资市场有2笔管理层收购退出交易，占比约2.2%。未来，证监会将调研和试点多层次市场转板机制，考虑先从新三板与创业板之间的转板机制进行试点，退出机制将更加灵活与高效。

（2）政策与监管

2006年开始实施的《创业投资企业管理暂行办法》和2008年下发的《关于创业投资引导基金规范设立与运作指导意见》，形成了对股权投资行业的初步管理规范；2007年，修订后的《合伙企业法》开始实施，为有限合伙制基金的设立提供了法律依据；2008年全国社保基金获准投资未上市企业股权。2011年2月，发改委颁布《关于进一步规范试点地区股权投资企业发展和备案管理工作的通知》。2014年8月21日，中国证监会发布了《私募投资基金监督管理暂行办法》（以下简称《办法》），一方面，确立《办法》符合私募基金行业运作特点的适度监管制度，促进各类私募投资基金健康规范发展，保护投资者合法权益；另一方面，为建立健全促进各类私募基金特别是创业投资基金发展的政策体系奠定法律基础。股权投资行业监管体系逐步完善，行为规范确立，加之经过优胜劣汰后市场集中度上升，市场步入健康、有序发展阶段。

（3）行业关注

我国创投行业正经历着行业转型与变革。一方面，创投行业本身发展并不成熟，相关制度规范并不到位，有一定的行业波动性风险；投资价值的回报受市场风险和政策变化影响较大；退出机制还有待进一步透明化和多样化。另一方面，我国目前进入到产业转型和产业升级的过程中，传统产业萎缩，新兴产业仍处于新模式的探索之中，在这种形势下，创投行业需要积极探索新的业态和模式。

（4）未来发展

自2004年到2015年这十一年里，股权投资在中国发展迅速，新募集基金数、募集金额和投资案例与金额等代表着投资发展的基本数据将会长时间保持增长状态，这是新兴市场的经济发展和中国企业数量多、发展快所带来的投资机遇，中国市场已经进入股权投资的大时代。

3. 信托行业

（1）行业概况

信托行业近年来发展迅速，2010年全行业的信托资产规模首次超过公募基金规模，2012年超过保险业规模，一跃成为仅次于银行业的第二大金融业务。截至2015年末，信托公司信托资产总规模为16.30万亿元，较2014年末13.98万亿元增长16.60%，较2014年28.14%的增速下降11.54个百分点。

从年内季度环比增速看，2015年4个季度环比增速分别是1季度3.08%、2季度10.13%、3季度-1.58%和4季度4.35%，第4季度扭转了3季度负增长率，显示了行业恢复增长的积极信号。信托资产增幅放缓有两方面原因，一是弱经济周期和强市场竞争对信托业传统融资信托业务的冲击效应明显加大；二是旧增长方式的萎缩速度与新增长方式的培育速度之间的“时间落差”，即新业务培育需要一个过程，其培育速度目前尚滞后于旧业务萎缩速度。如何加快转型进程，是信托业未来发展的一大挑

战。

表1 2013~2015年信托行业业务统计情况（单位：万亿元，%）

项目	2013 年底		2014 年底		2015 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
资金来源：						
集合资金信托	2.72	24.90	4.29	30.70	5.34	32.78
单一资金信托	7.59	69.62	8.75	62.58	9.35	57.36
管理财产信托	0.60	5.49	0.94	6.72	1.61	9.87
功能：						
融资类	5.21	47.76	4.70	33.65	3.96	24.32
投资类	3.55	32.54	4.71	33.70	6.03	37.00
事务管理类	2.15	19.70	4.56	32.65	6.31	38.69
合计：	10.91	100.00	13.97	100.00	16.30	100.00
银信合作	2.19	20.03	3.10	22.14	4.07	24.95

资料来源：中国信托业协会，联合评级整理。

从信托财产来源看，2015年末，资金信托规模为14.69万亿元，占比为90.12%；管理财产信托规模为1.61万亿元，占比为9.88%。这反映中国目前的主要信托财产类型仍然为资金类，非资金类的信托财产尚较少。

2015年度，单一资金信托占比57.36%，集合资金信托占比32.78%，银信合作单一资金信托占比为24.95%。2014年以来，信托资金来源变动的基本态势呈现两大特点：一是单一资金信托占比一直处于持续下降过程，2013-2015年单一资金信托占比分别为69.62%、62.58%、57.36%。二是集合资金类信托和财产管理类信托占比稳定上升，表明信托公司在信托业务中的主动管理能力逐步增强。2013-2015年末集合资金信托占比分别为24.90%、30.70%、32.78%。2015年末的集合资金信托资产为5.34万亿元，同比增长24.50%。从增幅来看，财产管理类信托增幅较大，2015年末的财产管理类信托资金为1.61万亿元，同比增长71.26%。综合表明信托业为适应市场变化而加快了提升主动管理能力的步伐，转型效应明显。

从信托功能看，2015年度，融资类信托占比继续下降，为24.32%，与此同时，投资类信托和事务管理类信托的占比则稳步提升，2015年度投资类信托占比为37.00%，2015年度事务管理类信托占比为38.69%，由此可见，自2014年，过去融资信托一枝独秀的局面已经得到根本扭转，融资信托、投资信托和事务管理信托“三分天下”的格局得以形成，并且信托功能逐渐向后两项功能倾斜。

从信托资金的投向来看，2015年4季度末信托公司主要业务数据表明，14.69万亿元的资金信托主要投向工商企业、基础产业、金融机构、证券投资和房地产五大领域，但资金信托投向在上述领域的占比有较大程度的变化，市场化对信托资产配置领域变化的驱动非常明显。从信托资金投向看，2015年度投向非实体经济部门的规模为5.62万亿元（包括金融机构及证券投资），占信托总规模的38.26%；投向实体经济部门的规模为9.07万亿元（包括工商企业、基础产业等），占信托总规模的61.74%。信托业依然是实体经济的坚定支持者。

（2）政策与监管

我国目前信托公司的准入资格都是由银监会审批的，发展和运作都接受银监会的监督。早在2008年，监管层就曾颁布《信托公司监管评级与分类监管指引》，随后在2010年4月，监管层再次对该指引进行修订。2014年4月8日，银监会办公厅发布的《关于信托公司风险监管的指导意见》。2015年5

月，银监会代国务院起草了《信托公司条例（征求意见稿）》（以下简称《条例》）。《条例》的出台融合了近两年银监会提出的“八项机制”，将完善信托配套制度、分类经营机制，明确信托公司股东责任和信托行业稳定机制；同时对信托公司终止、重组安排、新受托人接收等方面做出严格规定；另外，首次明确了分类经营的具体标准以及相对应的业务范畴。

（3）行业关注

信托行业目前步入到转型发展阶段。一方面，信托行业自身法律法规仍需进一步健全，明确信托行业的准入制度和市场监管制度；信托公司内部治理水平仍有待提升，风险管控措施仍需完善。另一方面，信托行业面临一定的外部风险，经济下行的背景下，传统实业面临的经营风险加大，信托产品的不良率有所提升；政策层面上的调整加大了银信合作的不确定性，信托公司主动管理的能力提出了更高的要求。

（4）未来发展

在经济下行和竞争加剧的双重挑战下，信托业结束了自 2008 年以来的高速增长阶段，步入了转型发展的阶段，在新的历史发展阶段，信托业主要业务数据发生了较大的结构性变化，信托规模再创历史新高，业务结构继续优化，系统风险可控，行业发展平稳，转型态势良好，同时，信托业也面临着增幅放缓、业绩下滑、个案风险增加等方面的挑战。

4. 文化旅游

（1）文化行业

文化产业本质上是文化生产及再生产过程，主要包括文化内容生产、文化传播渠道、文化生产服务（印刷复制、文化产权交易所、评估鉴定等）三个类别。文化产业被称为 21 世纪的朝阳产业，是最有发展潜力的优势产业，从国际上看，文化产业已成为世界经济的支柱产业之一。

文化产业与国民经济和社会发展相辅相成、相互促进。“十二五”期间，中国文化产业快速发展，年均增长速度大大超过 GDP 和第三产业的增速，显示出成为国民经济支柱产业的巨大潜力。2014 年，文化及相关产业增加值超过 2.39 万亿元，同比增长 12.10%，占 GDP 比重 3.76%；全国财政对文化投入 583.44 亿元；截至 2014 年末，全国文化产业机构数 28.74 万个，文化产业从业人员 204.02 万人。文化产业区域发展呈现东部领先、中部追赶、西部快跑的梯度发展态势。

近年来，我国文化政策体系不断完善。2014 年 3 月，国务院发布《关于推进文化创意和设计服务与相关产业融合发展的若干意见》，提出培育一批具有核心竞争力的企业，形成一批拥有自主知识产权的产品。同月，国务院发布《关于加快发展对外文化贸易的意见》指出，要加快发展传统文化产业和新兴文化产业，扩大文化产品和服务出口。2014 年 4 月，国务院发布《进一步支持文化企业发展的规定》提出，对国家重点鼓励的文化产品、文化服务出口分别实行增值税零税率、营业税免税。2014 年 8 月，文化部、工信部、财政部发布《关于大力支持小微文化企业发展的实施意见》，鼓励小微文化企业参与公共文化服务的政府采购。2015 年 1 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加快构建现代公共文化服务体系的意见》，全面部署构建现代公共文化服务体系；2015 年 3 月，我国博物馆行业第一个全国性法规文件《博物馆条例》正式实施，用制度保障来推进博物馆事业规范化、专业化发展，充分挖掘其文化价值。2015 年 5 月，《公共文化服务保障法（草案）》的出台为推进基本公共文化服务标准化均等化发展，保障人民群众基本文化权益提供了更加有力的法律依据和制度保障，对基层文化工作的推进具有里程碑意义。十三五”规划纲要提出，“十三五”期间

要实现“公共文化服务体系基本建成，文化产业成为国民经济支柱性产业”的目标，表明中央在“十三五”时期大力推进文化产业发展的决心和信心。

电影产业方面，中国电影市场需求旺盛，电影产业高速发展。截至 2015 年末，全国共有电影银幕 3.25 万块，较 2014 年末增长 33.67%；2015 年电影产量 686 部，同比增长 11.00%；观影人次 12.60 亿人，增长 51.85%；城市电影票房收入 440.69 亿元，增长 48.69%。2015 年 10 月，《中华人民共和国电影产业促进法（草案）》的出台意味着国家已将电影产业发展纳入战略层面，推进中国由电影大国向强国跨越，而中国电影产业也将在更加法治化的环境中迎来新的机遇。

（2）旅游行业

中国旅游业自 1978 年作为一个经济产业起步以来，经过 30 多年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快，最具国际竞争优势的产业之一。旅游消费作为一种享受型、发展型的消费形态，是以居民消费升级为基础的，而消费升级来自于宏观经济持续稳定增长带来的国内居民收入水平不断提升。旅游业关联国民经济的 109 个产业、行业和 39 个部门，据世界旅游组织测算，旅游收入每增加 1 元，可带动相关行业增收 4.30 元。

中国的旅游行业正处于高速发展的黄金时期，近年来旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，旅游行业占 GDP 的比重呈上升趋势。2015 年，国内旅游收入 3.42 万亿元，同比增长 12.81%；旅游业总收入 4.00 万亿元，同比增长 7.24%；国内旅游人数达 40.00 亿人次，同比增长 10.77%；出入境人数 5.23 亿人次，增长 6.73%；人均旅游花费 854.86 元，增长 1.81%。

2014 年 8 月，《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》（国发〔2014〕31 号）提出要加快旅游业改革发展。2015 年 8 月，国务院发布《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》（国办发〔2015〕62 号），着力改善旅游消费软环境，实施旅游投资促进计划，开辟旅游消费市场。2015 年 9 月，工业和信息化部、发展改革委等六部委联合发布《关于促进旅游装备制造业发展的实施意见》（工信部联装〔2015〕331 号），提出加快推动我国旅游装备制造业发展，有力支撑我国旅游业改革和发展。

近年来，山东省旅游产业迅猛发展。2014 年，山东省旅游总收入突破 6,000 亿元，旅游业在山东省国民经济中的地位日益突出。受益于国家扩大内需、促进经济增长的产业振兴计划，山东省旅游业面临良好的发展机遇。

总体看，随着我国经济的持续稳定发展，文化旅游需求快速增加，文化旅游业面临的发展机遇良好。

5. 山东省经济环境及财政实力

公司业务主要集中在山东省范围内，山东省经济发展对公司经营产生直接影响。据山东省统计局公布的《2015 年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2015 年山东省实现生产总值(GDP)63,002.3 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 4,979.1 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 29,485.9 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 28,537.4 亿元，增长 9.6%。产业结构调整优化，三次产业比例由上年的 8.1:48.4:43.5 调整为 7.9:46.8:45.3。人均生产总值 64,168 元，增长 7.3%。

财政收支方面，2015 年，山东省实现公共财政预算收入 5,529.3 亿元，比上年增长 10.0%。其中，税收收入 4,203.1 亿元，增长 6.0%。公共财政预算支出 8,249.2 亿元，增长 14.9%。其中，社会保障和就业支出增长 18.3%，节能环保支出增长 30.1%，城乡社区支出增长 18.5%，住房保障支出增长 13.3%。从排名来看，2015 年山东省财政收入位列全国第三名，财政实力雄厚，能够为地方经济发展提供强

大的保障。

工业发展方面，规模以上工业企业 40,347 家，比上年末增加 1,385 家。全部工业增加值 25,910.8 亿元，比上年增长 7.4%。其中，规模以上工业增加值增长 7.5%。规模以上工业主营业务收入 146,886.70 亿元，比上年增长 2.8%；实现利润 8,617.20 亿元，下降 1.6%；实现利税 14,107.70 亿元，下降 0.9%。亏损企业亏损额 496.20 亿元。

固定投资方面，固定资产投资（不含农户）47,381.50 亿元，比上年增长 13.9%。其中，服务业投资 22,390.40 亿元，增长 14.2%。新开工项目 40,868 个，增长 35.3%。其中，亿元以上新开工项目 4,681 个，下降 22.3%。重点领域投资增势稳定。工业技术改造投资 14,074.0 亿元，增长 15.2%；高新技术产业投资 7,457.5 亿元，增长 10.9%；基础设施投资 6,234.0 亿元，增长 21.5%。房地产市场基本平稳。房地产开发投资 5,892.20 亿元，比上年增长 1.3%。其中，住宅投资 4,399.40 亿元，增长 5.1%；商业营业用房投资 765 亿元，下降 5.0%。房屋施工面积 57,206.40 万平方米，增长 4.9%。房屋竣工面积 8,277.8 万平方米，增长 6.3%。商品房销售面积 9,727 平方米，增长 6.0%。其中，住宅销售面积 8,526.90 万平方米，增长 7.0%。

资本市场发展加快，新增境内上市公司 8 家，融资额 21.80 亿元。上市公司再融资 48 家次，融资额 501.90 亿元。新增“新三板”挂牌企业 239 家，融资额 62 亿元。新增齐鲁股权交易中心、蓝海股权交易中心挂牌企业分别为 200 家和 187 家。新增债券融资额 4,031.80 亿元，比上年增长 33.8%。证券公司代理买卖证券交易金额 19.40 万亿元，增长 3.1 倍。其中，股票基金交易量 18.90 万亿元，增长 4.2 倍。期货公司代理交易金额 16.30 万亿元，增长 1.8 倍。

旅游业快速发展，旅游消费总额 7,062.5 亿元，比上年增长 14.0%。其中，入境游客消费 28.9 亿美元，国内游客消费 6,505.1 亿元。年末 A 级旅游景区 921 家，比上年增加 138 家。其中，5A 级景区 9 家；4A 景区 199 家，增加 13 家。省级旅游强乡镇 425 个，省级旅游特色村 804 个，分别增加 44 个和 165 个。省级以上旅游度假区 42 家，增加 1 家。

全省居民人均可支配收入 22,703 元，比上年增长 8.8%，扣除价格因素实际增长 7.5%；人均消费支出 14,578 元，增长 9.4%。城镇居民人均可支配收入 31,545 元，增长 8.0%，扣除价格因素实际增长 6.5%；人均消费支出 19,854 元，增长 8.4%。农村居民人均可支配收入 12,930 元，增长 8.8%，扣除价格因素实际增长 7.8%；人均消费支出 8,748 元，增长 9.9%。全省居民人均现住房建筑面积 38.5 平方米，城镇居民人均现住房建筑面积 36.4 平方米，农村居民人均现住房建筑面积 40.9 平方米。

总体看，近年来，山东省经济快速发展，财政实力雄厚；公司作为山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，能够获得较好的外部环境。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是山东省国有资产投融资管理的重要主体，拥有多年金融服务及投资管理经验，已形成了以基础设施、创业投资、金融服务及文化旅游为主的产业格局，2015 年，公司纳入合并范围的子公司共 69 家。

基础设施方面，公司基础设施业务主要通过与中国石化合作开展天然气管网的建设和运营工作，以及山东省及周边地区天然气市场的开发、管理天然气销售、分支管道建设工作。2015 年，公司完成输气量 21.20 亿立方米，天然气销量 13.20 亿立方米。未来，公司将作为山东省政府的油气资源

投资平台，全面负责拟定山东省的天然气业务规划。公司在区域内天然气板块领域具备较强的竞争优势。

创业投资方面，公司是国内最早开展创业投资业务的企业之一，截至 2016 年 3 月底，公司累计投资项目达到 106 个，总投资额 36.80 亿元，项目储备较为充足。公司还托管了 4 个政府专项基金，并参与了多个区域性基金的运作，截至 2015 年底，公司累计管理基金规模超过 47 亿元。

金融服务方面，公司金融服务业务涵盖信托、基金、担保、融资租赁、小额贷款、典当等业务，金融服务种类丰富，其中，信托是公司的传统核心业务。公司信托业务运营主体山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东信托”），是山东省唯一一家被保留的地方性信托投资公司。截至 2015 年末，公司存续信托余额为 2,413 亿元。目前，公司已入股济南市农商行，并参与出资设立中援人寿保险股份有限公司（以下简称“中援人寿”）等金融企业，以进一步增强公司在金融板块的竞争实力。

文化旅游方面，公司以旅游产业开发、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。旅游产业方面，公司与青岛海洋科技馆等单位合作，投建了青岛海底世界、青岛欢动世界等项目。旅游产业开发方面，2015 年，各园区、景点接待游客数量达到 321.59 万人次，实现收入 2.13 亿元。2016 年 1~3 月，各园区、景点接待游客数量达到 21.95 万人次，实现收入 0.13 亿元；文化产业方面，公司自 2008 年起投资布局山东省电影院线连锁网络，从济南试点，逐步规范影院建设和经营，初步形成了一套影院网络快速发展的模式，截至 2016 年 3 月底，公司下属自建影院家数达 18 家，座位数达 13,351 个。

总体看，公司围绕山东经济发展战略和产业政策开展投资业务，充分发挥国有投资控股公司在投资和结构调整等方面的重要导向作用，促进地方经济的发展。公司业务板块较多，天然气运输业务在山东省内居于垄断地位，创投和信托业务的行业地位较高，金融板块经营范围的扩大进一步增强了公司的金融控股地位。

2. 人员素质

公司现有高层管理人员 3 人，包括总经理 1 人，副总经理 1 人，首席财务官 1 人，均具有研究生以上学历，具有丰富的管理经验和较高的专业水平。

公司董事长汲斌昌，1963 年出生，大学文化。历任山东省经济体制改革办公室干部，山东省体改办农村处副处长、政策法规处处长、副主任、党组成员，山东省国资委副主任、党委委员、省管企业监事会主席，2013 年 3 月起任公司董事长、党委书记。

公司总经理相开进，1964 年出生，律师、工商管理硕士。历任山东信托法律事务部经理，山东省国际信托投资有限公司（后更名为山东省国际信托股份有限公司）副总经理、总经理，山东省（鲁信）产权交易中心总经理，公司总经理助理、副总经理，2013 年 3 月起任公司总经理、董事。

公司副总经理崔剑波，1963 年出生，高级会计师，高级管理人员工商管理硕士。历任山东省计委外资处副处长，山东省国际信托投资有限公司总经理，山东省鲁信投资控股有限公司总经理助理，山东省鲁信投资控股有限公司党组成员、董事、副总经理，2005 年 7 月起任鲁信集团董事、党委委员、副总经理、总法律顾问。

截至 2015 年底，公司主业从业人员 697 人。从教育背景看，大学专科及以下 48 人，占比 6.89%；大学本科学历 297 人，占比 42.61%；研究生及以上学历 352 人，占比 50.50%；从职称上看，公司高级职称 83 人，中级职称 141 人，初级职称 66 人，具有中高级职称人员占 32.14%。

总体看，公司高级管理人员整体素质高，且拥有丰富的管理经验；现有人员学历水平较高，人员构成可以满足公司日常经营管理的需要。

五、管理分析

1. 公司治理

公司自2015年6月经山东省国资委批准改建为国有资本投资公司以来，不断建立健全了股东会、董事会、监事会及经营管理团队等决策和监督机构，持续推进适应现代企业制度要求的法人治理结构。公司根据《公司法》及《公司章程》的要求，建立健全法人治理结构，建立了董事会、监事会及在董事会领导下的经营管理团队。公司按照权责明确、有效制衡的原则，制定了《党政联席会议事规则》、《党委会议事规则》、《董事会议事规则》、《总经理办公会议事规则》及《专题会会议制度》等一系列治理制度，就董事会、党委会、监事会及经理层的权利与责任等做出明确的规定，从制度上形成有效制约、相互制衡的监督约束机制。

公司与国资委之间业务、资产独立，公司机构完整、财务独立，在经营管理的各个环节均保持独立性。

公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。根据公司章程，公司董事会成员7名，由3名执行董事、3名外部董事和1名职工董事构成，设董事长1名。其中，外部董事人选由股东委派；职工董事由职工代表大会等民主选举产生。董事会下设战略决策委员会、提名委员会、风险控制委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会等5个专门委员会，进一步规范董事会运行。目前，公司董事会成员人数较《公司章程》规定人数缺少1名执行董事。公司监事会5名，由1名监事会主席、2名专职监事以及2名职工监事组成。公司高级管理人员经省国资委批准后由董事会聘任，大多在政府相关部门或大型国企工作多年，具有较为丰富的经营管理经验。公司其他管理人员大多通过内部竞聘的方式录用。目前，公司高级管理人员较《公司章程》规定缺少3名。近年来，公司管理团队较为稳定，能够保障公司的持续稳定运作。

省国资委按年度考评高级管理人员业绩和履职情况。公司高级管理人员实行年薪制，按照年度业绩的完成情况实行绩效考评，并通过各项内部管理制度对高级管理人员的履职行为、权限、职责作了相应约束。

总体看，公司治理结构较为完善，组织内部分工明确，运行情况良好。

2. 管理及内控

公司根据实际经营和发展的需要，采取分级管理模式管理下属子公司，其中，母公司为公司的管理总部，经过多年发展，已经建立了一套较为完善的内部控制制度，涉及子公司管理、资金管理、预算管理、业务决策、对外担保和风险控制等方面，公司通过日常考核来保证制度的有效执行，基本能够管控公司经营活动中的主要风险，确保战略目标的实现。

子公司管理方面，公司对主要控股子公司主要高级管理人员实行委派，同时对其实行目标管理，通过制定年度生产经营考核目标，利用全面预算管理等方式加以管控。

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流程。其中，筹资管理又细分为内部资金调剂管理、外部金融机构借款管理、对外权益性筹资管理和发行债券管理等内容。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。公司制订了《全面预算管理制度》，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。公司要求各下属企业及公司各部门，每年10月下旬上报下一年度资金收支预算，按季度检查落实预算执行情况。

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，公司为规范对外担保行为，有效控制风险，制定并执行《担保管理办法》，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。

总体看，公司建立了较为完整的经营管理制度，运作方面有待规范，对子公司监管正常。在项目投资和监管方面，建立了严格的规章制度，如果能够持续提高日常运营和项目投资等方面的管理水平，将为公司安全、高效、快速发展提供有利保障。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是山东省国有资产投融资管理的重要主体，拥有多年的金融服务、投资管理经验，控股、参股企业超过100家。多年来，公司以产权为纽带，实施专业化经营战略，大力发展以基础设施、创业投资、金融服务、文化旅游四大板块为代表的业务，形成了较为稳定的多元化经营格局。创业投资业务对公司盈利贡献主要以投资收益的形式体现，对营业收入的贡献较小。2013~2015年，受益于基础设施板块、金融服务板块投资规模的扩大以及创业投资业务的项目开发及退出，公司营业收入和投资收益快速增长，2015年公司实现营业收入和投资收益分别为55.95亿元和14.26亿元，三年复合增长13.17%和26.88%；实现利润总额和净利润分别为21.35亿元和15.77亿元，三年复合增长16.45%和14.38%。

表2 2013年~2015年公司收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项 目	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施业务	23.94	54.80	6.47	32.59	59.44	4.39	28.47	50.89	3.11
金融服务业务	13.74	31.44	97.46	15.36	28.02	97.68	20.96	37.47	98.52
文化旅游业务	1.40	3.21	17.31	1.64	3.00	21.96	2.18	3.89	31.15
其他业务	4.61	10.55	29.94	5.23	9.55	33.53	4.34	7.76	24.32
其中：房地产业务	0.16	0.37	44.61	0.65	1.18	41.14	0.37	0.66	29.30
磨料、磨具	2.01	4.60	23.55	2.03	3.71	24.84	1.69	3.02	18.58
印刷	2.09	4.78	31.40	2.13	3.88	29.14	2.27	4.06	28.79
营业收入合计	43.69	100.00	37.90	54.83	100.00	33.84	55.95	100.00	41.59
投资收益	8.86	--	--	8.92		--	14.26	--	--

资料来源：公司提供

从收入结构来看，基础设施业务和金融服务业务是公司收入的主要来源。2015年，基础设施业务、金融服务业务在营业收入中的占比分别为50.89%和37.47%。公司基础设施业务收入主要来自天然气业务，受天然气价格波动影响，2015年公司基础设施业务收入为28.47亿元，较年初下降12.64%，在营业收入中的占比较年初下降8.55个百分点；受金融投资规模扩大的影响，2015年公司金融服务业务收入20.96亿元，较年初增加36.46%，在营业收入中的占比较年初上升9.45个百分点。

从毛利率来看，公司基础设施板块毛利率水平不高。受发改委调控天然气价格的影响，基础设施板块毛利率由2013年的6.47%下降至2015年的3.11%；金融服务板块毛利率一直保持在95%以上的较高水平，系公司将信托公司、担保公司等手续费及佣金收入和自营证券买卖价差收入确认为金融服务的营业收入，按照实际盈亏核算，而营业成本主要为财务顾问费、咨询费支出等，受金融服务业务收入增加的影响，该板块毛利率由2013年的97.46%上升至2015年的98.52%，营业成本主要为财务顾问费、咨询费支出等；受文化旅游业务收入不断增长的影响，该板块毛利率由2013年的17.31%上升至2015年的31.15%。受益于金融服务板块和文化旅游板块毛利率有所提升，2015年，公司整体毛利率为41.59%，较去年上升7.75个百分点。

公司投资收益主要来自于创业投资业务股权持有及转让收益。近三年公司投资收益持续增加，分别为8.86亿元、8.92亿元和14.26亿元，年均复合增长26.88%，主要系长期股权投资收益增长所致。公司投资收益对营业利润的贡献较大，2013~2015年，投资收益占营业利润的比重分别为56.49%、55.12%和65.92%。公司投资收益受宏观经济环境、投资企业经营状况以及退出政策等因素影响，面临一定波动风险。

2016年1~3月，公司实现营业总收入16.52亿元，同比增加18.61%，主要系金融板块信托业务手续费及佣金收入增长所致；投资收益1.71亿元，同比下降9.74%；实现净利润3.23亿元，同比下降32.04%，主要系公允价值变动损益和投资收益减少所致。

总体看，近年来，公司营业收入逐年增长，主要来源于基础设施业务和金融服务业务，公司整体毛利率处于较高水平；公司投资收益对营业利润贡献较大，受市场环境影响较大，面临一定波动风险。

2. 业务运营

(1) 基础设施

基础设施板块是公司重要的收入来源，公司于2014年将热电业务转让，目前该板块主要经营天然气业务，经营主体是子公司山东鲁信实业集团有限公司（以下简称“实业公司”）。截至2015年底，实业公司合并资产总额52.13亿元，所有者权益15.91亿元（含少数股东权益3.10亿元）；2015年，公司实现营业总收入27.55亿元，利润总额0.80亿元。现阶段公司基础设施投资板块的收入主要由实业公司在天然气领域实现的收入组成。

表3 2013~2015年管道公司、实华公司收入情况（单位：亿元）

项目	2013年	2014年	2015年
管道公司	6.01	5.90	5.47
实华公司	17.81	30.81	27.54
合计	23.82	36.71	33.01

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2003年1月，实业公司代表省政府与中石化股份公司（以下简称“中石化”）合资成立了山东省天然气管道有限责任公司（以下简称“管道公司”）和实华公司，主要负责山东省内天然气管网项目的建设和运营。其中，管道公司主要从事天然气管道建设、维护及相关配套业务，并按照国家及地方发改委相关定价，收取天然气管道运输费用（目前收费标准为0.27元/立方米）；实华公司主要负责山东省及周边地区天然气市场的开发、管道天然气销售及分支管道建设。截至2016年3月底，两家公司合计拥有天然气管道约2,000公里。管道公司现已基本整合了中石化在山东省境内的全部天然气管网资源，2015年完成输气量21.20亿立方米，实现营业收入5.47亿元。实华公司继续实施“以资源促合作”的市场开发策略，巩固和开发终端市场，近年以控股、参股方式在莱州、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，为青岛LNG资源登陆做了前期市场培育。2015年，实华公司完成天然气销售13.20亿立方米，实现营业收入27.54亿元。

实业公司目前正在与中石化共同投资建设中石化山东LNG项目和天然气管道济青复线项目。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，对保障青岛地区乃至山东天然气供应安全具有重大意义。LNG项目分多期完成，目前正在进行的为输气干线一期配套工程（以下简称“一期配套工程”）。一期配套工程自2011年开始建设，计划总投资21.10亿元，实际投资20.55亿元，其中，实业公司投资额占35%。该项目已于2014年12月完成投产条件确认，2015年9月完成竣工验收，管道全长概算214.70公里，目前已逐步投入使用。济青复线项目是将天津、新疆等地的气源引入山东省，计划总投资36.22亿元，实际投资26.00亿元（实业公司投资额占35%），已于2014年8月开工建设，2015年9月实现全线贯通，管道全长360.30公里，目前已逐步投入使用。预计山东LNG输气干线和济青复线项目全面运行后，公司天然气输送能力大幅提升，板块收入规模可进一步扩大。但宏观经济下行情况下工业企业天然气需求变动及能源价格波动等不确定因素增加，公司新项目实际投入使用情况有待观察。

2014年11月15日，公司与山东省国资委签订托管协议，公司将托管山东省石油天然气开发总公司和山东石油天然气股份有限公司，代表省政府拟定山东省天然气业务规划，代表省政府与中石油、中石化和中海油开展合作。未来，公司在区域内天然气板块的垄断竞争地位或将进一步提升。

总体看，基础设施业务作为公司重要的收入来源，收入规模较大，发展前景和业务持续性较好。

（2）创业投资

公司创业投资业务以扶持被投资企业上市获得投资收益为主要盈利模式，经营主体为子公司鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”）。鲁信创投为上交所主板上市公司，股票代码“600783”。鲁信创投目前大力实施基金化转型并取得一定成效。公司实施转型战略，由过去单纯的VC/PE投资机构向致力于成为国内一流类资产管理平台转型，且定位是上市公司中国有控股的母基金+并购平台。因此，鲁信创投自有资金主要用于投资设立基金和基金管理公司，由所设立的基金对项目进行直接投资。截至2015年底，鲁信创投资产总额53.19亿元，所有者权益35.75亿元；2015年实现营业收入6.61亿元，投资收益15.66亿元，利润总额11.27亿元。

截至目前，鲁信创投在投、融、管、退各流程均较通畅，基本形成良性循环。从投资情况看，

鲁信创投具有以下几个特点：（1）投资项目多为处于成长期和扩张期的高新技术企业，在行业内具有一定的竞争实力和发展潜力；（2）把对民营高科技企业的投资作为重点，注重对民营经济发展的支持；（3）较好的行业地位使公司能够以较低成本获得较高持股比例，早期所投项目大多拥有相对或绝对控股地位。

投资策略方面，鲁信创投秉承“与创业企业共同成长”的核心价值理念，继续稳步推进对成长期项目的投资，并在此基础上向两端拓展，同时积极推进投资与投行相融合的业务模式创新，不断提高整体盈利水平和盈利的可持续性。随着投资部门基金化转型稳步推进，鲁信创投积极创新私募基金管理和运作模式，进一步明确母子基金管理架构和角色定位，推动专业化与区域化基金共同发展。鲁信创投通过实施投资体系和投资模式转型，构建本部母基金和区域性专业化子基金协同投资体系，推动自身向类资产管理平台进行转变，2015年，鲁信创投前台15个投资部门绝大多数已基本完成基金化转型。鲁信创投基金类型包括以蓝色基金为平台的海外投资基金、以专业化为主导的投资基金、以区域化为主导的投资基金、与政府合作的（新设）产业投资基金、受托管理的政府类基金（引导基金和科技风险资金）和引导基金投资的创投机构。截至2015年末，鲁信创投管理运作市场化基金和专项基金24只。下一步，鲁信创投将进一步推进基金化转型，全面实施基金化运营体系，加强基金内控与支撑体系建设，推动自身向类资产管理平台进行转型。同时积极做好与政府部门合作设立基金工作，稳步推进全国区域性布局。截至2016年3月底，鲁信创投累计投资项目达到106个，总投资额36.80亿元，项目储备较为充足。对于已投资项目，鲁信创投通过增资、引入战略投资者、进行股份制改造、完善治理结构等方式规范企业运作，进一步培育企业核心竞争力。

表4 截至2016年3月末鲁信创投设立基金和基金管理公司情况（单位：%）

投资对象	业务范围	持股比例
潍坊鲁信康大创业投资中心（有限合伙）	投资基金	35.00
潍坊鲁信厚源创业投资中心（有限合伙）	投资基金	35.00
上海盛保投资管理有限公司（保利）	基金管理公司	50.00
上海隆奕投资管理有限公司	基金	50.00
济南科信创业投资有限公司	资本投资服务	40.00
济南通泰投资咨询有限公司	基金管理公司	45.00
济宁通泰股权投资中心（有限合伙）	投资基金	39.55
济宁海达信科技创业投资公司	资本投资服务	49.18
青岛创信蓝色经济创业投资基金(有限合伙)	区域基金	35.00
鲁信创晟股权投资有限公司	投资基金	100.00
烟台鲁信创业投资有限公司	投资基金	70.00
深圳市华信创业投资有限公司	投资基金	60.00
深圳华信嘉诚创业投资基金合伙企业（有限合伙）	投资基金	20.00
深圳市华信资本管理有限公司	基金管理公司	17.00
深圳华信睿诚创业投资中心（有限合伙）	投资基金	17.00
云南华信润城生物医药产业创业投资基金合伙企业（有限合伙）	基金	32.60
黄河三角洲产业投资基金管理有限公司	基金管理公司	35.00
山东黄河三角洲产业投资基金合伙企业（有限合伙）	产业投资基金	31.94
山东鲁信祺晟投资管理有限公司	基金管理公司	40.00
山东省鲁信资本市场发展股权投资基合伙企业（有限合伙）	基金	30.00

山东省鲁信金融控股有限公司	资本运营/类金融	20.00
烟台鲁创恒富创业投资中心（有限合伙）	资本投资服务	47.33
山东鲁信投资管理有限公司	资本投资服务	100.00

资料来源：公司提供

从鲁信创投基金在投资项目行业分布情况来看，化学原料及化学制品制造业、金融机构类、专用设备制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业占比较高，其中，化学原料及化学制品制造业占比最高，占比20.27%，存在一定的单一行业集中度风险。总体来看，鲁信创投投资行业范围分布较为广泛，有利于分散行业集中度风险。

表5 截至2015年末鲁信创投基金在投资项目行业分布（单位：个，万元，%）

行业	企业个数	投资总额	投资占比
金属制品、汽车配件、高铁配套制造业	3	9,076.21	2.56
现代农业、渔业	11	25,659.40	7.24
软件和信息技术服务业	13	25,581.74	7.22
化学原料及化学制品制造业	19	71,845.46	20.27
医药制造业	4	10,706.00	3.02
计算机、通信和其他电子设备制造业	18	45,713.52	12.90
仪器仪表制造业	3	2,600.00	0.73
专用设备制造业	15	46,615.76	13.15
房地产	3	34,000.00	9.59
新材料	6	15,735.50	4.44
金融机构类	5	58,057.53	16.38
其他（仓储、节能、建材、餐饮、制鞋）	5	8,830	2.49
合计	105	354,421.12	100

数据来源：公司提供

退出方面，截至2016年3月底，鲁信创投已经上市项目9个，待上市项目9个。其中，已在中小板和创业板上市的投资项目有9个，分别是华东数控（002248）、新北洋（002376）、宝莫股份（002476）、通裕重工（300185）、龙力股份（002604）、华邦健康（002004）、信威集团（600485）、恒基达鑫（002492，定增项目）、万润科技（002654）；新三板挂牌的投资项目有18家。此外，鲁信创投拓展了多元化的退出方式，除二级市场退出之外，对于效益不佳或短期内不具备上市条件的项目，鲁信创投计划通过股权转让或并购等方式退出。截至2016年3月底，鲁信创投已有28个项目以协议转让等方式实现退出，累计投资额7.71亿元，收回12.34亿元，此外还有14个项目拟退出，累计投资额2.56亿元。

表6 截至2016年3月末公司部分未上市项目情况（单位：%）

投资对象	业务范围	持股比例
青湖电子	主要从事压电晶体系列产品及自动柜员机（ATM机）的开发、生产和经营。	35.50
天一化学	从事溴系列产品和各种分离膜及膜过程的生产及销售。	25.34
高新润农	专业生产贲亭酸甲酯、3-戊酮、甲基异丙基酮、功夫菊酯、功夫酸、DV菊酸	16.42

	甲酯等精细化工产品，部分产品填补国内空白。	
泰华电讯	以数字城市和移动互联网应用为核心，从事数字市政、城市照明智能管理，基于3G的移动互联网应用软件开发等业务。	21.39
东岳氟硅	二氯甲烷、三氯甲烷、离子膜烧碱、液氯、合成盐酸等非金属矿物制品制造。	16.78
星华氨纶	专业生产氨纶丝产品。	45.00
华芯半导体	生产大容量动态随机存储器（DRAM）芯片、相关产品的设计研发及封装测试服务。	33.33
福瑞达生物	致力于生物多糖、抗菌肽及生物大分子聚合物等绿色食品添加剂和药品原料类产品的研发、生产和销售。	29.97
山东国际信托	管理省基建基金、资金信托、财产信托、投资银行、融资租赁、资产管理、证券投资基金等。	6.25
民生证券	证券代理交易、B股发行和交易、外汇经营、网上证券委托、客户资产管理、保荐机构、债券代理发行主承销、证券投资咨询、基金代理销售等。	4.54

资料来源：公司提供

鲁信创投现已布局深圳、西安、重庆、3个重点区域，下一步还将布局上海、北京2个重点区域，投资规模将进一步扩大。考虑到创投行业风险较高，受经济及政策环境影响较大，创投业务规模的扩大将对其投资、风险控制能力提出更高要求。

鲁信创投投资的华东数控、新北洋、宝莫股份等项目目前已经上市，并且带来了较为可观的投资回报。2015年，鲁信创投投资的已上市项目为公司带来的投资收益为5.10亿元；2016年1~3月，鲁信创投投资的已上市项目为公司带来的投资收益为0.02亿元。

表7 鲁信创投已上市项目情况（单位：万元，%）

被投资企业	持股比例	2015年末市值	2016年3月末市值	2015年投资收益	2016年1~3月投资收益
新北洋	3.98	44,085.09	44,086.09	1,819.81	125.76
华东数控	11.92	66,188.97	68,901.97	12,075.37	-276.96
宝莫股份	2.93	17,904.12	17,904.12	20,387.66	--
龙力生物	12.63	94,140.12	97,658.13	14,790.95	157.30
通裕重工	14.75	122,022.88	122,022.88	1,758.74	176.83
华邦健康	0.84	22,360.54	22,360.54	189.63	--
信威集团	0.14	10,960.78	10,973.09	2.46	--
合计	--	377,662.50	383,906.82	51,024.62	182.93

资料来源：公司提供

除自有资金外，鲁信创投还托管了山东省科技风险投资基金等4个政府专项基金，并参与了山东半岛蓝色经济发展投资基金、黄河三角洲产业投资基金、深圳华信一号创业投资基金、深圳华信二号创业投资基金等多个区域性基金的运作。鲁信创投一方面可作为上述基金的专业管理人，负责基金的日常管理和运作，另一方面也可为基金投资项目进行一定比例的配股，共同参与项目，分享投资收益。截至2015年末，鲁信创投累计管理资金规模已超过47亿元；随着管理基金规模的快速增长，鲁信创投面临来自资金、人才、管理能力等方面的挑战。

总体看，公司创业投资业务项目储备充足，投资策略稳健，投资项目收益较好。

（3）金融服务

公司金融服务业务包括信托、基金、担保、融资租赁、小额贷款、典当等业务，其中，信托是公司的传统核心业务。2013年，公司整合下属类金融服务子公司（除山东信托外），发起设立

山东省鲁信金融控股有限公司（以下简称“金控公司”），并完成对北京金鼎租赁有限公司的收购，金融服务业务门类更加齐全，板块内协同效应有望逐步显现。近年来，在信托业务快速发展的带动下，公司金融服务板块收入持续上升。2013~2015年，公司金融服务板块收入快速增长，年复合增长率23.54%，2015年达20.96亿元。

信托

公司信托业务由山东信托运营。山东信托初创于1987年3月，是经中国人民银行和山东省人民政府批准设立的非银行金融机构。2002年8月，完成了增资改制和重新登记工作，由国有独资公司转变为有限责任公司。2007年6月，获得中国银监会批复同意换发新的金融许可证，名称变更为“山东省国际信托有限公司”。2015年7月，公司顺利完成股份改制工作和工商登记变更相关手续，正式更名为“山东省国际信托股份有限公司”。历经多次增资，截至2015年末，山东信托注册资本为20亿元，鲁信集团为公司第一大股东，直接持股比例为63.02%。截至2015年底，山东信托资产总额56.78亿元，所有者权益53.28亿元；2015年实现营业收入18.39亿元，利润总额13.32亿元。

从信托业务近几年的收入构成看（见下表8），佣金及手续费净收入和其他业务收入是其主要收入来源，其中佣金及手续费净收入呈逐年上升态势，2015年为13.37亿元，同比上升16.06%；占营业收入的比重为72.70%，受其他业务收入增长幅度较大影响，占比持续下降。2013~2015年，山东信托其他收入逐年增长，其他收入主要包括金融机构往来收入，证券销售差价收入，汇兑损益和其他业务收入。2015年为4.77亿元，同比增长112.95%，主要系证券销售差价收入增长所致，2015年其他收入占比为25.94%，占比持续提升。

表8 公司信托业务收入构成（单位：亿元，%）

项目	2013年		2014年		2015年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
利息净收入	0.01	0.08	0.02	0.13	0.13	0.71
佣金及手续费净收入	10.70	82.75	11.52	75.69	13.37	72.70
投资收益	0.35	2.71	0.09	0.59	0.40	2.18
公允价值变动损益	0.19	1.47	1.35	8.87	-0.28	-1.52
其他收入	1.68	12.99	2.24	14.72	4.77	25.94
合计	12.93	100.00	15.22	100.00	18.39	100.00

资料来源：山东信托年报，联合评级整理。

山东信托围绕《信托法》、《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》及银监会的有关规定开展信托业务。在固有资产方面，山东信托主要业务包括开展流动资金贷款和固定资产贷款、金融股权投资和证券投资等。山东信托自有资金主要用于投资业务。近年来，山东信托投资规模稳步增长（见下表7）。截至2015年底，山东信托共持有投资金额15.35亿元，其中，基金投资金额8.30亿元，占比为54.07%，占比最高，主要系泰达基金旗下的基金产品；债券投资金额4.24亿元，占比27.62%；股票投资余额1.77亿元，占比为11.53%。2015年，山东信托实现利息收入0.13亿元，投资收益0.40亿元。整体来看，山东信托投资资产所面临的市场波动风险值得关注。

表9 山东信托投资资产情况 (单位: 亿元, %)

项目	2013年		2014年		2015年	
	投资金额	占比	投资金额	占比	投资金额	占比
股票	1.46	10.61	1.58	10.54	1.77	11.53
基金	4.11	29.87	6.53	43.56	8.30	54.07
债券	2.07	15.04	5.96	39.76	4.24	27.62
长期股权投资	6.12	44.48	0.92	6.14	1.04	6.78
合计	13.76	100.00	14.99	100.00	15.35	100.00

资料来源: 山东信托年报, 联合评级整理。

近年来, 2014 年以来, 在资产管理市场竞争加剧的情况下, 山东信托新增信托业务规模增速明显放缓; 2015 年, 山东信托存续信托余额较 2014 年出现明显下滑, 信托产品发行速度有所降低, 新增信托业务规模逐年下降。2015 年, 山东信托发行信托产品 382 支, 募集资金规模 822 亿元。截至 2015 年底, 山东信托存续信托余额 2,413.50 亿元, 存续产品 827 支。

从产品类型看, 山东信托信托产品以单一信托为主。2015 年, 新增单一信托 (含资金类和资产类) 1,174.11 亿元 (占 79.31%), 集合信托 306.33 亿元 (占 20.69%), 集合信托产品占比较 2014 略有下降, 山东信托信托业务仍以单一信托产品为主。单一信托报酬率较低, 高比例的单一信托在一定程度上影响了公司信托报酬水平。从信托报酬收入看, 2015 年山东信托实现信托报酬收入 13.37 亿元, 同比增长 16.06%。

表 10 2013~2015 年信托业务情况 (单位: 亿元, 支)

项目	2013年	2014年	2015
新增信托业务规模	3,675.29	1,909.24	1,480.44
其中: 单一资金信托	3,114.41	1,489.92	1,168.17
单一资产信托	28.13	12.08	5.94
集合资金信托	532.75	407.24	306.33
新增信托产品数量	888	547	382
其中: 单一资金信托	563	397	211
单一资产信托	9	3	0
集合资金信托	316	147	171
存续信托余额	2,978.26	3,276.91	2,413.50
信托报酬收入	10.70	11.52	13.37

资料来源: 公司提供

从结构上看 (见下表 11), 2013~2015 年, 山东信托对于受托资产管理方式以被动管理为主; 2013 年以来, 主动管理型业务规模和占比均波动上升。截至 2015 年, 山东信托主动管理型信托资产余额 513.34 亿元, 被动管理型信托资产余额 1,950.25 亿元。

表 11 山东信托受托资产管理方式明细表 (单位: 亿元, %)

项目	2013年		2014年		2015年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
主动管理型信托资产	500.63	16.72	538.37	16.30	513.34	20.84
被动管理型信托资产	2,493.58	83.28	2,763.53	83.70	1,950.25	79.16
合计	2,994.21	100.00	3,301.90	100.00	2,463.59	100.00

资料来源: 山东信托年报, 联合评级整理。

从资金投向看，2013~2015年，信托资金投向主要投向实业、房地产、基础投资和证券市场，其中，投向房地产领域资金比重整体呈波动上升趋势，投向金融领域、基础投资、证券领域资金比重整体呈上升趋势。2014年以来，国内证券市场逐步回暖，山东信托调整了投资策略，加大了对证券市场的投资；而2015年我国经济下行压力较重，山东信托减少了对实业领域的投资。整体看，山东信托资金投向较为分散，房地产领域投资比重的增长对山东信托风控水平提出更高要求。

表12 2013~2015年公司信托资金投向及产品结构（单位：%）

资金投向	2013年	2014年	2015年	产品结构	2013年	2014年	2015年
房地产	12.29	16.57	13.73	证券投资	0.40	--	--
金融	1.40	3.33	5.74	权益投资	11.28	13.58	8.30
基础投资	11.26	15.48	16.36	贷款	56.50	45.74	44.73
实业	40.12	28.91	25.57	债券投资	3.40	9.61	--
证券类	3.95	11.34	21.30	交易性金融资产	3.83	8.94	20.38
其他	30.98	24.37	17.29	可供出售金融资产及持有至到期投资	17.84	19.31	17.59
--	--	--	-	其他	6.74	2.81	8.99

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从产品结构看，山东信托产品以贷款类为主，但占比呈逐年下降趋势，截至2015年为44.73%。2014年，山东信托调整了产品结构，将原证券投资重新划分为交易性金融资产产品和可供出售金融资产及持有至到期投资产品。从占比来看，交易性金融资产占比呈逐年增加的趋势；可供出售金融资产及持有至到期投资波动减少。整体看，二者之和呈逐年增加的态势。截至2015年末，二者分别占比20.38%和17.59%。

截至2015年底，山东信托不良资产共9笔（明细见下表13）。

表13 山东信托不良资产情况表（单位：亿元）

项目名称	涉及资金	资金用途	担保方	备注
弘毅42号	0.56	向山东高开变压器制造有限公司发放流动资金贷款	--	正在积极追偿
债赢4号	0.94	向邹平鲁杭天润实业科技有限公司发放流动资金贷款	--	正在积极追偿
债赢12号	0.03	向山东邹平黑金经贸有限公司发放流动资金贷款	--	正在积极追偿
债赢13号	0.93	向旭光实业集团有限公司发放流动资金贷款	--	正在积极追偿
债赢15号	0.18	向武汉市陈盛矿业投资有限公司发放流动资金贷款	--	正在积极追偿
天同证券公司	0.14	股权投资	--	正在办理资产核销登记
瑞华投资有限公司	0.05	股权投资	--	拟退出，正与大股东协商
民生证券公司	0.09	股权投资	--	--
股票	0.01	二级市场股票	--	--
合计	2.93	--	--	--

资料来源：公司提供

从山东信托净资本和风险资产情况看（见下表14），近年来，尽管受投资资产规模上升影响，

投资资产的风险调整有所上升，但净资产的增加仍导致山东信托净资本规模不断上升，截至 2015 年底，山东信托净资本 43.25 亿元。近年来，山东信托整体存续规模降低，各项业务风险资本之和呈下降态势，截至 2015 年底，山东信托各项业务风险资本之和为 16.41 亿元。近年来，山东信托净资本与各项业务风险资本之和的比例不断增长，截至 2015 年底，山东信托净资本与各项业务风险资本之和的比例为 263.33%，山东信托未来业务发展空间较大。

表14 山东信托净资本和风险资产情况（单位：亿元，%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年
净资本	28.50	39.63	43.25
各项业务风险资本之和	27.87	25.90	16.41
净资本/各项业务风险资本之和	102.17	153.01	263.53
净资产	31.53	43.47	50.09
净资本/净资产	90.34	91.15	86.34

资料来源：公司提供，联合评级整理。

风险控制方面，山东信托制订了《集合信托融资类业务评级授信实施细则》、《抵押担保管理办法》、《评级授信操作流程》等制度规范，修改完善了《集合信托融资类业务合作企业综合考核评价实施细则》；开展了抵（质）押物、合同执行、信托档案管理等专项检查；设合规审计部和风险控制部，其中，合规审计部负责合规、审计、纪检监察等职责，风险控制部负责信托项目的全流程风险管理和法律事务工作。公司信托业务风险控制制度完善，职能部门分工明确。

山东信托根据《信托公司管理办法》等法规规定，每年根据资产质量调整资产减值准备，以当年净利润为基数提取信托赔偿准备，以调整后的风险资产为基数提取一般风险准备。2015 年，山东信托提取信托赔偿准备 9,231.38 万元，提取一般风险准备 1,475.48 万元。截至 2015 年底，信托赔偿准备余额 29,442.73 万元，一般风险准备余额 8,100.13 万元。

总体看，山东信托新增信托业务规模逐年下降，信托产品结构以贷款为主；信托资金投向中，房地产领域呈波动增加态势，相关风险值得关注。

其他

除控股山东信托外，公司还投资成立了泰信基金管理有限公司（持股 45.00%，以下简称“泰信基金”）、山东省投资担保有限公司（持股 60.00%，以下简称“山东担保”）、鲁信小额贷款股份有限公司、山东省鲁信典当有限责任公司、金鼎租赁有限公司（持股 51.00%，以下简称“金鼎租赁”）和山东省金融资产管理股份有限公司（持股 30.54%，以下简称“山东资管”）。

泰信基金是国内第一家以信托机构为主发起人的基金管理公司。2015 年，泰信基金发行 9 支专户理财产品。截至 2016 年 3 月底，泰信基金拥有产品 26 支。随着基金管理份额及资产规模的扩大，泰信基金管理费收入有所上升。2015 年，泰信基金实现营业收入 2.28 亿元，同比增长 44%；截至 2016 年 3 月底，泰信基金的基金总净值 122 亿元。

山东担保主要从事省内中小企业融资性担保业务。截至 2015 年底，山东担保资产总额 12,797 万元，净资产 10,276 万元。截至 2016 年 3 月底，山东担保已与 14 家商业银行建立了合作关系，累计为 75 家企业提供担保服务。2015 年实现营业收入 1,369 万元。截至 2016 年 3 月底，山东担保期末担保责任余额 1.40 亿元，计提未到期责任准备金和担保赔偿准备 1,115.36 万元。截至 2016 年 3 月底，担保业务共发生 5 项代偿事项，累计代偿 1,688.80 万元，追偿回款 435 万元。整体来看，山东担保业务规模不大，但在宏观经济下行背景下，担保资产质量的下降或进一步加大其后

续代偿及追偿压力。

金鼎租赁成立于 2011 年 1 月，初始注册资本 2 亿元，公司于 2012 年将其收购，注册资本增至 5 亿元。金鼎租赁 2015 年业务保持扩张，新增租赁合同 3 个，新增合同金额 5.88 亿元，2014 年实现营业总收入 1.11 亿元，净利润-0.25 亿元。截至 2016 年 3 月底，金鼎租赁应收租赁款余额为 9.86 亿元，存量租赁合同 16 个，其中单笔租赁款在 1 亿元以上的共 6 个；不良应收融资租赁款为 2.94 亿元，不良率为 29.81%。金鼎租赁业务模式以售后回租为主，目前前五大客户为滨州铝电高新股份有限公司、新疆蓝山屯河能源有限公司、鲁信置业有限公司、威海港集团有限公司、宁夏宝塔能源化工有限公司，租赁款占比 30.74%。2016 年 1~3 月，金鼎租赁实现营业总收入 0.14 亿元，净利润 0.02 亿元。整体看，金鼎租赁业务处于起步阶段，规模偏小，对公司收入和盈利贡献度有限。后续公司计划引入外部投资者，增强金鼎租赁的资本实力和扩展客户资源。

山东资管成立于 2014 年 12 月，注册资本 20.30 亿元。山东资管是山东省唯一一家省级资产管理公司，主营业务为收购、受托经营金融机构不良资产，对不良资产进行管理、投资、处置及资产证券化等业务。目前山东资管公司业务分为指定收购与处置业务、商定收购与处置业务、商业收购与处置业务三种类型。截至 2016 年 3 月末，山东资管公司累计收购、受托管理各类不良资产 512.23 亿元，累计收购原值 120.19 亿元，累计回收现金 23.48 亿元，现金回收率为 19.54%，剩余未处置资产 438.63 亿元，其中：商定收购与合作清收类不良资产 392.07 亿元，占比 89.39%；商业收购与分类处置类不良资产 44.71 亿元，占比 10.19%；指定收购与处置类不良资产 1.85 亿元，占比 0.42%。公司 2015 年实现收入 2.55 亿元，实现利润总额 1.89 亿元，净利润 1.42 亿元。整体看，山东资管公司成立时间尚短，业务处于探索阶段，不良资产经营能力有待观察。但作为省级不良资产管理公司，山东资管公司在区域内具有一定的竞争地位及与当地政府合作关系优势，且未来随着金融机构不良资产规模的持续扩大，其面临的发展空间较大。

根据《山东省国资委关于落实省政府关于贯彻省管企业出资农村信用社专题会议精神的通知》（鲁国资收益字[2014]23 号），公司出资 5.6 亿元，作为并列第一大股东入股济南市农商行，持股 10%，出资工作已于 2014 年 11 月全部完成，2015 年 2 月完成登记手续（未纳入合并范围，按权益法核实）。另外，公司还计划参与出资设立中援人寿保险股份有限公司，截至目前，已与其他股东签订了发起人股权认购意向书，公司拟出资 2.4 亿元，持股比例约 20%。总体看，公司的金融服务种类逐步丰富，金融板块的经营实力进一步增强。

（4）文化旅游

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，经营主体分别是山东鲁信投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信投资公司”）和山东鲁信文化传媒投资集团有限公司（以下简称“鲁信文化传媒”）。

旅游产业开发方面，公司与青岛海洋科技馆等单位合作，投资建立了青岛海底世界、青岛欢动世界等项目。截至目前，上述项目均已建成投入运营，形成了较高的品牌知名度。旅游产业开发方面，2015 年，各园区、景点接待游客数量达到 321.59 万人次，实现收入 2.13 亿元。

文化产业方面，公司自 2008 年起在山东省内布局电影院线连锁网络，从济南等城市试点，逐步规范影院建设和经营，初步形成了一套影院网络快速发展的模式。截至 2016 年 3 月底，公司下属自建影院家数达 18 家，座位数达 13,351 个；2015 年实现营业收入 1.42 亿元，同比增长 23.48%。由于公司在山东省内消费能力弱的城市所投资院线具有一定的社会公益性质，在济南、北京等地

建设的院线受市场竞争影响盈利情况一般，公司院线整体投资回报不理想。未来，公司一方面会继续投资影城院线的建设，同时通过加盟影院的方式推动院线建设，并不断整合并购其他电影院线和影院，逐步实现规模效应；另一方面将探索更多的影视产业运作模式，发挥自身在山东境内的院线网络优势，联合上游影视剧制作企业进行业务拓展，增加影城的经济效益。

总体看，公司文化旅游业务收入在公司营业收入中占比较小，投资回报一般。

（5）其他业务

除四大核心业务外，公司还有磨料磨具、印刷、房地产等多项非核心业务。这些业务能为公司带来较稳定的现金流入，但在营业收入中占比不高，对公司利润贡献程度较低，对公司整体经营效益的影响尚不明显。

磨料磨具的经营主体为鲁信创投，主营业务为磨料磨具产品的生产销售。公司磨料磨具产品广泛应用于航天、航空、国防、汽车、船舶、机床、化工、建筑、冶金、能源设备等领域。磨料磨具产业设两个分厂和五个子公司，合计拥有 16,000 吨磨料、3,800 吨磨具、1 亿张涂附磨具的年生产能力。

印刷包装业务的经营主体为山东鲁信天一印务有限公司，主要从事医药制品的印刷包装，具备 15 亿只纸制包装盒的生产能力。

房地产业务经营主体为公司山东鲁信房地产开发有限公司。鲁信房地产注册资本 3 亿元，总资产 6.63 亿元，具有房地产开发二级资质。公司 2013~2015 年房地产销售收入主要来源于文教办公楼项目和淄博鲁信花园项目，截至 2016 年 3 月底，公司房地产待售面积主要为蟠龙山花园项目和淄博鲁信花园项目。

另外，2009 年以来，公司作为山东省国有资产投融资管理的重要主体，承担了省政府赋予的调控资金融入及转贷职能。调控资金的用款单位为还款的直接责任人，用款单位不能按时足额还本付息时，由用款单位的同级政府负责偿还；同级政府不能偿还时，由省级财政依据地方政府还款承诺书，予以扣款偿还。公司为名义借款方，虽然不承担实际的还款责任，但考虑到财政到位资金及债务偿还时间的匹配度可能存在差异，公司存在一定的短期资金垫付风险。由于公司仅承担转贷职能，转贷资金不在公司财务报表中反映。截至 2016 年 3 月底，公司实际承担的转贷余额为 35.75 亿元。

总体看，公司其他业务作为公司业务收入来源的有益补充，收入规模波动上升，但是对公司整体收入的贡献却逐年下降。

3. 经营效率

2013~2015 年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 34.97% 和 24.41%，均呈增长态势；营业总收入和净利润复合增长率分别为 13.17% 和 14.38%，公司经营规模呈持续增长态势，受投资收益等大幅增长影响，净利润增速略高于营业总收入增速。

2013~2015 年，公司应收账款年均复合增长率 4.70%，增速小于收入增速，公司应收账款周转率呈波动下降态势，分别为 20.58 次、25.93 次和 25.20 次，但仍处于较高水平；存货周转率呈波动下降趋势，分别为 3.22 次、3.85 次和 2.17 次，2015 年下降幅度较大的原因系公司房地产开发规模扩大导致存货开发成本增加所致；总资产周转率持续下降，分别为 0.29 次、0.28 次和 0.21 次。

总体看，公司经营效率尚可。

4. 经营关注

(1) 公司收入重要组成部分的基础设施板块毛利率较低，盈利能力偏弱。

(2) 受监管政策及相关信用风险暴露影响，信托行业风险明显提高；公司信托业务规模快速增长，且近年来信托资金投资房地产比例波动增高，存在一定的经营风险。

(3) 公司承担山东省转贷业务，转贷资金未在表内反映，虽有财政兜底偿还，但由于财政到位资金及债务偿还时间不匹配，公司存在一定的短期资金垫付风险。

5. 在建工程

截至2016年3月底，公司主要在建项目有潍坊实华天然气有限公司等项目。其中，潍坊实华天然气有限公司拟投资规模较大，为0.86亿元，截至2015年3月底已投资0.01亿元；日照实华天然气有限公司等项目投资规模较小。下表仅反映纳入公司合并范围的部分在建工程，公司实际投资规模高于下表所列规模。总体看，公司在建工程规模一般，外部融资需求较小。

表15 截至2016年3月底公司在建工程情况（单位：亿元）

项目名称	资金来源		建设期间	截至2016年3月底完成情况	2015年4-12月投资计划	2016年投资计划
	自有资金	贷款				
日照实华天然气有限公司	0.18	--	2013.07~2016.12	0.10	0.08	--
山东博兴实华天然气有限公司	0.18	--	2012.12~2017.12	0.09	0.05	0.04
潍坊实华天然气有限公司	0.86	--	2014.09~2017.12	0.01	0.10	0.75
磨料建设 2011-1 项目-厂房及公共设施	0.19	0.48	2011.01~2016.12	0.25	0.42	--
合计	1.41	0.48	--	0.45	0.65	0.79

资料来源：公司提供

6. 未来发展

未来3~5年，公司主业结构调整目标为：一、通过围绕主业调整布局，实现金融、创投业务由大到强的转变；二、加快文化投资、旅游投资和基础设施投资等业务板块的发展，通过规模扩张，提高其盈利能力、自我发展的能力；三、对于目前处于亏损、微利状态但具有一定发展前景的业务，加快扭亏、增盈的步伐；四、围绕主业积极探索尝试相关产业发展机会，不断开辟新的利润增长点；五、有序退出不符合公司发展方向的业务或项目，加快优化公司资源配置，将有限的资源集中到核心业务或价值链中的核心环节。

基础设施业务，公司将再造基础设施板块组织结构，尽快实现基础设施投资运营和管理的专业化，加大对不符合公司发展方向或发展前景一般的项目的退出处理力度；再造基础设施板块业务结构，大力开拓基础设施领域的资产管理和相应的投融资业务；加大基础设施投资力度，加强与中国石化的沟通、协调，加强对天然气业务的管理，并积极加大包括城市供热、水务处理等基础设施业务、土地开发整理业务、资源开发业务等业务板块的开拓力度等；对鲁信能源投资管理公司进行增资扩股，增强公司实力。

信托业务方面，公司将积极开展各种法定信托业务，在风险可控的前提下做大信托规模，在努力扩大资本规模的同时积极向全牌照公司迈进。同时，公司将不断加大类金融企业投资力度，丰富金融综合服务的业务门类。

文化旅游业务，公司文化产业的未来发展战略为：一是以鲁信传媒、鲁信院线等为基础，整合山东鲁信广告公司等股权，组建鲁信文化传媒投资集团，搭建良好的文化产业投资运营平台；二是重塑业务结构，积极开拓文化产业投融资业务；三是做大做强电影院线业务；四是有重点地培植其他适宜的文化项目。

旅游产业方面，一是组织形式和业务结构再造，以投资集团为基础，改组设立鲁信旅游投资集团，搭建旅游投融资运营平台；二是下大力气打造国内一流的旅游品牌，加大对现有旅游项目的管理与市场开拓，增强盈利能力。

总体看，公司发展思路较为清晰，发展前景良好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2012年~2014年三年连审财务报告和2015年度财务报告，这4年的财务数据均经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且全部为标准无保留意见的审计结论；公司提供的2016年一季度财务数据未经审计。公司自2014年起执行财政部于2014年7月修订的《企业会计准则——基本准则》和41项具体会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（以下合称“企业会计准则”），并对三年连审财务报告中的比较数据进行了追溯调整。

合并范围方面，2014年纳入合并范围的子公司共有68家，较2013年新增4家新设公司，同时因出售、关闭、丧失控制权等原因而减少5家；2015年纳入合并范围的子公司共有69家，较2014年新增4家新设公司，同时因出售、丧失控制权等原因而减少3家。合并范围变化对公司财务数据影响较小。除以上事项外，公司财务数据无其他变更或调整事项，总体可比性较强。

截至2015年末，公司合并资产总额304.78亿元，负债总额148.52亿元，所有者权益合计156.26亿元，其中归属于母公司的所有者权益99.00亿元，少数股东权益57.26亿元；2015年公司实现营业总收入55.95亿元，净利润15.77亿元，其中归属于母公司所有者的净利润10.40亿元，少数股东损益5.37亿元；2015年公司经营活动产生的现金流量净额4.53亿元。

截至2016年3月末，公司合并资产总额324.88亿元，负债总额151.13亿元，所有者权益合计173.76亿元，其中归属于母公司的所有者权益115.33亿元，少数股东权益58.42亿元，少数股东权益占比较大；2016年一季度公司实现营业总收入16.52亿元，净利润3.23亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.93亿元，少数股东损益1.31亿元；2016年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额12.18亿元。

2. 资产质量

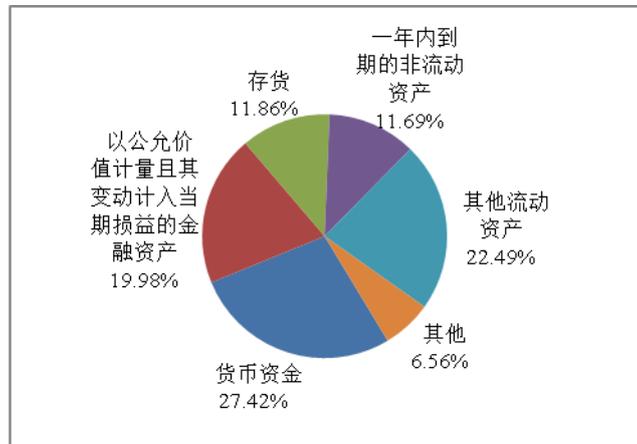
近年来，公司业务发展良好，资产规模较快扩张。2013~2015年，公司合并资产总额稳步增长，年均复合增长率34.97%。截至2015年底，公司合并资产总额304.78亿元，其中流动资产和非流动资产各占50.00%。

流动资产

2013年~2015年，公司流动资产快速增长，三年分别为53.09亿元、103.14亿元和152.39亿元，年均复合增长69.42%。截至2015年末，公司流动资产以货币资金（占比27.42%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比19.98%）、存货（占比11.86%）、一年内到期的非流动资

产（占比11.69%）和其他流动资产（占比22.49%）为主，详见图6。

图6 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2013年~2015年，公司货币资金持续增长，三年分别为25.77亿元、37.65亿元和41.79亿元，年均增长27.33%。截至2015年末，货币资金以银行存款（占37.91%）和其他货币资金（占46.74%）为主，其他货币资金主要为公司用于购买短期理财产品和国债回购的资金；公司货币资金无抵押、冻结等对变现有限制或存放在境外、或有潜在回收风险的款项。

2013年~2015年，受公司加大交易性债券投资力度和指定为以公允价值计量且其变动计入本期损益的金融资产影响，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产持续快速增长，三年分别为7.68亿元、14.65亿元和30.45亿元，年均增长99.10%。截至2015年末，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要由指定为以公允价值计量且其变动计入本期损益的金融资产（主要为下属金融资产管理公司持有的商业化收购和分类处置的银行不良资产，占48.81%）、交易性债券投资（占32.69%）和交易性权益工具投资（占18.50%）构成。

2013年~2015年，公司存货快速增长，三年账面价值分别为6.77亿元、12.07亿元和18.07亿元，年均增长63.42%。截至2015年末，存货以房地产开发成本（占比90.47%）和库存商品（占5.87%）为主。截至2015年末，共计提存货跌价准备0.28亿元，计提比例1.54%。公司存货中，账面价值为6.95亿元的和璧花园项目土地使用权用于抵押贷款。

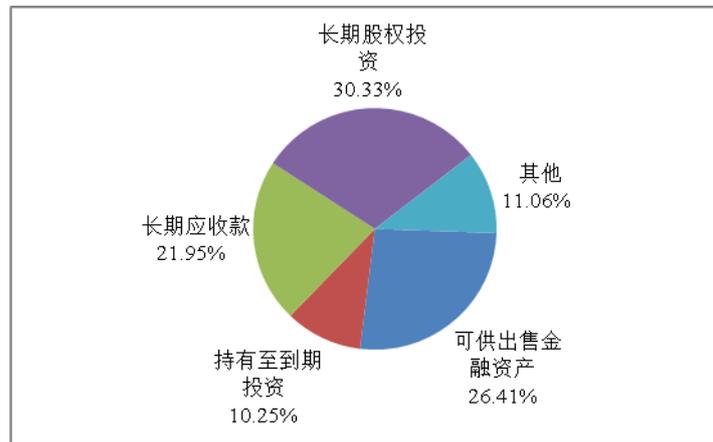
2013年~2015年，公司一年内到期的非流动资产快速增长，三年账面价值分别为3.76亿元、11.25亿元和17.82亿元，年均大幅增长117.75%，系一年内到期的信托计划大量增加所致。截至2015年末，公司一年内到期的非流动资产以一年内到期的信托计划（占87.63%）和委托贷款（占12.36%）为主。截至2015年末，一年内到期的非流动资产共计提减值准备1.93亿元，计提比例10.82%，主要是为违约信托计划计提的减值准备。

2013年~2015年，公司其他流动资产逐年高速增长，三年账面价值分别为1.02亿元、4.00亿元和34.28亿元，年均增长478.91%，2014年末较2013年末大幅增长12.69倍主要系信托计划、发放的贷款和银行理财产品增加所致，2015年末较2014年末增长144.78%，主要系信托计划、发放的贷款、预交税款和待抵扣进项税额大量增加所致。截至2015年末，其他流动资产主要是信托计划（占79.59%）和贷款（占15.70%）等。

非流动资产

2013年~2015年，公司非流动资产稳中有增，三年分别为114.20亿元、117.15亿元和152.39亿元，复合增长15.51%。截至2015年末，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占26.41%）、持有至到期投资（占10.25%）、长期应收款（占21.95%）和长期股权投资（占30.33%）构成。

图7 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2013年~2015年，公司可供出售金融资产快速增长，三年账面价值分别为20.99亿元、25.34亿元和40.25亿元，年均复合增长38.48%。截至2015年末，公司可供出售金融资产主要是权益工具投资，其中，按公允价值计量的权益工具投资占17.87%，按成本计量的占82.13%。截至2015年末，可供出售金融资产共计提减值准备1.39亿元，计提比例3.34%。

2013年~2015年，公司持有至到期投资持续减少，三年账面价值分别为24.77亿元、21.17亿元和15.62亿元，年复合增长率为-20.59%。截至2015年末，公司持有至到期投资主要为持有的信托计划（占比99.28%），其余为少量债券和债权投资。截至2015年末，持有至到期投资共计提减值准备1.54亿元，计提比例8.98%。

2013年和2014年，公司长期应收款基本持平，2015年有大幅增长，三年账面价值分别为7.44亿元、7.54亿元和33.45亿元，年均复合增长112.02%。截至2015年末，公司长期应收款主要为子公司山东资管购买金融机构不良资产取得的应收款项类投资（占比73.74%）和子公司金鼎租赁开展融资租赁业务产生的应收融资租赁款（占比26.24%）。山东资管于2014年成立，该应收款项类投资处置回收的效果有待观察。截至2015年末，公司长期应收款共计提减值准备0.77亿元，计提比例2.25%。

2013年~2015年，公司长期股权投资基本保持稳定，三年账面价值分别为42.96亿元、46.42亿元和46.22亿元，年均复合增长3.73%。截至2015年末，公司长期股权投资主要是对联营企业的投资（占比97.86%），其余为少量的合营企业和因关停并转及进入清理程序而未纳入合并的子公司。公司作为业务板块较多的投资控股类集团公司，联营企业众多，其中前十大投资对象合计占全部联营企业投资的76.80%，详见下表。截至2015年末，公司长期股权投资共计提减值准备0.79亿元，计提比例1.68%，前十大联营企业均未计提减值准备。

表 16 截至 2015 年末公司按权益法核算的前十大长期股权投资情况 (单位: 亿元)

被投资单位名称	投资成本	账面价值	其中:损益调整变动	
			应计损益	本期实收红利
民生证券有限责任公司	5.97	10.73	2.61	--
山东省天然气管道有限责任公司	7.70	9.29	0.60	--
通裕重工股份有限公司	1.08	5.26	0.18	0.09
山东龙力生物科技股份有限公司	0.20	2.39	1.48	1.46
山东半岛蓝色经济投资基金有限公司	1.89	1.95	-0.08	0.08
山东东岳氟硅材料有限公司	0.50	1.54	0.11	--
烟台星华氨纶有限公司	1.14	1.22	0.14	0.09
威海华东数控股份有限公司	0.16	1.04	1.21	1.51
上海隆奕投资管理有限公司	1.00	1.01	0.01	--
山东华芯半导体有限公司	1.00	0.91	-0.12	--
合计	20.64	35.33	6.12	3.24

资料来源: 公司审计报告, 联合评级整理。

截至2016年3月末, 公司合并资产总额324.88亿元, 其中, 流动资产162.69亿元, 占比50.08%; 非流动资产162.20亿元, 占比49.92%, 资产构成与年初基本保持稳定。

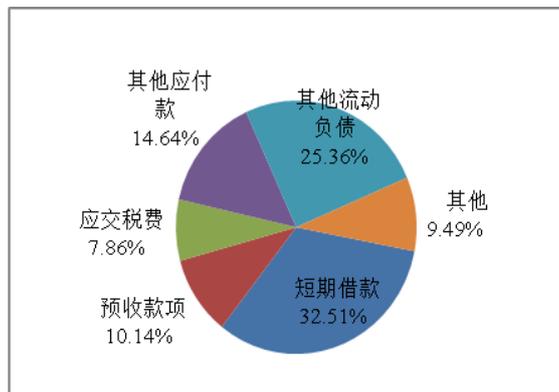
总体看, 公司资产规模稳步增长, 流动资产和非流动资产比例相当, 流动资产中货币资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比较大, 资产流动性较好; 非流动资产中长期股权投资、可供出售金融资产和长期应收款占比较大, 符合公司投资型企业的行业特点; 公司整体资产质量较好。

3. 负债和所有者权益

2013年~2015年, 随着公司业务规模的扩大, 负债总额相应快速增长, 三年分别为66.34亿元、88.02亿元和148.52亿元, 年均复合增长49.63%。截至2015年底, 公司负债以非流动负债为主, 占68.14%。

2013年~2015年, 公司流动负债稳步增长, 分别为32.01亿元、37.51亿元和47.31亿元, 复合增长21.57%。截至2015年底, 公司流动负债以短期借款(占比32.51%)、预收款项(占比10.14%)、应交税费(占比7.86%)、其他应付款(占比14.64%)和其他流动负债(占比25.36%)为主要构成部分。

图 8 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源: 公司审计报告, 联合评级整理。

2013年~2015年，公司短期借款呈波动上升趋势，分别为12.08亿元、5.13亿元和15.38亿元，复合增长12.86%。截至2015年末，短期借款以信用借款（占比83.55%）和保证借款（占比14.50%）为主，其余为少量抵押借款。

2013年和2014年，公司预收款项基本持平，2015年有大幅增长，三年账面价值分别为1.60亿元、1.70亿元和4.80亿元，年均复合增长73.10%。截至2015年末，公司预收款项以一年以内的为主，占比97.52%。从款项性质来看，主要为房地产业务产生的房屋预售款（占71.83%），其余主要是天然气业务预收的运气运输款项，前五大债权人情况见下表。

表 17 截至 2015 年末公司预收款项前五大债权人情况（单位：亿元）

债权人名称	款项内容	期末余额	账龄
和璧花园	房屋预售款	3.45	1 年以内
衡水恒洁天然气有限公司	天然气款	0.08	1 年以内
淄博诚意燃气有限公司	天然气款	0.07	2 年以内
亚太森博（山东）浆纸有限公司	天然气款	0.06	3 年以内
青州华润燃气有限公司	天然气款	0.05	4 年以内
合计	--	3.71	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2013年~2015年，随着公司业务的快速发展，公司应交税费稳步增长，分别为2.49亿元、2.82亿元和3.72亿元，复合增长22.24%。截至2015年末，公司应交税费以应交企业所得税（占86.73%）和应交营业税（占6.36%）为主。

2013年~2015年，公司其他应付款持续下降，三年分别为12.47亿元、7.59亿元和6.93亿元，年均复合增长率为-25.47%。截至2015年末，公司其他应付款以一年以内的为主，占比88.09%。从款项性质来看，其他应付款主要为应付交易对手的保证金（占比62.22%）、往来款及向其他企业的借款等，前五大债权人情况见下表。

表 18 截至 2015 年末公司其他应付款前五大债权人情况（单位：亿元）

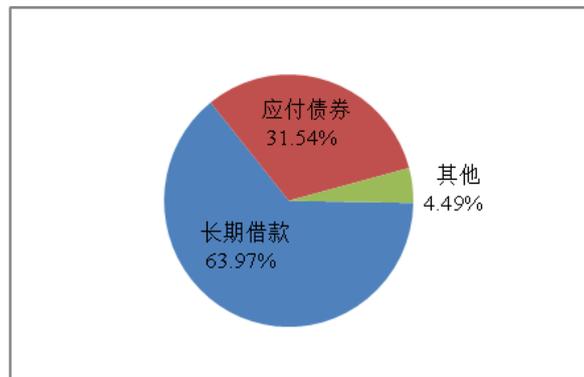
债权人名称	款项内容	期末余额	账龄
日照金贸资产管理有限公司	保证金	2.55	1 年以内
日照岚诚物流有限公司	保证金	1.00	1 年以内
日照中瑞物产有限公司	保证金	0.76	1 年以内
青岛汇泉海洋科技发展公司	借款	0.50	1 年以内
鲁信亚洲有限公司	往来款	0.15	3 年以上
合计	--	4.97	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2013年公司其他流动负债较少；2014年其他流动负债骤增至10.00亿元，全部为公司发行的短期融资券；2015年，其他流动负债继续增长至12.00亿元，系公司发行的短期融资券（5.00亿元）和超短期融资券（7.00亿元）。

2013年~2015年，公司非流动负债快速增长，分别为34.33亿元、50.51亿元和101.21亿元，复合增长50.70%。截至2015年底，公司非流动负债以长期借款、应付债券为主。

图9 截至2015年底公司非流动负债构成



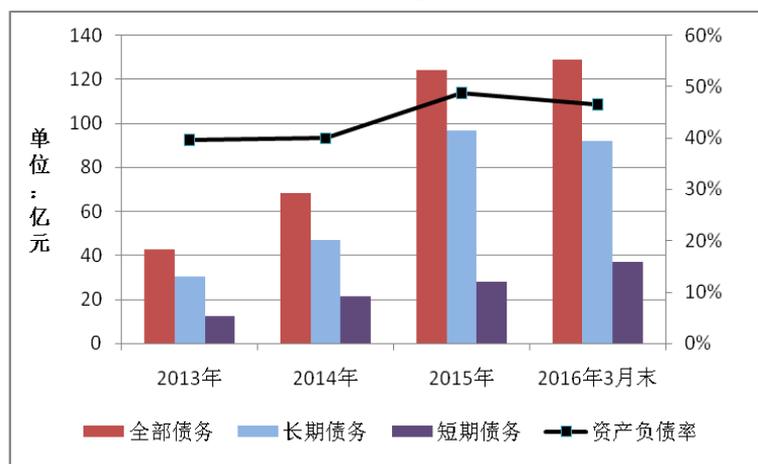
资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2013年~2015年，随着公司业务规模扩大，融资需求不断增加，公司长期借款高速增长，分别为10.92亿元、19.93亿元和64.74亿元，年均复合增长143.49%。截至2015年底，公司长期借款以信用借款（占比59.05%）和保证借款（占比24.60%）为主，其余为抵、质押借款。

2013年~2015年，公司应付债券也持续增长，分别为19.34亿元、26.91亿元和31.93亿元，年均复合增长28.49%。截至2015年底，公司应付债券为2012年以来发行的3期中期票据、2期公司债券和1期企业债券。

从有息债务来看，随着业务的发展，公司外部融资，尤其是长期债务增长较快，见下图。2013年~2015年，公司全部债务、长期债务和短期债务年均复合增长率分别为70.84%、78.74%和49.86%。截至2015年底，公司全部债务124.55亿元，其中，长期债务96.67亿元，占比77.61%；短期债务27.88亿元，占比22.39%，以长期债务为主。

图10 公司有息债务情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从债务指标来看，近三年公司债务水平持续上升，截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为48.73%、44.36%和38.22%，仍属较低水平。

截至2016年3月末，公司负债总额151.13元，其中，流动负债54.95亿元，占比36.36%，非流动负债96.18亿元，占比63.64%；公司全部债务128.65亿元、长期债务92.19亿元、短期债务36.46亿元，负债构成和债务结构均与年初基本保持稳定。截至2016年3月底，公司资产负债率为46.52%。

总体看，随着公司业务不断扩大，公司对外融资的力度也不断加大，有息债务规模逐年上升，但总体债务负担适中，公司债务以长期债务为主，将增大未来偿债的压力。

所有者权益

2013年~2015年，公司所有者权益稳步增长，分别为100.96亿元、132.27亿元和156.26亿元，年均复合增长24.41%。截至2015年末，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益为99.00亿元，少数股东权益57.26亿元，少数股东权益占比36.64%，公司并表的子公司较多，导致少数股东权益规模较大。从母公司所有者权益的构成看，近三年公司权益的主要来源为未分配利润、股东出资和资本公积，其中股东出资未发生变化，资本公积和未分配利润逐年稳步累积。近三年公司权益结构基本保持稳定，截至2015年末，这三项分别占归属于母公司所有者权益的46.57%、30.30%和19.46%。2015年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金为7.85亿元，其中，分配现金股利0.67亿元，子公司支付给少数股东的股利、利润为1.37亿元，截至2015年末的未分配利润46.10亿元，近年来公司业务快速扩张，资金需求较高，因此利润分红的力度不大，有较大规模的留存收益。

截至2016年3月末，公司所有者权益173.76亿元，其中归属于母公司的所有者权益115.33亿元，少数股东权益58.42亿元。

总体看，公司所有者权益以未分配利润和资本金为主，未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

公司多元化业务共同发展，收入构成较为分散，较大程度上回避了单一业务占比过高所形成的风险。近三年，公司房地产、金融、文化产业等业务快速发展，带动公司营业总收入稳步增长，2013年~2015年，分别实现营业总收入43.69亿元、54.83亿元和55.95亿元，年均复合增长13.17%。近三年，公司营业总收入结构较为稳定，主要来自营业收入和手续费及佣金收入，其余有少量利息收入和保费收入。2015年，公司营业收入占营业总收入的75.04%，营业收入主要来自主营业务收入，主营业务收入占营业收入的94.63%，主营业务收入以天然气销售及管道输送、金融业务、印刷包装等业务收入为主，分别占主营业务收入的69.25%、8.84%和5.62%。2015年，公司手续费及佣金收入占营业总收入的23.98%，手续费及佣金收入来自于金融业务的相关收入。

表 19 公司收入成本及其主要构成情况（单位：亿元，%）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年一季度
营业总收入	43.69	54.83	55.95	16.52
其中：营业收入	32.30	42.76	41.99	10.45
手续费及佣金收入	10.68	11.57	13.42	6.00
营业总成本	37.06	48.91	48.30	11.90
其中：营业成本	27.13	36.28	32.68	8.34
期间费用	7.65	9.41	11.24	3.05
资产减值损失	1.19	2.02	2.90	0.02
投资收益	8.86	8.92	14.26	1.71
费用收入比	17.51	17.16	20.09	18.47

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2013年~2015年，公司营业总成本分别为37.06亿元、48.91亿元和48.30亿元，年均复合增长14.16%，基本与营业总收入的增速相当。近三年，营业总成本主要由营业成本、期间费用和资产

减值损失构成，结构基本稳定。2015年，营业成本、期间费用和资产减值损失占营业总成本的比重分别为67.66%、23.27%和6.01%。公司营业成本主要是天然气销售及管道输送业务产生的成本，2015年该项成本占营业成本的比重为82.74%。2015年，公司发生的资产减值损失主要是对持有至到期投资（占比48.09%）、长期股权投资（占比18.00%）计提的减值准备以及坏账准备（占比16.01%）。

2013年~2015年，公司期间费用逐年上升，分别为7.65亿元、9.41亿元和11.24亿元，年均复合增长21.21%，分别占当期营业总收入的17.51%、17.16%和20.09%，在业务经营规模不断扩张的情况下，期间费用占比也有所提升。近三年，随着公司对外融资规模扩大、利息支出增多，期间费用中财务费用的占比不断提高，销售费用和管理费用的占比相应有所下降，2015年，财务费用3.71亿元，管理费用4.13亿元，销售费用3.41亿元，分别占比32.98%、36.72%和30.30%。

作为以产权运作为主要经营内容的企业，公司投资收益对营业利润的贡献较大。2013年~2015年，随着鲁信创投的投资项目的陆续上市，公司获得的投资收益随之增长，分别为8.86亿元、8.92亿元和14.26亿元，复合增长26.88%，分别占当年营业利润的56.49%、55.12%和65.92%。公司投资收益主要由长期股权投资收益和持有至到期投资收益构成，2015年这两项投资收益分别占比63.37%和17.54%。

表 20 公司盈利情况（单位：亿元，%）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年一季度
营业利润	15.68	16.18	21.63	4.94
利润总额	15.75	16.64	21.35	4.94
净利润	12.06	12.35	15.77	3.23
主营业务毛利率	13.74	12.05	18.28	--
营业利润率	35.89	29.50	38.66	29.88
总资产报酬率	11.92	10.30	9.79	--
净资产收益率	12.78	10.59	10.93	1.96

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。
注：2016年一季度相关指标未年化。

从盈利情况来看，2013年~2015年，公司盈利规模持续增长，营业利润和净利润的年均复合增长率分别为17.45%和14.38%；2015年实现营业利润和净利润分别为21.63亿元和15.77亿元。从利润构成来看，公司利润主要来源于经营收入和投资收益，营业外收入对利润的贡献非常有限，2013年~2015年，分别取得营业外收入0.75亿元、0.54亿元和0.53亿元，主要为政府补助。

从盈利指标来看，2013年~2015年，公司主营业务毛利率呈总体上升趋势，2015年为18.28%，较2013年提升4.54个百分点；营业利润率波动上升，三年分别为35.89%、29.50%和38.66%，2015年金融板块比重提升，拉升了整体营业利润率。但受债务规模快速扩大的影响，近三年总资产报酬率持续下降，2015年降至9.79%，较2013年下降2.13个百分点。近三年净资产收益率也呈总体下降趋势，2015年为10.93%，较2013年下降1.85个百分点，但仍属较好水平。

2016年一季度，公司实现营业总收入16.52亿元，净利润3.23亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.93亿元，少数股东损益1.31亿元。

总体看，公司各类业务开展较好，收入和利润规模逐年增长，投资收益的利润贡献度较大，成本控制能力有待加强，整体盈利能力有所下降但仍属较强。

5. 现金流

从经营活动来看，2013年~2015年，公司经营活动现金流量净流入量波动下降，分别为7.69亿元、8.64亿元和4.53亿元，年均复合增长率为-23.25%。2015年，公司经营活动流入和流出分别为115.98亿元和111.45亿元，均较2014年有所收缩，但较2013年总体上均有所增长。随着公司业务规模的不断扩大，销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金总体上较快增长，2015年分别为42.56亿元和38.53亿元；现金收入比小幅波动，分别为100.67%、105.79%和101.37%，现金收入实现质量较好。收到/支付的其他与经营活动有关的现金分别占当年经营性现金流入/流出的一半以上，2015年收到/支付的其他与经营活动有关的现金分别为59.36亿元和59.79亿元，主要系收到/支付的买卖证券款项、往来款项等。随着金融板块的快速发展，近三年公司收取利息、手续费及佣金的现金稳定增长至2015年的13.95亿元，年均增长12.38%。

从投资活动来看，2013年~2015年，公司投资活动现金流量均为净流出状态，分别为-22.94亿元、-9.02亿元和-58.41亿元，净流出量年均复合增长59.57%，主要系公司投资项目的期限一般较长，时间性差异导致了大规模的投资活动现金净流出量。2015年，公司收回前期部分投资，投资活动现金流入量较上年大幅增长155.93%至68.12亿元；同时，因金融资产管理公司2015年开展业务，购买不良资产及投资较多，导致投资活动现金流出量较上年大幅增长255.02%至126.53亿元。

2013年~2015年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-15.25亿元、-0.38亿元和-53.88亿元，由于公司经营活动获取的现金净额较少，不能补足投资活动现金的缺口，后续随着LNG项目、济青复线以及青岛数字文化体验中心等项目建设的推进，公司将面临一定的资本性支出压力。

从筹资活动来看，2013年~2015年，随着对外融资规模的增加，公司筹资活动现金流量保持较大规模净流入状态，三年分别为22.22亿元、19.35亿元和56.00亿元，复合增长58.77%。2015年公司筹资活动现金流入较上年大幅增长150.11%至127.94亿元，主要为取得借款和发行债券收到的现金；同时，因偿还债务及利息等的增多，筹资活动现金流出较上年大幅增长126.18%至71.93亿元。

表 21 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年一季度
经营性现金流量净额	7.69	8.64	4.53	12.18
投资性现金流量净额	-22.94	-9.02	-58.41	-19.18
筹资性现金流量净额	22.22	19.35	56.00	22.42
现金及现金等价物净增加额	6.96	18.97	2.14	15.41
年末现金及现金等价物余额	26.15	45.12	47.26	62.66

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2015年，公司现金及现金等价物净增加额为2.14亿元；截至2015年末，公司现金及现金等价物余额为47.26亿元，现金及现金等价物余额较充足。

2016年一季度，公司经营性现金流量净额12.18亿元，投资性现金流量净额-19.18亿元，筹资性现金流量净额22.42亿元。

总体来看，公司经营性现金净流量较小，且公司大量开展投资活动导致投资性现金缺口，目前主要依靠取得筹资来补充现金流，近年来债务大量增加带来较重的未来偿还压力。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2013年~2015年，公司流动比率和速动比率逐年上升，截至2015年末，流

动比率和速动比率分别为3.22倍和2.84倍，短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，2013年~2015年，公司有息债务资本化率逐年上升，截至2015年末，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为44.36%和38.22%。截至2015年末，公司资产负债率48.73%。2013年~2015年，公司EBITDA增长较快，分别为18.84亿元、21.23亿元和26.95亿元，年均复合增长19.61%。2015年EBITDA中利润总额占比79.24%，利息支出占比21.67%，折旧摊销占比4.61%，EBITDA构成基本稳定。随着对外融资规模的快速增长，公司EBITDA利息倍数和EBITDA全部债务比逐年下降，2015年分别为4.61倍和0.22倍，EBITDA对利息的保障性强，对全部债务的覆盖程度尚可。

表 22 公司偿债能力（单位：倍，%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年一季度
流动比率	1.66	2.75	3.22	2.96
速动比率	1.45	2.43	2.84	2.62
全部债务资本化比率	29.71	34.00	44.36	42.64
长期债务资本化比率	23.06	26.15	38.22	34.67
EBITDA	18.84	21.23	26.95	--
EBITDA 利息倍数	8.45	4.78	4.61	--
EBITDA 全部债务比	0.44	0.31	0.22	--

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。
注：2016 年一季度相关指标未年化

公司对外担保情况方面，截至2016年3月末，公司合并范围提供对外担保共计16.61亿元，其中，1.44亿元为担保公司对外担保，15.17亿元为对外担保，公司存在一定的或有负债风险。

截至2016年3月底，公司共取得包括中国银行、中信银行及华夏银行等22家银行授信总额158.38亿元，未使用额度97.13亿元，公司间接融资能力较强、融资渠道通畅；另外，公司作为大型国有独资企业，直接融资能力很强。

根据中国人民银行企业信用报告，截至2016年5月24日，公司无不良信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司负债水平适中，整体偿债能力极强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2015年末，公司负债合计148.52亿元，全部债务124.55亿元，长期债务96.67亿元。本次债券发行规模为不超过25.00亿元，发行后公司债务负担将进一步增加。

以2015年末财务数据为基础，假设本次债券募集资金净额为25.00亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为52.62%、48.90%和43.78%，分别较发债前增加3.89、4.55和5.56个百分点，债务负担加重，但仍属适中水平。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以2015年末的财务数据为基础，按照公司发行25.00亿元公司债券估算相关指标对本次债券

的保障倍数如下表，公司的现金流、盈利、净资产等指标对本次债券的覆盖程度均很高，本次债券偿付能力很强。

表 23 本次债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2015 年
经营活动产生的现金流入/本次债券额度	4.64
EBITDA/本次债券额度	1.08
净利润/本次债券额度	0.63
股东权益/本次债券额度	6.25

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

综合以上分析，并考虑到公司作为山东省内影响力大的综合性类大型国有集团公司，多元化业务发展良好，直接和间接融资能力很强，未来随着公司业务进一步发展，盈利能力有望进一步增强，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

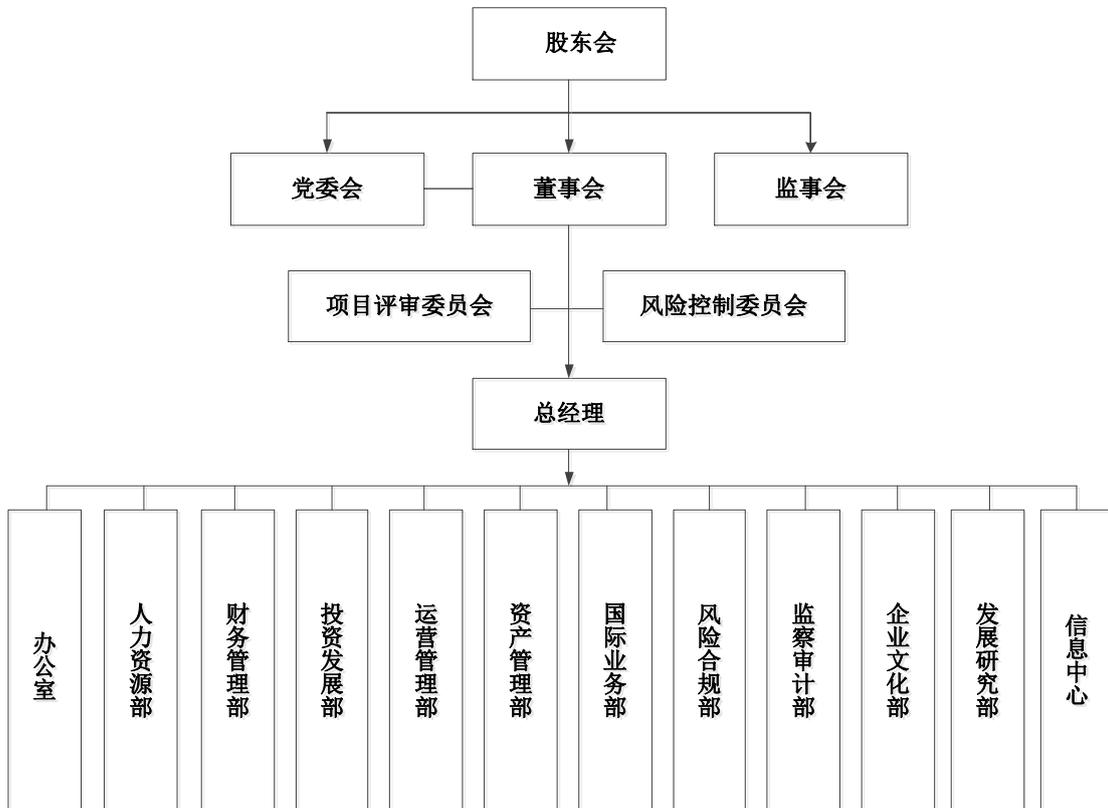
九、综合评价

公司作为山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，在资产质量、多元化投资、外部支持等方面具备的显著竞争优势。经过多年发展，公司已经形成了多元化发展的业务格局，基础设施、信托、创投三大业务行业地位突出，对公司业绩形成良好支撑。同时，联合评级也关注到，公司创投、金融业务受外部环境影响较大、债务规模持续增长等因素对公司造成的不利影响。

2014 年以来，公司金融板块经营范围有所扩大，公司的金融控股地位进一步增强，综合实力得到进一步提升。公司子公司山东信托增资扩股对于公司信托业务的发展、IPO 重启对公司创投业务的发展均提供了良好条件。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 截至 2015 年底公司合并范围二级子公司情况

序号	企业	业务性质	注册资本 (万元、万美元)	持股比例 (%)
1	鲁信创业投资集团股份有限公司	生产销售磨具、磨料、投资	74,435.93	68.53
2	山东省国际信托有限公司	金融	200,000.00	69.27
3	山东鲁信实业集团有限公司	投资	7,0000	100
4	山东鲁信恒基投资有限公司	投资与管理	6,000.00	100
5	山东鲁信投资集团股份有限公司	实业投资	31,000.00	74.37
6	山东鲁信文化传媒投资有限公司	投资与资产管理	62,000.00	100
7	鲁信海外投资有限公司	投资与资产管理	2,339.00(美元)	100
8	山东省投资有限公司	投资与资产管理	30,000.00	100
9	山东省鲁信金融控股有限公司	金融控股	50,000.00	100
10	山东省金融资产管理股份有限公司	金融资产管理	203,000.00	30.54

附件 3 山东省鲁信投资控股集团有限公司 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年一季度
资产总额 (亿元)	167.30	220.29	304.78	324.88
所有者权益 (亿元)	100.96	132.27	156.26	173.76
短期债务 (亿元)	12.42	21.31	27.88	36.96
长期债务 (亿元)	30.26	46.84	96.67	92.19
全部债务 (亿元)	42.68	68.15	124.55	129.16
营业收入 (亿元)	43.69	54.83	55.95	16.52
净利润 (亿元)	12.06	12.35	15.77	3.23
经营性净现金流 (亿元)	7.69	8.64	4.53	12.18
总资产报酬率 (%)	11.92	10.30	9.79	--
净资产收益率 (%)	12.78	10.59	10.93	1.96
主营业务毛利率 (%)	13.74	12.05	18.28	0.00
营业利润率 (%)	35.89	29.50	38.66	29.88
费用收入比 (%)	17.51	17.16	20.09	18.47
现金收入比率 (%)	100.67	105.79	101.37	102.08
应收账款周转次数 (次)	20.58	25.93	25.20	6.13
存货周转次数 (次)	3.22	3.85	2.17	0.45
总资产周转次数 (次)	0.29	0.28	0.21	0.05
资产负债率 (%)	39.65	39.96	48.73	46.52
全部债务资本化比率 (%)	29.71	34.00	44.36	42.64
长期债务资本化比率 (%)	23.06	26.15	38.22	34.67
流动比率 (倍)	1.66	2.75	3.22	2.96
速动比率 (倍)	1.45	2.43	2.84	2.62
EBITDA (亿元)	18.84	21.23	26.95	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.45	4.78	4.61	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.44	0.31	0.22	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.75	0.85	1.08	--

注：2016 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 山东省鲁信投资控股集团有限公司 公开发行 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年山东省鲁信投资控股集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山东省鲁信投资控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山东省鲁信投资控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注山东省鲁信投资控股集团有限公司的相关状况，如发现山东省鲁信投资控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如山东省鲁信投资控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至山东省鲁信投资控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山东省鲁信投资控股集团有限公司、监管部门等。

