

跟踪评级公告

联合〔2020〕1538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贵公司主体长期信用状况及贵公司公开发行公司债券进行跟踪评级，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公开发行公司债券“16鲁信 01”和“17鲁信 01”债项信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司
评级总监：



二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-8517 2818

传真：010-8517 1273

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

山东省鲁信投资控股集团有限公司

公开发行公司债券 2020 年跟踪评级报告

发行人主体信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
16 鲁信 01	15.00 亿元	10(7+3) 年	AAA	AAA	2019/6/20
17 鲁信 01	10.00 亿元	7(5+2) 年	AAA	AAA	2019/6/20

跟踪评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
合并口径指标：			
资产总额（亿元）	792.55	2,015.58	2,056.54
所有者权益（亿元）	298.98	667.01	670.80
归属于母公司所有者权益（亿元）	154.38	510.92	512.87
全部债务（亿元）	399.85	1,151.88	1,182.88
短期债务（亿元）	94.28	158.34	279.52
营业总收入（亿元）	120.69	122.85	19.35
净利润（亿元）	20.33	17.06	2.98
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-40.65	-986.04	29.32
资产负债率（%）	62.28	66.91	67.38
全部债务资本化比率（%）	57.22	63.33	63.81
净资产收益率（%）	6.87	3.53	0.45
归母净资产收益率（%）	6.93	2.45	0.27
流动比率（倍）	2.27	3.79	2.75
EBITDA（亿元）	48.92	45.84	/
EBITDA 利息倍数（倍）	2.44	2.14	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.04	/
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.96	1.83	/
母公司口径指标：			
资产总额（亿元）	167.20	525.87	539.34
所有者权益（亿元）	90.19	442.38	439.79
全部债务（亿元）	75.20	81.20	94.20
净利润（亿元）	2.72	0.55	-0.89
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-9.57	-357.29	-0.95
资产负债率（%）	46.06	15.88	18.46
净资产收益率（%）	3.02	0.21	-0.20
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.25	0.17	/

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；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，均指人民币；3. 2020 年 1-3 月相关数据未经审计，相关指标未年化；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

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”）的跟踪评级反映了其作为山东省政府授权的大型投资主体和国有资产运营机构，持续获得政府的大力支持，2019 年获得山东省财政厅 360.00 亿元增资款，资本实力大幅增强，控股股东由山东省国资委变更为山东省财政厅，仍然保持很强区域竞争力；2019 年，公司多元化业务持续发展，资产规模大幅增长，年内公司对子公司山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“山东资管”）增资 360.00 亿元，山东资管资本实力大幅提升，业务规模快速增长，其他业务板块稳步发展。

联合评级也关注到，公司业务经营易受经营环境变化影响，及盈利水平下滑、债务大幅增长等因素可能对公司经营业绩造成的不利影响。

随着公司多元业务板块的进一步发展，公司整体经营状况有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AAA，评级展望“稳定”；同时维持“16 鲁信 01”和“17 鲁信 01”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. 股东实力强且支持力度大。公司是山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，持续获得政府的大力支持，2019 年获得山东省财政厅 360.00 亿元增资款，控股股东由山东省国资委变更为山东省财政厅，仍然保持很强区域竞争力。

2. 多元化业务进一步发展。2019 年，公司多元化业务持续发展，基础设施业务继续保持区域垄断优势，年内公司对子公司山东资管增资 360.00 亿元，山东资管资本实力大幅提升，业务规模快速增长。

3. 财务表现较好。2019 年，公司资产规模大幅增长，资产以流动资产为主，整体资产质量尚可，收入规模稳中有增。

关注

1. 公司业务经营易受经营环境变化影响。

公司创投及金融服务业务易受经济周期变化、市场行情波动及政策变化等影响，天然气行业受宏观经济、政策调控等影响较大，需关注相关因素可能造成的不利影响。

2. 盈利水平下滑。2019 年公司利润规模和盈利指标有所下滑，公司整体盈利能力一般，且盈利情况对投资收益依赖性较强，作为公司第一大收入来源的基础设施板块毛利率低，年内不良资产收购支出较多且业务周期较长，未来需关注利润波动的风险。

3. 债务大幅增长。近年来公司较为依赖筹资活动补充现金流，2019 年债务规模大幅增长，利息负担加重，偿债指标表现有所下滑，需对偿债能力和流动性状况保持关注。

分析师

卢芮欣 （登记编号 R0040218100004）

张帆 （登记编号 R0040219030002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-8517 2818

传真：010-8517 1273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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。

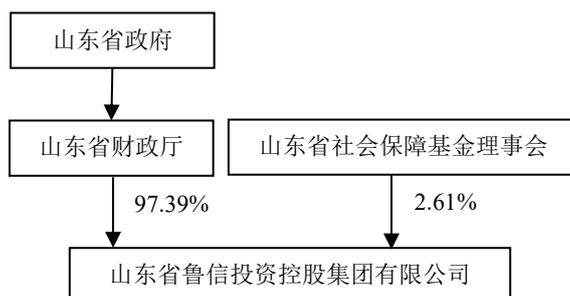
分析师： 张中帆

联合信用评级有限公司

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，是由山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）全额出资组建的大型国有投资控股公司，初始注册资本 30.00 亿元，2005 年更为现名。2015 年，公司的 30.00% 股权划转至山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东省社保”）。2018 年，山东省社保持有的公司 20% 股权被划转至山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠”）。2019 年 12 月，山东省财政厅以货币资金 360.00 亿元向公司增资（该资金全部用于公司向子公司山东省金融资产管理股份有限公司增资），其中 85.00 亿元增加实收资本，275.00 亿元计入资本公积，此次增资完成后公司注册资本和实收资本均变更为 115.00 亿元，其中山东省财政厅持股 73.91%，是公司控股股东。截至 2019 年末，公司注册资本为 115.00 亿元，其中山东省财政厅持股 73.91%、山东省国资委持股 18.26%、山东国惠持股 5.22%、山东省社会保障基金理事会持股 2.61%，山东省财政厅是公司控股股东。2020 年 4 月，按照山东省政府有关文件要求，山东省国资委和山东国惠分别将所持公司股权全部划转至山东省财政厅，本次变更后，山东省财政厅持有公司 97.39% 的股权，仍是公司控股股东，山东省政府仍是公司实际控制人。

图 1 截至 2020 年 4 月末公司股权结构图



资料来源：联合评级整理

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（不含融资性担保业务）；房屋出租，物业管理。公司主要业务涉及天然气、金融服务、创业投资和文化旅游等领域。

截至 2019 年末，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；公司本部有员工 97 人；纳入合并的一级子公司 12 家、各级子公司共 75 家，其中重要的子公司有山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“山东资管”，公司直接和间接合计持股 82.28%）、山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国信”，公司直接和间接合计持股 51.95%）、山东鲁信实业集团有限公司（以下简称“鲁信实业”，公司全资控股）和鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”，公司持股 69.57%）。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 2,015.58 亿元，负债总额 1,348.58 亿元，所有者权益合计 667.01 亿元，其中归属于母公司所有者权益 510.92 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 122.85 亿元，净利润 17.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.15 亿元；筹资活动前现金流量净额为 -986.04 亿元，期末现金及现金等价物余额 157.54 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 2,056.54 亿元，负债总额 1,385.73 亿元，所有者权益合计 670.80 亿元，其中归属于母公司所有者权益 512.87 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入

19.35 亿元，净利润 2.98 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.41 亿元；筹资活动前现金流量净额为 29.32 亿元，期末现金及现金等价物余额 210.39 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区解放路 166 号；法定代表人：李玮。

二、跟踪债券概况

本报告所跟踪的公司债券有“16 鲁信 01”和“17 鲁信 01”，规模合计 25.00 亿元，均为面向合格投资者公开发行，均在上海证券交易所挂牌交易，均无担保；其中“16 鲁信 01”期限为 10（7+3）年，第 7 年末附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，初始票面利率 3.70%；“17 鲁信 01”期限为 7（5+2）年，第 5 年末附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，初始票面利率 4.77%；以上债券均为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。以上债券的募集资金均已按照募集说明书的约定使用完毕，应于 2019 年度支付的利息均已按时足额支付。

表1 本报告跟踪债券相关情况（单位：亿元、%、年）

简称	债券代码	发行规模	票面利率	期限	起息日	到期日	募集资金用途
16 鲁信 01	136836.SH	15.00	3.70	7+3	2016/11/25	2026/11/25	偿还债务，补充流动资金
17 鲁信 01	143236.SH	10.00	4.77	5+2	2017/8/4	2024/8/4	偿还债务

资料来源：Wind，联合评级整理

三、行业分析

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；公司现有业务中，基础设施、金融服务和创业投资业务对利润贡献度较高，其中基础设施板块以天然气供应业务为主，金融服务以不良资产管理、信托和私募股权投资业务为核心。

1. 山东省区域经济

2019 年，山东省经济运行总体平稳；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，外部经营环境较好。

根据《山东省 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，山东省全省实现生产总值(GDP) 7.11 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 5.5%；其中，三次产业分别增长 1.1%、2.6%和 8.7%；三次产业构成为 7.2：39.8：53.0。人均生产总值 7.07 万元，增长 5.2%，年末常住人口 1.01 亿人。居民消费价格比上年上涨 3.2%。固定资产投资（不含农户）比上年下降 8.4%。社会消费品零售总额比上年增长 6.4%。货物进出口总额比上年增长 5.8%。地方一般公共预算收入 6,526.6 亿元，比上年增长 0.6%；其中，税收收入下降 1.0%。地方一般公共预算支出 1.07 万亿元，增长 6.3%。年末上市公司 310 家，比上年末增加 18 家。年末金融机构本外币存款余额 10.47 万亿元，增长 8.57%。年末金融机构本外币贷款余额 8.63 万亿元，增长 10.42%。

2. 天然气行业

2019 年，天然气消费增速有所放缓，但天然气仍为我国能源消费中增速较快的品种，其占一次能源消费比例有所提高；我国仍保持多元化的气源供给，天然气对外依存度仍保持较高水平；未来

在国家政策引导下，天然气气源供给、调峰能力、储气能力等将得到有效改善。

城市燃气（包括民用、商业和工业燃气）是由几种气体组成的混合气体，目前主要使用的城市燃气种类包括天然气（NG）、人工燃气（MG）和液化石油气（LPG），三种业态并存是我国城市燃气的主要特点，其中天然气约占 60~70%。

天然气供给方面，2019 年，中国天然气产量 1,736.20 亿立方米，同比增长 7.83%；天然气进口量 1,342.64 亿立方米，同比增长 6.83%。2019 年，中国天然气对外依存度为 43.61%，同比略有下降。2019 年，中俄东线天然气管道建成通气，来自俄罗斯的天然气将与中国东北、京津冀和长江三角洲主消费市场对接。中国东部天然气主消费市场已经形成多气源竞争格局。

天然气需求方面，2019 年，中国天然气表观消费量 3,042.51 亿立方米，同比增长 7.39%，增速有所放缓的，对比其他能源消费种类，天然气仍为我国能源消费中增速较快的品种。国家出台多项环保政策，持续推进大气污染防治工作，强化重点地区民用、采暖、工业等行业煤改气，全国天然气消费量仍保持快速增长。天然气在一次能源消费总量中的占比约为 8.3%，比上年增长约 0.5 个百分点。

储气库方面，截至 2019 年末，中石化文 23 储气库一期工程建成投产，相国寺储气库扩容工程正式启动，我国已累计建成 26 座地下储气库，调峰能力达到 140 亿立方米。管道铺设方面，据中石油经研院统计，截至 2019 年底，中俄东线天然气管道北段、南涪天然气管道等工程相继投产，我国天然气长输管道总里程近 7.7 万公里。

LNG 接收站方面，截至 2019 年末，据不完全统计，中国 LNG 接收站已投产 22 座，总接卸能力达 9,035 万吨/年，预计 2020 年中国在建及扩能 LNG 接收站至少 8 座，接收能力为 2,355 万吨/年，投产后接收能力将进一步提升。三大石油公司主导着国内 LNG 接收站的投资和建设，目前三大石油公司接收站 18 座，能力 8,230 万吨/年，占比超过 90%；其中以中海油所占份额最大。截至 2018 年末，中海油在全国拥有 10 座 LNG 接收站，接收能力 4,520 万吨/年，居全国首位，2019 年计划新建 2 座接收站，扩建 4 座接收站，同时规划建设 3 座新接收站，进一步扩充其在国内的 LNG 接收能力。

2019 年，我国出台多项政策推动天然气改革，随着 2019 年 12 月国家油气管网公司的成立，中游跨省区管网成本监审、输配定价将由国务院价格主管部门监督、设定，上下游气源端、分销端的定价将趋于市场化。未来我国天然气需求仍将保持快速增长，随着国家政策的引导，天然气储备规模有望扩大、需求量持续增长、管网建设不断完善、价格倒挂现象将逐步得到缓解，“十三五”期间天然气行业面临较好的外部发展环境。

3. 不良资产管理行业

资产管理公司（Asset Management Companies，以下简称 AMC）主要业务是不良资产经营，并由此延伸到投资、资产管理、信托、租赁、银行、保险等全金融覆盖。截至 2019 年末，经银保监会批复的地方 AMC 数量已近 60 家，覆盖全国各个省级行政区。

不良资产市场供给持续增加，地方 AMC 前景广阔

随着国内宏观经济低位运行和结构调整的深化，国内商业银行不良率持续攀升，不良资产规模上升较为明显；银保监会数据显示，截至 2019 年末，我国商业银行不良贷款余额升至 2.41 万亿元，较上年末增长 19.16%，增速较上年的 18.71% 进一步抬升，不良贷款率 1.86%，较上年末增加 0.03 个百分点。非金融机构应收账款规模也不断攀升，回收周期不断延长，对于资产及债务重组的需求日益高涨，其不良资产规模也在飞速扩张；截至 2018 年末，工业企业应收票据和应收账款规模 14.34 万亿元，较上年末增长 6.41%，增速较上年的 7.14% 有所放缓。

市场主体扩容加剧行业竞争，“5+N+银行系+外资”的新竞争格局已初步形成

2018年9月，银保监会《关于废止和修改部分规章的决定》取消了外资投资入股金融资产管理公司的比例限制。2020年2月，全球知名不良资产投资管理机构橡树资本的全资子公司—Oaktree(北京)投资管理公司在北京成立，成为我国首家外资AMC。外资的进入一方面代表国内金融市场对外开放及国际化并轨的进一步推进，另一方面或将为国内不良资产管理行业带来新的经营理念、经营模式和技术创新，并促进行业的健康发展。2020年3月，银保监会批复了第五家全国性AMC中国银河资产管理有限责任公司，行业进一步扩容。此外，2020年一季度，银保监会已陆续批复了五大国有银行设立的AIC在上海开展不以债转股为目的的股权投资业务，AIC的职能范围有所拓宽。此前我国不良资产管理行业已形成“4+2+N+银行系”的格局，随着外资AMC的进入、第五大AMC的获批，“5+N+银行系+外资”的新竞争格局已初步形成，AIC的职能也有所扩展，行业竞争进一步加剧。

行业监管政策不断完善，强调严格监管和行业回归本源，行业乱象有望得到逐步改善

地方AMC是否属于金融机构一直没有明确说法，曾长期存在监管主体不明确、监管措施不完善等问题，行业发展在业务模式探索中的“伪创新”层出不穷，2020年4月，辽宁省有企业涉嫌伪造公文开展不良资产处置业务被转送公安部门，同月吉林省金融资产管理有限责任公司因公司治理失效、经营管理发生严重困难等问题而被法院判决解散，等等行业乱象也暴露出监管缺位的问题，亟需出台统一的行业性监管意见。2019年7月银保监会发布的153号文明确了目前由银保监会负责制定地方AMC的监管规则，各省（区、市）人民政府履行监管责任，各地方金融监管部门具体负责对本区域地方AMC的日常监管，包括机构设立、变更、终止、风险防范和处置等工作，并督促地方AMC严格遵守相关法律法规和监管规则。北京市地方金融监督管理局也于2020年4月出台了《北京市地方资产管理公司监督管理指引（试行）》。未来随着监管规则的逐步完善，行业有望逐步规范发展。

4. 信托行业

2019年，随着金融去杠杆、去通道政策的推进，信托行业逐步调整业务结构，信托资产规模进一步下降，业务转型效果逐步显现，同时风险暴露更为真实。

2018年以来，随着去杠杆、去通道政策的持续推进，信托公司依赖于外部市场环境刺激、利用相对灵活的制度安排追求“短平快”短期套利模式已经不可持续，多数信托公司积极调整业务结构，降通道使得行业整体信托资产规模持续下降。截至2019年末，全国68家信托公司管理的信托资产规模为21.60万亿元，较上年末下降4.83%。从信托资金来源看，2019年，以单一信托为主的通道业务受限，单一资金信托规模和占比均有下降，占比降至37.10%，信托利用自身制度优势逐步推进转型，集合资金信托规模波动，占比逐步上升至45.93%，管理财产信托规模持续下降、占比稳定在16%左右，主动管理能力逐步增强。从信托功能看，受压缩通道业务影响，事务管理类信托规模和占比持续下降，但仍为最主要类型，2019年末占比49.30%；融资类信托规模总体增长，占比持续上升至26.99%；投资类信托规模总体下降后趋稳，占比基本稳定在23%左右。随着主动管理能力的提升，2019年行业平均报酬率回升至0.37%，同比增加0.02个百分点。

近年来，信托行业风险资产规模逐年快速增长，2019年末信托风险项目1,547个，较上年末增加675个，风险资产0.58万亿元，较上年末增长159.71%，主要是监管部门加大了风险排查，风险暴露更为真实，并不意味着增量风险的加速上升，预计信托风险资产规模变化将趋于平稳；信托公司净资产对风险资产的覆盖倍数为1.09倍，较上年末下滑1.49个百分点，整体风险仍在可承受范围。

2019年，信托公司固有资产规模持续增长，资本实力和行业风险应对能力稳步提升。

固有资产规模是信托公司综合实力的重要体现之一。近年来，随着金融去杠杆政策的推进，信

托行业财务杠杆持续回落，但资本实力逐步提升，推动固有资产规模持续增长，截至2019年末，信托行业固有资产规模为7,677.12亿元，较上年末增长6.73%；其中，货币类资产、贷款和投资类资产分别占比7.90%、5.90%和78.80%，投资类在固有资产运用中占比呈稳步上升趋势。

资本是金融机构抵御风险，确保自身长期稳健发展的基础。信托公司资本的增长主要依靠资本内生增长机制和增资扩股，2019年末信托行业实收资本2,842.40亿元，较上年末增长7.09%，占所有者权益的45.00%，占比小幅下降1.16个百分点。

资本内生增长方面，信托行业处于转型发展阶段，近年信托行业经营收入有所波动，2019年同比增长5.22%；信托业务收入占经营收入的主导地位，且占比稳步小幅提升至2019年的69.48%，信托回归本源的转型方向日益明确。

信托行业监管逐步完善，信托业回归本源与加强主动管理成为主基调。

近年来，金融监管持续趋严，信托行业监管规则逐步完善。各项监管政策如“三三四十”“55号文”等对房地产信托、政信合作业务、通道业务产生较大影响。通道业务监管持续加强，特别是2018年4月“资管新规”落地加速推动信托行业破除刚性兑付，其宗旨即让信托行业回归信托本源，因此主动管理类业务如财富管理业务、资产证券化业务、股权投资业务等未“受限”的信托业务将成为信托公司业务转型发展的重点，也将为信托行业带来稳定的利润增长点。2020年5月，银保监会发布《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》，延续资管新规，进一步强调信托的私募特性，提出放开银行间和交易所的回购业务，影响较大的是对非标资产投资限制较为严格，限制债权集中度，同时对投资者人数进行限制，虽然相比银行理财、券商资管仍然更加宽松，但考虑到信托传统上非标占比相对较高等，短期行业将迎来阵痛。

5. 私募股权投资行业

2019年，中国股权投资市场进入调整期，投资市场持续降温，市场回归价值投资，“强者恒强”的局面将进一步凸显。

2018年4月，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”），提高了银行理财资金参与私募股权投资基金的要求，同时受全球局势多变、国内经济改革的影响，PE市场募资压力增大。2019年，在复杂的国际环境和监管升级下，中国股权投资市场进入调整期，市场回归价值投资，机构更加注重提升自身风险控制和投后管理能力。根据清科研究中心数据，2019年，中国PE市场新募基金2,710支，共募集1.24万亿元，同比下降6.6%，其中人民币基金募资共约1.10万亿元，同比增长1.5%，外币基金募资金额1,467.78亿元，同比下降41.4%。在募资困境及二级市场疲软的大环境下，股权市场投资活跃度和投资金额均大幅下降，2019年，中国股权投资市场共发生投资案例数8,234起，同比下降17.8%，投资金额7,630.94亿元，同比下降29.3%。得益于科创板的设立，VC/PE机构的退出渠道有所改善，全年退出案例总数2,949笔，同比增长19.0%，被投企业IPO案例数1,573笔，同比增长57.9%。截至2019年末，中国股权投资市场管理资本量11.2万亿元，较上年末增长12.46%。监管方面，国家对科技创新越来越重视，同时私募股权投资对科技创新的扶持作用日益凸显，监管层以及各省市开始对创投出台政策，加大对风投机构的支持，科创板设立和注册制落实使得二级市场扩容，退出渠道将更加畅通。私募股权行业洗牌仍将继续，行业马太效应持续显现，资本市场注册制改革也将推动私募股权投资行业投资更有价值的企业。

四、管理与内控分析

2019年以来，公司根据省委、省政府文件要求取消监事会，董事长和总经理有所调整，但其他高管层保持稳定，公司内部管理情况稳定。

管理团队方面，2019年，根据《中共山东省委山东省人民政府关于山东省省级机构改革的实施意见》（鲁发〔2018〕42号），山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅，不再设立省属企业监事会，因此公司监事会主席韩斌及监事董先军、王涛的职务自然免除，公司监事会剩余2名职工监事，虽然是根据山东省政府的统一规定作出上述监事人员调整，但是公司仍然面临监事缺位的风险；此外，根据山东省委、省政府任免决定，汲斌昌不再担任公司党委书记、董事长职务，由李玮任公司党委书记、董事长。2020年，公司聘任王飏为新任总经理，自2020年4月1日起任期3年。

组织机构和内控方面，除根据山东省委、省政府文件要求取消监事会外，其他部门设置无变化，内部管理在延续以往机制的基础上加强管理。子公司山东国信因向中国人民银行数据集中系统、理财与资金信托系统填报数据有误等行为，被中国人民银行济南分行给予警告并处罚款3万元；因未依法依规履行信息披露义务、个别房地产融资业务违规等行为，被山东银保监局处以罚款70万元；以上事项，山东国信已支付了罚款，并按监管要求进行了整改。

五、业务经营分析

1. 经营概况

2019年，公司营业总收入稳中有增，基础设施和金融服务业务对公司收入形成良好支撑，其他板块对整体收入和利润形成较好补充，但利润规模有所下滑；公司投资收益对营业利润贡献很大，受市场环境影响较大，面临一定波动风险。

2019年，公司多元化经营格局继续稳步发展，业务仍以基础设施、金融服务、创业投资及文化旅游四大板块为主，其中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。2019年，公司实现营业总收入122.85亿元，同比增长1.79%，基本持平，主要系房地产业务收入增加，叠加基础设施及金融服务业务收入减少所致。2019年，公司整体毛利率同比变化不大，同期公司实现净利润17.06亿元，同比下降16.11%，主要系营业总成本和资产减值损失（含信用减值损失）增加所致。

表2 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018年			2019年			2020年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施业务	71.17	58.97	2.42	65.72	53.50	2.77	6.83	35.31	4.44
金融服务业务	40.53	33.59	96.41	39.61	32.24	97.09	7.98	41.26	90.64
文化旅游业务	2.06	1.71	28.04	1.91	1.56	23.85	0.12	0.61	-53.04
其他业务	6.92	5.73	24.60	15.60	12.70	20.30	4.42	22.83	36.90
其中：房地产业务	0.44	0.37	46.36	10.49	8.54	15.64	3.43	17.72	39.61
磨料、磨具	2.03	1.68	24.95	2.18	1.78	27.12	0.19	1.00	20.75
印刷	4.06	3.36	21.18	2.74	2.23	30.73	0.77	3.97	28.60
营业总收入	120.69	100.00	35.70	122.85	100.00	35.73	19.35	100.00	47.06
投资收益	18.40	--	--	13.52	--	--	6.49	--	--

资料来源：公司提供

从营业总收入结构来看，2019年公司营业总收入结构无重大变化，仍主要由基础设施业务和金

融服务业务收入构成，文化旅游业务收入占比依然很小，其他业务收入占比有所提升。基础设施业务收入主要来自天然气业务，2019年基础设施业务收入同比下降7.66%，主要系2019年下半年中石化天然气分公司实施销售体制改革，对山东省内天然气管线联通、资源供应等进行调整，公司部分下游客户转至中石化华北销售中心，导致公司天然气销量同比下滑所致。2019年，金融服务业务收入同比小幅下降2.28%，同比变动不大。其他业务对公司收入形成一定补充作用，其他业务主要包括房地产业务、磨料磨具业务和印刷业务，其中磨料、磨具业务系自鲁信创投的投资项目，2019年公司其他收入同比大幅增长125.46%，系房地产业务部分项目集中结转交付所致。

公司投资收益主要来自于联营企业投资收益和创投业务股权持有及转让收益。2019，公司实现投资收益同比下降26.52%至13.52亿元，主要系长期股权投资收益减少（2019年处置股权减少）所致；投资收益占营业利润的比重为56.67%，占比同比下降8.25个百分点，对营业利润的贡献仍然很高。

2020年1—3月，公司实现营业总收入19.35亿元，同比下降30.89%，主要系天然气销售业务调整导致基础设施业务收入进一步减少所致，收入结构有所变化，文化旅游业务收入受新冠肺炎疫情影响同比进一步下滑，房地产业务收入占比进一步上升；实现投资收益6.49亿元，同比增长3.93倍；实现净利润2.98亿元，同比下降26.28%，主要系营业总收入下降较多所致。

2. 基础设施业务

2019年，公司基础设施业务继续保持区域垄断优势，业务发展稳定，但毛利率较低。

基础设施板块是公司重要的收入来源，主要经营天然气业务，经营主体是子公司鲁信实业控股的山东实华天然气有限公司（以下简称“实华公司”，2019年末鲁信实业持股50.00%）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”，2019年末鲁信实业持股35.00%，对其进行权益法核算，能贡献稳定的投资收益），鲁信实业本部无实际业务，仅负责管控下属企业。截至2019年末，鲁信实业注册资本和实收资本均为12.46亿元，年内山东国信将所持32.11%的股权全部转让给公司，年末公司直接持有鲁信实业100.00%股权；合并资产总额78.36亿元，较上年末下降4.56%，所有者权益32.63亿元，较上年末增长6.57%；2019年，鲁信实业实现营业总收入74.90亿元，同比增长4.96%，净利润2.19亿元，同比下降18.90%。

鲁信实业在山东省内天然气领域具有一定垄断竞争地位，其与中石化共同投资建设的中石化山东LNG项目和天然气管道济青复线项目，基本担负了整个山东管网的供气任务。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，管道公司已整合了中石化在山东省境内的全部天然气管网资源。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2019年末，实华公司和管道公司合计拥有天然气管道约1,800公里。2019年，实华公司合并口径完成天然气销售27.10亿立方米，同比下降20.93%，系受中石化天然气分公司实施销售体制改革、调整资源供应等因素影响所致，实现营业收入64.23亿元，同比下降9.21%；管道公司完成输气量71.18亿立方米，同比基本持平，实现营业收入11.91亿元，同比下降5.54%。公司正逐步调整基础设施板块结构，未来发展重心将向天然气储运业务倾斜。

表3 实华公司、管道公司情况（单位：亿元、亿立方米）

项目	2018年	2019年
实华公司营业收入	70.75	64.23
实华公司天然气销售量	34.27	27.10

管道公司营业收入	12.61	11.91
管道公司天然气输气量	71.71	71.18

资料来源：公司提供

3. 金融服务

公司金融服务业务包括不良资产管理、信托、基金、担保、融资租赁、小额贷款、典当等业务，其中以不良资产管理和信托为核心。2019年，公司金融服务板块实现业务收入39.61亿元，同比变化不大。

(1) 不良资产管理业务

2019年，公司对山东资管增资360.00亿元，山东资管资本实力大幅提升，同时投资入股恒丰银行并收购恒丰银行大规模不良资产，整体业务规模大幅增长，未来收入及盈利水平有望提升；但近年经济下行压力带来不良资产处置难度加大。

山东资管成立于2014年12月，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，已于2015年7月获得银监会审批的批量收购处置不良资产的业务资质，是山东省唯一一家省级资产管理公司。2019年12月，公司对山东资管增资360.00亿元，该增加的资本为C类股份¹，每股面值1.00元，发行价格1.357元，实际募集资金360.00亿元，其中增加注册资本265.29亿元，其余94.71亿元计入资本公积，本次增资后，公司直接持股比例由30.86%²升至80.92%，山东资管资本实力大幅增长；截至2019年末，山东资管注册资本和实收资本均为366.39亿元，公司直接持股80.92%，直接和间接合计持股82.29%，仍是山东资管的控股股东。截至2019年末，山东资管总资产1,619.19亿元，净资产480.58亿元，较上年末分别大幅增长2.99倍和3.03倍；2019年实现营业收入22.82亿元、净利润6.54亿元，同比分别下降6.10%和11.78%。

从营业收入构成来看，2019年，山东资管收入仍然主要由不良资产板块和综合性金融服务板块贡献，但两项收入均有所下降（降幅分别为23.92%和21.89%），资产管理板块收入和占比均有较大提升（收入增长93.01%），其他收入为利息收入等。山东资管的不良资产板块是不良资产收购和处置业务，资产来源包括金融机构不良债权及非金融机构不良债权，主要业务模式包括收购处置类和收购重组类两种模式。综合性金融服务是依托不良资产经营的核心业务，差异化开展投资和融资业务，以进一步扩充业务边界，丰富收入来源，包括基于不良资产的追加投资业务、债转股业务、股权投资业务、困难企业救助业务、资产证券化业务等；综合性金融服务业务规模和收入均呈缩减趋势，截至2019年末投资余额为70.91亿元，较上年末大幅下降46.64%。资产管理业务板块主要为基金管理业务，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53只基金，截至2019年末基金认缴规模514.96亿元，实缴规模202.41亿元；此外资产管理业务还包括针对自金融机构及非金融机构收购的不良债权资产从接收开始的时效、保全等全过程进行分类管理，实现价值发现，可提供资产托管、企业托管、破产清算及重整、重组顾问及担任破产管理人等业务。上述三大业务种类主要围绕不良资产经营业务开展，三大类业务之间存在相互交叉，融合发展。

¹ 根据山东资管《公司章程》规定，山东资管发行的A类和B类股按照特定的股息率参与利润分配，领取规定的股息后不参与剩余利润分配。其中A类股股息率为2.25%；B类股股息率为上一年度末中国人民银行1年期基准利率。A类及B类股东分别放弃对除合并、分立、解散、清算、变更公司形式或者修改章程中涉及A类、B类股有关事项，以及A类、B类股股份转换为C类股股份之外的其他职权的表决权，且享有较C类股权更优先的税后利润的分配顺序；C类股权能够行使章程规定的全部职权，并有权获配至少50%的剩余股利。

² 根据山东资管原《公司章程》约定，公司的合计表决权比例可以对其实施控制。

表4 山东资管分条线业务收入和净利润情况(单位:亿元、%)

项目	2018年		2019年		2020年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不良资产板块	9.38	38.59	7.13	31.27	1.42	39.38
其中:收购处置类	7.16	29.48	4.27	18.71	0.69	19.24
收购重组类	2.21	9.11	2.87	12.56	0.72	20.15
综合性金融服务板块	10.48	43.15	8.19	35.89	1.44	40.17
资产管理板块	3.31	13.62	6.39	28.00	0.10	2.89
理财收入	0.95	3.93	0.91	4.00	0.43	11.85
其他	0.17	0.71	0.19	0.84	0.21	5.71
营业收入合计	24.30	100.00	22.82	100.00	3.60	100.00
净利润	7.41	30.49	6.54	28.65	0.52	14.32

注:1. 本表营业收入系山东资管财务报告口径,与公司合并财务报告口径有差异;2. 占比均为占营业收入的比重,净利润的占比实为山东资管的净利润率;3. 自2019年起,山东资管将部分业务板块进行收入分类调整和更名。其中,原计入“特色投融资板块”的附重组类不良债权收入计入“不良资产板块”,“特色投融资板块”更名为“综合性金融服务板块”,其他主营业务收入分类和名称无变更,2018年度收入分类已进行相应调整

资料来源:公司提供,联合评级整理

不良资产经营业务方面,作为较早一批获得金融不良资产收购资质的地方资管公司,经过几年的业务积累,山东资管收购和处置不良资产业务规模大,居于行业前列。2019年,山东资管收购不良资产规模很大,其中主要系2019年12月收购的恒丰银行不良资产(于交易基准日2019年3月31日,恒丰银行转让不良资产的债权本金余额、风险敞口余额及未尝价款金额共1,438.90亿元,转让对价799.57亿元)。此外,在恒丰银行股份有限公司(以下简称“恒丰银行”)危机重组³中,山东资管以360.00亿元认购了恒丰银行非公开定向发行的普通股股份(恒丰银行非公开发行1,000亿股普通股股份,其中中央汇金投资有限责任公司认购600亿股、山东资管认购360亿股、新加坡大华银行和其他股东认购40亿股),占恒丰银行非公开发行后总股本比例的32.37%,为恒丰银行第二大股东,在恒丰银行中暂无董事、监事席位。

表5 山东资管不良资产业务情况(单位:亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年1-3月
收购金额	234.04	1,752.92	26.77
收购成本	97.34	893.40	7.19
处置金额	246.63	381.94	23.44
累计处置金额	813.54	1,204.11	1,227.55
现金回收金额	96.81	230.56	9.70
累计现金回收金额	262.84	504.33	514.04
不良资产余额	438.42	1,846.20	1,849.52
资产回收率	64.98	39.48	39.89
现金回收率	32.31	41.88	41.88

注:1. 收购金额指收购的不良资产包下所对应的每个标的债权本息合计金额,收购成本指为收购上述资产包所付出的成本;2. 资产回收率=累计处置金额/累计收购金额×100%,现金回收率=累计现金回收金额/累计处置金额×100%;3. 自2019年起,山东资管将部分业务板块进行收入分类调整和更名,其中,原计入“特色投融资板块”的附重组类不良债权收入计入“不良资产板块”,2019年度及2020年1-3月数据口径进行相应调整,2018年度未追溯调整

资料来源:公司提供

³ 2017年底,恒丰银行面临高管违法、股权混乱、资产质量差、流动性紧张等多重风险事项,此次改革重组通过剥离不良资产、引入战略投资者化解其经营风险。

(2) 信托业务

2019年，山东国信信托业务规模有所增长，主动管理型信托占比进一步提升，但仍以被动管理型为主；固有资产结构中贷款占比较高；资本充足性指标保持良好。

公司信托业务的运营主体是山东国信。山东国信于2017年12月在港股上市，股票代码1697.HK，股票简称“山东国信”。2019年1月，山东国信按每10股普通股转增8股普通股，将资本公积20.71亿元转增为普通股，股本增至46.59亿元；截至2019年末，山东国信股本46.59亿元，公司直接持股47.12%，直接和间接合计持股51.95%，为山东国信的控股股东。截至2019年末⁴，山东国信总资产145.72亿元、所有者权益98.10亿元，分别较年初增长7.06%和2.83%。

从经营业绩来看，2019年，山东国信实现总收入20.10亿元，同比增长10.05%，其中信托业务收入增长10.19%，固有业务收入增长9.91%；收入构成保持稳定，信托业务和固有业务占比基本相当。2019年，山东国信实现净利润6.64亿元，同比下降23.89%，系贷款减值损失增加导致营业支出增长较多所致。

表6 山东国信分部收入和净利润情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比
信托业务收入	9.44	51.66	10.40	51.72
固有业务收入	8.83	48.34	9.71	48.28
总收入	18.27	100.00	20.10	100.00
净利润	8.72	47.75	6.64	33.02

注：1. 本表总收入=山东国信利润表总营业收入+分占以权益法计量的投资的利润，均系山东国信国际会计准则下的财务报告口径，与公司合并财务报告口径有差异；2. 占比均为占总收入的比重，净利润的占比实为山东国信的净利润率
资料来源：山东国信公开披露的年报，联合评级整理

信托业务方面，2019年，山东国信新增信托规模同比增长17.88%。截至2019年末，山东国信共管理信托资产2,576.64亿元，较上年末增长11.10%，主要系主动管理型业务增加所致；信托资产仍以被动管理型为主，但主动管理型信托规模占比较年初提升3.91个百分点至42.57%；从资产分布来看，信托资产分布相对分散化，前三大领域分别为房地产业（占比31.58%）、实业（占比27.16%）和基础产业（占比16.10%）。2019年已清算结束的信托项目加权平均实际年化信托报酬率，融资类为1.28%、投资类为1.14%，同比分别提升0.07个和0.18个百分点，事务管理类为0.21%，同比持平。

表7 山东国信的信托业务情况（单位：亿元、%）

项目		2018年		2019年	
		金额	占比	金额	占比
按产品功能分	融资类	422.27	18.21	375.24	14.56
	投资类	474.31	20.45	721.53	28.00
	事物管理类	1,422.64	61.34	1,479.87	57.43
按责任分	主动管理型	896.58	38.66	1,096.77	42.57
	被动管理型	1,422.64	61.34	1,479.87	57.43
信托资产余额		2,319.22	100.00	2,576.64	100.00
当期新增信托实收金额		865.90	--	1,020.76	--

资料来源：山东国信公开披露的年报，联合评级整理

⁴ 山东国信财务数据均为国际会计准则下的报表数据，与国内会计准则存在微小差异，下同。

固有业务方面，截至 2019 年末，山东国信固有资产 145.72 亿元，较年初增长 7.06%；资产构成较上年末变化不大，仍以客户贷款为主，客户贷款多由并表信托计划放款（自有资金直接发放贷款总额仅占客户贷款总额的 17.40%），贷款多数投向企业客户，客户贷款年末已计提减值准备余额 12.78 亿元（较上年末大幅增长 112.23%），贷款拨备率 14.07%（较上年末增加 6.31 个百分点）。公司未提供山东国信固有资产的信用风险资产五级分类情况。

表8 山东国信固有资产构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	投资金额	占比	投资金额	占比
现金及银行存款余额	10.81	7.94	9.64	6.62
客户贷款	71.57	52.58	78.03	53.55
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	15.79	11.60	15.24	10.46
金融投资—摊余成本	1.21	0.89	0.79	0.54
于联营企业的投资	21.09	15.49	27.76	19.05
其他	15.65	11.49	14.25	9.78
合计	136.12	100.00	145.72	100.00

注：山东国信财务数据均为国际会计准则下的报表数据
资料来源：山东国信公开披露的年报，联合评级整理

山东国信各项净资本指标总体较为稳定，截至 2019 年末净资本为 78.69 亿元，较上年末下降 1.03%；各项风险控制指标远优于监管要求。

表9 山东国信净资本监管指标（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	监管标准
净资本	79.51	78.69	≥2.00
各项业务风险资本之和	43.38	40.18	--
净资本/各项风险资本之和	182.87	195.83	≥100.00
净资本/净资产	84.87	80.61	≥40.00

资料来源：山东国信公开披露的年报，联合评级整理

（3）其他金融业务

2019 年，鲁信金控负责的其他金融业务规模均不大，对公司收入的贡献较小；但租赁、小贷和典当业务不良率均有大幅升高，需关注其后续处置回收情况和资产质量变化。

其他金融业务由山东省鲁信金融控股有限公司（以下简称“鲁信金控”）及其子公司负责运营，主要有融资租赁、小额贷款和典当业务，经营主体分别为金鼎租赁有限公司（以下简称“金鼎租赁”，2019 年末注册资本 5.00 亿元，鲁信金控持股 51.00%）、鲁信小额贷款股份有限公司（2019 年末注册资本 2.00 亿元，鲁信金控持股 30.00%，但具有实际控制权）和山东省鲁信典当有限责任公司（2019 年末注册资本 0.50 亿元，鲁信金控持股 40.00%，但具有实际控制权）。截至 2019 年末，鲁信金控注册资本和实收资本均为 6.84 亿元，公司直接和间接可实现全资控股；总资产 19.82 亿元，净资产 13.27 亿元，较上年末分别增长 4.28% 和 2.86%；2019 年，实现营业收入 1.43 亿元，同比增长 10.12%，净利润 0.49 亿元，同比下降 13.19%。

2019 年，公司租赁业务投放金额 4.92 亿元，期末租赁业务余额 7.48 亿元，较上年末下降 11.72%，行业分布以基础设施及不动产为主（占比 47.08%），2020 年 3 月末的租赁资产不良率 7.25%；2019 年，小贷业务投放金额 34.92 亿元，期末贷款余额 4.31 亿元，较上年末增长 19.42%，期末不良贷款率 27.50%、

贷款逾期率30.86%；2019年，典当业务投放金额1.28亿元，期末典当余额1.02亿元，较上年末下降3.54%，期末不良贷款率42.60%、贷款逾期率48.95%。

4. 创业投资业务

2019年，公司创业投资业务稳步发展，经营业绩有所增长；但创投业务受经济周期、市场行情、相关政策及项目质量等多方面因素影响，未来收入存在一定不稳定性。

公司创业投资业务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A股上市公司，股票代码“600783.SH”，股票简称“鲁信创投”。截至2019年末，鲁信创投注册资本和实收资本均为7.44亿元，公司持股69.57%，是其控股股东，其他股东持股比例非常分散。截至2019年末，鲁信创投资产总额57.25亿元，所有者权益37.29亿元，均较上年末基本持平。2019年，鲁信创投实现营业收入2.22亿元，同比增长7.54%，系旗下磨料、磨具业务收入增长所致；取得投资收益2.13亿元，同比大幅下降54.49%，系2019年起执行新金融工具会计准则，导致投资收益和公允价值变动收益报表科目重分类所致，投资收益与公允价值变动收益合计数同比增长4.50%；实现净利润2.26亿元，同比增长19.16%，增幅较大主要系收入增长且成本费用有所下降所致。

鲁信创投主要以自有资金或发起设立私募股权投资基金（以下简称“基金”）或投资平台进行股权投资，最终通过股权退出的增值赚取投资收益，重点投资领域包括信息技术、节能环保、新能源、新材料、生物医药、高端装备制造等产业，投资阶段以成长期、扩张期项目为重点，同时对初创期项目和Pre-IPO项目进行投资。自2018年完成基金化转型第一阶段工作以来，2019年聚焦基金化转型第二阶段“5+3”区域布局 and 专业化布局工作思路，重点拓展深圳、上海、北京、西南（成都+重庆）、安徽5大国内区域投资业务，重点开拓北美、欧洲、以色列3大境外市场，并在生物技术及医疗器械、信息技术和人工智能、新能源新材料、高端装备四个重点方向进行专业化投资业务布局。

2019年，鲁信创投对新设及已设基金/平台分期出资3.49亿元，各参股基金及投资平台完成投资项目22个，总投资额7.10亿元，投资领域涉及生物医药、智能制造、电子、新材料、高端装备等行业；年内通过二级市场减持回笼资金2.28亿元，通过山东产权交易中心公开挂牌转让退出回笼资金1.45亿元。截至2019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42个，总认缴规模155.75亿元，到位资金规模106.28亿元，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，各基金投资持有境内A股上市公司12家，持有香港H股上市公司1家，美股上市公司1家，新三板挂牌公司22家，此外还有拟IPO项目25个。截至2020年3月末，鲁信创投旗下基金及投资平台的在投项目152个，投资总金额80.07亿元，行业分布相对分散。此外，鲁信创投受托管理运作两只政府委托管理的投资基金，2019年末基金规模6.26亿元，未纳入资产负债表。

表10 截至2020年3月末鲁信创投旗下基金及投资平台的在投项目行业分布（单位：个、亿元、%）

行业	数量	投资总额	投资占比
高端装备制造	30	9.72	12.13
生物医药及医疗设备	23	9.73	12.15
建筑建材及房地产	5	6.85	8.56
信息技术硬件与设备	18	6.60	8.24
高端化工	12	5.81	7.25
软件及信息技术服务业	23	4.62	5.77
现代金融服务业	5	4.61	5.76
新能源新材料	13	4.25	5.31
现代农业及农副产品加工	8	2.40	3.00

环保及公用事业	5	0.48	0.60
东方电子结构化项目	3	23.05	28.78
其他	7	1.96	2.45
合计	152	80.07	100.00

资料来源：公司提供

5. 文化旅游

2019年，公司文化旅游业务稳步开展，但收入规模仍然较小；2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，文化旅游板块业绩有较大下滑。

文化旅游投资是公司重点培育的特色业务，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，运营主体为山东鲁信投资集团股份有限公司（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“鲁信传媒”）。2019年，公司实现文化旅游收入1.91亿元，同比下降7.26%。2019年，公司在建文旅项目1个，计划总投资0.33亿元，年末已投入0.18亿元，预计2020年建成。

文化业务由鲁信传媒从事电影票房业务。鲁信传媒业务涉及文化产业投资、影视服务、广告服务等领域，是目前山东省规模最大的文化传媒投资公司之一。截至2019年末，公司下属自建影院15家；2019年实现电影票房收入0.94亿元，营业收入1.40亿元，同比均有所下滑。

旅游业务由鲁信投资及其下属全资子公司山东鲁信远致旅游有限公司（以下简称“远致旅游”）负责，通过与青岛海洋科技馆等单位合作，以非控股形式投资青岛海底世界、青岛欢动世界等项目。2019年，各园区、景点接待游客数量194.22万人次，同比下降11.74%；实现收入2.01亿元，同比增长4.74%。

6. 其他业务

2019年，公司房地产业务确认收入较多，磨料、磨具和印刷业务正常发展，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。

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和山东鲁信金山投资有限公司。2019年，公司房地产业务收入10.49亿元，同比增加10.04亿元，系鲁信和璧花园项目集中结转交付所致。公司房地产业务规模较小，截至2019年末在售项目为鲁信和璧花园三期项目，业态为普通住宅，销售均价在1.66万元/平方米，年末剩余待售面积8.81万平方米；年末在建项目为鲁信盘谷花园，为普通住宅项目，均位于青岛市，未来还需投入资金合计12.00亿元；年末剩余可开发土地为一个文旅项目的12.26万平方米土地，楼面地价2,572元/平方米。根据公司的整体战略，为突出主营业务，未来将逐渐退出房地产业务板块。

磨料、磨具业务为鲁信创投旗下实业经营板块，经营主体为山东鲁信高新技术产业有限公司，主营业务为磨料、磨具、砂布砂纸的生产销售，下游客户以军工、汽车零部件加工、航天航空、精密加工类企业为主，在行业内具有一定的品牌技术优势。2019年，公司磨料、磨具业务实现收入2.18亿元，同比增长7.69%。2020年一季度，鲁信创投已将磨料子公司对外转让，未来不再有磨料业务。

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”），主要从事医药制品的印刷包装，具备15亿只纸制包装盒的年生产能力。2019年，天一印务完成印量2.45亿印，糊盒18.67亿个，同比均有小幅下降；同期实现营业收入2.74亿元，同比下降32.44%，净利润0.40亿元，同比增长42.81%。

7. 未来发展

未来公司将继续围绕主业调整业务布局，战略目标较清晰，有利于促进公司业务进一步发展。

未来三至五年，公司主业结构调整目标包括：一是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；二是加快文化投资、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；三是对于目前处于亏损、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；四是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；五是有序退出不符合公司发展方向的业务或项目，加快优化资源配置，将有限的资源集中到核心业务或价值链中的核心环节。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度财务报告由信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了不带强调事项段的无保留审计意见。公司 2020 年一季度财务报表未经审计。

2019 年，公司合并范围内因新设增加子公司 7 家，因转让、清算等减少子公司 5 家，合并范围变动对报表的影响较小。截至 2019 年末，公司纳入合并的一级子公司 12 家、各级子公司共 75 家，纳入合并的结构化主体 58 家（系子公司山东国信设立并管理的部分信托计划，年末合并资产总额 92.12 亿元，较上年末增长 4.87%）。

2019 年，公司根据财政部的新要求调整了个别科目的列报，并调整了上年比较数据，该调整影响金额不大。此外，子公司鲁信创投于 2019 年（首次）起执行新金融工具准则，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和持有至到期投资重分类至交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资等科目，该事项调整了 2019 年期初数据，但不追溯调整 2018 年度数据；子公司山东国信已于 2018 年起执行了新金融工具准则，其他子公司及母公司仍适用旧金融工具准则。本报告财务分析中，比较数据采用 2019 年审计报告中调整后的 2019 年期初数。

综上，公司财务数据可比性较强。

2. 合并报表分析

（1）资产质量

2019 年以来，公司资产规模保持增长，资产结构转变为以流动资产为主，资产构成体现了多元化企业的特点，整体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司资产总额 2,015.58 亿元，较年初大幅增长 154.32%，其中流动资产大幅增长 222.85%，主要系不良资产业务收购和处置回款规模扩大，及其他应收款增加（应收业务往来款项增加）综合所致；非流动资产增长 90.48%，主要系可供出售权益工具增加、长期股权投资增加（新增对恒丰银行的股权投资），其他非流动资产减少（部分资产转入流动资产）综合所致；公司资产构成由流动资产和非流动资产占比相当，转变为以流动资产为主，年末流动资产占 61.22%。公司受限资产占比很小。

表 11 公司期末资产结构 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产:	382.22	48.23	1,233.97	61.22	1,231.89	59.90
其中: 货币资金	49.54	6.25	146.99	7.29	204.38	9.94
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	99.86	12.60	818.89	40.63	778.04	37.83
一年内到期的非流动资产	69.90	8.82	85.07	4.22	83.78	4.07
其他流动资产	95.11	12.00	88.61	4.40	95.69	4.65
其他	67.81	8.56	94.41	4.68	70.01	3.40
非流动资产:	410.33	51.77	781.61	38.78	824.64	40.10
其中: 可供出售金融资产	116.80	14.74	158.22	7.85	157.87	7.68
长期股权投资	75.64	9.54	451.86	22.42	464.82	22.60
其他非流动资产	166.74	21.04	100.02	4.96	124.83	6.07
其他	51.14	6.45	71.50	3.55	77.12	3.75
资产总额	792.55	100.00	2,015.58	100.00	2,056.54	100.00
受限资产	15.71	1.98	14.19	0.70	/	/

资料来源: 公司财务报告, 联合评级整理

截至 2019 年末, 公司货币资金 146.99 亿元, 较年初增长 196.70%, 主要系处置不良资产回款增加所致。公司自有货币资金中受限资金 0.05 亿元, 系保证金。

截至 2019 年末, 公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 818.89 亿元, 较年初增长 720.05%, 主要系债务工具投资增加 (主要是不良资产业务规模扩大, 收购不良资产包增加) 所致; 其中债务工具投资占比 99.67%。

截至 2019 年末, 公司一年内到期的非流动资产 85.07 亿元, 较年初增长 21.70%, 主要系一年内到期的应收款项类投资增加所致; 其中一年内到期的应收款项类投资 (主要是山东资管不良资产业务产生) 占比 90.92%, 其余主要为一年内到期的信托计划、长期应收款等; 年末已计提的减值准备余额 2.65 亿元, 总计提减值比例 3.02%。

截至 2019 年末, 公司其他流动资产 88.61 亿元, 较年初下降 6.83%, 主要系部分应收款项类投资随期限临近而转入本科目, 及持有的 1 年及以内的信托计划及其收益减少综合所致; 其中持有的 1 年及以内的应收款项类投资及其收益占比 56.72%、持有的 1 年及以内的信托计划及其收益占比 28.99%, 其余为发放的 1 年及以内的贷款、融资租赁项目款、理财产品等; 其他流动资产已计提的减值准备余额 5.57 亿元, 总计提比例 5.92%。

截至 2019 年末, 公司可供出售金融资产 158.22 亿元, 较年初增长 35.46%, 系按成本计量的可供出售权益工具增加所致; 其中按成本计量的权益工具占比 99.11%, 主要是子公司山东资管对基金公司及合伙企业的权益性投资, 及公司本部持有的中泰证券以及济南农商行等权益性投资; 可供出售金融资产已计提的减值准备余额 0.54 亿元, 总计提比例 0.34%。

截至 2019 年末, 公司长期股权投资 451.86 亿元, 较年初增长 4.97 倍, 主要系新增对恒丰银行的股权投资所致; 其中对联营企业投资占比 99.41%, 其余为少量合营企业, 重要的长期股权投资主要是本年新增的恒丰银行的股权, 期末投资余额占长期股权投资的 79.67%; 长期股权投资已计提的减值准备余额 3.85 亿元, 总计提比例 0.84%。

截至 2019 年末, 公司其他非流动资产 100.02 亿元, 较年初下降 40.01%, 主要系部分应收款项类投资随期限临近而转入流动资产所致; 其中持有的 1 年以上的应收款项类投资占比 26.20%、持有

的 1 年以上的信托计划占比 49.53%、预付长期资产款项占比 16.81%；其他非流动资产已计提的减值准备余额 13.54 亿元，总计提比例 11.92%。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 2,056.54 亿元，较年初小幅增长 2.03%，资产结构无重大变化。

(2) 负债和所有者权益

2019 年以来，公司负债规模保持增长，仍以非流动负债为主，债务规模快速增长，但杠杆水平仍处于合理区间。

截至 2019 年末，公司负债合计 1,348.58 亿元，较年初大幅增长 173.23%；其中流动负债增长 93.67%，主要系其他应付款（应付不良资产收购款增加）、一年内到期的非流动负债增加所致；非流动负债增长 214.38%，主要系应付债券、专项应付款增加，部分长期借款转入流动负债综合所致；负债结构仍以非流动负债为主。

表 12 公司期末负债结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债：	168.26	34.09	325.86	24.16	447.21	32.27
其中：短期借款	35.00	7.09	23.40	1.74	38.86	2.80
预收款项	26.52	5.37	16.95	1.26	13.58	0.98
其他应付款	20.63	4.18	120.25	8.92	124.17	8.96
一年内到期的非流动负债	59.18	11.99	133.99	9.94	240.66	17.37
其他	26.93	5.46	31.27	2.32	29.93	2.16
非流动负债：	325.31	65.91	1,022.72	75.84	938.53	67.73
其中：长期借款	209.57	42.46	134.89	10.00	152.05	10.97
应付债券	96.00	19.45	158.29	11.74	151.22	10.91
长期应付款	0.11	0.02	700.35	51.93	600.09	43.30
其他	19.63	3.98	29.19	2.16	35.16	2.54
负债总额	493.57	100.00	1,348.58	100.00	1,385.73	100.00

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司其他应付款合计数较年初大幅增长 4.83 倍，主要系其他应付款项增加所致；其中其他应付款项占比 94.55%，主要是应付不良资产收购款，其他应付款项账龄主要在 1 年及以内（占比 92.41%）。一年内到期的非流动负债较年初增长 126.40%，系长期借款和应付债券随期限临近而转入所致；其中一年内到期的长期借款占比 78.36%、应付债券占比 21.64%。长期借款较年初下降 35.64%，主要系部分借款随期限临近而转入流动负债所致；其中，信用借款占比 84.70%、保证借款占比 11.79%、抵质押借款合计占比 3.50%。应付债券较年初增长 64.88%，主要系年内新发行债券较多所致。长期应付款较年初增加 700.24 亿元，主要系年内新增山东省财政厅的专项应付款增加 700.26 亿元所致。

债务方面，截至 2019 年末，公司全部债务 1,151.88 亿元，较上年末大幅增长 188.08%，其中短期债务增长 67.94%、长期债务增长 225.14%；债务中短期债务占比 13.75%、长期债务占比 86.25%，债务仍以长期为主。

负债杠杆方面，截至 2019 年末，公司各项杠杆指标均较年初有所提升，但杠杆水平仍处于合理区间。

表 13 公司期末债务和杠杆情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
全部债务	399.85	1,151.88	1,182.88
其中: 短期债务	94.28	158.34	279.52
长期债务	305.57	993.54	903.37
资产负债率	62.28	66.91	67.38
全部债务资本化比率	57.22	63.33	63.81
长期债务资本化比率	50.55	59.83	57.39

资料来源: 公司财务报告, 联合评级整理

截至2020年3月末, 公司负债总额1,385.73亿元, 较年初增长2.76%, 负债结构无重大变化; 全部债务较年初增长2.69%, 其中长期债务占比76.37%, 占比较年初有所下降, 但债务仍以长期为主; 从全部债务偿还期结构来看, 截至2020年3月末, 公司债务偿还期相对均衡, 偿付期限分布较合理。

表 14 截至 2020 年 3 月末公司全部债务偿还期限结构 (单位: 亿元、%)

到期年份	金额	占比
1 年内	279.52	23.63
1~2 年	273.35	23.11
2~3 年	272.65	23.05
3~5 年	325.62	27.53
5 年以上	31.75	2.68
合计	1,182.88	100.00

资料来源: 公司提供, 联合评级整理

2019年以来, 受益于山东省财政厅的大额增资, 公司所有者权益大幅增长, 权益稳定性较好。

截至 2019 年末, 公司所有者权益合计 667.01 亿元, 较年初大幅增长 123.10%, 其中归属于母公司所有者权益增长 230.94%, 主要系山东省财政厅于 2019 年 12 月以货币资金 360 亿元向公司增资所致, 少数股东权益增长 7.95%。截至 2019 年末, 公司所有者权益中, 股本和资本公积占比较大, 权益稳定性较好。针对 2019 年度利润, 公司目前尚无利润分配方案; 针对 2018 年利润实际现金分红 6.95 亿元, 占当期归属于母公司净利润的 65.79%, 分红比例较大, 但考虑到公司留存收益规模较大, 利润留存对资本的补充作用较好。

截至2020年3月末, 公司所有者权益合计670.80亿元, 较年初稳中有增, 权益结构变化不大。

表 15 公司期末所有者权益构成 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
归属于母公司所有者权益	154.38	51.64	510.92	76.60	512.87	76.46
其中: 实收资本	30.00	10.03	115.00	17.24	115.00	17.14
其他权益工具 (永续债)	29.67	9.92	29.67	4.45	29.67	4.42
资本公积	18.28	6.11	285.69	42.83	285.70	42.59
未分配利润	73.60	24.62	73.04	10.95	72.74	10.84
其他	2.83	0.95	7.51	1.13	9.76	1.45
少数股东权益	144.59	48.36	156.09	23.40	157.93	23.54
所有者权益合计	298.98	100.00	667.01	100.00	670.80	100.00

资料来源: 公司财务报告, 联合评级整理

(3) 盈利能力

2019年，受处置股权所得的投资收益同比减少影响，公司利润规模和盈利指标有所下降，整体盈利能力一般；2020年一季度，随着天然气销售业务调整，营业总收入和利润规模同比有所下降。

从盈利规模来看，2019年，公司盈利规模有所下降，营业利润和净利润同比分别下降15.83%和16.11%，主要系营业总成本和资产减值损失（含信用减值损失）增加所致。公司营业利润主要由营业总收入和投资收益贡献，2019年，营业总收入同比增长1.79%；投资收益同比下降26.52%，主要系长期股权投资收益减少（2019年处置股权减少）所致，主要由长期股权投资收益（占比57.61%）和金融工具投资收益（占比42.19%）构成。公司公允价值变动损益波动较大，主要系交易性金融资产公允价值变动所致。公司减值损失同比增长34.55%，主要是信用减值损失增加所致，主要由其他信用减值损失（占比68.28%）、坏账损失（占比8.47%）构成。

表 16 公司盈利构成（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业总收入-营业总成本	16.19	57.12	13.47	56.47	-2.09	-51.37
其中：营业总收入	120.69	425.86	122.85	514.98	19.35	475.61
营业总成本	104.50	-368.74	109.37	-458.51	21.44	-526.99
投资收益	18.40	64.92	13.52	56.67	6.49	159.43
公允价值变动损益	-0.19	-0.66	6.44	26.99	-0.71	-17.43
减值损失（损失以“-”号填列）	-7.41	-26.16	-9.98	-41.82	0.14	3.44
其他	1.36	4.78	0.40	1.69	0.24	5.93
营业利润	28.34	100.00	23.85	100.00	4.07	100.00
净利润	20.33	--	17.06	--	2.98	--

注：减值损失=资产减值损失+信用减值损失
资料来源：公司财务报告，联合评级整理

2019年，公司营业总成本同比增长4.67%，主要系营业成本和期间费用增加所致。公司营业总成本主要由营业成本和期间费用（含研发费用）构成，其中营业成本主要是基础设施业务和其他业务板块（房地产、印刷等）的成本，期间费用主要是财务费用（占比66.96%）和职工薪酬（占比22.14%）。

表 17 公司营业总成本构成（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业成本	76.17	72.89	77.87	71.19	9.52	44.39
期间费用（含研发费用）	26.39	25.25	29.16	26.66	10.78	50.28
其他	1.94	1.86	2.35	2.15	1.14	5.34
营业总成本	104.50	100.00	109.37	100.00	21.44	100.00

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

从盈利能力指标来看，2019年，随着利润规模的下降，公司主要盈利指标均较大下滑，剔除2019年12月收到360.00亿元增资款的影响后，主要盈利指标仍然同比均有下滑，整体盈利水平一般。

表 18 公司盈利指标（单位：%）

项目	2018年	2019年	2019年（调整后）	2020年1-3月
营业利润率	23.48	19.42	19.42	21.03

总资产收益率	2.73	1.21	1.39	0.15
净资产收益率	6.87	3.53	5.63	0.45
归母净资产收益率	6.93	2.45	5.34	0.27

注：1. 本报告中营业利润率指标按营业利润/营业总收入×100%计算；归母净资产收益率=归属于母公司所有者的净利润/[（期初归属于母公司所有者权益+期末归属于母公司所有者权益）/2]×100%；2. 2019年调整后指标系剔除12月收到360.00亿元增资款影响后的指标；3. 2020年1-3月相关指标未年化

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

从同行业对比来看，在经营同类或类似主业的金融控股平台类企业中，与下表样本企业相比，公司盈利指标偏弱，同时杠杆水平也较低。

表 19 公司与相似金融控股平台类企业的 2019 年财务指标比较（单位：%）

项目	净资产收益率	归母净资产收益率	资产负债率
中国石油集团资本股份有限公司	10.29	9.65	83.55
国投资本股份有限公司	8.45	7.86	75.83
苏州国际发展集团有限公司	3.74	2.27	73.11
上述样本企业平均值	7.49	6.59	77.50
鲁信集团	3.53（调整前）	2.45（调整前）	66.91
	5.63（调整后）	5.34（调整后）	

注：鲁信集团调整后指标系剔除2019年12月收到360.00亿元增资款影响后的指标

资料来源：公司财务报告、公开资料，联合评级整理

2020年1-3月，公司实现营业总收入19.35亿元，同比下降30.89%，系天然气销售业务调整导致基础设施业务收入进一步减少所致；发生营业总成本21.44亿元，同比下降16.16%，其中营业成本下降48.14%系天然气销售业务调整导致基础设施业务成本减少较多所致，期间费用同比增长68.59%主要系财务费用增加所致；实现投资收益6.49亿元，同比增长3.93倍；实现净利润2.98亿元，同比下降26.28%，主要系营业总收入下降较多所致。

（4）现金流

2019年，因获得山东省财政厅的大额增资款，公司筹资活动现金呈大额净流入，并进行了较多的经营活动和投资活动投放，整体现金流充裕，但较为依赖筹资活动补充现金流；2020年1-3月，公司现金流量表现正常。

从现金流看，2019年，公司经营活动现金净流出大幅增长，主要系子公司山东资管不良资产收购较多导致经营活动现金流出大幅增加所致；投资活动现金净流出同比扩大，主要系对子公司山东资管增资360.00亿元、对子公司鲁信实业增资8.00亿元导致现金支出规模较大所致；筹资活动现金净流入规模大幅增加，主要系收到山东省财政厅360.00亿元增资款和700.26亿元专项应付款所致。

2020年1-3月，公司经营活动现金流量净额转为净流入状态，期末现金及现金等价物余额充足。

表 20 公司现金流量（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年1-3月
经营活动现金流量净额	-11.96	-624.13	43.97
投资活动现金流量净额	-28.69	-361.92	-14.65
筹资活动现金流量净额	38.43	1,088.29	23.46
现金及现金等价物净增加额	-1.76	102.23	52.85
期末现金及现金等价物余额	55.31	157.54	210.39

资料来源：公司财务报告

3. 母公司报表分析

(1) 资产负债表分析

2019年, 受益于山东省财政厅的360.00亿元增资, 母公司口径资产和所有者权益规模均大幅增长, 杠杆水平大幅回落, 并处于低水平; 资产仍以长期股权投资为主, 资产流动性一般, 但资产质量较好; 母公司债务规模持续增长, 债务结构较合理; 母公司所有者权益稳定性好。

截至2019年末, 母公司口径资产总额525.87亿元, 较年初大幅增长2.15倍, 主要系长期股权投资增加所致; 其中流动资产下降49.40%, 主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产减为零(主要系国债逆回购业务余额为0所致)和其他应收款减少(主要是应收关联方款项减少)所致, 非流动资产大幅增长2.51倍, 主要系长期股权投资增加所致; 资产构成仍以非流动资产为主, 非流动资产占比98.05%, 较年初有所上升。截至2019年末, 母公司口径其他应收款(合计)较年初下降50.83%, 主要系应收关联方款项减少所致, 其中应收关联方款项占比87.91%, 其他应收款已计提的坏账准备余额共1.53亿元, 总计提比例20.79%, 其中应收关联方款项未计提坏账准备; 可供出售金融资产较年初增长3.93%, 均为成本法核算的权益工具投资, 未计提减值准备; 长期股权投资较年初增长2.89倍, 主要系对子公司山东资管增资360.00亿元、对子公司鲁信实业增资8.00亿元所致, 长期股权投资主要是对子公司的投资(占比97.49%)。截至2019年末, 母公司口径受限资产为8.56亿元的长期股权投资, 用于融资质押。

截至2020年3月末, 母公司口径资产总额539.34亿元, 较年初小幅增长2.56%, 资产结构无重大变化。

表 21 母公司口径期末资产结构(单位: 亿元、%)

项目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产:	20.28	12.13	10.26	1.95	16.21	3.01
其中: 货币资金	2.75	1.65	3.20	0.61	13.18	2.44
其他应收款	13.05	7.81	6.42	1.22	2.39	0.44
其他	4.47	2.67	0.64	0.12	0.64	0.12
非流动资产:	146.92	87.87	515.61	98.05	523.13	96.99
其中: 可供出售金融资产	19.32	11.56	20.08	3.82	20.08	3.72
长期股权投资	127.43	76.22	495.39	94.20	502.91	93.25
其他	0.17	0.10	0.14	0.03	0.13	0.02
资产总额	167.20	100.00	525.87	100.00	539.34	100.00

资料来源: 公司财务报告, 联合评级整理

截至2019年末, 公司负债合计83.48亿元, 较年初增长8.41%, 主要系短期借款增加所致; 其中流动负债增长24.18%, 非流动负债基本持平; 母公司负债仍以非流动负债为主。母公司负债主要由应付债券、短期借款等构成。

截至2020年3月末, 母公司口径负债总额99.55亿元, 较年初小幅增长2.56%, 主要系短期借款增加所致, 同时负债结构转变为流动负债和非流动负债占比相当的结构。

表 22 母公司口径期末负债结构(单位: 亿元、%)

项目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债:	26.76	34.75	33.23	39.81	49.30	49.52

其中：短期借款	10.00	12.99	16.00	19.17	29.00	29.13
一年内到期的非流动负债	15.00	19.48	15.00	17.97	15.00	15.07
其他	1.76	2.29	2.23	2.67	5.30	5.32
非流动负债：	50.24	65.25	50.25	60.19	50.25	50.48
其中：长期借款	4.20	5.45	4.20	5.03	4.20	4.22
应付债券	46.00	59.74	46.00	55.10	46.00	46.21
其他	0.04	0.06	0.05	0.06	0.05	0.05
负债总额	77.00	100.00	83.48	100.00	99.55	100.00

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2019 年末，母公司全部债务 81.20 亿元，较上年末增长 7.98%，系短期债务增加所致；其中短期债务占比 38.18%、长期债务占比 61.82%，债务以长期为主，集中偿付压力可控。随着年内获得大额增资，母公司杠杆水平指标均较上年末大幅回落。

截至 2020 年 3 月末，母公司口径全部债务 94.20 亿元，较上年末增长 16.01%，短期债务占比进一步上升至 46.71%，但仍以长期债务为主。

表 23 母公司口径期末债务和杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
全部债务	75.20	81.20	94.20
其中：短期债务	25.00	31.00	44.00
长期债务	50.20	50.20	50.20
资产负债率	46.06	15.88	18.46
全部债务资本化比率	45.47	15.51	17.64
长期债务资本化比率	35.76	10.19	10.25

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2019 年末，母公司口径所有者权益合计 442.38 亿元，较年初大幅增长 3.90 倍，主要系获得山东省财政厅 360.00 亿元增资所致，增资后的实收资本和资本公积占比大，权益稳定性好。

截至 2020 年 3 月末，母公司口径所有者权益合计 439.79 亿元，较年初下降 0.59%，系支付永续债利息导致未分配利润减少所致，权益结构变化不大。

表 24 母公司口径期末所有者权益构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	30.00	33.26	115.00	26.00	115.00	26.15
其他权益工具（永续债）	29.67	32.90	29.67	6.71	29.67	6.75
资本公积	9.35	10.36	284.35	64.28	284.35	64.66
未分配利润	18.15	20.12	10.28	2.32	7.68	1.75
其他	3.03	3.36	3.08	0.70	3.08	0.70
所有者权益	90.19	100.00	442.38	100.00	439.79	100.00

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

（2）利润表分析

母公司盈利主要依靠所投资企业贡献的投资收益，盈利能力偏弱。

因本部主要作为控股平台，仅有少量投资业务，母公司口径基本无营业收入和营业成本，仅产生一些期间费用，母公司利润主要来自于投资收益。2019 年，母公司口径期间费用同比增长 8.14%，

主要系财务费用增加所致，其中管理费用占比23.55%、财务费用占比76.43%。同期，投资收益同比下降29.70%，主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益和长期股权投资持有收益减少所致，其中长期股权投资的持有收益占比95.09%（子公司贡献的投资收益占比89.95%、合联营企业贡献的投资收益占比5.14%）。2019年，母公司营业利润和净利润均大幅下滑，降幅分别为72.71%和79.64%，盈利指标表现偏弱。

2020年1—3月，母公司口径收入、利润等指标同比均变化不大。

表 25 母公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年1—3月
营业收入	0.09	0.13	0.00
减：营业成本	0.01	0.00	0.00
期间费用	4.05	4.38	0.88
投资收益	7.88	5.54	0.00
资产减值损失+信用减值损失	-0.74	-0.33	0.00
营业利润	3.18	0.87	-0.87
净利润	2.72	0.55	-0.89
总资产收益率	1.71	0.16	-0.17
净资产收益率	3.02	0.21	-0.20

注：2020年1—3月相关指标未年化
资料来源：公司财务报告，联合评级整理

（3）现金流

母公司现金流表现正常，受益于山东省财政厅的大额增资，整体现金留存较为充裕。

从现金流看，2019年，母公司口径经营活动净现金流转负为正，主要系内部借款往来支出减少导致；投资活动现金净流出同比大幅扩大，主要系对2家子公司增资的支出所致；筹资活动现金净流入同比大幅增加，主要系收到山东省财政厅增资款所致。

2020年1—3月，母公司口径现金流量表现正常，期末现金及现金等价物余额充足。

表 26 母公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年1—3月
经营活动现金流量净额	-1.64	6.02	6.79
投资活动现金流量净额	-7.93	-363.31	-7.74
筹资活动现金流量净额	12.52	353.91	10.93
现金及现金等价物净增加额	2.94	-3.39	9.98
期末现金及现金等价物余额	6.59	3.20	13.18

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

4. 公司偿债能力分析

2019年，公司合并口径偿债指标表现尚可，母公司口径偿债指标表现较弱；但考虑到公司作为山东省财政厅直属的综合类大型集团公司，政府支持力度大，区域竞争力很强，资产规模较大，融资渠道畅通，公司整体偿债能力仍属极强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年末，公司合并口径流动比率、期末现金及现金等价物余额/短期债务指标均有较大提升，2020年3月末均有小幅回落，整体指标表现较好；2019年末，母公司口径的流动比率、期末现金及现金等价物余额/短期债务指标均有所下降，2020年3月末小幅回升，整体指标表现偏弱。

从长期偿债能力指标看，2019年，受合并利润总额下降的影响，公司合并口径 EBITDA⁵ 同比下降 6.29% 至 45.84 亿元，其中利润总额占比 51.59%、利息支出占比 46.09%；EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比指标均有所下降，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度仍然较好，对全部债务的覆盖程度弱。2019年，受母公司口径利润总额下降的影响，母公司口径 EBITDA 同比下降 30.70% 至 4.33 亿元，其中利润总额占比 12.76%、利息支出占比 86.11%；母公司口径 EBITDA 对利息覆盖程度一般且有所下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度弱。公司长期偿债指标整体一般。

表 27 公司偿债能力指标（单位：倍、亿元）

项目	合并			母公司		
	2018年	2019年	2020年3月	2018年	2019年	2020年3月
流动比率	2.27	3.79	2.75	0.76	0.31	0.33
期末现金及现金等价物余额/短期债务	0.59	0.99	0.75	0.26	0.10	0.30
EBITDA	48.92	45.84	/	6.26	4.33	/
EBITDA 利息倍数	2.44	2.14	/	1.79	1.16	/
EBITDA 全部债务比	0.12	0.04	/	0.08	0.05	/

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司取得银行授信总额 513.15 亿元，尚未使用额度 312.34 亿元，间接融资渠道畅通。

或有事项方面，截至 2019 年末，公司无对外担保。截至 2019 年末，公司本部无重大未决诉讼、仲裁；重点子公司中，山东资管存在 1 起作为原告的重大未决诉讼，系投资合同纠纷，涉及金额 3.03 亿元，已查封被告人银行账户并冻结资金 3.29 亿元；山东国信存在 2 起作为原告的重大未决案件，系对贷款违约客户提起的诉讼，涉及金额 3.25 亿元，还存在 5 起作为被告的未决案件，系合同纠纷，涉及金额 3.96 亿元；鲁信创投无重大未决诉讼、仲裁。

根据查询日期为 2020 年 6 月 1 日的中国人民银行企业信用报告，公司已结清和未结清信贷信息中无关注类与不良类信贷信息记录，过往履约情况良好。

七、跟踪公司债券偿债能力分析

以 2019 年财务数据为基础，测算公司对跟踪债券“16 鲁信 01”和“17 鲁信 01”的待偿本金合计 25.00 亿元的保障程度，各项指标表现良好。

表 28 本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

项目	合并		母公司	
	2019年	2020年3月	2019年	2020年3月
资产总额/待偿本金合计	80.62	82.26	21.03	21.57
所有者权益/待偿本金合计	26.68	26.83	17.70	17.59
EBITDA/待偿本金合计	1.83	/	0.17	/

资料来源：联合评级整理

综合以上分析，并考虑到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，多元化业务发展良好，资产和盈利规模较大，直接和间接融资能力很强，联合评级认为，公司对“16鲁信01”

⁵ 因部分子公司的利息支出在营业总成本下单独列示，公司合并口径 EBITDA 计算时的利息支出取营业总成本下单独列示的利息支出与计入财务费用的利息支出的合计数。

和“17鲁信01”的偿还能力极强。

八、综合评价

公司作为山东省政府授权的大型投资主体和国有资产运营机构,持续获得政府的大力支持,2019年获得山东省财政厅360.00亿元增资款,资本实力大幅增强,控股股东由山东省国资委变更为山东省财政厅,仍然保持很强区域竞争力;2019年,公司多元化业务持续发展,资产规模大幅增长,年内公司对子公司山东资管增资360.00亿元,山东资管资本实力大幅提升,业务规模快速增长,其他业务板块稳步发展。

联合评级也关注到,公司业务经营易受经营环境变化影响,及盈利水平下滑、债务大幅增长等因素可能对公司经营业绩造成的不利影响。

随着公司多元业务板块的进一步发展,公司整体经营状况有望保持稳定。

综上,联合评级维持公司主体信用等级为AAA,评级展望“稳定”;同时维持“16鲁信01”和“17鲁信01”的债项信用等级为AAA。

附件 1-1 山东省鲁信投资控股集团有限公司
主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
资产总额（亿元）	792.55	2,015.58	2,056.54
负债总额（亿元）	493.57	1,348.58	1,385.73
所有者权益（亿元）	298.98	667.01	670.80
归属于母公司所有者权益（亿元）	154.38	510.92	512.87
全部债务（亿元）	399.85	1,151.88	1,182.88
短期债务（亿元）	94.28	158.34	279.52
长期债务（亿元）	305.57	993.54	903.37
营业总收入（亿元）	120.69	122.85	19.35
投资收益（亿元）	18.40	13.52	6.49
净利润（亿元）	20.33	17.06	2.98
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-40.65	-986.04	29.32
资产负债率（%）	62.28	66.91	67.38
全部债务资本化比率（%）	57.22	63.33	63.81
长期债务资本化比率（%）	50.55	59.83	57.39
营业利润率（%）	23.48	19.42	21.03
总资产报酬率（%）	2.73	1.21	0.15
净资产收益率（%）	6.87	3.53	0.45
归母净资产收益率（%）	6.93	2.45	0.27
流动比率（倍）	2.27	3.79	2.75
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.59	0.99	0.75
EBITDA（亿元）	48.92	45.84	/
EBITDA 利息倍数（倍）	2.44	2.14	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.04	/
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.96	1.83	/

附件 1-2 山东省鲁信投资控股集团有限公司 主要财务数据及指标（母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
资产总额（亿元）	167.20	525.87	539.34
负债总额（亿元）	77.00	83.48	99.55
所有者权益（亿元）	90.19	442.38	439.79
全部债务（亿元）	75.20	81.20	94.20
短期债务（亿元）	25.00	31.00	44.00
长期债务（亿元）	50.20	50.20	50.20
营业收入（亿元）	0.09	0.13	0.00
投资收益（亿元）	7.88	5.54	0.00
净利润（亿元）	2.72	0.55	-0.89
筹资活动前现金流量净额（亿元）	-9.57	-357.29	-0.95
资产负债率（%）	46.06	15.88	18.46
全部债务资本化比率（%）	45.47	15.51	17.64
长期债务资本化比率（%）	35.76	10.19	10.25
总资产收益率（%）	1.71	0.16	-0.17
净资产收益率（%）	3.02	0.21	-0.20
流动比率（倍）	0.76	0.31	0.33
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.26	0.10	0.30
EBITDA（亿元）	6.26	4.33	/
EBITDA 利息倍数（倍）	1.79	1.16	/
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.05	/
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.25	0.17	/

附件 2 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+销售费用+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%
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 3 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。