

信用评级公告

联合〔2021〕5205号

联合资信评估股份有限公司通过对山东省鲁信投资控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东省鲁信投资控股集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“16 鲁信集团债/16 鲁信债”“17 鲁信 MTN001”“19 鲁信 MTN001”“20 鲁信 MTN001”“16 鲁信 01”和“17 鲁信 01”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监： 

二〇二一年六月二十四日

山东省鲁信投资控股集团有限公司

2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山东省鲁信投资控股集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16 鲁信集团债/16 鲁信债	AAA	稳定	AAA	稳定
*17 鲁信 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 鲁信 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 鲁信 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 鲁信 01	AAA	稳定	AAA	稳定
16 鲁信 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 鲁信集团债/16 鲁信债	6 亿元	5.20 亿元	2023/03/09
*17 鲁信 MTN001	15 亿元	15 亿元	2022/02/17
19 鲁信 MTN001	15 亿元	15 亿元	2024/07/10
20 鲁信 MTN001	15 亿元	15 亿元	2023/07/15
17 鲁信 01	10 亿元	10 亿元	2024/08/04
16 鲁信 01	15 亿元	15 亿元	2026/11/25

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；标注为“*”的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

评级时间：2021 年 6 月 24 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）作为山东省财政厅直属企业，以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，资本实力雄厚，区域战略地位突出。跟踪期内，公司保持多元化业务布局，金融服务能力持续提升，AMC、信托业务收入保持增长，创投业务利润提升，经营性净现金流改善，整体经营较稳健，盈利能力良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司盈利依赖投资收益，面临波动性风险，存量债务规模大，债务负担重以及不良资产管理压力较大等因素对其经营发展可能带来不利影响。

未来，随着公司加大对金融资源的布局以及存量业务的持续扩张，公司金融服务体系逐步完善，金融实力持续增强，公司核心竞争力和区域影响力有望不断巩固。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 鲁信集团债/16 鲁信债”“17 鲁信 MTN001”“19 鲁信 MTN001”“20 鲁信 MTN001”“16 鲁信 01”和“17 鲁信 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **区域战略地位突出，资本实力雄厚。**公司为山东省财政厅直属企业，以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，贯彻实施山东省委省政府战略意图，服务实体经济发展，战略地位突出；成立以来获得山东省政府资产划转及资金注入等有力支持，截至 2021 年 3 月底，公司实收资本 115.00 亿元，所有者权益 662.93 亿元，资本实力雄厚。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	5
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
股东背景：公司为山东省财政厅直属企业，以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，贯彻实施山东省委省政府战略意图，服务实体经济发展，区域战略地位突出。				+2

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F六个等级，各级因子评价划分为六档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7档，各级因子评价划分为七档，1分最好，7分最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

分析师：王喜梅

黄冠嘉

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

2. **业务布局多元化，参控股金融资源优质。**公司控股山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“山东资管”）、山东国际信托股份有限公司，参股恒丰银行股份有限公司（以下简称“恒丰银行”，公司为其第二大股东），同时开展创业投资，基础设施业务等，金融牌照资源较优质，业务布局多元化，综合实力很强。
3. **经营获现能力有所改善。**2020年以来，随着下属公司山东资管不良资产收购放缓及投资回收增加，公司经营现金流转为净流入195.29亿元。
4. **公司经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值的保障能力较强。**截至本报告出具日，公司本部未来待偿债券本金峰值为45.00亿元（按行权计），2020年，经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值的保障倍数为4.34倍。

关注

1. **投资收益存在波动性。**非经常性损益对公司盈利影响大，公司持有大规模金融资产、权益投资等，形成的投资收益和减值损失受外部经济环境及投资项目经营业绩变动等因素影响，存在不确定性。
2. **存量债务规模大，债务负担重。**截至2021年3月底，公司全部债务为1112.30亿元，全部债务资本化比率为62.66%，公司存量债务规模大，债务负担重，关注公司偿债资金安排及流动性管理。
3. **宏观经济下行压力加大，公司不良资产管理运营及风控能力面临一定挑战。**公司大部分资产由收购的不良资产包、应收款项类投资和股权投资构成，宏观经济下行压力加大，信用环境有所恶化，山东资管不良资产处置管理能力以及恒丰银行未来经营情况将对公司资产流动性及资产质量产生影响，联合资信将持续关注后续处置情况。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	65.75	168.71	206.63	243.82
资产总额(亿元)	794.52	2015.58	1911.74	1933.15
所有者权益(亿元)	301.02	667.01	666.77	662.93
短期债务(亿元)	94.28	157.42	340.42	363.55
长期债务(亿元)	305.57	993.44	736.07	748.75
全部债务(亿元)	399.85	1150.86	1076.49	1112.30
营业总收入(亿元)	120.69	122.85	101.14	17.58
利润总额(亿元)	27.91	23.65	25.11	5.55
EBITDA(亿元)	47.53	44.76	62.07	--
经营性净现金流(亿元)	-11.96	-624.13	195.29	13.52
营业利润率(%)	36.47	35.58	52.71	48.68
净资产收益率(%)	6.75	2.56	3.53	--
资产负债率(%)	62.11	66.91	65.12	65.71
全部债务资本化比率(%)	57.05	63.31	61.75	62.66
流动比率(%)	223.58	378.68	217.00	220.32
经营现金流动负债比(%)	-7.11	-191.53	39.72	--
现金短期债务比(倍)	0.70	1.07	0.61	0.67
EBITDA 利息倍数(倍)	2.55	2.23	1.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.41	25.71	17.34	--

公司本部（母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	167.20	525.87	561.27	599.62
所有者权益(亿元)	90.19	442.38	445.97	446.12
全部债务(亿元)	75.20	81.20	83.20	107.40
营业收入(亿元)	0.09	0.13	0.19	0.01
利润总额(亿元)	2.72	0.55	6.47	1.55
资产负债率(%)	46.06	15.88	20.54	25.60
全部债务资本化比率(%)	45.47	15.51	15.72	19.40
流动比率(%)	75.76	30.87	99.66	94.19
经营现金流动负债比(%)	-6.14	18.10	-5.43	--

注：1. 2021 年 1-3 月财务数据未经审计；2. 截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产仅包括货币资金和应收票据；3. 所有者权益包含 30 亿元永续债券；4. 合并口径其他流动负债和长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务及其相关指标核算。

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 鲁信 01/17 鲁信 01	AAA	AAA	稳定	2020/06/19	卢芮欣 张帆	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法总论（2018 年）	阅读全文
17 鲁信 01	AAA	AAA	稳定	2017/07/27	刘克东 张晨露	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读全文
16 鲁信 01	AAA	AAA	稳定	2016/06/23	周旭 陈凝	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读全文
20 鲁信 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/06/11	陈婷 王喜梅	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
16 鲁信集团债/16 鲁信债/17 鲁信 MTN001/19 鲁信 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/06/11	陈婷 王喜梅	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文

19 鲁信 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/06/18	姜帆 王喜梅	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 多元化企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 鲁信 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/10/20	高利鹏 张钰 卢谋华	工商企业主体评级方法（2013 年） 工商企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 鲁信集团债 /16 鲁信债	AAA	AAA	稳定	2015/06/25	王慧 史延 景雪	工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司



山东省鲁信投资控股集团有限公司

2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于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”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 31 日，是经鲁经贸企字〔2001〕762 号和鲁财国股〔2001〕53 号文件批准，在原山东省国际信托投资公司、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 30.00 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“山东省国资委”）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》，山东省国资委出具鲁国资产权字〔2015〕20 号函，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，持有公司 30% 股权，山东省国资委持股 70%。2018 年 3 月 16 日，根据山东省政府鲁政字〔2018〕55 号《关于调整部分省属企业国有股东持股比例的通知》，将山东省社会保障基金理事会持有的 20% 股权划转山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠”，由山东省国资委全资控股），本次划转后，公司注册资本 30 亿元，山东省国资委持股 70%，山东省社保基金理事会持股 10%，山东国惠持股 20%，控股股东为山东省国资委。

2019 年 12 月，山东省财政厅以货币资金 360 亿元向公司增资，增资完成后公司注册资本变更为 115 亿元，山东省财政厅持有公司 73.91% 的股权，山东省国资委持有公司 18.26% 的股权，山东国惠持有公司 5.22% 的股权，山东省社会保障基金理事会持有公司 2.61% 的股权，公司控股股东变更为山东省财政厅。

2020 年 4 月，按照山东省政府出具有关文件要求，公司股东会决议，将山东省国资委持有公司的 18.26% 股权和山东国惠持有公司的 5.22% 股权划转至山东省财政厅，本次股权变更后，山东省财政厅持有公司 97.39% 的股权，山东省社会保障基金理事会持有公司 2.61% 的股权，公司控股股东为山东省财政厅，最终控制人为山东省人民政府。

2021 年 6 月 11 日，根据《山东省人民政府关于印发山东省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（鲁政字〔2020〕230 号）要求，经公司 6 月 4 日股东会决议：山东省财政厅持有公司的 7.39% 股权，对应公司注册资本 8.50 亿元，山东省社会保障基金理事会持有公司的 2.61% 的股权，对应公司注册资本 3.00 亿元，依法划转至山东省财欣资产运营有限公司（以下简称“山东财欣”）。本次股权调整后，公司股东和股权结构变更为山东省财政厅持有公司 90% 股权，山东财欣持有公司 10% 股权。公司的控股股东仍为山东省财政厅，实际控制人仍为山东省人民政府。

公司属于投资与资产管理行业，主要业务分为金融不良资产处置、信托业务、创业风险和私募股权投资和基础设施业务等。

公司设有董事会，下设党委办公室、董事会办公室、总经理办公室、党委组织部（人力资源部）、纪委办公室（监察专员办公室）、党委宣传部（企业文化部）、财务管理部、投资发展部（产权管理部）、运营管理部（安全监察部）、

风险合规部（法律事务部）、审计部、国际业务部、发展研究院等职能管理部门。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内二级子公司共 12 家，包含 2 家上市公司——山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国信”，1697.HK，公司持股 28.86%，无质押）和鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”，600783.SH，公司持股 69.57%，无质押）。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 1911.74 亿元，所有者权益合计 666.77 亿元（含少数股东权益 152.15 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 101.14 亿元，利润总额 25.11 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1933.15 亿元，所有者权益合计 662.93 亿元（含少数股东权益 152.71 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 17.58 亿元，利润总额 5.55 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评级的存续债券募集资金均已按计划使用完毕，存续期内正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16 鲁信集团债/16 鲁信债	6.00	5.20	2016/3/09	2023/03/09
17 鲁信 MTN001	15.00	15.00	2017/02/17	2022/02/17
19 鲁信 MTN001	15.00	15.00	2019/07/10	2024/07/10
20 鲁信 MTN001	15.00	15.00	2020/07/15	2023/07/15
16 鲁信 01	15.00	15.00	2016/11/25	2026/11/25
17 鲁信 01	10.00	10.00	2017/08/04	2024/08/04

注：所列存续债券均为联合资信评级债券；“17鲁信MTN001”为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日；截至报告出具日，“20鲁信MTN001”尚未到付息日

资料来源：Wind

公司存续债券中，“17 鲁信 MTN001”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在上述中期票据发行第 5 年及之后的每年均具有可赎回权。基于“17 鲁信 MTN001”条款，可得出以下结论：

（1）上述中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，上述中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）上述中期票据如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，上述中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）上述中期票据在发生除永续中期票据条款中规定的强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。

综合以上分析，“17 鲁信 MTN001”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“17 鲁信 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，

宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**

具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017-2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP(万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速(%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30(5.00)
规模以上工业增加值增速(%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50(6.80)
固定资产投资增速(%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60(2.90)
社会消费品零售总额增速(%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90(4.20)
出口增速(%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速(%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅(%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅(%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率(%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70(4.50)
公共财政收入增速(%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速(%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以

来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累

计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1—3月全国

城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1—2月受春节因素影响，加上年初局部疫情影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；**固定资产投资修复过程仍将持续，**投资结构有望优化；**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政

策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境分析

公司主要收入及盈利来自不良资产管理及信托业务，以下着重分析上述两大行业。

1. 不良资产管理行业

宏观经济持续低位运行，整体不良资产化解需求增加，不良资产管理行业发展空间大。

AMC即资产管理公司（Asset Management Companies）特指专业承接、处置不良资产的资产管理公司，其业务还可以由此延伸到投资、资产管理、信托、租赁、银行、投行等全金融覆盖。联合资信将主要从事不良资产经营业务的机构均视为不良资产管理公司范畴。

根据不良资产的流向，可以将不良资产管理的产业链大体分为上游不良资产来源、中游接收处置以及下游投资三个环节，不良资产管理公司在产业链中发挥不良资产接收和处置的作用，是产业链中最主要的参与者。

不良资产的上游来源主要包括银行、非银金融机构、非金融机构（企业）以及财政不良资产。银行不良资产主要是不良贷款，随着近年国内宏观经济低位运行和结构调整的深化，国内商业银行不良贷款率持续攀升，风险化解需求增加。银保监会数据显示，近年受宏观经济下行及金融“去杠杆”的加剧的影响，截至2020年底，中国商业银行不良贷款余额升至2.70万亿元，较上年末增长11.93%，不良贷款率1.84%，较上年末降低0.02个百分点。非银金融机构主要包括信托、金融租赁、证券等机构，近年非银金融机构类信贷业务规模的快速增长为不良资产管理行业的发展提供了较大空间。

非金融机构不良资产主要是企业形成的各类坏账，如企业被拖欠的各种货款、工程款等，非金融机构的不良资产总体规模庞大，但分布非常分散，其中规模以上企业是不良资产的主要来源，企业的不良资产质量一般低于金融机构，其不良资产的处置以债务重组为主；近年来非金融机构应收账款规模不断攀升，回收周期不断延长，逐步沉淀形成的坏账对资产及债务重组的需求日益高涨。国家统计局数据显示，截至2019年底，中国工业企业应收票据及应收账款17.40万亿元，较上年末增长4.48%，截至2020年12月末，中国工业企业应收票据及应收账款16.41万亿元，较上年末下降5.68%，系十几年来首次出现回落。

中游的不良资产管理公司在接收不良资产后进行处置并从中获取收益，不良资产本身的不良属性意味着更大的固有风险和更高的经营专业性要求，不良资产供给的逆周期性和不良资产处置的顺周期性叠加，意味着 AMC 业务模式的一般逻辑是在经济下行时期布局资产、经济上升时期处置资产，这决定了其业务周期很长、盈利体现很慢，因此不良资产经营处置的专业能力是衡量 AMC 核心竞争力的重要标准。同时 AMC 企业自身对经济周期的把控和应对显得更加重要，预期之外的经济周期单边延长或变化会加大其经营风险并带来较大资金压力。

下游投资者是不良资产的最终购买方，主要包括各类投资机构、工商企业及个人等；下游投资者通过购买、协议受让、参加法院拍卖等获得不良资产，发挥自身的专业优势，对债权、股权及实物资产进行最终消化处置并实现投资回报。

不良资产管理市场格局进一步多元化，市场竞争加剧，地方AMC以国有背景为主，区域内地方AMC机构数量与银行不良贷款规模基本正相关。

目前，中国不良资产管理市场进入“5+2+银行系AIC+外资系+N”的市场格局，即华融、长城、东方、信达、中国银河资产管理有限责

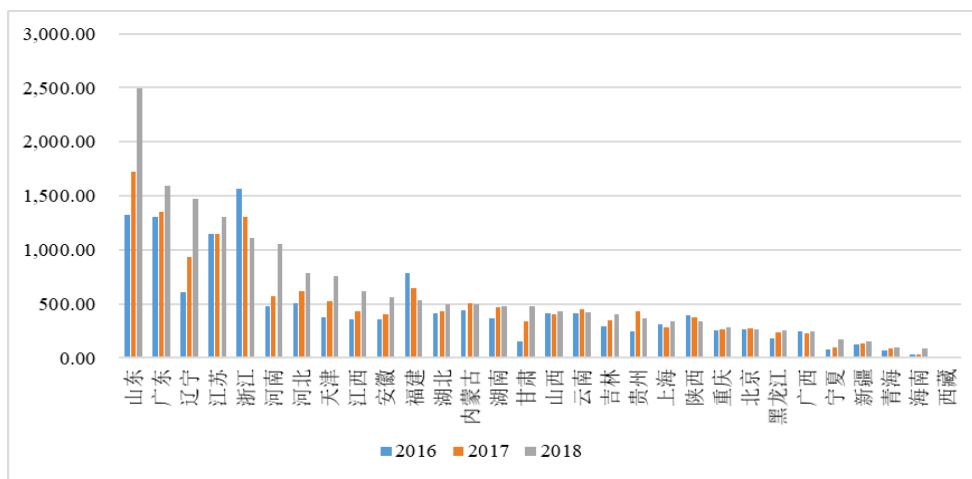
任公司（2020年3月获批，2020年6月更为现名）五大全国性金融资产管理公司，每省原则上不超过2家经银保监会批复的可从事金融企业不良资产批量收购业务的地方资产管理公司（以下简称“地方AMC”），银行设立的主要开展债转股业务的金融资产管理公司（以下简称“AIC”），外资投资控股的不良资产管理公司，以及众多未获得银保监会批复的内资不良资产管理公司（以下简称“非持牌AMC”）。以下主要讨论地方AMC。

联合资信根据《中国地方资产管理行业白皮书》的资料整理，截至2019年末，全国共57家地方AMC企业，较2018年末增加4家。2020年以来，根据公开信息，2020年4月，吉林省金融资产管理有限公司被最高人民法院裁定强制解散；2020年7月，海南省获批了第二家地方AMC——海南新创建资产管理股份有限公司（亦且为首家外资控股的持牌地方AMC）；2021年2月，吉林省盛融资产管理有限责任公司获得银保监会的资质批复，同时吉林省金融资产管理有限公司的业务资质被取

消。截至2021年2月末，地方AMC数量为58家，其中浙江、山东、福建、广东因包含计划单列市各有3家地方AMC企业；其余省级行政区中，除吉林、陕西、河北、贵州、云南、青海、新疆、西藏只有一家地方AMC企业外，其余省份均已设立两家地方AMC企业。按照不良贷款余额排序，可以看到商业银行不良贷款余额规模靠前的山东、广东、浙江三省都相继成立了第三家地方AMC企业来消化当地的不良资产，不良贷款余额第三大的辽宁省正在筹备第三家地方AMC企业；云南、吉林、贵州、陕西、青海、新疆、西藏等只设立了1家地方AMC企业的省份，其省内商业银行不良资产的规模也相对不大；值得关注的是，河北省的不良资产规模相对较大，但至今只有一家持牌的地方AMC企业。

从控股结构看，国有背景的地方AMC占多数。根据《中国地方资产管理行业白皮书》，截至2020年5月末，国有控股的地方AMC企业16家，国有独资的地方AMC企业9家，约76%地方AMC的主要股东具有国资背景。

图1 商业银行不良贷款余额按区域分布图（单位：亿元）



注：2019年多数区域数据未披露无法同比
资料来源：Wind，联合资信整理

2019年以来，行业监管趋严，重点转向防范行业风险和市场纠偏，引导不良资产管理公司回归本源和主业，有利于行业规范、健康发展。

监管主体方面，目前地方AMC是特许从事金

融不良资产批量收购业务的准金融机构，但没有金融机构许可证，其是否属于金融机构一直没有明确说法。因存在监管主体不明确、监管措施不完善等问题，地方AMC行业发展在业务模式探索

中的“伪创新”层出不穷，行业乱象也暴露出监管缺位的问题。2019年7月，银保监会发布的《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》（银保监办发〔2019〕153号）（以下简称“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。

监管政策方面，行业整体仍处于发展初期，监管环境较为宽松，但2019年以来有所趋严。153号文针对地方AMC的一些高风险甚至违规经营行为，强调严格监管，对地方AMC资产端相关业务规模有所缩减，强调风险防范和违规处置，重点围绕各种乱象纠偏；出表通道类业务以及投机炒作等“挣快钱”的方式难以为继，行业在牌照端的竞争壁垒弱化，逐渐转向差异化、专业化能力的竞争，要求地方AMC构建起不良资产买入环节的估值定价能力，经营环节的运作、服务和价值提升能力，处置环节的多元化手段等一系列专业化经营能力。

地方性政策方面，除个别省份外，大多数地区未有较为详细的指引。近年来江西省、山东省地方金融监管部门先后已发布了地方性的AMC监管办法，明确建立风险管控为本的审慎监管，对银保监会划定的地方AMC准入门槛进行了细化，对资本充足率要求不低于12.5%，与《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》保持一致。可见，随着金融监管导向趋严，银保监会对五大AMC的监管政策对地方AMC监管有一定的风向传导作用。2020年4月，北京市地方金融监督管理局出台了《北京市地方资产管理公司监督管理指引（试行）》，其他省市的地方AMC管理办法也有望陆续出台，有利于地方不良资产处置监管更加规范。

行业发展前景广阔，但需不良资产管理公司加强自身专业能力；部分地方AMC主业不突出，投资类业务爆发信用风险，加大其业务结构转型压力。

2020年以来，在新冠肺炎疫情的持续影响下，不良资产领域的业务发展机会显著增加。但在经济周期下行期间，交易对手信用风险加大，资产包价值可能进一步下行、处置难度加大，对不良资产管理公司的估值定价和存量资产回收产生一定不利影响，加之市场主体扩容加剧行业竞争和行业监管逐步规范，需要不良资产管理公司不断加强自身专业能力。

相比传统金融机构而言，融资难、融资贵问题始终是地方AMC的行业瓶颈，较高的融资成本和不良资产处置回收的不确定性叠加，导致地方AMC倾向于交易频率较高的短期经营行为，如收益回报较高的固定收益类业务等；加之若股东对地方AMC企业设定较高的盈利目标和分红要求，将进一步促使企业选择投资业务、类信贷业务等短平快的非主营业务，从而弱化地方AMC化解区域风险的属性。在前期的发展中，部分资产管理公司已经形成了以投资业务、类信贷业务等为主的业务特点，不良资产业务收入占比较低；在当前地方AMC行业逐步回归主业的背景下，部分地方AMC企业的投资业务仍占比较高，且部分投资资产在经济下行期间爆发了一定的信用风险事件，从而加大相关企业业务结构转型的压力。

2. 信托行业

（1）行业概况

2017—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，信托资产规模逐年下降，业务转型效果逐步显现，同时风险暴露更为真实。

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，成为仅次于银行业的第二大金融业务，2016年信托业跨入了“20万亿时代”，信托已经成为服务实体经济的重要力量。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，2017—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持续下降，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，管理财产信托规模持续下降、占比基本稳定，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；投资类信托规模总体下降后趋稳、占比基本稳定。

表3 信托业务主要指标（单位：万亿元、%）

分类	项目	2017年		2018年		2019年		2020年1—3月	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
按来源划分	集合资金信托	9.91	37.74	9.11	40.12	9.92	45.93	10.02	46.99
	单一资金信托	12.00	45.73	9.84	43.33	8.01	37.10	7.68	35.99
	管理财产信托	4.34	16.53	3.76	16.55	3.67	16.98	3.63	17.01
按功能划分	融资类	4.43	16.87	4.35	19.15	5.83	26.99	6.18	28.97
	投资类	6.17	23.51	5.11	22.49	5.12	23.71	5.11	23.94
	事务管理类	15.65	59.62	13.25	58.36	10.65	49.30	10.04	47.09
期末信托资产		26.25	100.00	22.70	100.00	21.60	100.00	21.33	100.00
期末信托风险资产		0.13	0.50	0.22	0.98	0.58	2.67	0.64	3.02
平均年化综合信托报酬率		0.42		0.35		0.37		0.66	

资料来源：中国信托业协会，联合评级整理

2017—2019年末，信托行业风险资产规模逐年快速增长，年均复合增长109.53%，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分别为3.99倍、2.59倍和1.09倍，逐年下滑，整体仍在可承受范围。

从信托行业平均报酬率来看，2018年，受市场竞争激烈、资产收益率下行以及费率较低的通道业务规模较大的影响，信托行业平均报酬率呈下降趋势；2019年随着主动管理能力的提升，行业平均报酬率有所回升。

2020年一季度，信托资产规模较上年末小幅下降1.28%，业务结构变化不大；信托风险资产较上年末增长11.45%，信托公司净资产对风险资产的覆盖倍数降至1.00倍；信托行业平均

报酬率有较大提升。

2017—2019年，信托公司固有资产规模持续增长，资本实力稳步提升，财务杠杆持续回落，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，信托公司固有资金主要支持资本市场投资、金融机构股权投资以及信托业务的发展。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，2017—2019年末，信托行业固有资产年均复合增长8.02%。截至2019年末，信托行业固有资产规模为7677.12亿元，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。

表4 信托行业主要指标（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
固有资产	6,578.99	7,193.15	7,677.12	7,795.53
所有者权益	5,250.67	5,749.30	6,316.27	6,429.06

信托行业经营收入	1,190.69	1,140.63	1,200.12	255.65
其中：信托业务收入	805.16	781.75	833.82	190.59
信托行业利润总额	824.11	731.80	727.05	166.10

资料来源：中国信托业协会，联合评级整理

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，2017—2019年末，信托行业所有者权益逐年稳步增长，年均复合增长9.68%，其中实收资本年均复合增长8.43%。2019年末信托行业实收资本2,842.40亿元，占所有者权益的45.00%，占比小幅下降。

资本内生增长方面，信托行业处于转型发展阶段，2017—2019年信托行业经营收入有所波动，2018年同比下降4.20%，2019年同比增长5.22%，年均复合增长0.40%；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。此外，《信托公司管理办法》要求信托公司每年提取税后利润的5%作为赔偿准备金，近年来去通道导致业务规模收缩，行业利润总额逐年下降，但信托赔偿准备累积规模不断增加，2017—2019年末年均复合增长14.76%，2019年末信托赔偿准备余额291.24亿元，占所有者权益的比重4.61%，占比持续提升，行业应对风险的能力稳步提升。

2020年一季度，信托行业期末固有资产和所有者权益较上年末进一步增长，信托行业经营收入同比增长10.87%，其中信托业务收入增长13.16%，信托行业利润总额同比下降10.20%。

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。2017年，《信托登记管理办法》出台，信托业建立了统一登记制度，市场规范化和透明度大大提升。与此同时，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。2018年4月，银行间市场交易商协会发布《关于意向承销类会员（信托公司类）参与承销业务市场评价结果的公告》，实现了信托参与银行间市场债券承销业务的破冰，对于信托行业开拓业务空间，实现转型发展具有战略意义。2020年5月8日，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。

作为资管行业的重要子板块，信托行业在制度红利、业务范围、专业能力以及创新意识方面具有较强的竞争优势。新的外部环境有助于提升信托行业资产管理能力和风险防控意识，引导信托行业加速转型，长期将利好行业健康稳健发展；但在新的监管环境下，原信托业务结构中占比较高的银信通道业务和信政业务将面临进一步萎缩，刚性兑付的打破带来信托产品吸引力下降，资管市场同质化竞争加剧，加之资本市场不确定性增加，未来信托公司的盈利水平存在一定的不确定性。

3. 区域经济概况

山东省经济稳健发展，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，外部发展环境良好。

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影响较大。据山东省统计局公布的《2020年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2020年全省实现生产总值73129.0亿元，按可比价格计算，比上年增长3.6%。分产业看，第一产业增加值5363.8亿元，增长2.7%；第二产业增加值28612.2亿元，增长3.3%；第三产业增加值39153.1亿元，增长3.9%。三次产业结构由上年的7.3：39.9：52.8调整为7.3：39.1：53.6。

2020年，山东省地方一般公共预算收入6559.9亿元，比上年增长0.5%。其中，税收收入4757.6亿元，下降1.9%，占比为72.5%。地方一般公共预算支出11231.2亿元，增长4.6%。其中，民生支出占比为79.4%。

2020年，山东省全部工业增加值23111.0亿元，比上年增长3.6%。规模以上工业增加值增长5.0%，其中，装备制造业增长12.6%，高技术制造业增长9.8%。规模以上工业营业收入增长2.4%，利润总额增长19.6%；营业收入利润率为5.1%，比上年提高0.8个百分点。规模以上工业产品产销率为98.2%，提高1.3个百分点。

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

2020年，山东省社会融资规模增量20108亿元，是上年的1.5倍，增量创历史新高。年末金融机构本外币存款余额118349.4亿元，比上年增长13.0%，比年初增加13610.5亿元。年末金融机构本外币贷款余额97880.6亿元，增长13.4%，增加11555.0亿元。其中，涉农贷款余额29580.4亿元，增长9.6%，增加2768.3亿元；小微企业贷款余额17096.7亿元，增长12.2%，

增加1888.3亿元，其中，普惠小微贷款余额8176.8亿元，增长40.1%，增加2345.3亿元。

2020年，山东省居民人均可支配收入32886元，比上年增长4.1%；人均消费支出20940元，增长2.5%。其中，城镇居民人均可支配收入43726元，增长3.3%；人均消费支出27291元，增长2.1%。农村居民人均可支配收入18753元，增长5.5%；人均消费支出12660元，增长2.9%。居民人均现住房建筑面积40.0平方米，其中城镇、农村居民分别为37.3平方米和43.4平方米。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至本报告出具日，公司注册资本和实收资本均为115.00亿元，山东省财政厅持有公司90%股权，山东财欣持有公司10%股权。山东省财政厅为公司控股股东，公司最终控制人为山东省人民政府。

2. 企业规模与竞争力

公司为山东省财政厅直属企业，贯彻实施省委省政府战略意图，坚持金融服务实体经济的宗旨，致力于成为高质量发展的金融控股集团。公司控股山东省金融资产管理股份有限公司（AMC，以下简称“山东资管”）、山东国信（信托），参股恒丰银行股份有限公司（以下简称“恒丰银行”），同时开展创业投资及基金管理，金融牌照资源较优质，业务布局多元化，综合实力很强。

公司是山东省财政厅直属企业，贯彻实施省委省政府战略意图，坚持金融服务实体经济的宗旨，以战略管理为导向，以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，致力于打造高质量发展的金融控股集团。公司业务布局多元化，涉及不良资产管理、信托、创业投资等领域。

不良资产管理方面，下属公山东资管是山东省首家具有批量转让金融不良资产资质的省级资产管理公司（拥有AMC牌照），承担着维

护山东省金融系统稳定，防范和化解区域金融风险的使命，战略地位突出。2019 年 12 月，山东资管 360 亿元投资入股恒丰银行，持股 32.37%，成为恒丰银行第二大股东。近年来山东资管不良资产业务快速发展，截至 2021 年 3 月底，山东资管累计收购不良资产债权规模 3267.05 亿元，累计处置不良资产 1731.38 亿元，不良资产经营规模居行业前列。

信托业务是公司的传统核心业务，由山东国信运营。近年来，山东国信逐步加强业务转型，主动管理能力得到提升，总体经营较稳健。此外，公司还经营融资租赁、小额贷款和典当等类金融服务业务，服务区域中小微企业发展融资需求。

创业投资及基金管理业务由鲁信创投运营，经过多年发展，创投业务稳健运营，开展产业投资基金、区域投资基金、专业投资基金、平台投资基金等多种投资，投资项目储备较充足，行业分散，2020 年投资收益为 8.60 亿元，同比明显提升。

公司其他业务包括基础设施、房地产开发、印刷包装、磨具等，有效补充公司收入规模。

3. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：9137000073577367XA），截至 2021 年 5 月 10 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理结构、内部控制制度无重大变动。

经公司 2020 年第 7 次董事会审议通过，聘任王飏任鲁信集团总经理，聘期自 2020 年 4 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日。

王飏，曾任山东省酿酒葡萄科研所加工研究室副主任、副总工程师、中心试验室主任；山东省高新技术投资公司创业投资部高级经理、副经

理、经理；山东鲁信投资管理有限公司总经理助理兼创业投资二部经理；山东鲁信恒基投资有限公司副总经理；山东鲁信实业集团有限公司、山东鲁信恒基投资有限公司总经理；山东鲁信实业集团有限公司、山东鲁信恒基投资有限公司董事长、总经理；鲁信创投总经理、董事长、党委书记；目前任公司党委会常委、董事、总经理兼鲁信创投党委书记、董事长。

经公司第四届职工代表大会第三次会议决议，免去姜东职工董事职务，任命刘梅为职工董事。刘梅，曾任山东正源会计师事务所审计三部主任，山东省国际信托投资公司计划财务部业务经理，山东省（鲁信）产权交易中心计划财务部副经理（主持工作），山东省（鲁信）产权交易中心计划财务部经理，山东省国际信托有限公司计划财务部高级业务经理，山东省国际信托有限公司计划财务部经理；公司法律审计部副经理、监察审计部副部长（主持工作）、监察审计部（纪委办公室）部长（主任）、财务管理部部长，公司直属党委书记。2021 年 2 月至今任公司工会主席、直属党委书记、职工董事。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，因天然气业务缩减导致基础设施业务收入下滑，金融服务业务收入增长，成为公司第一大收入来源，公司营业总收入同比下降，综合毛利率水平有所提升，盈利能力较强。

2020 年，公司实现营业总收入 101.14 亿元，同比下降 17.67%，系基础设施业务收入规模下滑所致。

2020 年，得益于山东资管、山东国信等收入增长，公司金融服务业务收入同比增长 21.53%至 48.14 亿元，收入占比同比提升 15.36 个百分点至 47.60%，首次成为公司第一大收入来源。公司业务结构有所调整，基础设施板块因中石化业务在山东省销售体制改革影响，公司下游客户减少，导致收入规模同比下降 45.26%，当期实现收入 35.98 亿元，占营业总

收入的比重下降至 35.57%。此外，2020 年，按照山东省政府统一部署，省内文旅资产进行重组整合，公司不再享有原文化旅游业务经营主体控制权，2020 年不再合并文化旅游业务收入，考虑其收入贡献规模较小，对公司经营影响不大。公司其他业务包括房地产、磨具、印刷、投资管理、其他等业务，2020 年收入为 17.02 亿元，同比增长 9.11%，得益于房地产结转收入增加所致。

2020 年，公司综合毛利率同比增加 12.93 个百分点至 48.66%，系毛利较低的基础设施业务占比下降所致。2020 年，公司金融服务业务毛利率为 87.10%，同比有所下降，仍处于高水平。

2021 年 1—3 月，公司营业总收入为 17.58 亿元，同比下降 9.16%，主要系房地产业务未确认收入所致。当期，综合毛利率同比下降 6.39 个百分点至 40.67%。

表 5 近年公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	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	35.98	35.57	4.30	8.43	47.94	7.15
金融服务业务	40.53	33.59	96.41	39.61	32.24	97.09	48.14	47.60	87.10	7.84	44.60	79.18
文化旅游业务	2.06	1.71	28.04	1.91	1.56	23.85	--	--	--	--	--	--
其他业务	6.92	5.73	24.60	15.60	12.70	20.30	17.02	16.83	33.71	1.31	7.46	25.83
其中：房地产业务	0.44	0.37	46.36	10.49	8.54	15.64	12.32	12.17	33.75	--	--	--
磨料、磨具	2.03	1.68	24.95	2.18	1.78	27.12	1.13	1.12	24.03	0.25	1.44	25.26
印刷	4.06	3.36	21.18	2.74	2.23	30.73	2.93	2.90	30.42	1.03	5.88	25.73
合计	120.69	100.00	35.70	122.85	100.00	35.73	101.14	100.00	48.66	17.58	100.00	40.67

注：1.其他业务收入包括房地产、磨料磨具、印刷、投资管理、其他等业务收入；2.根据山东省政府批复《省属企业文化旅游资产重组整合方案》相关安排，公司于2020年8月27日将文化旅游板块经营主体山东鲁信文化传媒投资集团有限公司等子公司委托山东省国欣文化旅游发展集团有限公司管理，公司不再享有控制权，2020年起不再合并其收入

资料来源：公司提供

2. 金融服务

公司金融服务业务包括不良资产管理、信托、融资租赁、小额贷款等业务。2020年，公司金融服务板块收入为48.14亿元。

（1）不良资产管理

跟踪期内，山东资管不良资产收购规模下降，投资回收增加，持有恒丰银行股权确认大额投资收益，当期收入和盈利规模同比增长。关注宏观经济下行压力下，公司不良资产管理难度加大。

山东资管成立于 2014 年 12 月，是由山东省政府批准设立，并经中国银监会核准具有金融机构不良资产经营资质的省级资产管理公司。根据省政府统一安排，山东资管于 2016 年进行增资扩股，增资对象包括山东省财政厅、山东省社保基金理事会和山东省内各地市或平

台公司等机构，注册资本由 20.30 亿元增加至 101.10 亿元。2019 年 12 月，山东省财政厅向鲁信集团货币增资 360.00 亿元，由鲁信集团全部用于增资山东资管，山东资管注册资本增至 366.39 亿元，鲁信集团持股 80.92%；2020 年 1 月，公司受让山东省社保基金理事会持有的山东资管 5 亿股股份，持股比例上升至 82.29%。截至 2020 年底，山东资管资产总额为 1424.99 亿元，所有者权益为 480.38 亿元；2020 年实现营业收入 28.18 亿元，利润总额为 9.51 亿元，当期投资收益为 18.31 亿元(上年为 0.84 亿元)，主要系持有恒丰银行股权权益法确认投资收益 17.18 亿元。

山东资管主要从事山东省范围内金融机构不良资产收购、管理与处置业务，并协同发展资产管理和综合金融服务业务。2020 年，山东

资管收入规模同比增长 23.51%至 28.18 亿元，其中，不良资产板块收入为 40.88 亿元，同比大幅增长，系当期处置规模增加所致；综合金融服务业务收入为 8.84 亿元，资产管理业务收入为 8.90 亿元，此外理财投资、银行存款等产生的收益对营业收入形成一定补充。

表6 山东资管营业收入构成情况

(单位: 亿元)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1-3月
不良资产板块	10.83	8.64	40.88	0.74
综合金融服务板块	10.48	8.19	8.84	1.93
资产管理板块	3.31	6.39	8.90	2.29
理财收入	0.95	0.91	1.15	0.14
利息收入	0.17	0.17	2.12	0.62
公允价值变动损益	-1.46	-1.51	-33.78	-2.30
其他收入	--	0.02	0.07	0.05
合计	24.30	22.82	28.18	3.46

注：2020年，公司将不良资产板块中数据进行调整，并追溯调整2018年及2019年相应数据，单列公允价值变动损益
资料来源：公司提供

不良资产经营业务为山东资管的核心业务，不良资产收购与处置业务的资产来源包括金融机构不良债权及非金融机构不良债权，主要业务模式包括两类：一是收购处置类，即在尽职调查基础上通过参与公开竞价、协议转让等市场化方式收购不良债权资产，根据不良债权资产特点制定相应管理处置策略，运用诉讼催收、债权转让等多种处置手段以最大化提升资产价值，将不良债权资产处置完毕实现债权现金回收并取得高于收购成本的资产处置收益；二是收购重组类，即针对出现暂时流动性风险有重组价值的企业、项目、债权等，在尽职调查及估值基础上收购债权，同时与原债务人及相关方达成重组协议，对还款金额、还款方式、还款时间、风控措施等作出重组安排，从而实现盘活和提升存量资产价值，修复债务人信用，实现债权回收并取得重组补偿金等固定收益收入。山东资管取得不良债权资产时分别计入“以公允价值计量且其变动计入当期损

益的金融资产”“其他流动资产”“其他非流动资产”科目。

2019年鲁信集团增资山东资管，由山东资管投资入股恒丰银行，同时完成对恒丰银行原值 1438.90 亿元不良资产的收购，推动不良资产收购规模大幅增长。2020 年，山东资管收购不良资产原值 189.39 亿元，同比明显回落，收购成本为 44.80 亿元，折扣率为 24%。2020 年和 2021 年一季度，山东资管分别处置不良资产原值 487.85 亿元和 39.43 亿元，分别同比增长 27.73%和 68.09%，处置规模加大，对应不良资产收购成本分别为 44.79 亿元和 9.94 亿元，当期回收现金分别为 230.29 亿元和 23.60 亿元。截至 2021 年 3 月底，山东资管累计处置不良资产原值 1731.40 亿元，累计现金回收金额 758.30 亿元，现金回收率为 43.22%。公司收包成本和处置价格均会受到宏观经济、资本市场等外部环境的影响，近年来宏观经济下行压力加大，加之 2020 年突发疫情冲击，企业经营压力上升，整体信用环境有所恶化，山东资管风险控制和不良资产处置能力面临考验。

表7 山东资管不良资产经营情况

(单位: 亿元、%)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1-3月
当期收购资产原值	234.04	1752.92	189.39	27.35
当期收购成本	97.34	893.40	44.79	9.94
当期处置资产原值	246.63	381.94	487.85	39.43
累计处置资产原值	813.54	1204.11	1691.96	1731.38
当期回收现金	96.81	230.56	230.29	23.63
累计现金回收金额	262.84	504.33	734.62	758.25
期末资产余额原值	438.42	1846.20	1547.74	1535.67
资产回收率	64.98	39.48	52.23	53.00
现金回收率	32.31	41.88	43.42	43.79

注：1. 资产回收率=累计处置资产原值/累计收购金额；现金回收率=累计现金回收金额/累计处置资产原值；2. 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”。2019-2020年度及2021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

综合金融服务业务指山东资管依托不良资产业务差异化开展投融资业务，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。综合金融服务板块的投资依照投资的资产性质不同，分别将应收款项类投资和定增项目计入应收款项类投资科目和可供出售金融资产科目，应收款项类投资依照持有期限，将应收款项类投资科目划分为其他流动资产、其他非流动资产及一年内到期的非流动资产。应收款项类投资主要为信托计划、委托贷款等资产，可供出售金融资产主要为通过定增项目持有的二级市场股票。

截至 2021 年 3 月底，山东资管综合金融服务业务投资余额 78.04 亿元，其中固定收益类投资金额为 77.42 亿元，股权类投资金额为 0.62 亿元。从退出方面来看，山东资管通过被投资企业偿还借款、股权收购、并购等多种形式完成退出。由于综合金融服务能够获取相对稳定的收益，对山东资管利润贡献度较大。但在目前金融监管政策趋严的环境下，综合金融服务业务面临一定调整压力，对收入或造成一定影响。

资产管理业务板块主要为基金运营业务。山东资管通过组建“金融资产投资基金”、“企业重组发展基金”和“房地产重整基金”等，不断提升专业化经营能力。其中，金融资产投资基金主要投向金融机构出让的金融资产；企业重组发展基金以化解地方企业流动性及担保圈风险为重点，运用基金收购不良资产债权、提供转贷、阶段性持股、破产重整、重组并购等服务，盘活存量资产，助推企业转型升级；房地产重整基金则运用社会资金和专业公司，收购房地产不良债权、重组项目公司、提供增量资金、盘活房地产项目。截至 2021 年 3 月底，山东资管已注册基金 60 支，基金认缴规模 549.92 亿元，实缴规模 180.03 亿元，山东资管出资 93.23 亿元。

（2）信托业务

跟踪期内，山东国信收入规模同比增长，

因利息支出增加、金融资产减值损失等因素影响，盈利水平下降；疫情影响、监管环境趋严及竞争日益激烈的背景下，山东国信信托资产规模同比下滑，业务结构调整及主动管理能力提升仍面临一定压力。

信托业务板块由山东国信经营，2017 年 12 月，山东国信在香港联交所上市，股票代码为 1697.HK。截至 2020 年底，山东国信注册资本为 46.59 亿元，鲁信集团为山东国信第一大股东，直接持股比例为 47.12%。山东国信业务可分为信托业务和固有业务，信托业务是主营业务，包括事务管理型信托和主动管理型信托（融资类信托和投资类信托）；固有业务包括自有资金贷款以及金融产品投资、金融股权投资等投资业务。截至 2020 年底，山东国信资产总额为 206.84 亿元，所有者权益为 101.75 亿元；2020 年实现总经营收入 23.06 亿元，同比增长 22.20%，利润总额 7.33 亿元，同比下降 16.50%，系利息支出、合并的结构性实体持有的联营企业净收益同比减少、金融资产减值损失同比增加等综合因素影响所致。

2020 年，山东国信总经营收入同比增长，手续费及佣金收入仍为其主要构成。近年来国内经济增速放缓，金融业监管趋严，“去通道”“去嵌套”治理力度加大，资产管理市场竞争日趋激烈，信托行业紧缩效应显现，信托资产规模处于下行趋势，业务结构逐步调整。2020 年，山东国信信托资产规模较上年底下降，信托业务收入有所上升，主动管理型信托的收入占比保持增长。截至 2020 年底，山东国信受托管理的信托规模为 2486.97 亿元（2019 年底为 2576.64 亿元），其中主动管理型信托资产规模为 899.82 亿元，占 36.18%，较上年底减少 6.39 个百分点。2020 年，山东国信实现信托业务收入 11.55 亿元，同比增长 11.10%，主动管理型信托产生的收入为 8.98 亿元，同比增长 15.57%，占全部信托业务收入的手续费及佣金收入的 78.00%，同比上升 1.20 个百分点。

2020 年，山东国信手续费及佣金收入为 11.52 亿元，同比增长 10.98%，系年均管理信托资产规模增加所致（期初及期末信托资产规模的平均数）；2020 年利息收入同比增长 35.26%至 7.17 亿元，主要系并表信托计划授出的日均贷款规模增长所致；2020 年受资本市场

影响，山东国信持有的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产价值及以公允价值计量的通过信托计划间接持有的联营企业估值变动净额同比减少至 1.27 亿元；2020 年，山东国信投资收益为 1.46 亿元。其他经营收入主要包括政府补助、汇兑损益等，规模较小。

表 8 山东国信总经营收入构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
手续费及佣金收入	8.91	52.60	10.38	55.01	11.52	49.96
利息收入	6.48	38.21	5.30	28.09	7.17	31.09
投资收益/损失	-0.25	-1.49	0.14	0.74	1.46	6.33
公允价值变动损益	-0.32	-1.90	3.00	15.90	1.27	5.51
处置经合并的结构性实体持有的联营企业净收益	1.61	9.49	0.03	0.16	1.10	4.77
其他经营收入	0.52	3.09	0.02	0.11	0.54	2.34
合计	16.94	100.00	18.87	100.00	23.06	100.00

资料来源：公司提供

表 9 山东国信受托资产管理情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
主动管理型信托资产	896.58	38.66	1096.77	42.57	899.82	36.18
事务管理型信托资产	1422.64	61.34	1479.87	57.43	1587.15	63.82
合计	2319.22	100.00	2576.64	100.00	2486.97	100.00

资料来源：公司提供

从信托资产投向分布来看，山东国信信托资金投向包括基础产业、房地产、证券市场、实业、金融机构等。2020 年投向实业和证券市场占比提升，基础产业和房地产投入占比下降。

截至 2020 年底，基础产业占 9.66%、房地产占 22.92%，证券市场占 20.30%、实业占 30.96%、金融机构占 7.40%。

表 10 2018—2020 年山东国信信托资产运用分布占比情况（单位：%）

资产运用	2018 年	2019 年	2020 年	资产分布	2018 年	2019 年	2020 年
货币资产	1.26	1.53	1.43	基础产业	16.31	16.10	9.66
贷款	48.07	39.72	23.82	房地产	26.66	30.58	22.92
交易性金融资产投资	8.68	7.23	9.53	证券市场	5.65	7.12	20.30
可供出售金融资产投资	0.71	0.02	0.02	实业	30.16	27.16	30.96
持有至到期投资	29.65	37.64	42.10	金融机构	11.19	9.82	7.40
长期股权投资	7.11	5.51	4.74	其他	10.03	9.22	8.76
其他	4.52	8.35	18.36	--	--	--	--

资料来源：山东国信年报

固有业务方面，山东国信运用自有资金进行投资，发挥与信托业务的协同效应，实施投

贷联动，着力优化金融股权投资业务布局，开展多元化投资。从固有资产配置看，山东国信

开展固有业务时将固有资产配置至各个资产类别, 包括对多家金融机构作出战略性长期投资, 投资于上市公司股份、共同基金等多种权益产品以及财富管理产品, 存放同业及国债逆回购等具有高度流动性的资产。截至 2020 年底, 山东国信固有资产配置中证券投资规模为 60.49 亿元, 较上年末小幅下降, 主要为信托计划投资及资产管理产品等理财产品, 长期股权投资为 19.32 亿元, 主要包括泰信基金管理有限公司、山东豪沃汽车金融有限公司、富国基金管理有限公司、泰山财产保险股份有限公司、德州银行股份有限公司等金融机构的股权投资。

表 11 山东国信固有业务管理的固有资产配置
(单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
货币资产投资	9.94	8.76	7.30
银行存款	8.99	8.67	0.47
国债逆回购	0.95	0.09	0.31
其他货币资金	--	--	6.52
证券投资	66.43	61.78	60.49
权益产品投资	4.07	6.45	7.09
理财产品投资	62.37	55.32	53.40
长期股权投资	13.64	14.88	19.32
固有资金贷款	5.17	12.95	9.94
信托业保障基金	0.92	0.96	1.00
合计	96.10	99.33	98.05

资料来源: 山东国信年报

山东国信依照监管要求并根据自身风险状况, 定期监控净资产及风险资本。截至 2020 年底, 山东国信净资产为 85.98 亿元, 总风险资本为 36.85 亿元, 净资产与总风险资本的比率为 233.34%, 净资产与净资产的比率为 85.25%。山东国信资本充足水平有所提升, 为业务拓展提供保障。

表 12 2018 - 2020 年山东国信资本管理情况
(单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
净资产	79.51	78.69	85.98
风险资本	43.48	40.18	36.85

净资产/风险资本	182.87	195.83	233.34
净资产/净资产	84.87	80.61	85.25

资料来源: 山东国信年报

(3) 其他

公司融资租赁和小贷业务规模较小, 收入及盈利贡献有限。

除控股山东资管和山东国信外, 公司还投资设立了金鼎租赁有限公司 (以下简称“金鼎租赁”, 持股 51%), 济南市鲁信小额贷款股份有限公司 (以下简称“鲁信小贷”, 持股 53.33%) 等。

金鼎租赁业务模式以售后回租为主, 2020 年新增租赁合同 8 个, 新增合同金额 2.76 亿元。2020 年实现营业总收入 0.37 亿元, 净利润 0.30 亿元。截至 2020 年底, 金鼎租赁应收租赁款余额为 8.71 亿元, 存量租赁合同 25 个, 其中单笔租赁款在 1 亿元以上的共 2 个。截至 2020 年底, 金鼎租赁前五大客户合计租赁款占 66%。

鲁信小贷主要经营济南市内各项小额贷款业务, 2020 年鲁信小贷放款规模 46.31 亿元, 期末贷款余额 5.38 亿元, 期末逾期贷款余额 1.05 亿元, 截至 2020 年底, 小贷业务前五大客户贷款余额 0.42 亿元。2020 年鲁信小贷营业总收入为 0.54 亿元, 净利润为-0.04 亿元。

3. 创业投资

跟踪期内, 鲁信创投经营业务较为稳定, 项目储备较充足, 行业分散, 投资收益增长带动盈利规模提升。创投业务盈利水平易受资本市场行情波动和投资标的经营业绩等因素影响, 存在不确定性。

公司创业投资业务经营主体为上市公司鲁信创投, 截至 2021 年 3 月底, 鲁信集团持股 69.57%, 无质押。截至 2020 年底, 鲁信创投资产总额为 63.78 亿元, 所有者权益合计 38.13 亿元; 2020 年, 鲁信创投营业收入为 1.21 亿元、投资收益为 8.60 亿元, 同比增长 304.46%, 系不再具有重大影响的剩余股权按公允价值重新计量产生的利得所致; 利润总额为 4.61 亿元,

同比增长 39.66%，当期交易性金融资产公允价值变动损益为-2.92 亿元。

近年来，鲁信创投持续深化基金化转型，积极创新基金管理和运作模式，明确母子基金管理架构和角色定位，推进构建起本部母基金和专业化子基金协同的投资体系。募资方面，截至 2020 年底，鲁信创投作为主发起人出资设立的基金及投资平台共 41 个，总认缴规模 151.53 亿元，到位资金规模 104.67 亿元，其中公司出资合计 49.64 亿元，涉及产业投资基金、区域投资基金、专业投资基金、平台投资基金等多种门类。

投资方面，2020 年鲁信创投对新设及已设基金/平台分期出资 2.92 亿元，同比下降 16.33%，各参股基金及投资平台完成投资项目 21 个，总投资额 6.49 亿元，投资领域涉及生物医药、高端装备制造、新能源新材料、软件及信息服务、生物医药及医疗设备等行业。截至 2020 年底，鲁信创投参投基金及投资平台在投资项目 154 个，投资总额 83.59 亿元，整体投资规模较稳定；期末公司及参股基金投资持有境内 A 股上市公司 16 家，香港 H 股上市公司 2 家，新三板挂牌公司 16 家；期末共有 24 个拟 IPO 项目。从在投项目行业分布看，高端装备制造、生物医药及医疗设备、信息技术、化工类、建筑建材及房地产占比较高，行业范围分布较为广泛，有利于分散行业集中度风险。总体看，鲁信创投投资项目储备丰富，行业分散。

退出方面，鲁信创投投资项目以二级市场减持、一级市场股权转让或并购等方式退出。2020 年鲁信创投结合国内外资本市场走势，根据减持计划及监管规定减持了部分上市项目公司股票，境内回笼资金 3.36 亿元，同比增长 47.37%，境外回笼资金 703 万美元，通过山东产权交易中心公开挂牌转让退出回笼资金 0.06 亿元。

基金管理方面，鲁信创投承担基金管理人职能直接管理的基金 3 支。包括山东省鲁信新旧动能转换创投母基金合伙企业（有限合伙）、

山东省省级创业投资引导基金、山东省科技风险投资基金，2020 年鲁信创投实现基金管理费收入 740.27 万元，较上年有所增长。

4. 基础设施

2020 年，因中石化天然气销售体制改革，公司天然气销售收入同比下滑，该业务毛利水平较低，对公司盈利贡献有限。

基础设施板块为公司重要收入来源之一，主要经营天然气销售业务，经营实体为山东实华天然气有限公司（以下简称“实华公司”，公司持股 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”，公司持股 35%，中国石油化工股份有限公司持股 65%）。基础设施板块收入主要由实华公司天然气销售收入构成。2019 年 6 月，中石化天然气分公司实施天然气销售体制改革，将实华公司下游客户除合资公司及分支管线沿线之外的用户全部转至其中石化华北销售中心管理（大部分为用气量大、用气稳定、结算及时的优质客户，占销售量和营业收入的比重约 60%）。受上述用户减少影响，2019 年以来公司天然气销售收入同比下滑。2020 年实华公司收入规模下降至 34.81 亿元，同比下降 45.80%。

表13 2018 - 2020年管道公司、实华公司收入情况
(单位: 亿元)

项目	2018年	2019年	2020年
管道公司	12.61	11.91	8.90
实华公司	70.75	64.23	34.81
合计	83.36	76.14	43.71

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，管道公司和实华公司合计拥有天然气管道约 1160 公里。2020 年，管道公司完成输气量 73.39 亿立方米，实现营业收入 8.90 亿元，利润总额 3.64 亿元；实华公司完成天然气销售 14.44 亿元立方米，同比下降 46.72%，实现营业收入 34.81 亿元，同比下降 45.80%，利润总额为 0.99 亿元。2021 年 1—3

月，管道公司完成输气量 10.19 亿立方米，实现营业收入 0.94 亿元，利润总额为 0.39 亿元，实华公司完成天然气销售 3.50 亿立方米，实现营业收入 8.37 亿元，利润总额为 0.51 亿元。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。

5. 其他业务

磨具、印刷包装和房地产业务为公司非核心业务，丰富公司收入来源。

磨具业务由上市公司鲁信创投下属公司经营，主营业务为磨具产品的生产销售，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。2020 年，磨具业务实现营业收入 1.12 亿元，净利润为 303.01 万元。

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。2020 年，天一印务实现营业收入 2.93 亿元，净利润 0.41 亿元。

房地产业务经营主体为山东鲁信金山投资有限公司（以下简称“鲁信金山”），注册资本 1.00 亿元，2020 年房地产销售收入 10.49 亿元，截至 2021 年 3 月底，房地产待售项目主要为鲁信和璧花园项目。2020 年，公司房地产业务部分项目交付，结转收入显著增长，有效补充公司收入。

6. 经营效率

公司经营效率有待提升。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 9.80 次、1.87 次和 0.05 次，同比均有所下降。

7. 未来发展

公司发展思路清晰，发展前景良好。

按照山东省委省政府部署，“十四五”期间，鲁信集团致力于成为核心金融牌照齐全，具有核心竞争力和品牌影响力的现代金融控股集团

团。鲁信集团以“提升区域金融质量、助推区域经济发展、维护区域金融稳定”为使命，聚合金融资源，增强金融实力，通过并购、重组等方式积极获取银行、证券、保险三大核心金融资源，加快形成门类齐全、功能完备的多层次金融服务体系，提升集团在金融行业的竞争力。为不同规模、不同发展阶段、不同类型的企业提供一站式综合金融解决方案，为新时代现代化强省建设提供强大金融支撑。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2021 年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 年底，公司合并范围内子公司 68 家，较上年底新增 6 家，减少 4 家；2020 年 1—3 月，公司合并范围内新增子公司 1 家，减少 1 家；考虑变动子公司规模较小，对公司财务数据可比性影响不大。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 1911.74 亿元，所有者权益合计 666.77 亿元（含少数股东权益 152.15 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 101.14 亿元，利润总额 25.11 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1933.15 亿元，所有者权益合计 662.93 亿元（含少数股东权益 152.71 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 17.58 亿元，利润总额 5.55 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，随着山东资管不良资产收购放缓及投资收回增加，公司资产规模有所下降；资产构成仍主要为不良资产包、应收款项类投资、股权投资及信托计划等，受限资产规模小，公司资产流动性及资产质量尚可。

截至 2020 年底，公司资产总额为 1911.74 亿元，较上年底下降 5.15%，系流动资产下降所致。截至 2020 年底，公司资产总额中流动资产占 55.81%，非流动资产占 44.19%，流动资产占比较上年底下降 5.41 个百分点。

流动资产方面，截至 2020 年底，公司流动资产为 1067.00 亿元，较上年底下降 13.53%，系其他应收款和一年内到期的非流动资产下降所致。公司流动资产主要由货币资金（占 17.50%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 61.11%）和其他流动资产（占 11.29%）构成。

截至 2020 年底，公司货币资金为 186.70 亿元，较上年底增长 27.01%，受限货币资金为 0.27 亿元，受限比例很低。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 652.06 亿元，较上年底下降 20.37%，此部分资产构成主要为子公司山东资管从金融机构折价收购的不良资产包，包括交易性金融资产 33.67 亿元，较上年底下降 50.39%，指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 618.39 亿元，较上年底下降 17.66%。其他应收款（合计）为 8.35 亿元，较上年底下降 80.07%，系对恒丰银行其他应收款 32.48 亿元收回所致。一年内到期的非流动资产为 46.19 亿元，较上年底下降 45.70%，系一年内到期的应收款项类投资减少所致。其他流动资产为 120.45 亿元，主要构成为持有的 1 年内（含 1 年）的信托计划及其收益、持有的 1 年内（含 1 年）的应收款项类投资及其收益，理财产品等，整体规模较上年底增长 35.93%，系应收款项类投资、理财产品增加所致。

非流动资产方面，截至 2020 年底，公司非流动资产为 844.74 亿元，较上年底增长 8.08%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 13.50%）、长期股权投资（占 61.12%）和其他非流动资产（占 17.11%）构成。其中，可供出售金融资产为 114.01 亿元，较上年底下降 27.94%。长期股权投资为 516.30 亿元，较上年

底增长 14.26%，系新增对联营企业投资和权益法确认投资收益所致，公司长期股权投资主要包括恒丰银行 370.36 亿元、民生证券股份有限公司 12.69 亿元、管道公司 3.00 亿元、富国基金管理有限公司 8.69 亿元、潍坊市鲁中金融资产运营管理有限公司 7.84 亿元和山东石油天然气股份有限公司 9.21 亿元。其他非流动资产为 144.50 亿元，较上年底增长 44.46%，主要包括持有的 1 年以上的应收款项类投资 32.27 亿元，预付长期资产款项 14.52 亿元和持有的 1 年以上的信托计划 111.52 亿元。其中持有的信托计划资产较上年底增长 98.27%，公司持有的信托计划主要为子公司山东国信设立并管理的纳入合并报表的结构化主体，期末合并范围内结构化主体信托总规模持续增长带动其他非流动资产较快增长。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额及资产构成较 2020 年底变动不大，其中货币资金有所增长，为 243.36 亿元，主要是下属子公司山东资管融资金额增加所致；其他流动资产下降 18.74%至 97.88 亿元。

截至 2020 年底，公司受限资产账面价值合计 29.54 亿元，占总资产的 1.55%，主要包括存货受限 6.52 亿元，其他非流动资产受限 12.50 亿元、长期股权投资受限 9.21 亿元，资产受限原因主要为抵质押融资借款，公司资产受限比例低。

3. 所有者权益和负债

跟踪期内，公司权益规模及结构变动不大，稳定性强。2020 年，山东资管归还债务增加，公司整体债务规模下降，但存量债务规模仍很高，债务负担重，未来面临一定集中偿付压力。

所有者权益方面，截至 2020 年底，公司所有者权益为 666.77 亿元，较上年底变动不大。归属于母公司所有者权益中实收资本占 22.35%，资本公积占 55.29%，未分配利润占 6.35%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 77.18%，少数股东权益占 22.82%。截至 2021

年3月底，公司所有者权益合计662.93亿元，较2020年底变动不大。

负债方面，截至2020年底，公司负债总额为1244.97亿元，较上年底下降7.68%。从结构看，流动负债占39.49%，非流动负债占60.51%，非流动负债占比较上年底减少15.33个百分点。

流动负债方面，截至2020年底，公司流动负债为491.70亿元，较上年底增长50.89%，公司流动负债构成主要为短期借款（占8.99%）、其他应付款（占7.44%）、一年内到期的非流动负债（占55.73%）和其他流动负债（占22.44%）。截至2020年底，公司短期借款为44.20亿元，较上年底增长88.86%，主要构成为信用借款。其他应付款（合计）为36.57亿元，较上年底下降69.58%，主要系往来款下降所致。一年内到期的非流动负债为274.02亿元，较上年底增长104.50%，主要系一年内到期的长期应付款增加所致。其他流动负债为110.33亿元，较上年底增长647.75%，系归属于纳入合并范围的结构化主体第三方受益人的净资产规模大幅增长所致，其中归属于纳入合并范围的结构化主体第三方受益人的净资产为80.42亿元（2019年底为7.57亿元），主要为子公司山东国信合并范围的结构化主体净资产中归属于第三方信托受益人的份额。

非流动负债方面，截至2020年底，公司非流动负债为753.27亿元，较上年底下降26.35%。其中，长期借款150.17亿元，较上年底增长11.33%，主要为信用借款；应付债券为162.50亿元，较上年底增长2.66%，发债主体包括公司本部、山东资管和鲁信创投，2020年合计新增发债规模40亿元，偿还规模0.55亿元，转入一年内到期的非流动负债36.00亿元。长期应付款为423.40亿元，较上年底下降39.54%，其中专项应付款为400.05亿元，主要为山东资管应付山东省财政厅的专项资金400.05亿元，用于收购恒丰银行不良资产，整体规模较上年底减少300.26亿元，系山东资管于2020年归还114.11亿元，其余转入一年内到

期的非流动负债。

截至2021年3月底，公司负债总额及负债结构较2020年底变动不大，其中短期借款增至84.80亿元。

有息债务方面，截至2020年底，公司全部债务为1076.49亿元，其中包含专项应付款600.34亿元（含一年内到期部分），占全部债务的55.77%。截至2020年底，公司短期债务为340.42亿元，较上年底增长116.24%，系应付专项资金200.34亿元转入一年内到期的非流动负债所致；公司长期债务为736.07亿元，较上年底下降25.91%，系专项应付款下降所致。截至2021年3月底，公司全部债务为1112.30亿元，较上年底增长3.33%，短期债务为363.55亿元，长期债务为748.75亿元，均较上年底有所增长，系短期借款及债券规模增加所致。债务指标方面，截至2020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65.12%、61.75%和52.47%，较上年底分别减少1.79个百分点、减少1.56个百分点和减少7.36个百分点。截至2021年3月底，上述三项指标分别为65.71%、62.66%和53.04%。截至本报告出具日，公司合并口径存续债券规模256.70亿元（长短期均包括在内），详见下表，公司整体债务负担重，面临一定集中偿付压力。

表14 截至本报告出具日公司合并口径存续债券概况

发行主体	债券名称	到期日期	余额 (亿元)
鲁信集团	17 鲁信 MTN001	2022-02-17	15.00
	21 鲁信 SCP002	2022-03-01	7.00
	16 鲁信集团债	2023-03-09	5.20
	20 鲁信 MTN001	2023-03-09	15.00
	21 鲁信 Y1	2024-01-18	15.00
	19 鲁信 MTN001	2024-07-10	15.00
	17 鲁信 01	2024-08-04	10.00
	21 鲁信 01	2026-01-07	15.00
	16 鲁信 01	2026-11-25	15.00
小计		--	112.20
山东资管	21 山东金融 SCP001	2021-07-02	15.00
	18 山东金融	2021-08-21	10.00

	MTN001		
	18 鲁金 02	2023-04-24	0.50
	18 鲁金 04	2023-06-15	4.00
	20 山东金融 MTN001	2023-07-03	10.00
	21 鲁金 01	2024-03-16	10.00
	19 金纾 01	2024-03-22	10.00
	19 金纾 03	2024-05-15	30.00
	19 金纾 05	2024-10-22	10.00
	19 山金 01	2024-11-26	15.00
	20 鲁金 01	2025-05-29	10.00
	小计	--	124.50
鲁信创投	20 鲁创 01	2027-01-17	5.00
	21 鲁信投资 MTN001	2028-01-06	4.00
	19 鲁创 01	2029-04-03	5.00
	19 鲁信创业 MTN001	2029-08-29	6.00
	小计	--	20.00
	合计	--	256.70

资料来源：Wind、联合资信整理

4. 盈利能力

2020 年，基础设施业务收入明显下滑导致公司营业总收入同比下降，公司财务费用高企对利润形成侵蚀；当期，较大规模的投资收益带动利润规模保持增长。公司持有大规模金融资产、权益投资等，形成的投资收益和减值损失易受外部经济环境及投资项目经营业绩变动等因素影响，存在不确定性。

2020 年，公司营业总收入为 101.14 亿元，同比下降 17.67%，系基础设施业务收入同比下降所致；营业成本为 45.86 亿元，同比下降 41.10%。公司营业利润率为 52.71%，同比增加 17.13 个百分点，盈利能力同比提升。

期间费用方面，2020 年，公司期间费用同比增长 62.80%至 47.47 亿元，主要系财务费用明显增长所致。其中销售费用 2.60 亿元，同比下降 11.49%，以职工薪酬为主；管理费用 9.26 亿元，同比增长 44.99%，系中介费用增长所致；财务费用 35.36 亿元，同比增长 81.14%，公司利息费用大幅增加。期间费用率为 46.93%，同比增加 23.20 个百分点，公司财务费用高企，对利润形成侵蚀。

2020 年，公司投资收益为 42.71 亿元，同比增长 215.94%，以权益法核算的长期股权投资投资收益为主，当期公司持有的恒丰银行股权权益法下确认的投资收益为 17.18 亿元，大幅提升投资收益规模；股权投资处置收益 7.98 亿元、可供出售金融资产等取得的投资收益 4.92 亿元。同期，公司资产减值损失为 6.79 亿元，同比增长 121.23%，系计提应收款项类投资减值损失增加所致；信用减值损失为 10.58 亿元，同比增长 53.23%，系下属信托业务发放贷款计提减值损失增加所致。总体看，公司主要经营不良资产管理、信托及创投业务等，形成较大规模金融资产及股权投资，产生的投资收益规模较大，为公司主要盈利来源，同时减值损失的增长削减盈利规模。公司盈利水平易受市场环境及投资项目业绩波动等多种因素影响，存在不确定性。

2020 年，公司利润总额为 25.11 亿元，同比增长 6.17%。盈利指标方面，2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率呈上升趋势，分别为 3.41%和 3.53%。

2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 17.58 亿元，同比下降 9.16%，利润总额 5.55 亿元，同比增长 36.85%，系投资收益增长所致，当期投资收益为 8.99 亿元，财务费用为 7.90 亿元，期间费用率为 54.42%。

5. 现金流分析

跟踪期内，子公司山东资管不良资产收购放缓以及收回投资金额增加，公司经营获现能力同比有所改善，可覆盖对外投资支出。同时，公司加大到期债务偿还力度，筹资活动现金流出增加；考虑到公司存量债务规模大，未来筹资需求仍较高。

2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 195.29 亿元，由上年的大幅净流出转为净流入，获现能力得以改善。从构成看，公司经营活动现金流主要表现为收到/支付其他与经营活动有关的现金。2020 年，公司收到其他与

经营活动有关的现金为 554.05 亿元，同比增长 42.54%，系子公司山东资管收回金融业务相关资金同比增长所致；同期，支付其他与经营活动有关的现金为 360.27 亿元，同比下降 64.31%，系 2019 年子公司山东资管支付不良资产业务本金 740.36 亿元（专项收购恒丰银行不良资产支出为主），2020 年同比明显下降。从收入实现质量看，2020 年现金收入比为 47.64%，主要系下属控股子公司以金融类业务为主所致。

2020 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -25.33 亿元，净流出规模同比下降 93.00%，系 2019 年新增对恒丰银行投资 360.00 亿元，2020 年对外投资减少所致。

2020 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 -111.62 亿元，由上年的净流入转为净流出。2020 年，公司取得借款收到的现金 241.72 亿元，同比增长 25.18%，收到其他与筹资活动有关的现金 35.00 亿元，同期，偿还债务支付的现金 344.40 亿元，同比增长 157.28%，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 44.17 亿元，同比增长 38.44%。

2021 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 13.52 亿元，仍以收到其他与经营活动有关的现金为主，投资活动产生的现金流量净额为 -6.85 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 25.78 亿元，以取得借款收到的现金为主。

6. 偿债能力

公司偿债指标表现尚可，融资渠道畅通，考虑公司作为山东省财政厅直属企业，区域战略地位突出，综合实力很强，公司偿债能力极强。公司存量债务规模高企以及利息支出增加将对公司偿债安排和流动性管理能力提出更高要求。

短期偿债指标方面，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率分别为 217.00% 和 212.31%。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率

和速动比率分别为 220.32% 和 215.34%。截至 2020 年底，公司现金类资产/短期债务分别为 0.61 倍。公司持有较大规模金融资产及股权投资，变现能力较强，可为公司提供流动性支持。

长期偿债指标方面，2020 年，公司 EBITDA 为 62.07 亿元，全部债务/EBITDA 为 17.34 倍，EBITDA 利息倍数为 1.73 倍。公司 EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖程度尚可。

鲁信集团下属公司山东资管经营不良资产管理业务，行业普遍具有高负债经营的特点，近年来业务发展较快，导致公司合并口径债务规模较快增长，大规模有息债务及利息支出将对公司偿债安排和流动性管理提出更高要求。公司作为山东省财政厅直属企业，贯彻实施省委省政府战略意图，区域战略地位突出，业务运营较易获得地方政府支持，综合实力很强，公司偿债能力极强。

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额为 8.00 亿元，系对山东鲁信文化传媒投资集团有限公司（以下简称“鲁信传媒集团”）的担保，鲁信传媒集团原为公司合并范围内子公司，2020 年 8 月，公司根据山东省人民政府批复的《省属企业文化旅游资产重组整合方案》相关安排，将鲁信传媒集团等子公司委托山东省国欣文化旅游发展集团有限公司管理，公司不再享有控制权。总体担保风险可控。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 827.34 亿元，尚未使用额度 223.65 亿元，公司间接融资渠道畅通；此外，子公司鲁信创投为 A 股上市公司，山东国信为香港联交所上市公司，公司具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部资产以股权投资为主，盈利依赖投资收益。考虑到公司本部持有上市公司山东国信和鲁信创投股权，均未质押，可为流动性提供一定支持。

截至 2020 年底，公司本部资产总额为 561.27 亿元，较上年底增长 6.73%。其中流动

资产为 26.66 亿元，主要为交易性金融资产 19.17 亿元；非流动资产为 534.61 亿元，主要为长期股权投资 526.96 亿元，系对子公司投资 481.19 亿元（山东资管 400.16 亿元）和对联营企业投资 36.47 亿元。截至 2020 年底，公司本部货币资金为 3.30 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司本部资产总额为 599.62 亿元，货币资金增长至 42.48 亿元。

截至 2020 年底，公司本部负债总额为 115.30 亿元，较上年底增长 38.11%。流动负债为 26.75 亿元，主要为短期借款 18.00 亿元；非流动负债为 88.55 亿元，主要为应付债券 61.00 亿元，长期应付款 23.35 亿元。截至 2020 年底，公司本部全部债务为 83.20 亿元，资产负债率为 20.54%。截至 2021 年 3 月底，公司本部负债总额为 153.50 亿元，其中短期借款增至 32.20 亿元，应付债券增至 75.20 亿元，全部债务为 107.40 亿元。考虑到公司本部持有上市公司山东国信和鲁信创投股权，均未质押，可为流动性提供一定支持。

截至 2020 年底，公司本部所有者权益为 445.97 亿元，较上年底变动不大，以实收资本和资本公积为主。截至 2021 年 3 月底，公司本部所有者权益为 446.12 亿元。

2020 年，公司本部营业收入 0.19 亿元，投资收益 11.38 亿元，利润总额为 6.47 亿元。2021 年 1—3 月，公司本部利润总额 1.55 亿元。

2020 年，公司本部经营活动现金流量净额为 -1.45 亿元，投资活动现金流量净额为 -4.50 亿元，筹资活动现金流量净额为 25.23 亿元。2021 年 1—3 月，公司本部经营活动现金流量净额为 11.30 亿元，投资活动现金流量净额为 -11.82 亿元，筹资活动现金流量净额为 22.10 亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值的保障能力较强。

截至本报告出具日，公司本部存续期债券

余额合计 112.20 亿元，2021 年剩余到期债券余额为 0 亿元，未来待偿债券本金峰值为 45.00 亿元（按行权计）。

2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值的保障倍数分别为 13.83 倍、4.34 倍和 1.38 倍。

表15 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

主要指标	指标值
本年度剩余到期债券金额（亿元）	0.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	45.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	*
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	13.83
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	4.34
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.38

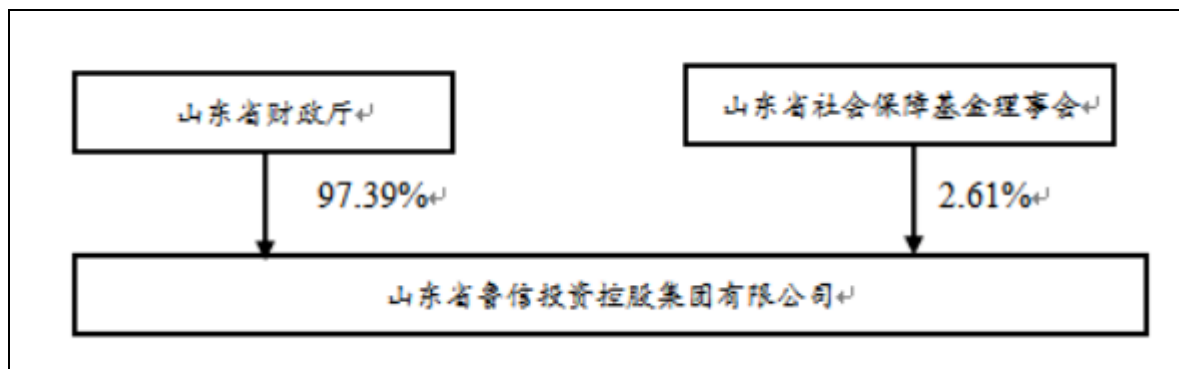
注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021年3月底）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十一、结论

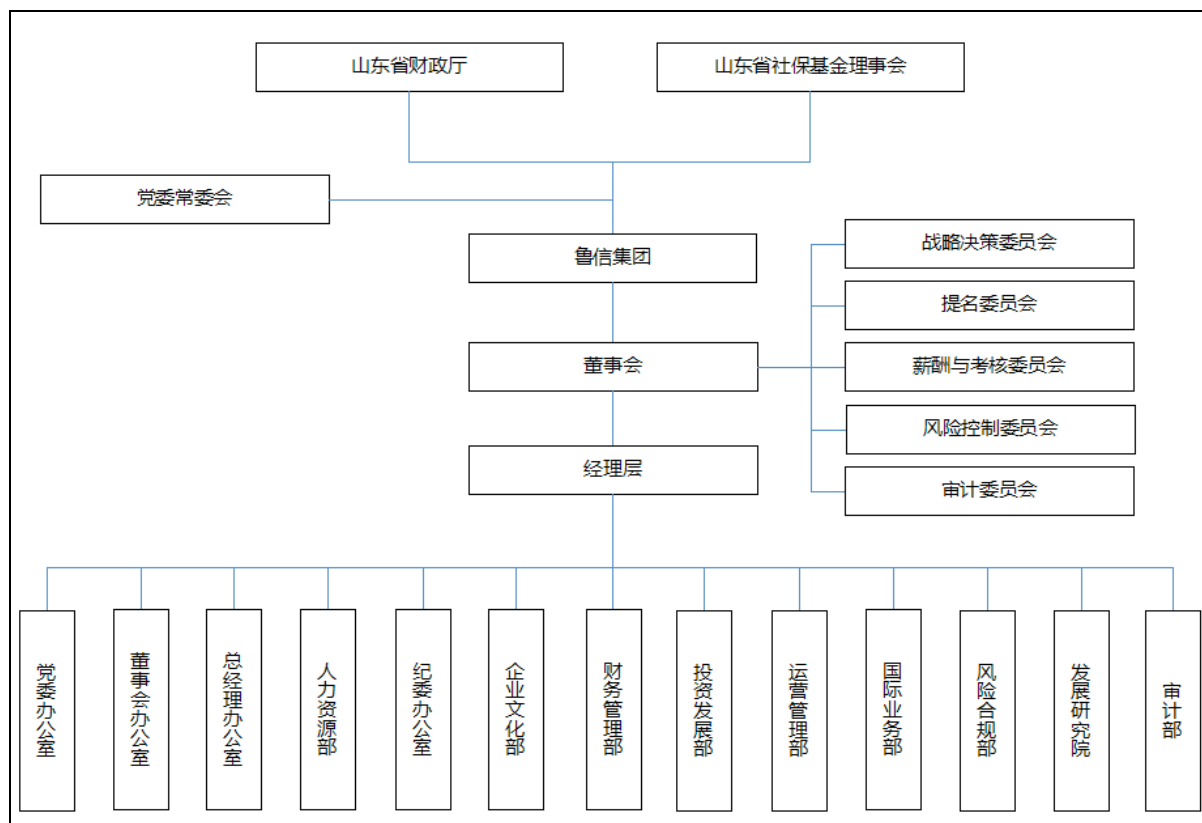
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 鲁信集团债/16 鲁信债”“17 鲁信 MTN001”“19 鲁信 MTN001”和“20 鲁信 MTN001”“16 鲁信 01”和“17 鲁信 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	65.75	168.71	206.63	243.82
资产总额(亿元)	794.52	2015.58	1911.74	1933.15
所有者权益(亿元)	301.02	667.01	666.77	662.93
短期债务(亿元)	94.28	157.42	340.42	363.55
长期债务(亿元)	305.57	993.44	736.07	748.75
全部债务(亿元)	399.85	1150.86	1076.49	1112.30
营业总收入(亿元)	120.69	122.85	101.14	17.58
利润总额(亿元)	27.91	23.65	25.11	5.55
EBITDA(亿元)	47.53	44.76	62.07	--
经营性净现金流(亿元)	-11.96	-624.13	195.29	13.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.17	14.74	9.80	--
存货周转次数(次)	3.66	3.15	1.87	--
总资产周转次数(次)	0.16	0.09	0.05	--
现金收入比(%)	80.52	66.24	47.64	58.09
营业利润率(%)	36.47	35.58	52.71	48.68
总资本收益率(%)	5.52	2.04	3.41	--
净资产收益率(%)	6.75	2.56	3.53	--
长期债务资本化比率(%)	50.38	59.83	52.47	53.04
全部债务资本化比率(%)	57.05	63.31	61.75	62.66
资产负债率(%)	62.11	66.91	65.12	65.71
流动比率(%)	223.58	378.68	217.00	220.32
速动比率(%)	209.61	370.72	212.31	215.34
经营现金流动负债比(%)	-7.11	-191.53	39.72	--
现金短期债务比(倍)	0.70	1.07	0.61	0.67
EBITDA 利息倍数(倍)	2.55	2.23	1.73	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.41	25.71	17.34	--

注：1. 2021 年一季度财务数据未经审计；2.截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产仅包括货币资金和应收票据；3. 所有者权益包含 30 亿元永续债券；4. 其他流动负债和长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务及其相关指标核算；

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.75	3.20	22.48	42.48
资产总额(亿元)	167.20	525.87	561.27	599.62
所有者权益(亿元)	90.19	442.38	445.97	446.12
短期债务(亿元)	25.00	31.00	18.00	32.20
长期债务(亿元)	50.20	50.20	65.20	75.20
全部债务(亿元)	75.20	81.20	83.20	107.40
营业收入(亿元)	0.09	0.13	0.19	0.01
利润总额(亿元)	2.72	0.55	6.47	1.55
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-1.64	6.02	-1.45	11.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	0.00	--
现金收入比(%)	--	--	0.00	0.00
营业利润率(%)	86.45	23.96	97.70	58.43
总资本收益率(%)	1.64	0.11	--	-
净资产收益率(%)	3.01	0.13	1.45	--
长期债务资本化比率(%)	35.76	10.19	12.75	14.42
全部债务资本化比率(%)	45.47	15.51	15.72	19.40
资产负债率(%)	46.06	15.88	20.54	25.60
流动比率(%)	75.76	30.87	99.66	94.19
速动比率(%)	75.76	30.87	99.66	94.19
经营现金流动负债比(%)	-6.14	18.10	-5.43	--
现金短期债务比(倍)			1.25	1.32
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2021 年 1 一季度财务数据未经审计；所有者权益包含 30 亿元永续债券
 资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 同行业企业对比数据

发行人	厦门金圆投资集团有限公司	无锡产业发展集团有限公司	山东省鲁信投资控股集团有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA
企业性质	地方国企	地方国企	地方国企
财务数据时点	2020 年		
资产总额(亿元)	573.34	896.44	1911.74
所有者权益(亿元)	294.50	322.51	666.77
营业收入(亿元)	83.40	808.95	101.14
利润总额(亿元)	14.11	33.93	25.11
经营活动现金流净额(亿元)	4.41	28.53	195.29
资产负债率(%)	48.63	64.02	65.12

资料来源：联合资信整理

附件 4 主要财务指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。