

# 山东省国有资产投资控股有限公司 2021 年度跟踪 评级报告

---

项目负责人：赵 敏 [mzhao@ccxi.com.cn](mailto:mzhao@ccxi.com.cn)

项目组成员：吴凯琳 [klwu@ccxi.com.cn](mailto:klwu@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 06 月 28 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1894号

## 山东省国有资产投资控股有限公司：

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

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17 鲁资 01”、“17 鲁资 02”、“17 鲁国资 MTN001”、“19 鲁资 01”、“19 鲁资 03”、“19 鲁资 04”、“20 鲁国资 MTN001”、“20 鲁资 Y1”、“20 鲁资 01”、“20 鲁国资 MTN002”、“21 鲁国资 MTN001”、“21 鲁国资 MTN002”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

**评级观点：**中诚信国际维持山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“山东国投”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 鲁资 01”、“17 鲁资 02”、“17 鲁国资 MTN001”、“19 鲁资 01”、“19 鲁资 03”、“19 鲁资 04”、“20 鲁国资 MTN001”、“20 鲁资 Y1”、“20 鲁资 01”、“20 鲁国资 MTN002”、“21 鲁国资 MTN001”、“21 鲁国资 MTN002”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了山东省经济及财政实力持续增强、公司战略地位显著及核心业务竞争实力较强等对公司发展的积极作用。同时，中诚信国际也关注到公司财务杠杆水平较高、担保业务规模下降等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

## 概况数据

山东国投（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,311.49	1,415.72	1,573.31	1,621.63
所有者权益合计（亿元）	336.16	329.15	429.78	445.25
总债务（亿元）	278.54	292.87	297.28	286.99
营业总收入（亿元）	615.88	716.66	861.90	167.23
净利润（亿元）	19.58	23.63	31.81	-3.68
EBITDA（亿元）	48.21	54.26	68.42	--
经营活动净现金流（亿元）	19.57	27.30	67.73	-11.37
资产负债率(%)	74.37	76.75	72.68	72.54
山东国投（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	231.08	219.08	251.53	245.60
所有者权益合计（亿元）	93.10	87.19	129.05	126.32
总债务（亿元）	125.57	119.86	109.08	109.62
营业总收入（亿元）	0.21	0.29	0.19	0.09
净利润（亿元）	8.17	6.46	6.19	-6.92
EBITDA（亿元）	--	--	12.21	--
经营活动净现金流（亿元）	13.57	10.93	12.38	-1.39
资产负债率(%)	59.71	60.20	48.69	48.57

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将其他应付款、其他流动负债中带息金额调整至短期债务，长期应付款、其他非流动负债中带息金额调整至长期债务。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY\_2019\_02)

山东省国有资产投资控股有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	7.78	6
	总资产收益率(%)*	3.47	7
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)	40.89	8
	总债务/EBITDA(X)*	5.17	8
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	4.10	8
	(CFO-股利)/总债务(%)*	5.58	6
规模与多元 化(30%)	营业总收入(亿元)	861.90	10
	业务多样性	8	8
运营实力 (20%)	资源禀赋	8	8
	资源控制力	8	8
打分结果			aa
BCA			aa
支持评级调整			2
评级模型级别			AAA

### 打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

\*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

## 正 面

■ **山东省经济实力持续增强，为公司发展提供了稳定的外部环境。**2018~2020 年，全省实现生产总值（GDP）分别为 66,648.9 亿元、71,067.5 亿元和 73,129.0 亿元，按可比价格计算，2020 年 GDP 较上年实现增长 3.6%。

■ **战略地位显著。**作为山东省重要的国有资产管理运营主体，公司经营范围包括国有产（股）权的经营管理及处置、资产管理、股权投资管理及经营、企业重组收购兼并等。公司自成立以来，得到了山东省政府在资产划转、资金及税收优惠等方面的大力支持。

■ **公司核心业务竞争实力较强。**IT 业务是公司最主要的收入来源，子公司浪潮集团在研发技术、供销渠道等方面均具有较强的竞争实力。近年来，受益于云计算市场持续发展，营业收入增长较快，行业地位进一步巩固。未来随着人工智能、云计算产业的发展以及海外市场区域的拓展，销售收入有望进一步扩大。

## 关 注

■ **财务杠杆水平较高。**2018 年末德州银行的并入使得公司的财务杠杆水平处于高位，截至 2021 年 3 月末，公司总负债和总债务规模分别为 1,176.38 亿元和 286.99 亿元，资产负债率达到 72.54%，总资本化比率 40.89%。

■ **担保业务规模下降需关注。**公司其他业务中还涉及担保业务，山东省再担保集团股份有限公司（以下简称“山东再担保”）受宏观经济增速放缓、客户经营风险加大和山东省整合担保公司的影响，业务规模下降明显。

## 评级展望

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

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

## 评级历史关键信息

山东省国有资产投资控股有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 鲁国资 MTN002(AAA)	2021/2/26	赵敏、吴凯琳	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019 02</a>	--
AAA/稳定	21 鲁国资 MTN001(AAA)	2021/2/25	赵敏、吴凯琳	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019 02</a>	--
AAA/稳定	17 鲁国资 MTN001(AAA)	2020/6/30	邵新惠、吴凯琳	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019 02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
	20 鲁国资 MTN001(AAA)				
	20 鲁国资 MTN002(AAA)				
AAA/稳定	20 鲁国资 MTN002(AAA)	2020/6/16	邵新惠、吴凯琳	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019 02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 鲁国资 MTN001(AAA)	2020/2/17	盛蕾、贾晓奇	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019 02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	17 鲁国资 MTN001(AAA)	2017/05/26	段晋璇、盛蕾	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法（通用）CCXI TY 2016 01</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际原口径

## 同行业比较

2020 年部分同区域同类型企业主要指标对比表						
公司名称	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
山东省国有资产投资控股有限公司	1,573.31	429.78	72.68	861.90	31.81	67.73
山东国惠投资有限公司	1,211.47	870.40	33.63	5.86	-0.24	1,211.47
华鲁控股集团有限公司	402.44	246.64	38.71	22.91	44.22	402.44

资料来源：中诚信国际整理

## 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
17 鲁资 01	AAA	AAA	2020/6/29	20.00	0.574	2017/03/08~2022/03/08(3+2)	调整票面利率、回售
17 鲁资 02	AAA	AAA	2020/6/29	10.00	5.494	2017/04/27~2022/04/27(3+2)	调整票面利率、回售
17 鲁国资 MTN001	AAA	AAA	2020/6/30	15.00	15.00	2017/08/11~2022/08/11	--
19 鲁资 01	AAA	AAA	2020/6/29	20.00	20.00	2019/04/19~2024/04/19(3+2)	调整票面利率、回售
19 鲁资 03	AAA	AAA	2020/6/29	10.00	10.00	2019/09/09~2024/09/09(3+2)	调整票面利率、回售
19 鲁资 04	AAA	AAA	2020/6/29	10.00	10.00	2019/09/09~2024/09/09	--
20 鲁国资 MTN001	AAA	AAA	2020/6/30	10.00	10.00	2020/03/05~2025/03/05	--
20 鲁资 Y1	AAA	AAA	2020/6/29	10.00	10.00	2020/03/04~2023/03/04(3+N)	调整票面利率、赎回、利息递延、偿付顺序
20 鲁资 01	AAA	AAA	2020/6/29	10.00	10.00	2020/04/17~2025/04/17	--
20 鲁国资 MTN002	AAA	AAA	2020/6/30	10.00	10.00	2020/06/24~2023/06/24(3+N)	调整票面利率、赎回、利息递延、偿付顺序
21 鲁国资 MTN001	AAA	AAA	2021/2/25	10.00	10.00	2021/03/03~2023/03/03	--
21 鲁国资 MTN002	AAA	AAA	2021/2/26	10.00	10.00	2021/03/05~2023/03/05	--

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“17 鲁资 01”募集资金 20.00 亿元，扣除相关发行费用后，全部用于偿还各类债务融资工具和金融机构借款。截至 2021 年 3 月末，“17 鲁资 01”募集资金已全部按照募集说明书披露的用途与程序使用完毕。

“17 鲁资 02”募集资金 10.00 亿元，扣除相关发行费用后，全部用于偿还各类债务融资工具和金融机构借款。截至 2021 年 3 月末，“17 鲁资 02”募集资金已全部按照募集说明书披露的用途与程序使用完毕。

“19 鲁资 01”募集资金 20.00 亿元，扣除相关发行费用后，全部用于偿还到期债务。截至 2021 年 3 月末，“19 鲁资 01”募集资金已全部按照募集说明书披露的用途与程序使用完毕。

“19 鲁资 03”募集资金 10.00 亿元，扣除相关发行费用后，全部用于偿还到期债务。截至 2021 年 3 月末，“19 鲁资 03”募集资金已全部按照募集说明书披露的用途与程序使用完毕。

“19 鲁资 04”募集资金 10.00 亿元，扣除相关发行费用后，全部用于偿还到期债务。截至 2021 年 3 月末，“19 鲁资 04”募集资金已全部按照募集说明书披露的用途与程序使用完毕。

“20 鲁资 Y1”募集资金 10.00 亿元，扣除相关发行费用后，全部用于偿还到期有息负债，截至 2021 年 3 月末，募集资金已全部按照募集说明书披露的用途与程序使用完毕。

“20 鲁资 01”募集资金 10.00 亿元，扣除相关发行费用后，将用于偿还公司债务和补充流动资金。截至 2021 年 3 月末，募集资金已全部按照募

集说明书披露的用途与程序使用完毕。

## 重大事项提示

2019 年 12 月，在校企分离的大背景下，根据教育部批准文件，山东省国资委将山东山大产业集团有限公司（现更名为“山东华特控股集团有限公司”，以下简称“华特控股”）100%的股权无偿划入公司。根据山东省国资委于 2020 年 1 月 10 日出具的鲁国资产权字[2020]3 号《山东省国资委关于无偿划入山东山大产业集团有限公司 100%国有产权有关事宜的批复》，公司以 2019 年 6 月末为划转基准日，无偿划入山东大学持有的华特控股 100%国有产权及享有的权益，并相应增加公司国家资本金 14.27 亿元。

华特控股由山东大学于 2001 年 7 月 26 日发起设立，注册资本 3.00 亿元。2020 年 3 月 26 日，控股股东由山东大学更为山东省国有资产投资控股有限公司，华特控股于 2020 年 3 月末纳入公司合并报表。2020 年末，华特控股总资产为 42.36 亿元，负债总额为 8.87 亿元，所有者权益为 33.50 亿元，2020 年实现收入 20.49 亿元，净利润 5.50 亿元

根据山东省国资委于 2020 年 12 月 31 日出具的鲁国资产权字[2020]98 号《山东省国资委关于无偿划转山东水总有限公司和山东省水利工程局有限公司 100%国有产权有关事宜的批复》，公司以 2019 年 12 月 31 日经审计的财务报告为基础，将公司持有的山东水总有限公司（以下简称“山东水总”）和山东省水利工程局有限公司（以下简称“山东水局”）2 户企业 100.00%国有产权无偿划转给山东省农村经济开发投资有限公司持有。工商变更于 2020 年 12 月 31 日完成。

截至 2020 年末，山东水总的资产总额为 47.57 亿元，负债总额为 45.75 亿元，所有者权益为 1.82 亿元。2020 年，实现营业收入 23.53 亿元，净利润 468.38 万元。

截至 2020 年末，山东水局的资产总额为 39.58



亿元，负债总额为 37.41 亿元，所有者权益为 2.17 亿元。2020 年，实现营业收入 26.30 亿元，净利润 762.34 万元。

2021 年 1 月 8 日，根据山东省国资委鲁国资产权字[2021]1 号文件批复，山东国惠投资有限公司将其持有的山东省交通运输集团有限公司（以下简称“山东交运”）37%国有产权、济南汇清企业管理有限公司（以下简称“汇清管理”）70%国有产权无偿划转给公司。工商变更于 2021 年 1 月 29 日完成。

截至 2021 年 3 月末，山东交运总资产 26.96 亿元，总负债 17.84 亿元，所有者权益 9.12 亿元。2021 年 1~3 月，山东交运实现营业收入 0.31 亿元，净利润-0.41 亿元。山东交运出现亏损主要系受新冠疫情及第一季度春节受各地“就地过节”政策影响，客运量及旅游出行人数大幅下降，导致当期亏损。

截至 2021 年 3 月末，汇清管理总资产 5.21 亿元，总负债 0.72 亿元，所有者权益 4.49 亿元。2021 年 1~3 月，汇清管理实现营业收入 0 万元，净利润 77 万元，盈利的主要原因是冲回 2020 年资产减值损失 66 万元。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经

济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、

合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

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

山东省地处我国胶东半岛，位于渤海、黄海之间，是我国重要的工业、农业和人口大省。全省陆域面积15.58万平方公里，占全国的1.62%。行政区划方面，山东省下辖济南市、青岛市两个副省级市，以及淄博市、枣庄市、东营市、烟台市、潍坊市、济宁市、泰安市、威海市、日照市、临沂市、德州市、聊城市、滨州市和菏泽市十四个地级市。根据《山东省第七次全国人口普查公报》，截至2020年10月末，全省常住人口10,152.7万人。

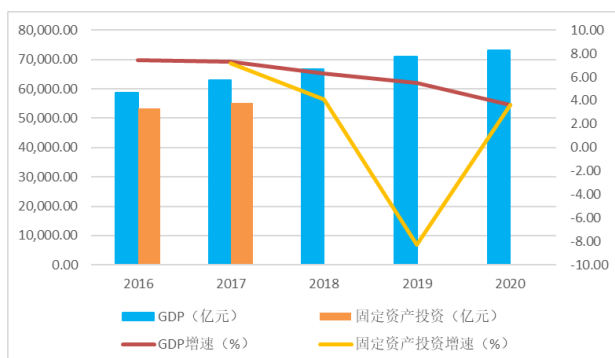
山东省经济基础较好，且保持平稳发展。2018~2020年，全省实现生产总值（GDP）分别为66,648.9亿元、71,067.5亿元和73,129.0亿元，按可

比价格计算，2020年GDP较上年实现增长3.6%。分产业看，第一产业增加值5,363.8亿元，增长2.7%；第二产业增加值28,612.2亿元，增长3.3%；第三产业增加值39,153.1亿元，增长3.9%。三次产业结构由上年的7.3：39.9：52.8调整为7.3：39.1：53.6。

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



图 1：2016~2020 年山东省 GDP、固定资产投资情况



注：1、2018 年 GDP 数据为山东省第四次经济普查数据，其中当年度 GDP 增长率情况未披露；2、部分年度固定资产投资数据未披露。

资料来源：山东省国民经济与社会发展统计公报，中诚信国际整理

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

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

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

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

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

表 1：2018~2020 年山东省财政情况（亿元、%）

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

资料来源：山东省财政厅，中诚信国际整理

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

### 受益于云服务器市场的快速增长及自身创新驱动，浪潮集团国内服务器龙头的地位进一步巩固，浪潮集团营收规模保持高速增长

公司 IT 业务主要由浪潮集团负责运营，公司拥有其 38.88%的股权。作为中国本土综合实力最强的大型 IT 企业之一、国家重点高新技术企业，浪潮集团拥有浪潮电子信息产业股份有限公司（以下简称“浪潮信息”，股票代码：000977）、浪潮软件股份有限公司（以下简称“浪潮软件”，股票代码：600756）两家 A 股上市公司以及浪潮国际有限公司（以下简

称“浪潮国际”，股票代码：00596）一家香港联交所上市公司以及山东华光电子股份有限公司（股票代码：838157）一家新三板上市公司。浪潮集团业务范围涵盖了服务器及微型计算机的生产与销售、系统集成、软件开发及云计算等，主要的业务收入集中于两家国内上市公司。

公司硬件的生产与销售主要由浪潮信息负责。浪潮信息通过生产和销售各类型服务器、微型计算机、储存产品等硬件产品实现盈利。自 2017 年以来，浪潮信息提出以智慧计算为核心的长期整体发展战略，紧抓云计算、大数据、人工智能等新一代信息技术应用普及带来的新的全球数字化、智能

化发展机遇，为云计算、大数据、人工智能提供领先的智能计算。2020 年，浪潮通用服务器全球市场占有率 9.9%，蝉联全球第三，成为全球前五中增速最高的服务器厂商；在中国市场，浪潮通用服务器市场占有率超 35.6%。根据 IDC 最新数据，2020 年上半年，浪潮 AI 服务器市场占有率位居全球第一。在中国市场，浪潮 AI 服务器市场占有率提高至 53.5%。浪潮存储出货量位于中国市场第二，同比增长 95.7%，中国增速第一。得益于服务器市场规模的不断扩增，近年来浪潮信息收入规模大幅推升，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，浪潮信息分别实现营业收入 469.41 亿元、516.53 亿元、630.38 亿元和 116.65 亿元。

表 2：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月浪潮信息收入构成及毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
服务器及部件	466.95	10.93	514.01	11.77	618.55	11.40	111.98	11.67
IT 终端及散件	1.41	20.63	-	-	9.43	20.21	3.58	19.91
其他	1.05	40.05	2.52	54.46	2.40	56.34	1.09	86.6
合计	469.41	11.02	516.53	11.97	630.38	11.70	116.65	12.6

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

浪潮信息主要产品为服务器、存储器以及 IT 终端和散件。其中，服务器及部件产品收入占营业总收入 90%以上。浪潮信息的服务器产品可以分为通用服务器和高端服务器，通用服务器主要产品为 X86 服务器，高端服务器以浪潮天梭 K1 为代表，目前该系统在金融、公安、税务、政府、能源、电信等关键行业得到成功应用。此外，浪潮信息于 2018 年发布了全新 AI 品牌 TensorServer，构建了全栈式 AI 计算系统，拥有 AGX-5 等一系列领先产品，浪潮 AI 实力不断提高。存储器主要包括统一存储系统、海量存储系统和数据保护系统等相关类别。2018 年新一代智能全闪 G2-F 系列上市，并通过 VMware 全套存储认证。此外，浪潮信息还涉及 IT 终端及散件产品，包括台式电脑、笔记本电脑、一体机成套散件和整机以及相关零部件。

生产模式方面，浪潮信息形成了信息化生产和自动化柔性生产模式。生产之前，由品管部门对物

料进行检测。生产部门领料后，进行整机装配、装配检验、调试、老化和终检直至最终出库。在此过程中，ERP 系统可以完成从生产计划、质量管理和商品管理的全程信息的“通盘规划，统一管理”，在生产过程中自动建立起机器档案，做到产品的可追溯性，为品质管理、售后服务等提供了强大的信息技术支持。产品分为标准化生产和定制化生产两种模式。但由于服务器特别是 K1 等高端服务器应用场景的特殊性，服务器生产更多采取按单定制的方式，为此，浪潮信息建立了智能高端服务器工厂，通过数字化、智能化的手段，实现高效的定制化生产，提高生产效率；同时，浪潮信息采用联合开发（JDM）创新业务模式，即以与客户产业链的融合为基础，面向客户具体业务，提供从开发、生产、供货到实施运维等全业务链条的定制化服务，分别在研发端成立系统工程师团队、在供应链端成立供应链团队，通过系统工程师团队与客户架构师团队一起对业务痛点做针对性创新，参与客户早期架构

设计并提供评估报告，并且进一步优化产品运营体系、攻坚重点省区和行业市场，持续推进“合作是两翼”的渠道策略。此外，浪潮信息通过与客户实现供应链平台的信息化对接、自动化下单、共享库存提高运营效率，实现了与客户之间协同创新、量身定制，建立了与客户长期稳定的合作关系。

质量控制方面，浪潮信息形成了完整的质量控制体系，有既定的质量控制目标。在品管部门和采购部门的协同下，浪潮信息首先保证物料的批合格率，保证供应商的状态，加强供应商质量工程师对供应商所供原料质量的保障。其次，生产线质量控制方面，浪潮信息考核产品上线直通率、交验合格率、出库合格率和产品研发水平。另外浪潮信息形成了成熟的 ORT（Ongoing Reliability Test，产品可靠性测试）制度以保证产品质量。

销售方面，浪潮信息在多年的业务发展过程中已建立了完整的覆盖全国的销售体系和网络，具有丰富的销售经验和专业技术知识，并与优质客户建立了长期、稳定的业务合作关系。从销售体系来看，浪潮信息构建了区域与行业交错的矩阵式营销管理体系，通过横向与纵向的营销资源运营，能够形成全行业、全区域营销贯通的市场布局。从销售模式来看，分为直销和渠道销售两类，主要以直销为主。直销主要面向政府、大中型企业集团、互联网等客户，主要通过参与大型项目招投标方式取得订单。渠道销售主要面向中小客户，浪潮信息销售给分销商、行业代理和金牌经销商以及系统集成商和独立软件开发商，再由其分别销售给最终客户。结算方面，浪潮信息会对直销和渠道客户进行信用评估以确定信用账期，其中直销客户主要采取发货后付款、分阶段验收并按进度付款等方式；渠道客户主要采取发货付款方式，信用账期通常在 60 天以内，一般以现付和 30 天账期为主。

从主要客户来看，服务器销售的主要客户为互联网客户、通讯运营商、银行类金融机构、能源企业及政府机构等，并已与其建立了长期的战略合作关系。近年来，互联网行业的快速发展带动云计算

需求的增长，大规模云数据中心建设是服务器市场增长的重要驱动力。2020 年浪潮信息的前 5 大客户占 2020 年度销售总额的比重为 30.27%。

表 3：2020 年浪潮信息前五大销售客户

销售客户	金额（万元）	占比
客户 1	469,436.51	7.45%
客户 2	420,376.86	6.67%
客户 3	393,472.27	6.24%
客户 4	325,834.88	5.17%
客户 5	298,776.23	4.74%
合计	1,907,896.76	30.27%

资料来源：浪潮信息年报，中诚信国际整理

区域分布方面，浪潮信息收入主要来源于国内地区。2018~2020 年，国内销售收入分别为 395.71 亿元、457.03 亿元和 521.64 亿元，同期在主营业务收入中的比重分别为 84.49%、88.48%和 82.75%。浪潮信息国内销售收入逐年增加，主要系浪潮信息产品布局日益完善，市场份额不断攀升，服务器及部件收入规模大幅扩张。海外市场方面，浪潮信息除积极绑定核心客户布局中国本土服务器市场外，还积极拓展海外市场，以开拓海外市场增长空间。浪潮信息为布局全球供应链在美国建设服务器生产基地，已实现美国本地化制造，为打开美国互联网等市场奠定了基础；同时浪潮服务器印度呼叫中心正式投入运营，海外服务体系不断完善；浪潮信息还同时加入了 OCP、ODCC、OPEN19 全球三大开放计算标准组织。2018~2020 年，海外销售规模分别为 72.65 亿元、59.50 亿元和 108.74 亿元。

采购方面，浪潮信息建立了独立完整的采购体系和严格的采购程序，确保采购的原材料符合浪潮信息生产质量和成本的要求。采购的原材料主要有 CPU、内存、硬盘、机箱、电源等，其中以 CPU、硬盘、内存为主，采购额占比在 80%以上。近年来浪潮信息主要原材料采购价格有所波动，一方面受到市场供求关系影响；另一方面由于原材料特别是 CPU 等高端部件采用美元结算，采购价格会受到汇率波动的影响。浪潮信息与主要供应商合作多年，形成较为稳定的战略合作关系，保障了原材料供应的稳定性和渠道的通畅性。结算方式主要为电汇模



式，其中进口采购结算货币为美元，并根据原材料的类别设定信用账期，基本为 30~90 天。

从主要供应商来看，CPU 的主要供应商为 Intel；硬盘主要供应商为西部数据、希捷和日立，基于其本身的周期性和更新换代规律，浪潮信息与硬盘供应商采取季度议价的方式；内存主要供应商为三星、海力士和美光，浪潮信息与内存供应商采取按月议价的方式。2020 年，浪潮信息前五大供应商采购额合计 381.03 亿元，在总采购额中占比为 65.54%。

表 4：2020 年浪潮信息前五大供应商（亿元）

供应商名称	采购金额	采购比例
供应商 1	140.24	24.12%
供应商 2	100.40	17.27%
供应商 3	54.44	9.36%
供应商 4	47.70	8.21%
供应商 5	38.25	6.58%
合计	381.03	65.54%

资料来源：浪潮信息年报，中诚信国际整理

科研创新方面，浪潮信息始终坚持自主创新，不断加大产品研发投入，部分新产品目前已达到国内领先水平。浪潮信息是全球 5 家掌握高端服务器、大型存储、关键数据库等高端信息化核心装备核心技术的厂商之一，具备从芯片、整机到操作系统、数据库的全栈技术能力。浪潮信息是全球 5 家掌握高可扩展体系结构技术的厂商之一，也是中国唯一具备大型在线交易处理方案提供能力的厂商，具备 32 路紧耦合大型服务器开发能力。浪潮信息牵头或参与了服务器全部国标，是唯一一家同时加入全球三大开放计算组织服务器供应商，同时在全球系统性能评测标准组织 SPEC 中，担任开放系统指导委

员会（Open System Steering Committee，即 OSSC）委员，并连任 SPEC ML（Machine Learning）技术委员会主席，致力于 AI 相关行业基准测试工作的开展。K-DB 数据库可应用于复杂场景的交易处理。浪潮信息具备全栈技术开发能力，引领前沿应用，在云、AI、开放计算和边缘计算等领域处于全球领先地位。云计算领域，浪潮 SR 整机柜服务器在中国市场份额超过 60%，i48 是全球第一款通过 ODCC 认证的天蝎多节点服务器；AI 领域，浪潮具备 AI 平台全栈技术能力，发布首款智算中心调度系统 AIStation，拥有性能最强的 AI 服务器 AGX-5，浪潮信息 AI 服务器连续 4 年以过半市场份额稳居中国市场第一；边缘计算领域，浪潮信息参与开发了 ODCC 社区的 OTII 基准，并且推出了第一款符合该标准的边缘服务器 NE5260M5，被中国移动大规模采用。

公司软件产品的开发、销售、系统运营维护及支持等主要由浪潮软件负责。

浪潮软件通过开发并销售通用性的各类管理软件、行业软件、商务平台系统、行业解决方案等，对外提供各类技术支持服务。受软件行业市场竞争激烈的影响，浪潮软件营业收入呈现波动，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，浪潮软件分别实现营业收入 12.12 亿元、14.56 亿元、13.29 亿元和 2.44 亿元。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，其软件及系统集成业务收入分别为 12.00 亿元、14.44 亿元、13.17 亿元和 2.41 亿元，占其营业总收入的 95%以上。

表 5：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月浪潮软件收入构成及毛利率情况

项目名称	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
软件及系统集成	12.00	52.58	14.44	43.80	13.17	42.69	2.41	49.71
租赁	0.12	44.17	0.12	40.38	0.12	42.02	0.03	41.07
合计	12.12	52.50	14.56	43.77	13.29	42.70	2.44	49.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售模式方面，浪潮软件销售基本采用直销模式，通过招投标直接销售给最终用户。当前浪潮软

件在全国东部和中部大部分省份配有专业的销售团队和人员，包括西藏、新疆等省份也通过周边省

份的销售人员加以辐射，少部分产品还销往欧美等国外地区。浪潮软件产品主要采用银行电汇和银行票据结算，前者大致占到结算金额的 95%。

下游客户方面，分行业看，浪潮软件客群主要集中于烟草、电子政务和其他行业三类，在烟草和电子政务领域具有较强的竞争优势。其中，烟草信息化业务是浪潮软件的传统业务，市场占有率连续多年排名前列，2018 年公司通过推进卷烟营销平台在省级、地市的应用，进一步巩固在烟草商业市场的优势地位，目前依托大数据技术为行业提供决策支撑并尝试向工业市场拓展；电子政务系浪潮软件的核心业务，在国务院加快建设全国一体化在线政务服务平台及深化“放管服”改革的要求下，公司打造的“互联网+政务服务”整体解决方案，在全国 29 个省、100 多个地市、800 多个区县得到深入应用，助力各级政府开展放管服工作，并参与了国内诸多城市的智慧城市规划与建设；在其他领域，公司主要面向地方政府及大型行业客户提供系统集成服务。

表 6：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月浪潮软件收入构成情况（亿元、%）

行业	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
烟草	2.51	77.09	2.90	69.80	2.72	75.18	0.82	76.86
电子政务	7.99	54.03	9.46	44.29	8.80	40.49	1.33	41.92
其他行业	1.50	8.57	2.09	5.51	1.65	0.95	0.25	1.98
租赁	0.12	44.17	0.12	40.38	0.12	42.02	0.03	41.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

采购及软件开发方面，首先，浪潮软件按照 ISO9001 质量管理体系要求对产品所需的软、硬件等设备进行采购。对于销售合同约定的货物，一般采用询价比价方式进行采购；对于非销售合同约定的采购项目，一般采取招标方式或集体决策方式确定产品和供应商。研发过程中，浪潮软件根据研发产品的不同，研发模式相应存在一定差异。2018 年以来，浪潮软件持续加大对云计算、互联网、移动互联、大数据等新一代技术手段的研发投入，持续提升浪潮软件核心技术水平；另一方面，持续加大本地交付中心建设，强化本地运维服务能力建设，

并加快推动募集资金项目的研发和建设，通过打造政府行业云平台，加强技术复用，提升公司“互联网+政务服务”、警务云等核心产品的市场竞争力。

中诚信国际认为，公司 IT 业务生产研发技术较为领先，且已建立了完整的覆盖全国的销售体系和网络，销售渠道畅通，竞争实力很强。并且，近年来受益于云计算市场的高速发展，公司销售规模持续增长。未来，随着人工智能、云计算产业的发展以及海外市场区域的拓展，销售规模有望进一步扩大。

**公司水利施工业务资质齐全，且以市场化项目为主，具有一定的市场竞争力，目前公司在手项目较为充足，未来业务的持续开展较有保障，随着 2020 年末山东水总及山东水局划出，公司将不再开展水利施工业务**

公司水利施工业务由其原全资子公司山东水总和山东水局负责。山东水总拥有水利水电工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包贰级、港口与航道工程施工总承包贰级、地基与基础工程专业承包壹级、钢结构工程专业承包贰级和建筑工程工程施工总承包叁级资质。山东水局拥有水利水电工程施工总承包壹级、钢结构工程专业承包壹级、土石方工程专业承包壹级、地基与基础工程贰级、市政公用工程贰级、房屋建筑工程贰级和环保工程专业承包叁级施工资质。

受每年承接项目及年内完工进度确认的影响，水利施工收入稳步提升。2018~2020 年，公司的水利施工业务实现收入分别为 33.97 亿元、34.28 亿元和 53.24 亿元。

项目承接方面，公司大部分项目以招投标方式承揽，施工项目以水务、市政、交通工程为主，主要集中在山东地区，近年来辐射至安徽、河北、内蒙、新疆等地区。项目工期不一，以 1~3 年为主。结算方面，业主方根据合同约定的金额，按工程进度每月支付工程款项。

中标情况方面，近年来随着标的小而多的水利



项目逐步整合，加之政策要求高资质企业不投标资质要求较低的招标项目，公司中标项目数量有所下降。2020 年公司中标项目合计 180 个，中标合同金额合计 59.99 亿元。其中，山东水总中标项目 115 个，涉及合同金额 30.23 亿元，山东水局中标项目 65 个，涉及合同金额 29.76 亿元。截至 2020 年末，山东水总和山东水局在建续建工程数量分别为 201 项和 97 项。

表 7：2018~2020 年公司水利施工业务主要数据（项、亿元）

项目名称	山东水总			山东水局		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
中标项目数	202	183	115	109	95	65
中标合同金额	29.87	25.29	30.23	25.75	25.16	29.76
在建续建工程	271	296	201	256	118	97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2020 年末公司主要 BT 项目情况（亿元）

项目名称	总投资	已投资	建设周期	回购周期	回购总价款	回购方	实际回款
山东巨野大野水库工程宝源湖供水工程	1.50	1.50	2011~2013	2014-2019	2.00	巨野县人民政府	1.71
聊城市莘县古云水库	1.38	1.38	2014.10~2015.12	2016-2018	1.52	聊城市莘县人民政府	1.31
合计	2.88	2.88	-	-	3.52	-	3.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 棕榈油及纸浆的对外依存度较高，受市场行情影响，公司棕榈油和纸浆的贸易量及销售收入大幅下滑

公司贸易业务主要由全资子公司山东省轻工供销有限公司（以下简称“轻工供销”）负责运营。经过多年的产品调整，轻工供销已逐步确立了以油脂和纸浆为主要贸易品种的经营模式。目前，轻工供销油脂和纸浆业务贸易量在省内贸易公司排名中名列前茅，在全国同行业中也具有重要的影响力。受轻工供销经营的品种市场行情波动较大的影响，贸易业务收入呈现波动。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司贸易业务收入分别为 15.35 亿元、7.95 亿元、10.49 亿元和 4.43 亿元，毛利率分别为 2.03%、3.19%、2.22%和 1.84%。

表 9：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司贸易业务情况

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
油脂类				
贸易量（万吨）	7.21	3.98	2.65	1.33
销售收入（万元）	30,690	15,149	12,790	7,206
占总销售收入比重（%）	19.99	19.07	9.32	16.35
纸浆类				
贸易量（万吨）	24.25	15.75	22.66	6.86
销售收入（万元）	120,725	63,378	82,809	31,019
占总销售收入比重（%）	78.64	79.77	79.56	70.39

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

实际经营方面，我国棕榈油及纸浆的对外依存度较高，近年来受国际贸易形势、能源价格、汇率等因素，轻工供销经营重心有所调整。2018 年，公司通过加大对市场调研力度，加深与上下游客户的联系，采取自营与代理相结合的方式，工业棕榈油业务实现突破并稳步开展，2019 年以来，根据市场走势变化，公司降低了油脂代理量。进入 2018 年

后，受需求低迷、中美贸易摩擦、人民币汇率贬值影响，国内纸浆价格震荡下行，轻工供销主动降低销量以规避纸浆价格高位风险，纸浆类贸易量有所下降，2019年，在控规模、保效益的指导方针下，公司业务向高毛利的贸易产品倾斜，同时受贸易摩擦的影响，纸浆产品关税的上浮和汇率的波动使得公司有针对性的压缩了纸浆类业务，2020年，公司抢抓市场机遇，增加独家代理纸浆品种，贸易量有所增长。

上下游方面，由于棕榈油及纸浆的对外依存度较高，但近年来受前述多种因素的影响，价格波动较大，因此，轻工供销大部分品种采取按需进货的模式，并通过即时合同的形式锁定单批货物的购销价格以规避风险，同时与供应商建立长期、稳定的合作关系。其中，油脂类贸易主要以工业棕榈油产品为主，由印尼和马来西亚供应；纸浆的主要进口地包括美国、加拿大、日本、巴西、智利等。销售方面，轻工供销根据市场情况以国内贸易为主。其中，油脂类贸易的下游客户主要为国内油脂生产厂家，主要销售区域有山东、河北、天津等地，近年来前五大客户销售额占比在60%到70%之间；纸浆的下游客户以山东省内大、中型造纸企业和周边省份的出版类企业为主，在山东省市场占有率较高，近年来前五大客户销售额占比在20%到30%之间，客户集中度风险较低。

结算方面，轻工贸易两类贸易的结算方式基本相同，其中进口采购一般以90~180天内的远期信用证结算；国内采购一般采取现款、承兑汇票及国内信用证结算，周期一般为30天以内。轻工供销的销售基本以现款结算为主，应收款项较少，基本没有坏账。

### 2019年以来，受省政府整合省级4家担保公司的影响，山东再担保公司业务规模继续收缩，在保余额和新增担保额大幅下降

公司于2009年9月设立山东省再担保集团股份有限公司（以下简称“山东再担保”），并将所持有的山东省企业信用担保有限责任公司（现名山东省企

业融资担保有限公司）的全部股权入股，持有山东再担保63.82%的股权，为其控股股东。山东再担保是山东省重要的政策性再担保机构，承担建立山东全省再担保体系的政策性任务。截至2021年3月末，山东再担保注册资本11.91亿元，净资产17.74亿元。2018~2020年及2021年1~3月，山东再担保实现营业总收入0.97亿元、0.32亿元、0.48亿元和0.02亿元。2019年以来，受省政府整合省级4家担保公司的影响，在整合完毕前，山东再担保公司不再开展新业务。

表 10：近三年一期山东再担保主要业务数据（亿元）

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
在保余额	80.41	21.37	15.80	15.45
其中：直保	33.36	21.29	15.72	15.37
再担保	47.05	0.08	0.08	0.08
当年新增担保额	87.42	13.49	2.10	-
其中：直保	10.09	5.43	2.10	-
再担保	77.34	8.06	-	-
当年解除担保额	107.84	72.52	7.68	0.35
其中：直保	28.99	17.49	7.68	0.35
再担保	78.85	55.03	-	-
当年代偿额	5.09	3.21	1.93	0.23
当年代偿率(%)	4.72	4.43	25.11	65.72
近三年累计代偿额	22.76	18.53	10.23	9.45
当年追偿额	3.52	1.81	1.12	0.12
近三年累计追偿额	7.58	8.00	6.45	6.37
累计追偿率(%)	33.30	43.17	63.05	67.41

注1：当年代偿率=当年代偿金额/当年解除担保金额×100%

注2：累计追偿率=近三年累计追偿金额/近三年累计代偿金额×100%

资料来源：山东再担保提供，中诚信国际整理

山东再担保的担保业务分为再担保业务与直保业务两大类。再担保业务方面，根据山东再担保对再担保体系内成员质量的分类标准，2018年以来，山东再担保没有同地市政府新签订再担保战略合作协议。截至2021年3月末，山东再担保的再担保余额0.08亿元。

直保业务方面，直保业务以融资性直保业务为主，具体分为产品增信担保、联合担保业务、项目贷款担保业务、省融资担保融资性直保业务。截至2021年3月末，山东再担保的融资性担保余额为10.94亿元，其中产品增信业务余额8.03亿元，联合担保业务余额2.91亿元。

公司的非融资性担保业务主要包括履约担保

和融资租赁担保两大类，以合同履约担保为主。非融资性担保业务全部由公司本部开展。截至 2021 年 3 月末，公司非融资性担保业务余额为 4.51 亿元（包含再担保），其中合同履约担保为 4.08 亿元，融资租赁担保余额为 0.43 亿元。

业务模式方面，山东再担保产品增信类担保业务主要由公司本部和全资子公司山东省企业融资担保有限公司（以下简称“省融资担保”）经营，主要包括信托产品、私募债券、直接债务融资工具、定向融资工具和资产收益权转让等。对于不同的产品增信担保，保费收取标准有所不同。信托担保和租赁业务担保的年化担保费率一般不低于 1.70%；对于债券担保和票据担保，年化担保费率一般不低于 1.40%。省融资担保融资性直保产品主要包括流动贷款类担保产品、委托贷款类担保产品和承兑担保。联合担保业务为公司与其他担保方对同一笔融资共同提供按份保证担保并收取保费，借款人违约时各担保方亦按各自的比例份额承担保证责任，年化担保费率一般不低于 2.20%。公司的非融资性担保业务主要包括履约担保和融资租赁担保两大类，以合同履约担保为主。非融资性担保业务全部由公司本部开展。

代偿方面，近年来，由于山东再担保公司不再开展新业务，在保余额及代偿规模持续下降。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，山东再担保的在保余额分别为 80.41 亿元、21.37 亿元、15.80 亿元和 15.45 亿元，当年代偿额分别为 5.09 亿元、3.21 亿元、1.93 亿元和 0.23 亿元，当年追偿额分别为 3.52 亿元、1.81 亿元、1.12 亿元和 0.12 亿元。

风险管理方面，山东再担保建立了由董事会、总裁、评审委员会、首席风险官、风险管理中心和业务运营中心组成的内部风险管理体系。管理层在授权范围内对山东再担保业务进行监管，并实行风险管理中心、评审委员会、董事长或董事长授权人三级审批制度。信用风险方面，山东再担保主要通过风险分担机制、严格机构准入、规范风险评审以及加强反担保措施等手段来识别和控制，以保障业

务的持续健康运营。其中，反担保措施方面，山东再担保从自身风险控制水平考虑，一般偏向实质性抵押物的反担保。大额融资担保业务一般要以企业的大型设备、专利权抵质押或关联企业提供信用保证；债券担保业务一般采用企业互保、企业土地抵押或者关联企业提供信用保证等方式。

**中诚信国际认为**，随着宏观经济增速的放缓，为控制风险和更加专注政策导向，担保业务规模下降，受部分中小企业经营恶化等因素的影响，代偿金额呈上升趋势，盈利能力较弱。中诚信国际将持续关注宏观环境变化对山东再担保业务规模、资产质量、代偿风险和信用风险等的影响。

### **公司还涉及远洋渔业、商业银行、医药、环保等领域，业务较为多元化，对公司收入形成有益补充**

公司还涉及远洋渔业领域，由子公司山东省中鲁远洋渔业股份有限公司（以下简称“中鲁渔业”，股票代码 200992.SZ）负责运营。中鲁渔业有 3 个主要业务细分板块，分别为远洋捕捞、冷藏运输和冷藏加工贸易。截至 2020 年末，中鲁渔业所属远洋捕捞船共 23 艘，其中，大型金枪鱼围网船 7 艘（组），大型超低温金枪鱼延绳钓船 14 艘，中型拖网渔船 2 艘，分别在印度洋海域和在大西洋海域作业；中鲁渔业所属国际冷藏运输船从事运营服务，通达世界各大主要港口。中鲁渔业产品主要销往国内、日本、加纳、俄罗斯等地。2018~2020 年，中鲁渔业远洋捕捞及其再加工销售量 35,477 吨、47,515 吨和 38,970 吨，水产品加工、冷藏及其他销售量 15,005 吨、16,946 吨和 14,726 吨。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，中鲁渔业分别实现收入 102,334.81 万元、112,895.19 万元、96,621.30 万元和 16,072.32 万元。

公司持有德州银行 44.00% 的股权，为其控股股东，并于 2018 年 12 月 31 日将其纳入合并范围。德州银行成立于 2004 年 12 月，注册资本 16.25 亿元，定位于“地方金融、市民银行”。业务方面，根据《德州银行股份有限公司 2020 年度报告》，截至 2020 年末，德州银行存款余额 524.45 亿元，贷款余额 328.36 亿元，存贷比为 62.61%；不良贷款率



2.40%，贷款损失准备金额余额 10.07 亿元，拨备覆盖率为 127.74%，风险抵御能力维持在较好水平；核心一级资本充足率、一级资本充足率、资本充足率分别为 10.81%、10.81%和 11.28%。2020 年，实现营业收入 9.89 亿元，净利润 1.66 亿元。总体来看，德州银行业务不断发展，存贷款规模保持增长，而受国内经济低迷、供给侧结构改革、实体经济经营困难向银行传导等不利因素影响，信用风险管控压力加大。

根据山东省国资委《关于无偿划入山东华特控股集团有限公司国有产权的批复》，山东省政府将原由山东大学控股的华特控股业 100%的国有股权无偿划入公司，华特控股于 2020 年 3 月末纳入公司合并范围。此次划转后，公司新增一家上市公司山大华特。

华特控股持有山大华特 20.72%股权，系其第一大股东。具体来看，山大华特以医药和环保为重点发展业务，同时涉足教育、新材料、信息、物业出租等领域。其中，医药业务由子公司达因药业负责经营，主要产品有儿童药品、儿童食品和儿童用品等，包括维生素 AD 滴剂（伊可新）、复方碳酸钙泡腾颗粒、甘草锌颗粒、右旋糖酐铁颗粒、阿奇霉素颗粒、利福昔明干混悬剂和二巯丁二酸胶囊等，其中“伊可新”为全国驰名商标，多年来保持同类产品市场占有率第一。环保业务方面，山大华特拥有多项环保技术及产品，业务包括了水处理、大气治理、固废治理等主要环保污染治理领域。截至 2021 年 3 月末，山大华特总资产 37.69 亿元，所有者权益 31.42 亿元，总负债 6.26 亿元。2020 年，实现营业收入 18.21 亿元，实现净利润 4.17 亿元，经营活动净现金流 5.45 亿元；2021 年 1~3 月，实现营业收入 4.89 亿元，实现净利润 1.09 亿元，经营活动净现金流 1.37 亿元。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留

意见的 2018 年、2019 年及 2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表。其中，2018~2020 年财务数据均为审计报告期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

### 人员工资及研发投入增长推动期间费用增长，但公司主营业务盈利能力不断增强，其他收益及投资收益对利润的贡献度仍然较高

2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 615.88 亿元、718.18 亿元、861.90 亿元和 167.23 亿元。从构成上看，IT 业务是公司最主要的营收来源，受益于云服务器市场规模的不断扩增，浪潮集团在研发技术、供销渠道等方面的竞争优势进一步凸显，行业地位进一步巩固，IT 业务收入规模大幅推升。同期，IT 业务营业收入分别为 541.50 亿元、621.79 亿元、736.16 亿元和 142.52 亿元。受市场供需和贸易摩擦的双重影响，纸浆和棕榈油市场行情波动较大，同期，贸易收入分别为 15.35 亿元、7.95 亿元、10.49 亿元和 4.43 亿元。水利施工业务因建设及结算具有周期性亦呈现小幅波动，2018~2020 年，收入分别为 33.97 亿元、34.28 亿元和 53.24 亿元。公司其他业务还包括担保业务、医药流通、远洋渔业等，对公司收入形成有益补充。由于德州银行于 2018 年 12 月 31 日并表，其经营成果并未对公司 2018 年度的利润情况产生影响；2019~2020 年及 2021 年 1~3 月，德州银行分别实现营业收入 13.64 亿元、9.89 亿元和 2.85 亿元。

毛利率方面，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司毛利率分别为 14.75%、17.89%、16.67%和 18.32%。分板块来看，IT 业务市场竞争激烈、客户集中度较高且议价能力强，但伴随毛利率较高且具有一定技术壁垒的 AI 服务器市场渗透率的加速提升，其主营的服务器产品的毛利水平有所改善，整体看来，毛利率水平较为稳定；公司水利工程业务受市场环境的影响，毛利率整体呈现小幅波动；贸易业务毛利率水平较低，且受贸易产品结构调整影响小幅波动。

表 11：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司营业收入构成及毛利率情况（万元、%）

行业名称	2018		2019		2020		2021.1~3	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
IT	5,414,974.34	14.92	6,217,895.73	16.59	7,361,621.64	15.56	1,425,202.47	16.92
水利施工	339,736.65	6.86	342,823.57	6.12	532,400.69	6.53	--	--
贸易	153,513.72	2.03	79,450.10	3.19	104,945.61	2.22	44,288.44	1.84
其他	250,613.27	29.28	541,637.44	62.92	620,058.25	66.50	202,834.73	54.37
合计	6,158,837.98	14.74	7,181,806.84	19.43	8,619,026.19	18.50	1,672,325.64	21.06

注：表内 2019 年营业收入为 2020 年审计报告期初调整数。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，公司的期间费用中管理费用、研发费用和销售费用的占比较高，主要系人员工资、研发投入、销售渠道费用、市场及广告费投入较高。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司管理费用分别为 25.04 亿元、37.92 亿元、39.73 和 10.67 亿元；近年来市场及广告费投入逐年增加导致公司销售费用持续增长，同期，销售费用分别为 24.14 亿元、28.66 亿元、33.78 亿元和 7.98 亿元；随着公司持续加大产品研发投入和加强技术创新，研发费用增长较快，同期，公司研发费用分别为 24.69 亿元、33.72 亿元、40.64 亿元和 8.41 亿元；同期，公司财务费用分别为 13.31 亿元、10.87 亿元、10.74 亿元和 1.71 亿元。同期，公司期间费用占营业收入的比重分别为 14.15%、15.51%、14.49%和 17.21%，呈现小幅波动，对公司利润形成一定侵蚀。

2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司利润总额分别为 24.81 亿元、28.01 亿元、37.64 亿元和-2.21 亿元，主要来自于经营性业务利润、资产减值损失及投资收益，同期，公司经营性业务利润分别为 6.78 亿元、26.25 亿元、30.52 亿元和 3.95 亿元，呈增长态势；同期，资产减值损失分别为-9.71 亿元、-17.67 亿元、-13.89 亿元和-0.05 亿元，主要系浪潮集团按周期计提存货减值损失；同期，投资收益分别为 25.87 亿元、19.23 亿元、18.23 亿元和 1.19 亿元，投资收益主要来源于持有及处置可供出售金融资产和长期股权投资取得的投资收益。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.Q1
销售费用	24.14	28.66	33.78	7.98
管理费用	25.04	37.92	39.73	10.67
研发费用	24.69	33.72	40.64	8.41
财务费用	13.31	10.87	10.74	1.71
期间费用合计	87.17	111.17	124.88	28.77
期间费用收入占比(%)	14.15	15.51	14.49	17.21
利润总额	24.81	28.01	37.64	-2.21
经营性业务利润	6.78	26.25	30.52	3.95
其中：其他收益	5.05	11.67	14.15	1.20
资产减值损失 (损失以“-”填列)	-9.71	-17.67	-13.89	-0.05
投资收益	25.87	19.23	18.23	1.19

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，母公司利润总额分别为 10.67 亿元、8.24 亿元、7.42 亿元和-6.92 亿元，母公司利润主要来自于投资收益，同期，母公司投资收益分别为 17.06 亿元、15.07 亿元、13.26 亿元和-0.29 亿元，投资收益主要来源于母公司对下属企业的投资，主要系股权运营收益和股权投资获取的红利收益。

### 德州银行并入后公司财务杠杆处于较高水平，同时，公司的资本投入保持较大的规模

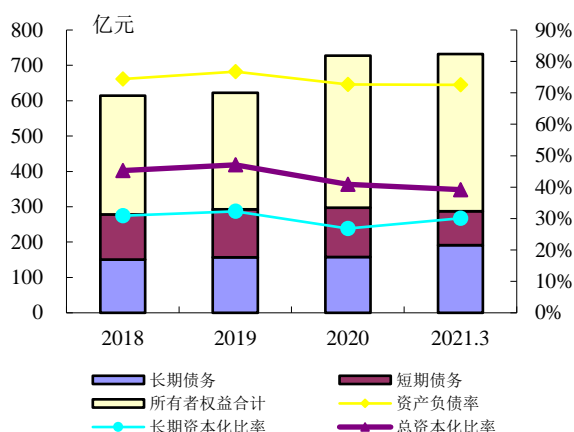
随着公司 IT 业务规模和合并范围的不断扩大，近年来公司资产规模呈稳定增长态势。2018~2020 年及 2021 年 3 月末，公司总资产分别为 1,311.49 亿元、1,415.72 亿元、1,573.31 亿元和 1,621.63 亿元。随着业务规模的扩张，公司负债规模亦呈现上升趋势，同期末，负债规模分别为 975.33 亿元、1,086.57 亿元、1,143.54 亿元和 1,176.38 亿元。所有者权益



方面，随着利润留存增加和资产注入，公司自有资本实力有所增强，同期末，公司所有者权益为 336.16 亿元、329.15 亿元、429.78 亿元和 445.25 亿元，以实收资本、资本公积、盈余公积、未分配利润和少数股东权益为主，近年来波动主要系合并范围变化、发行永续期公司债券及中期票据及未分配利润波动所致，2020 年末所有者权益较 2019 年末增加 100.63 亿元，主要系 2020 年公司发行 20 亿元永续期公司债券及中期票据以及华特控股划入带来的少数股东权益大幅增长，其中，2018~2020 年及 2021 年 3 月末，公司实收资本均为 45.00 亿元；同期末，未分配利润分别为 40.42 亿元、34.86 亿元、42.14 亿元和 51.04 亿元；同期末，少数股东权益分别为 204.69 亿元、205.99 亿元、267.66 亿元和 280.53 亿元，2020 年末少数股东权益较上年末增长较快主要系当年一季度华特控股纳入公司合并报表所致，截至 2021 年 3 月末，少数股东权益在所有者权益中的占比为 63.01%，占比较大，为公司所有者权益最主要的构成部分。

财务杠杆方面，2018~2020 年及 2021 年 3 月末，公司资产负债率分别为 74.37%、76.75%、72.68% 和 72.54%；同期，总资本化比率分别为 45.31%、47.08%、40.89%和 39.19%。

图 2：2018~2020 年及 2021 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信国际整理

从资产结构来看，公司流动资产和非流动资产比例相当，2018~2020 年及 2021 年 3 月末，公司流动资产在总资产中占比分别为 58.80%、51.74%、

48.07%和 48.04%。流动资产方面，近年来公司流动资产规模不断增加，2018~2020 年及 2021 年 3 月末，公司流动资产分别为 678.56 亿元、680.58 亿元、735.08 亿元和 861.06 亿元。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产构成。2018~2020 年及 2021 年 3 月末，公司货币资金分别为 253.96 亿元、233.60 亿元、274.67 亿元和 224.47 亿元，主要为银行存款，截至 2020 年末，公司受限货币资金为 54.44 亿元，受限原因主要系保证金、准备金、因担保涉诉事项被查封保全等。2018~2020 年及 2021 年 3 月末，公司应收账款分别为 89.02 亿元、154.86 亿元、111.00 亿元和 153.20 亿元，主要系浪潮集团销售产品的应收款，随着浪潮集团业务规模的扩大及产品销售力度不断加大，公司应收账款呈持续大幅上升趋势，随着山东水总和山东水局不再纳入合并范围，2020 年末应收账款规模有所下降。公司应收账款以账龄 1 年以内为主，截至 2020 年末公司计提坏账准备 14.17 亿元，计提比例为 11.32%，2020 年末公司前五大欠款方欠款金额占应收账款合计的比例为 9.17%。2018~2020 年及 2021 年 3 月末，公司存货分别为 139.46 亿元、134.98 亿元、147.04 亿元和 166.28 亿元，主要为制造服务器及其他散件的原材料、在产品、产成品及未完工结转的工程施工。2018~2020 年及 2021 年 3 月末，公司其他流动资产分别为 118.41 亿元、76.37 亿元、114.49 亿元和 83.89 亿元，主要为公司购买的理财产品、国债逆回购和资金信托计划及资管计划等。

2018~2020 年及 2021 年 3 月末，公司非流动资产分别为 632.93 亿元、735.14 亿元、838.24 亿元和 760.57 亿元，呈不断增长趋势。公司非流动资产主要由发放贷款和垫款、可供出售金融资产、长期股权投资和固定资产构成。2018~2020 年及 2021 年 3 月末，发放贷款和垫款分别为 246.05 亿元、295.75 亿元、336.52 亿元和 350.64 亿元，主要系德州银行业务运营所致。同期末，公司可供出售金融资产分别 170.88 亿元、187.63 亿元、175.93 亿元和 0.00 亿元，截至 2020 年末，可供出售金融资产中可供出售

债务工具为 60.92 亿元,可供出售权益工具为 113.02 亿元。其中,可供出售债权工具主要系德州银行持有的可供出售政策性银行债券、商业银行债券和企业债券;可供出售权益工具主要系公司持有的中泰证券股份有限公司(以下简称“中泰证券”)、山东海运股份有限公司(以下简称“山东海运”)、昆仑银行股份有限公司等公司的股权;2021 年 3 月末,受会计准则调整影响,可供出售金融资产余额为零。同期末,公司长期股权投资分别为 57.58 亿元、53.72 亿元、52.57 亿元和 57.49 亿元,近年来规模变动不大,主要为公司对山东省文化产业投资集团有限公司和山东汇通金融租赁有限公司等合营企业和联营企业的投资。2018~2020 年及 2021 年 3 月末,公司固定资产分别为 50.42 亿元、55.35 亿元、71.62 亿元和 76.60 亿元,呈增长趋势,主要为房屋及建筑物、电子设备和机器设备等。2021 年 3 月末,债权投资及其他债权投资账面价值分别为 58.33 亿元和 88.01 亿元。

负债结构方面,公司负债以流动负债为主,2018~2020 年及 2021 年 3 月末,公司流动负债分别为 814.07 亿元、911.94 亿元、963.90 亿元和 964.09 亿元,在总负债中占比分别为 83.47%、83.93%、84.29%和 81.95%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他流动负债和吸收存款及同业存放构成。2018~2020 年及 2021 年 3 月末,公司短期借款分别为 48.67 亿元、70.26 亿元、47.67 亿元和 28.84 亿元,短期借款波动主要系浪潮集团债务结构调整所致。2018~2020 年及 2021 年 3 月末,公司应付账款分别为 158.88 亿元、178.84 亿元、131.86 亿元和 187.86 亿元,主要为浪潮集团和山东水总及山东水局对上游供应商的应付款项。其他流动负债主要系公司发行短期融资券及德州银行业务产生,2018~2020 年及 2021 年 3 月末,公司其他流动负债分别为 80.31 亿元、19.93 亿元、35.32 亿元和 3.76 亿元。2018~2020 年及 2021 年 3 月末,公司吸收存款及同业存放规模分别为 404.50 亿元、450.94 亿元、529.47 亿元和 545.87 亿元,系 2018 年末纳入

公司合并范围的德州银行开展银行类业务产生。

2018~2020 年及 2021 年 3 月末,公司非流动负债分别为 161.26 亿元、174.63 亿元、179.64 亿元和 212.29 亿元,主要由长期借款和应付债券构成。2018~2020 年及 2021 年 3 月末,公司长期借款分别为 71.72 亿元、58.46 亿元、47.50 亿元和 58.33 亿元。2018~2020 年及 2021 年 3 月末,公司应付债券分别为 75.57 亿元、96.02 亿元、108.23 亿元和 128.30 亿元,主要为公司本部及下属子公司发行的中期票据和公司债。

**表 13: 截至 2021 年 3 月末尚在存续期的中长期债务融资工具(亿元、年、%)**

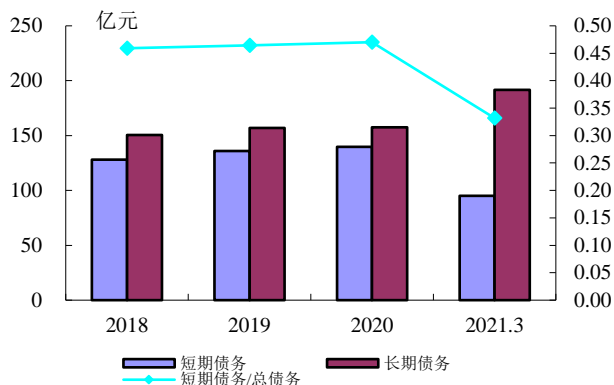
债券简称	规模	发行日期	期限	利率
17 鲁资 01	20.00	2017.3.6	5(3+2)	4.35
17 鲁资 02	10.00	2017.4.25	5(3+2)	4.78
17 鲁国资 MTN001	15.00	2017.8.9	5	5.09
18 鲁国资 MTN001	6.00	2018.4.17	3	4.87
18 浪潮电子 MTN001	2.00	2018.8.30	3	5.48
18 浪潮电子 MTN002	10.00	2018.12.21	3(3+N)	6.50
19 鲁资 01	20.00	2019.4.18	5(3+2)	4.28
19 鲁资 03	10.00	2019.9.6	5(3+2)	3.58
19 鲁资 04	10.00	2019.9.6	5	3.99
20 鲁资 Y1	10.00	2020.3.3	3(3+N)	3.48
20 鲁国资 MTN001	10.00	2020.3.3	5	3.41
20 鲁资 01	10.00	2020.4.16	5	3.28
20 鲁国资 MTN002	10.00	2020.6.22	3(3+N)	3.99
20 浪潮电子 MTN001	10.00	2020.7.21	3(3+N)	5.00
21 鲁国资 MTN001	10.00	2021.3.1	2	3.75
21 鲁国资 MTN002	10.00	2021.3.3	2	3.70
合计	173.00	-	-	-

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

有息债务方面,随着业务规模的扩大,公司近年来有息债务规模持续扩大。2018~2020 年及 2021 年 3 月末,公司总债务规模分别为 278.54 亿元、292.87 亿元、297.28 亿元和 286.99 亿元,其中短期债务分别为 127.95 亿元、135.93 亿元、139.78 亿元

和 95.22 亿元，主要系公司发行超短期融资券以及取得短期借款。2018~2020 年及 2021 年 3 月末，公司短期债务/总债务分别为 0.46 倍、0.46 倍、0.47 倍和 0.33 倍，公司债务以长期债务为主。

图 3：2018~2020 年及 2021 年 3 月末公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告及财务报表，中诚信国际整理

母公司方面，2018~2020 年及 2021 年 3 月末，母公司总资产分别为 231.08 亿元、219.08 亿元、251.43 亿元和 245.60 亿元，母公司资产主要由可供出售金融资产和长期股权投资构成。2018~2020 年及 2021 年 3 月末，母公司可供出售金融资产分别为 102.25 亿元、103.88 亿元、108.36 亿元和 0.00 亿元，主要为母公司持有的招商银行等上市公司股权，2021 年 3 月末余额为 0，主要系会计准则调整所致。同期，母公司长期股权投资分别为 92.09 亿元、91.47 亿元、105.17 亿元和 108.82 亿元，主要为母公司对其下属子公司的投资以及对合营和联营公司的投资。同期，货币资金分别为 19.89 亿元、3.73 亿元、19.26 亿元和 15.21 亿元。

2018~2020 年及 2021 年 3 月末，母公司总负债分别为 137.98 亿元、131.89 亿元、122.48 亿元和 119.28 亿元。母公司负债主要由一年内到期的非流动负债、其他应付款和应付债券构成，截至 2021 年 3 月末，母公司一年内到期的非流动负债为 6.85 亿元，主要系一年内到期长期借款、长期应付款和应付债券；其他应付款 9.35 亿元，主要系往来款；应付债券为 102.77 亿元，主要系中期票据和公司债。2018~2020 年及 2021 年 3 月末，母公司所有者权益

合计分别为 93.10 亿元、87.19 亿元、129.02 亿元和 126.32 亿元，主要由实收资本和未分配利润构成。其中，2019 年末较上年末下降 5.91 亿元，主要系当年未分配利润大幅减少所致；2020 年末较 2019 年末增长 41.83 亿元，主要系当期发行 20 亿元永续债以及合并华特控股带来的资本公积增长。

财务杠杆方面，2018~2020 年及 2021 年 3 月末，母公司资产负债率分别为 59.71%、60.20%、48.69%和 48.57%，同期，总资本化比率分别为 57.42%、57.89%、45.81%和 46.46%。

### 公司经营性净现金流波动较大，EBITDA 对利息支出的覆盖水平较好，备用流动性较为充足

偿债指标方面，2018~2020 年，公司 EBITDA 分别为 48.21 亿元、54.26 亿元和 68.42 亿元，随利润的上升而逐年增长。随着总债务规模的上升，EBITDA 对总债务的覆盖能力仍较弱，2018~2020 年末，总债务/EBITDA 分别为 5.78 倍、5.40 倍和 4.34 倍。同期，EBITDA 利息保障系数分别为 3.20 倍、4.11 倍和 5.00 倍，EBITDA 对利息支出的保障能力较强。

经营活动现金流方面，近年来公司 IT 业务在经营性业务方面支出较大，水利工程业务因工程结算时间、产权交易形成的保证金收付及产权交易资金托收托付时间错配等问题，导致公司经营活动净现金流不稳定。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司经营活动净现金流分别为 19.57 亿元、27.30 亿元、67.73 亿元和 -11.37 亿元，呈波动趋势。2018~2020 年，公司经营活动净现金流/总债务分别为 0.07 倍、0.09 倍和 0.23 倍，对总债务覆盖能力很弱。同期，经营活动净现金流利息保障系数分别为 1.30 倍、2.07 倍和 4.95 倍，能够覆盖利息支出。

母公司方面，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，母公司经营活动净现金流分别为 13.57 亿元、10.93 亿元、12.38 亿元和 -1.39 亿元，呈波动趋势，母公司经营活动现金流入主要为母公司收到与支付的其他与经营活动有关的现金。同期，母公司投资活

动净现金流分别为-17.18 亿元、0.29 亿元、-0.22 亿元和-1.28 亿元。同期，母公司筹资活动净现金流分别为 10.89 亿元、-27.37 亿元、3.37 亿元和-1.38 亿元。

表 14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
短期债务	127.95	135.93	139.78	95.22
长期债务	150.59	156.94	157.50	191.77
总债务	278.54	292.87	297.28	286.99
货币资金/短期债务	1.98	1.72	1.97	2.36
EBITDA/短期债务	0.38	0.40	0.49	--
经营活动净现金流	19.57	27.30	67.73	-11.37
经营净现金流/总债务	0.07	0.09	0.23	-0.16
经营活动净现金流/利息支出	1.30	2.07	4.95	--
EBITDA	48.21	54.26	68.42	--
总债务/EBITDA	5.78	5.40	4.34	--
EBITDA 利息倍数	3.20	4.11	5.00	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从公司到期债务分布情况看，2021 年 4~12 月、2022~2024 年公司到期债务金额分别为 65.98 亿元、76.15 亿元、51.85 亿元和 10.59 亿元，公司短期偿债压力较大，但备用流动性较强，货币资金相对充足，风险相对可控。截至 2021 年 3 月末，母公司短期债务 6.85 亿元，货币资金/短期债务为 2.22 倍。

表 15：截至 2021 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

到期年份	2021.4~12	2022	2023	2024
到期金额	65.98	76.15	51.85	10.59

注：到期金额不含应付票据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，公司与多家银行保持良好的合作关系。截至 2021 年 3 月末，公司获得各家银行授信额度共计 871.05 亿元，尚未使用的授信额度为 704.14 亿元，公司备用流动性较为充足。截至 2021 年 3 月末，母公司获得各家银行授信额度共计 28.00 亿元，尚未使用。

受限资产方面，截至 2021 年 3 月末，公司货币资金中有 8.55 亿元因作为保证金、质押金而受限；固定资产中有 1.02 亿元因抵押借款受限；无形资产中有 5.57 亿元因质押借款受限。公司受限资产总计 66.07 亿元，占同期总资产 4.07%。

表 16：截至 2021 年 3 月末公司受限资产明细表（万元）

	期末账面价值	受限原因
货币资金	719.81	保证金、准备金、
应收账款	3,000.00	因担保涉诉事项被查封保全
其他应收款	127,012.61	质押或被查封
其他货币资金	84,821.64	未到期票据及保函保证金
可供出售金融资产	2,381.45	质押、因担保涉诉事项被查封保全
长期应收款	24,078.92	借款质押
长期股权投资	331,490.86	质押
投资性房地产	2,695.61	抵押
固定资产	10,247.01	借款抵押、因担保涉诉事项被查封保全
在建工程	18,530.80	借款抵押
无形资产	55,711.25	借款抵押
合计	660,689.96	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

或有负债方面，截至 2021 年 3 月末，公司及其合并范围内子公司对外担保余额（不含担保业务）7,192.62 万元，系浪潮信息对经销商进行连带责任保证，占公司净资产 0.16%，或有负债风险较小。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至到 2021 年 4 月 6 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**公司作为山东省政府重要的国有资本经营和国有股权管理的主体，战略地位显著，在资产注入、政策等方面获得了股东及山东省政府的大力支持**

作为山东省重要的国有资产管理运营主体，公司自成立以来，得到了山东省政府在资产划转、资金及税收优惠等方面的大力支持。同时，公司主营的 IT 业务具有较强的技术优势。

2017 年 12 月，经山东银监局《关于同意山东省国有资产投资控股有限公司认购德州银行股份有限公司的批复》（鲁银监准〔2017〕408 号）批复同意，山东国投以每股 3.26 元的价格认购德州银行 2.25 亿股。此次交易完成后，德州银行注册资本由 9 亿元



增加至 11.25 亿元，其中公司持有德州银行 20% 股份。2018 年 12 月，德州银行实行增资扩股，募集股份 5 亿股，每股面值人民币 1 元，发行价格 3.06 元。经山东银保监局《关于核准山东省国有资产投资控股有限公司德州银行股东资格的批复》（鲁银保监准〔2018〕117 号）批复同意，公司认购 4.9 亿股。此次交易完成后，公司合计持有德州银行 44% 的股份，为其第一大股东。

继 2005 年山东省国资委将九家企业的国有出资部分划入公司改组之后，2014 年，山东省国资委将中国网通集团（香港）公司国有法人股 149,683,549 股权等国有资本划拨给公司，增加公司注册资本 29 亿元。2019 年 12 月，在校企分离的大背景下，根据教育部批准文件，山东省国资委将山大产业 100% 的股权无偿划入公司，工商变更于 2020 年 3 月 26 日完成。

2020 年 3 月 17 日，子公司山东省再担保收到省财政国有企业政策性补贴 3 亿元。

根据山东省国资委于 2020 年 12 月 31 日出具的鲁国资产权字[2020]98 号《山东省国资委关于无偿划转山东水总有限公司和山东省水利工程局有限公司 100% 国有产权有关事宜的批复》，公司以 2019 年 12 月 31 日经审计的财务报告为基础，将公司持有的山东水总和山东水局 2 户企业 100.00% 国有产权无偿划转给山东省农村经济开发投资有限公司持有。工商变更于 2020 年 12 月 31 日完成。

2021 年 1 月 8 日，根据山东省国资委鲁国资产权字[2021]1 号文件批复，山东国惠投资有限公司将其持有的山东交运 37% 国有产权、汇清管理 70% 国有产权无偿划转给公司。工商变更于 2021 年 1 月 29 日完成。

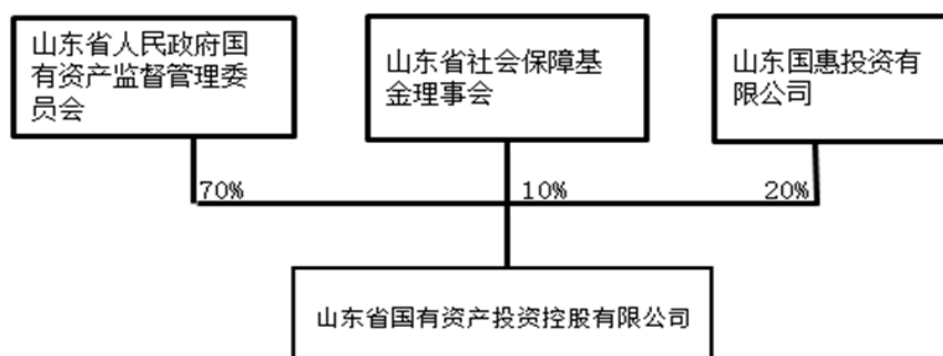
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持山东省国有资产投资控股有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 鲁资 01”、“17 鲁资 02”、“17 鲁国资 MTN001”、“19 鲁资 01”、“19 鲁资 03”、“19

鲁资 04”、“20 鲁国资 MTN001”、“20 鲁资 Y1”、“20 鲁资 01”、“20 鲁国资 MTN002”、“21 鲁国资 MTN001”、“21 鲁国资 MTN002”的债项信用等级为 **AAA**。



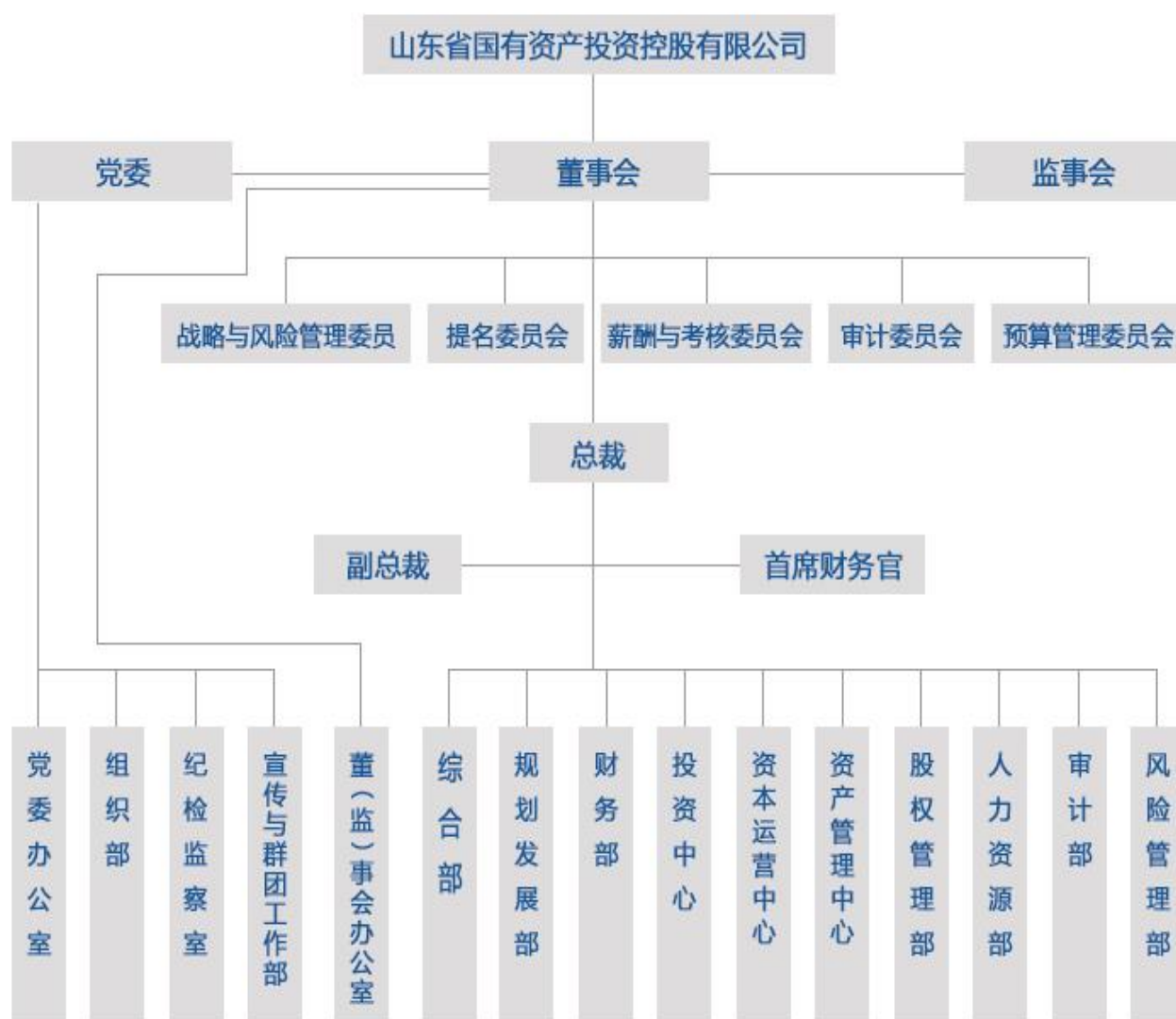
## 附一：山东省国有资产投资控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



全称	持股比例(%)	投资额（万元）
山东省轻工业供销有限公司	100.00	1,705.17
山东水总有限公司	100.00	6,511.38
山东省水利工程局有限公司	100.00	5,387.29
中泰信诚资产管理有限公司	100.00	9,403.41
浪潮集团有限公司	38.88	8,889.02
巨能资本管理有限公司	100.00	10,000.00
山东省再担保集团股份有限公司	63.82	67,040.23
山东东银投资有限公司	55.00	11,207.53
山东省中鲁远洋渔业股份有限公司	47.25	26,114.94
山东省资产管理运营有限公司	100.00	33,833.55
山东融越金融控股有限公司	100.00	98,345.24
鲁资创业投资有限公司	100.00	50,000.00
鲁康投资有限公司	100.00	15,000.00
山东省医药集团有限公司	100.00	-
山东省百特投资有限公司	100.00	500.00
山东省泰富资产经营有限公司	100.00	3,000.00
德州银行股份有限公司	44.00	223,290.00
山东省丝绸集团有限公司	100.00	-
山东超越信息科技有限公司	38.88	1,965.38
山东山大产业集团有限公司	100.00	-

注：截至 2020 年末公司一级子公司情况

## 山东省国有资产投资控股有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

## 附二：山东省国有资产投资控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	2,539,594.63	2,336,018.52	2,746,712.90	2,244,732.14
应收账款净额	890,201.88	1,548,560.70	1,110,013.28	1,532,032.01
其他应收款	357,914.86	370,311.66	355,255.91	384,996.41
存货净额	1,394,641.28	1,384,143.77	1,519,920.81	1,722,146.99
长期投资	2,669,221.93	2,873,504.54	3,193,235.87	2,086,399.78
固定资产	504,187.14	553,484.69	716,215.31	766,046.12
在建工程	53,898.95	67,023.78	118,108.54	153,696.81
无形资产	236,421.84	254,694.01	256,446.60	314,124.15
总资产	13,114,927.33	14,157,154.18	15,733,130.80	16,216,274.47
其他应付款	374,829.76	465,385.85	450,209.96	481,335.50
短期债务	1,279,503.26	1,359,333.80	1,397,765.53	952,169.72
长期债务	1,505,853.11	1,569,407.54	1,575,014.67	1,917,725.10
总债务	2,785,356.36	2,928,741.34	2,972,780.20	2,869,894.82
净债务	245,761.73	592,722.81	226,067.30	625,162.68
总负债	9,753,291.69	10,865,666.95	11,435,378.14	11,763,759.96
费用化利息支出	150,618.21	132,095.25	136,727.96	21,931.82
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	3,361,635.64	3,291,487.23	4,297,752.66	4,452,514.51
营业总收入	6,158,837.98	7,166,559.75	8,619,026.19	1,672,325.64
经营性业务利润	67,818.83	262,457.60	305,232.28	38,450.29
投资收益	258,746.09	192,291.97	182,346.77	11,896.05
净利润	195,769.62	236,314.53	318,052.52	-36,840.16
EBIT	398,743.38	412,195.09	513,141.46	-206.75
EBITDA	482,072.98	542,555.98	684,187.19	--
经营活动产生现金净流量	195,664.90	272,952.65	677,264.96	-113,737.71
投资活动产生现金净流量	118,774.78	170,884.44	-808,096.34	-249,798.72
筹资活动产生现金净流量	583,658.25	-644,515.55	604,837.80	-244,294.88
资本支出	237,709.58	174,456.92	250,459.84	33,084.04
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	14.44	16.34	15.76	18.17
期间费用率(%)	14.15	15.51	14.49	17.21
EBITDA 利润率(%)	7.83	7.57	7.94	--
总资产收益率(%)	3.96	3.02	3.43	-0.01*
净资产收益率(%)	6.60	7.10	8.38	-3.37*
流动比率(X)	0.83	0.75	0.76	0.89
速动比率(X)	0.66	0.59	0.60	0.71
存货周转率(X)	4.65	4.15	4.84	3.26*
应收账款周转率(X)	7.21	5.65	6.27	4.89*
资产负债率(%)	74.37	76.75	72.68	72.54
总资本化比率(%)	45.31	47.08	40.89	39.19
短期债务/总债务(%)	45.94	46.41	47.02	33.18
经营活动净现金流/总债务(X)	0.07	0.09	0.23	-0.16*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.15	0.20	0.48	-0.48*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.30	2.07	4.95	-5.19
经调整的经营净现金流/总债务(%)	1.31	-1.47	16.91	-20.74*
总债务/EBITDA(X)	5.78	5.40	4.34	--
EBITDA/短期债务(X)	0.38	0.40	0.49	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.20	4.11	5.00	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.65	3.12	3.75	-0.01

注：1、2021 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债、向中央银行借款、其他应付款等科目的有息债务调整至短期债务；3、将公司计入长期应付款、其他非流动负债等科目的有息债务调整至长期债务；4、带\*指标已经年化处理。

### 附三：山东省国有资产投资控股有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	198,871.30	37,319.10	192,564.84	152,141.90
应收账款	11,238.40	11,238.40	11,238.40	11,238.40
其他应收款	40,450.78	69,332.27	54,315.81	61,134.90
存货	0.43	0.43	0.43	0.43
长期投资	1,943,457.25	1,953,441.26	2,135,333.66	1,088,197.17
在建工程	--	--	--	--
无形资产	389.88	366.66	325.63	311.43
总资产	2,310,830.05	2,190,762.84	2,515,323.31	2,456,041.03
其他应付款	80,833.86	78,632.92	86,355.41	93,458.59
短期债务	639,116.52	264,854.74	262,438.29	68,526.05
长期债务	616,589.07	933,713.05	828,402.70	1,027,717.45
总债务	1,255,705.59	1,198,567.79	1,090,840.99	1,096,243.50
总负债	1,379,814.11	1,318,860.16	1,224,785.35	1,192,814.38
费用化利息支出	55,872.89	57,581.43	46,328.84	10,613.61
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	0.00
实收资本	450,000.00	450,000.00	450,000.00	450,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	931,015.93	871,902.69	1,290,537.96	1,263,226.65
营业总收入	2,087.54	2,864.66	1,916.94	906.05
经营性业务利润	-60,514.43	-62,503.13	-51,449.20	-11,753.28
投资收益	170,605.47	150,734.90	132,550.07	-2,943.71
净利润	81,662.76	64,593.59	61,911.83	-69,165.11
EBIT	162,621.13	139,938.03	120,496.61	-58,551.50
EBITDA	--	--	122,103.31	--
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	267,882.71	207,831.71	198,452.10	66,524.30
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	98,786.79	58,034.59	33,752.23	66,352.56
吸收投资收到的现金	--	--	200,000.00	--
资本支出	1,500.89	544.99	380.85	2,577.39
经营活动产生现金净流量	135,744.52	109,250.99	123,783.12	-13,892.66
投资活动产生现金净流量	-171,807.65	2,894.25	-2,196.31	-12,765.69
筹资活动产生现金净流量	108,870.59	-273,697.43	33,658.92	-13,764.59
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	65.53	68.71	53.10	74.74
期间费用率(%)	2,927.45	2,251.31	2,835.61	1,352.30
应收类款项/总资产(%)	2.24	3.68	2.61	2.95
收现比(X)	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产收益率(%)	6.97	6.22	5.12	-9.42*
资产负债率(%)	59.71	60.20	48.69	48.57
总资本化比率(%)	57.42	57.89	45.81	46.46
短期债务/总债务(%)	50.90	22.10	24.06	6.25
FFO/总债务(X)	--	--	0.10	--
FFO 利息倍数(X)	--	--	2.42	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.43	1.90	2.67	-1.31
总债务/EBITDA(X)	--	--	8.93	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	0.47	--
货币资金/短期债务(X)	0.31	0.14	0.73	2.22
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	2.64	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债、向中央银行借款、其他应付款等科目的有息债务调整至短期债务；3、将公司计入长期应付款、其他非流动负债等科目的有息债务调整至长期债务；4、带\*指标已经年化处理。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物） =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资 =可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务 =短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务 =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 =长期债务+短期债务
	净债务 =总债务-货币资金
	资产负债率 =负债总额/资产总额
	总资本化比率 =总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率 =营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率 =营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数 =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率 =（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率 =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润 =营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余） =利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余） =EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率 =EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率 =净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率 =EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率 =EBITDA/当年营业总收入
	资本支出 =购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营净现金流（CFO-股利） =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流 =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率 =流动资产/流动负债
	速动比率 =（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出 =费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 =EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数 =EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。



## 附五：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。