

信用评级公告

联合〔2023〕747号

联合资信评估股份有限公司通过对山东省国有资产投资控股有限公司及其拟公开发行的 2023 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定山东省国有资产投资控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，山东省国有资产投资控股有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）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：

二〇二三年二月九日

山东省国有资产投资控股有限公司

2023 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券

(第一期) 信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期债券信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期债券发行规模: 不超过 10 亿元(含 10 亿元)

本期债券期限: 品种一基础期限为 2 年, 以每 2 个计息年度为 1 个周期, 在每个周期末, 公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期(即延长 2 年), 或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券; 品种二基础期限为 3 年, 以每 3 个计息年度为 1 个周期, 在每个周期末, 公司有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期(即延长 3 年), 或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。本期债券引入品种间回拨选择权, 回拨比例不受限制。

偿还方式: 在不行使递延支付利息选择权的情况下按年付息, 到期一次性偿还本金

募集资金用途: 偿还公司有息债务

评级时间: 2023 年 2 月 9 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型(打分表)	V4.0.202208

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

山东省国有资产投资控股有限公司(以下简称“公司”)是山东省政府授权的国有资本运营公司, 政府支持力度较大。公司主营业务涉及 IT、医药、贸易、远洋渔业、金融等多个行业, 其中 IT 及医药等核心业务在细分行业内具备显著的竞争优势。公司本部持有多家上市公司股权, 资产流动性较强。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, 2021 年以来公司有息债务规模增长较快, 短期债务占比提升, 经营活动现金流波动大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

本期债券具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。同时, 赎回和利率重置条款设置使本期债券不赎回的可能性较小, 但利息支付的约束力较弱。公司经营活动现金流入量对本期债券发行后长期债务覆盖程度较好。

未来, 公司将持续推进 IT 等现有业务的发展, 并继续探索投资与资本运营、资产管理等业务领域, 综合实力有望进一步增强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估, 联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA, 本期债券信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

- 公司是山东省政府授权的国有资本运营公司, 政府支持力度较大。**公司是山东省政府授权的国有资本运营公司, 履行国有产(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职能, 在资产划转等方面能够获得政府支持。
- 公司核心业务在细分领域竞争优势显著。**公司下属企业浪潮集团有限公司(以下简称“浪潮集团”)作为中国大型 IT 企业之一, 其服务器等产品市场占有率位居行业前列; 下属山东华特控股集团有限公司聚焦于儿童健康领域

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果		
经营风险	B	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	F2	现金流	资产质量	2		
			盈利能力	1		
			现金流量	2		
		资本结构	2			
			偿债能力	2		
指示评级			aa ⁺			
个体调整因素：--			--			
个体信用等级			aa ⁺			
外部支持调整因素：公司是山东省政府授权的国有资本运营公司，在资产划转等方面持续获得政府支持			+1			
评级结果			AAA			

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

产品的研发与生产，已形成以“伊可新”为龙头的儿童营养类和治疗类产品组合。“伊可新”为中国驰名商标，位居同类产品市场占有率第一。

3. 公司本部资产流动性较强。截至 2021 年底，公司本部持有交易性金融资产 69.90 亿元，含多家上市公司股权，资产流动性较强。

关注

1. 2021年以来，公司有息债务增长较快，短期债务占比提升。截至2021年底，公司全部债务为352.89亿元，较上年底增长 25.14%，短期债务占比较上年底提升10.95个百分点至55.67%。

2. 经营活动现金流波动大，2021年和2022年一季度持续净流出。2021年，因子公司加大原材料备货力度，公司经营活动现金净流出73.64亿元（上年同期为净流入67.73亿元）；2022年1—3月，公司经营活动现金净流出149.83亿元（上年同期为净流出11.37亿元）。

3. 可续期公司债券具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点；一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

分析师：刘丙江

刘晓彤

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

主要财务数据:

项 目	合并口径			
	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产(亿元)	237.50	282.04	375.29	314.83
资产总额(亿元)	1415.72	1573.31	1839.93	1859.06
所有者权益(亿元)	329.15	429.78	447.55	452.32
短期债务(亿元)	129.29	126.10	196.46	251.44
长期债务(亿元)	154.57	155.90	156.43	133.89
全部债务(亿元)	283.86	282.01	352.89	385.33
营业总收入(亿元)	716.66	861.90	965.32	252.73
利润总额(亿元)	28.01	37.64	40.21	-1.50
EBITDA(亿元)	54.26	68.42	75.88	--
经营性净现金流(亿元)	27.30	67.73	-73.64	-149.83
营业利润率(%)	19.26	18.23	18.17	16.91
净资产收益率(%)	7.18	7.40	7.86	--
资产负债率(%)	76.75	72.68	75.68	75.67
全部债务资本化比率(%)	46.31	39.62	44.09	46.00
流动比率(%)	74.63	76.26	81.49	78.43
经营现金流动负债比(%)	2.99	7.03	-6.11	--
现金短期债务比(倍)	1.84	2.24	1.91	1.25
EBITDA 利息倍数(倍)	4.11	5.00	6.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.23	4.12	4.65	--
公司本部(母公司)				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额(亿元)	219.08	251.53	273.20	265.80
所有者权益(亿元)	87.19	129.05	129.75	121.83
全部债务(亿元)	119.86	119.13	153.84	112.78
营业收入(亿元)	0.29	0.19	0.29	0.07
利润总额(亿元)	8.24	7.42	-5.47	-9.56
资产负债率(%)	60.20	48.69	52.51	54.17
全部债务资本化比率(%)	57.89	48.00	54.25	48.07
流动比率(%)	33.33	72.16	123.91	79.95
经营现金流动负债比(%)	29.81	34.04	-0.54	--

注: 2022 年 1-3 月财务报表未经审计; 2019-2021 年其他流动负债中的应付短期债券已计入短期债务及相关指标

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

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2022.6.22	刘丙江、 杨晓丽	一般工商企业信用评级方法 (V3.1.202204) 一般工商企业主体信用评级模型 (V3.1.202204)	阅读全文
AAA	稳定	2022.1.29	刘丙江、郭蕾	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 (V3.0.201907)	--

声 明

一、本报告版权归联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

山东省国有资产投资控股有限公司

2023 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券

(第一期) 信用评级报告

一、主体概况

山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“公司”）原名山东省交通开发投资有限公司，于 1994 年 3 月由山东省交通厅投资设立，初始注册资本 13171 万元。2005 年，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”）以改组山东省交通开发投资有限公司的方式将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）、山东齐鲁石油化工联营开发总公司、山东省轻工业供销总公司（现名山东省轻工业供销有限公司）、原山东省公路工程总公司（现山东省公路建设（集团）公司）、山东水利工程总公司（现名山东水总有限公司）、山东省水利工程局（现名山东省水利工程局有限公司）、山东机械设备进出口集团公司（现名中泰信诚资产管理有限公司）、浪潮集团有限公司（以下简称“浪潮集团”）、山东三联集团有限责任公司九家企业的共 135619.43 万元国有出资划入公司，作为公司的注册资本金，同时将公司原实收资本 15171.00 万元及盈余公积 9209.57 万元转增注册资本。重组完成后，公司名称变更为现名，注册资本增至 160000.00 万元。

2014 年 11 月，根据鲁国资产权字〔2014〕41 号等文件，公司注册资本增至 450000 万元。2015 年 5 月，根据《山东省国资委关于划转山东省鲁信投资控股集团有限公司等 15 户企业部分国家资本的函》（鲁国资产权字第〔2015〕20 号），山东省国资委同意将公司 13.50 亿元的国有资本划转给山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东省社保基金”）。2018 年 4 月 11 日，根据《山东省国资委关于增加山东国惠

投资有限公司实收资本的批复》（鲁国资产权字〔2018〕14 号），山东省社保基金将其持有的公司 20.00% 股权（合计 9 亿元）转让予山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠”）。2021 年 3 月，根据山东省财政厅《关于同意山东省社保基金理事会资产划转的函》（鲁财资函〔2021〕1 号），山东省社保基金将其持有的公司 10% 股权划转至山东省财欣资产运营有限公司，目前工商变更手续尚未完成。

截至 2022 年 3 月底，公司注册资本及实收资本为 450000.00 万元，山东省国资委、山东国惠及山东省财欣资产运营有限公司分别持有公司 70%、20% 和 10% 的股权，公司控股股东和实际控制人为山东省国资委。

截至 2022 年 3 月底，公司设有董事会办公室、综合部、规划发展部、财务部等职能部门（见附件 1-2），合并范围内一级子公司共 17 家。

截至 2021 年底，公司（合并）资产总额为 1839.93 亿元，所有者权益合计 447.55 亿元（含少数股东权益 283.49 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 965.32 亿元，利润总额 40.21 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1859.06 亿元，所有者权益合计 452.32 亿元（含少数股东权益 294.80 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 252.73 亿元，利润总额-1.50 亿元。

公司注册地址：济南市历下区经十路 9999 号黄金时代广场 5 号楼；法定代表人：李广庆。

二、本期债券概况

公司已于 2022 年 3 月 10 日获中国证券监督管理委员会出具的《关于同意山东省国有资

产投资控股有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》(证监许可〔2022〕491号),注册规模为不超过100亿元。本期拟发行2023面向专业投资者公开发行可续期公司债券(第一期)(以下简称“本期债券”),发行额度不超过10.00亿元(含10.00亿元),分为两个品种,引入品种间回拨选择权,回拨比例不受限制,公司和主承销商将根据本期债券发行申购情况,在总发行规模内决定是否行使品种间回拨选择权。

本期债券无担保,募集资金将用于偿还公司有息债务。本期债券在条款设置上区别于普通公司债券,具有一定特殊性。

债券期限及赎回条款

本期债券品种一以每2个计息年度为1个重新定价周期,在每个重新定价周期末,公司有权选择将本期债券期限延长1个周期(即延长2年),或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制;品种二以每3个计息年度为1个重新定价周期,在每个重新定价周期末,公司有权选择将本期债券期限延长1个周期(即延长3年),或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。公司将于续期选择权行权年度付息日前30个交易日,在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

利率

本期债券采用固定利率形式,单利按年计息,不计复利。如有递延,则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业机构投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定,在首个周期内固定不变,其后每个周期重置一次。

首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差,后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加300个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导

致当期基准利率在利率重置日不可得,当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

品种一的初始基准利率为簿记建档日前250个工作日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为2年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%);后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前250个工作日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为2年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。

品种二的初始基准利率为簿记建档日前250个工作日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为3年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%);后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前250个工作日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn)(或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站)公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中,待偿期为3年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。

清偿顺序

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

利息递延支付

除非发生强制付息事件,本期债券每个付息日,公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付,且不受任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息的行为。

强制付息事件是指:付息日前12个月内,

发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：(1)向股东分配利润；(2)减少注册资本。债券存续期内如发生强制付息事件，公司将于2个交易日内披露相关信息，说明其影响及相关安排，同时就该事项已触发强制付息情形作特别提示。

若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：(1)向股东分配利润；(2)减少注册资本。债券存续期内如发生利息递延下的限制事项，公司将于2个交易日内披露相关信息，说明其影响及相关安排，同时就该事项已触发强制付息情形作特别提示。

基于以上条款，可得出以下结论：

(1)本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

(2)本期债券若不赎回，则品种一从第3个计息年开始每2年重置票面利率为当期基准利率加初始利差再加300个基点，品种二从第4个计息年开始每3年重置票面利率为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，公司在本期债券赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

(3)本期债券在除发生向普通股股东分红或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制；本期债券的发行条款对利息支付的约束力较弱。

综合以上分析，本期债券具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累积等特点，在清偿顺序方面等同于公司普通债务；同时，赎回条款设置使本期债券不赎回的可能性较小，

但利息支付的约束力较弱；若公司选择行使相关权利，导致本期债券本息支付时间不确定，可能对债券持有人的利益带来不利影响。此外，公司一旦出现利息递延支付，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年上半年，中国经济下行压力持续加大，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来，对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施19项稳经济接续政策，同时多措并举稳外资、稳外贸，提振房地产市场信心。

经初步核算，2022年前三季度国内生产总值87.03万亿元，按不变价计算，同比增长3.00%，较上半年回升0.50个百分点。其中，受疫情冲击，二季度GDP当季同比增速(0.40%)较一季度(4.80%)明显下滑；三季度稳经济政策效果显现，GDP当季同比增速回升至3.90%。

生产端：农业生产形势较好，工业生产恢复快于服务业。2022年前三季度，第一产业增加值同比增长4.20%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长3.90%、2.30%，较上年同期两年平均增速¹（分别为5.59%、4.80%）回落幅度较大，受二季度疫情拖累明显。三季度，工业生产快速回升，而第三产业增加值增速较上年同期两年平均水平仍有一定差距，呈现出工业恢复快于服务业的特点。

表1 2021年三季度至2022年三季度中国主要经济数据

项目	2021年三季度	2021年四季度	2022年一季度	2022年二季度	2022年三季度
GDP 总额(万亿元)	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP 增速(%)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80	0.40	3.90
规模以上工业增加值增速(%)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50	3.40	3.90

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的是2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计算的几何平均增长率，

下同。

固定资产投资增速 (%)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30	6.10	5.90
房地产投资增速 (%)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70	-5.40	-8.00
基建投资增速 (%)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50	7.10	8.60
制造业投资增速 (%)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60	10.40	10.10
社会消费品零售总额增速 (%)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27	-0.70	0.70
出口增速 (%)	32.88	29.87	15.80	14.20	12.50
进口增速 (%)	32.52	30.04	9.60	5.70	4.10
CPI 涨幅 (%)	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI 涨幅 (%)	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
社融存量增速 (%)	10.00	10.30	10.60	10.80	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	16.30	10.70	8.60	-10.20	-6.60
一般公共预算支出增速 (%)	2.30	0.30	8.30	5.90	6.20
城镇调查失业率 (%)	5.03	5.00	5.53	5.83	5.40
全国居民人均可支配收入增速 (%)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10	3.00	3.20

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速为期末值；5.城镇调查失业率为季度均值；6.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；7.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资相对平稳，出口整体增长较快但出现边际回落迹象。消费方面，2022 年前三季度社会消费品零售总额 32.03 万亿元，同比增长 0.70%。其中，餐饮收入同比下降 4.60%，受疫情影响较大。投资方面，2022 年前三季度全国固定资产投资（不含农户）42.14 万亿元，同比增长 5.90%，整体保持平稳增长。其中，房地产开发投资增速持续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处于高位，医疗仪器设备、电子通信设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。外贸方面，出口整体增长较快，但 8 月和 9 月当月同比增速均出现大幅回落。2022 年前三季度中国货物进出口总额 4.75 万亿美元，同比增长 8.70%。其中，出口 2.70 万亿美元，同比增长 12.50%；进口 2.05 万亿美元，同比增长 4.10%；贸易顺差 6451.53 亿美元。

CPI 各月同比走势前低后高，PPI 各月同比涨幅持续回落。2022 年前三季度，CPI 累计同比增长 2.00%，各月同比增速整体呈温和上升态势。分项看，食品价格同比有所上涨，汽油、柴油、居民用煤等能源价格涨幅较大。前三季度，PPI 累计同比增长 5.90%，受上年同期基数走高影响，各月同比增速持续回落。输入性价格传导压力有所减轻，三季度油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格

涨幅较上半年有所回落。第三季度 PPI-CPI 剪刀差由正转负，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，盈利情况有望改善。

社融规模显著扩张，政府债券净融资和信贷是主要支撑因素。2022 年前三季度，新增社融规模 27.77 万亿元，同比多增 3.01 万亿元；9 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较 6 月末低 0.20 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增 1.50 万亿元、1.06 万亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素；表外融资方面，受益于金融监管政策边际松动，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票亦对新增社融规模形成一定支撑。

财政“减收增支”，稳经济、保民生效应愈加显现。2022 年前三季度，全国一般公共预算收入 15.32 万亿元，按自然口径计算同比下降 6.60%，扣除留抵退税因素后，增长 4.10%。支出方面，2022 年前三季度全国一般公共预算支出 19.04 万亿元，同比增长 6.20%。民生等重点领域支出得到有力保障，科学技术、社会保障和就业、卫生健康及交通运输等领域支出保持较快增长。

稳就业压力仍然较大，居民消费水平有所恢复。受疫情冲击，2022 年二季度城镇调查失

业率均值上升至5.83%，三季度失业率均值较二季度有所下降，但仍高于上年同期水平，稳就业压力较大。2022年前三季度，全国居民人均可支配收入2.77万元，实际同比增长3.20%；全国居民人均消费支出1.79万元，实际同比增长1.50%。上半年居民收入和消费支出受疫情影响较大，三季度以来居民收入增速回升，消费水平恢复较慢。

2. 宏观政策和经济前瞻

继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。2022年9月28日，稳经济大盘四季度工作推进会议召开，强调围绕重点工作狠抓政策落实，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息等政策。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好“保交楼”政策。做好物流“保通保畅”。保障煤炭、电力等能源稳定供应。各地要结合实际加大政策落实和配适度，确保项目建设工程质量。经济大省要发挥稳经济挑大梁作用。上述政策举措的全面落地、充分显效，可为经济运行在合理区间创造适宜的政策环境。

四季度经济有望继续修复，但仍面临较大压力。2022年三季度，工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。在稳增长政策的推进下，基建和制造业投资仍有一定韧性，可为经济增长提供支撑，四季度经济有望继续修复。另一方面，当前疫情仍呈多发、散发态势，对居民出行活动以及消费意愿的抑制作用持续存在，服务业恢复基础仍需巩固，消费或将继续低位修复，叠加出口边际回落、房地产投资低迷，经济增长仍面临较大压力。

四、行业及区域环境分析

1. 国资平台

(1) 概况

为有效推进中国国企改革，国务院国资委组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司，负责国有资本的经营管理的实际运作。目前，国有资本投资运营公司在改组组建方式、投资运营模式、授权范围、作用发挥等方面探索积累了初步的经验。

长期以来，中国国有资本分布较为分散，国有资产统一监管体制建立后，国有资本相对固化的局面尚未根本打破。一方面部分企业结构调整所需资金筹集困难，过度依赖债务融资、财务负担沉重，在满足国家急需投入的领域难以迅速投入；另一方面巨额国有资本在资本市场闲置的同时，由于国有股权“一股独大”的现状长期无法改变，国有企业治理结构难以实现根本性改善，生产经营受资本市场波动影响较大。为此，党的十八届三中全会明确提出，要完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。

国有资本投资、运营公司是国家授权经营国有资本的公司制企业，是国有资产的直接出资人代表，持有现有国有企业股权，替代国资委行使出资人的职责。国有资本投资、运营公司都是国资委制定的国有资本战略和国有资本经营预算的实施载体，以国有资本的保值增值为目标。在实践中，资本投资、运营两类功能本身很难截然分开，很少有投资者资本投入后却不管运营，也很少有运营资本者不理会投资方的目标和关切随意运营。国有资本投资、运营公司体现出资人的意志和利益，以全国人民长远利益为主要目标，通过两类公司的探索，促进国有企业的改革发展。

国有资本运营公司运作的为国有资本，是国有资产的资本运营机构，同时也是国有资本布局战略调整和国有资本经营预算的实施载体，专门以股东身份从事国有资本的经营管理的实际运作，而并不从事具体的产品运营。国有资本运营公司的主要职责是对国有资产进行投资经营及对存量资产的流动和重组，通过资本层面的运作对国有资产进行高效配置。

而国有投资公司以产业资本投资为主，主要是投资实业，以投资融资和项目建设为主。

投资实业拥有股权，对持有资产进行经营和管理。

(2) 相关政策

中共中央和国务院陆续出台了多项支持鼓励国有资本运营及投资公司等政策及相关文件。

为完善国有资产管理体制改革国有资本授权经营体制，改组和组建国有资本投资公司和运营公司，近年来，中共中央和国务院陆续出台了多项支持鼓励政策及相关文件。

表2 国有资本运营相关政策

颁布机构	文号	名称	主要内容
中共中央	--	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	首次提出将“改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司”，并说明了改组和组建国有资本投资公司和运营公司的主要目的：一是“以管资本为主”完善国资监管方式；二是加快国有经济布局结构调整，避免重复建设、恶性竞争，切实提高资源配置效率；三是重塑有效的企业运营架构，促进国有企业进一步转换机制
中共中央、国务院	中发〔2015〕22号	《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》	指出以管资本为主推动国有资本合理流动优化配置。改组组建国有资本投资、运营公司，探索有效的运营模式，通过开展投资融资、产业培育、资本整合，推动产业聚集和转型升级，优化国有资本布局结构；通过股权运作、价值管理、有序进退，促进国有资本合理流动，实现保值增值。国有资本投资、运营公司作为国有资本市场化运作的专业平台，依法自主开展国有资本运作，对所出资企业行使股东职责，按照责权对应原则切实承担起国有资产保值增值责任
国务院	国发〔2015〕63号	《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	改组组建国有资本投资、运营公司。主要通过划拨现有商业类国有企业的国有股权，以及国有资本经营预算注资组建，以提升国有资本运营效率、提高国有资本回报为主要目标，通过股权运作、价值管理、有序进退等方式，促进国有资本合理流动，实现保值增值。国有资本投资、运营公司依据《公司法》等相关法律法规，对所出资企业依法行使股东权利，以出资额为限承担有限责任。以财务性持股为主，建立财务管控模式，重点关注国有资本流动和增值状况；或以对战略性核心业务控股为主，建立以战略目标和财务效益为主的管控模式，重点关注所出资企业执行公司战略和资本回报状况
国务院	--	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》	深化国有企业改革，增强国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力。健全国有资本合理流动机制，推进国有资本布局战略性调整，引导国有资本更多投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，坚定不移把国有企业做强做优做大，更好服务于国家战略目标
国务院	--	2016年政府工作报告	2016年的重点工作之一就是大力推进国有企业改革，加快改组组建国有资本投资、运营公司
国务院	国发〔2018〕23号	《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》	通过改组组建国有资本投资、运营公司，构建国有资本投资、运营主体，改革国有资本授权经营体制，完善国有资产管理体制，实现国有资本所有权与企业经营权分离，实行国有资本市场化运作。发挥国有资本投资、运营公司平台作用，促进国有资本合理流动，优化国有资本投向，向重点行业、关键领域和优势企业集中，推动国有经济布局优化和结构调整，提高国有资本配置和运营效率，更好服务国家战略需要。试点先行，大胆探索，及时研究解决改革中的重点难点问题，尽快形成可复制、可推广的经验和模式

资料来源：联合资信根据公开资料整理

(3) 未来发展

国有资本投资运营公司通过自身改革，加快国有经济布局结构调整，提高资源配置效率，未来发展前景良好。

未来，国有资本管理体制改革将进一步推进，主要有以下几方面趋势：一是要进一步实现政企分开、所有权与经营权分开，建立健全企业内部控制与制衡机制，成为真正的自主经

营、自负盈亏、自担风险、自我约束、自我发展的独立市场主体；二是要完善授权经营体制，完善管控体系，按照市场化方向，构建完善的公司治理机制，重塑组织架构，建立起有效的授权经营机制，优化对所投资企业的股东履责方式，减少资本投资和流动的束缚，激发投资公司的市场活力，同时大力推进所投资企业机制改革；三是以资本、股权管理为主线，通过活化国有资本，实现国有经济布局的不断调整，在运营过程中不断促进国有资产证券化和流动性。

2. 区域环境分析

2021年，山东省经济实力稳步增强。公司作为山东省政府授权的国有资本运营公司，区域经济环境良好。

根据《2021年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2021年，山东省实现生产总值(GDP)83095.9亿元，经济总量居全国前列，山东省经济实力雄厚，按可比价格计算，比上年增长8.3%。其中，第一产业增加值6029.0亿元，增长7.5%；第二产业增加值33,187.2亿元，增长7.2%；第三产业增加值43,879.7亿元，增长9.2%。三次产业结构由上年的7.4：39.1：53.5调整为7.3：39.9：52.8。

作为经济增长的主力，山东省全部工业增加值27243.6亿元，比上年增长8.6%。规模以上工业增加值增长9.6%。其中，装备制造业增加值增长10.5%；高技术制造业增加值增长18.5%，增速高于规模以上工业8.9个百分点。规模以上工业营业收入增长18.0%，利润总额增长20.9%。营业收入利润率为5.2%，比上年提高0.1个百分点。山东省工业化程度较高，主要以制造业为主，已形成高新技术、装备制造、纺织、化工等几大支柱产业，同时依托丰富的自然资源，在现代农业和现代海洋产业上也形成较强的竞争优势。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年3月底，公司注册资本及实收资本为450000万元，控股股东和实际控制人为山东省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司是山东省政府授权的国有资本运营公司，旗下IT及医药等业务在细分行业内竞争优势显著。

公司为山东省政府授权的国有资本运营公司，履行国有产(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职能，经营管理多家重要子公司，主营业务涉及IT、贸易、医药、远洋渔业、金融等多个行业。

在IT行业，公司子公司浪潮集团有限公司（以下简称“浪潮集团”，截至2021年底公司持股48.5122%）控股浪潮电子信息产业股份有限公司（以下简称“浪潮信息”，证券代码：000977.SZ）、浪潮软件股份有限公司（以下简称“浪潮软件”，证券代码：600756.SH）两家A股上市公司以及港股上市公司浪潮国际有限公司（以下简称“浪潮国际”，证券代码：0596.HK）。浪潮集团于1993年制造出中国第一台服务器，在中国服务器领域具备明显竞争优势。根据IDC最新数据，浪潮集团的服务器产品2021年全年位居全球前二，持续以超过30%的市场占有率领跑中国市场；2021年上半年浪潮集团AI服务器产品市场占有率达到全球第一，市场占有率达到20%。

在医药行业，公司下属山东省医药集团有限公司（以下简称“山东医药”）以药品批发、零售、现代医药物流、健康服务为主营业务，并拥有“益寿堂”和“真诚大药房”品牌的200多家零售连锁药店，销售覆盖山东省大部分二级医院和连锁药店，经营品种1万余个，是山东省医药供应保障体系的骨干企业；山东华特控股集团有限公司（以下简称“华特控股”）主要

聚焦儿童健康领域，已形成以伊可新为龙头，伊 D 新、伊佳新、盖笛欣、伊甘欣、舒童欣、伊之优等为代表的儿童营养类和治疗类产品组合。其中“伊可新”为中国驰名商标，多年来一直位居同类产品市场占有率第一。

3. 人员素质

公司董事会成员以及高级管理人员具有多年行业从业经历，管理经验丰富。

公司董事会是股东会授权范围内的最高决策机构。截至 2021 年 9 月底，董事会成员共 9 人，其中执行董事 3 名，职工董事 1 名，外部董事 5 名。公司高级管理人员包括副总经理 1 人、副总裁 3 人、首席财务官 1 人、财务总监 1 人。

李广庆，1963 年 12 月生，男，大学学历，工商管理硕士，现任公司党委书记、董事长（法定代表人）。李广庆先生曾任山东省商业集团有限公司业务部副主任，山东省五交化公司副总经理、总经理，山东省商业集团有限公司党委委员、资产经营公司总经理、资产清理中心主任，公司副总裁、党委委员，公司总裁、党委书记。

4. 企业信用记录

公司本部过往履约情况良好。

根据公司提供的人民银行查询的《企业信用报告（中征码3701010000254937）》，截至 2023 年 2 月 2 日，公司本部不存在未结清、已结清的关注类及不良类信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2023 年 2 月 2 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 治理结构

公司法人治理结构较完善，整体运行情况

良好。

为完善公司内部管理机制，规范公司的组织和行为，保护公司及出资者的合法权益，公司根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、行政法规的规定制订《山东省国有资产投资控股有限公司章程》（以下简称“《公司章程》”）。

根据《公司章程》，公司设股东会，股东会是公司的权力机构，由全体股东组成，主要决定公司的经营方针、发展战略规划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，对其进行年度和任期考核，决定有关董事、监事的报酬事项，审议批准董事会、监事会的报告，审议批准公司的年度财务预算方案、预算调整方案、决算方案和国有资本经营预算收支计划方案等。董事会对股东会负责，行使召集股东会会议，并向股东会报告工作，执行股东会的决议，制订公司的发展战略规划，决定公司的主营业务、经营计划、审计计划、年度投资计划、投资方案和具体投资项目等职权。

公司章程规定公司设监事会，监事会由 5 名监事组成，其中股东代表监事 2 名、专职监事 1 名、职工代表监事 2 名。根据《中共山东省委山东省人民政府关于山东省省级机构改革的实施意见》（鲁发〔2018〕42 号），山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅，不再设立省属企业监事会。公司原山东省国资委派驻的监事会主席韩斌及监事毕思春、王彦太职务自然免除。截至 2021 年 9 月底，公司设职工监事 1 人。

2. 管理体制

公司内部管理制度健全，能够为公司日常运营提供有效保障。

公司依据《公司法》等法律、法规及规范性文件，建立了比较健全的制度管理体系，制定了包括投资管理、资金管理、预算管理、融资管理、担保管理、资产损失处置、权属企业内部控制、安全生产、内部审计、法律事务、关联交易管理等一系列的管理制度。

在资金管理方面，公司制定了《资金集中管理暂行办法》，财务部负责公司资金管理，负责起草和解释资金管理制度中的相关规定，并组织办理与资金管理有关的业务。财务部下设资金结算中心，在财务部的直接领导下开展工作，依托资金集中管理系统，负责成员单位资金集中管理的各项具体业务，包括账户管理、资金预算、资金集中、资金结算、融资管理及票据管理等业务，加强了对成员单位的资金管控，发挥资金规模优势，提高使用效率。财务部负责监督指导各权属企业开展相关资金管理工作，不断加强资金管理力度，实现各单位资金管理业务的统一和协调。

在融资管理方面，为规范筹资行为，降低筹资成本，防范财务风险，公司制定了对外筹资管理办法。公司财务部负责根据年度资金预算，拟定筹资计划和筹资方案，并负责筹资方案的具体实施。山东省国资委、公司董事会、总裁办公会是对外筹资方案的审核和批准机构。风险管理部门对筹资各环节风险进行把控。审计部门对筹资行为及资金使用情况进行审计监督。

在权属企业管理方面，公司制定了《权属企业重大事项管理办法》。权属企业的重大财务事项，由其股东会或董事会依法、依企业章程进行决策；为实现总体战略目标，公司制定了《外派财务总监管理办法》，向所出资企业委派财务人员，按公司及派驻企业要求开展财务会计工作；为切实履行股东责任，维护所有者权益，落实国有资产保值增值责任，建立有效的激励和约束机制，促进权属企业科学发展，公司根据《公司法》以及《山东省省管企业负责人业绩考核办法》，结合权属企业实际，制定了《权属企业负责人业绩考核办法》。公司对权属企业负责人实行业绩考核制度，通过建立经营绩效考核和主要工作考核相结合、定量和定性相结合、纵向比较和横向比较相结合的综合考核评价体系，客观、全面的评价企业负责人的经营业绩与管理水平。

在对外担保方面，根据《省管企业担保管理办法》规定，对于公司本部及下属子公司的对外担保、抵押、质押等事项，在取得可行性论证后，通过公司有权决策机构审核批准，对需报山东省国资委批准或备案的，及时报送山东省国资委。

七、经营分析

1. 经营概况

2019—2021年，公司营业总收入持续增长，综合毛利率保持稳定。

2019—2021年，公司分别实现营业总收入718.18亿元、861.90亿元和965.32亿元。分板块来看，2021年，公司IT业务实现收入840.30亿元，同比增长14.15%，主要系服务器市场快速增长，公司加强产品规划和创新，服务器及部件销售额大幅增加所致；医药板块收入同比较快增长，主要系华特控股于2020年3月底纳入公司合并报表，2021年体现其全年收入；2020年12月，公司将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”）100%股权无偿划转至山东省农村经济开发投资有限公司，自2021年起不再从事水利施工业务；贸易业务收入受市场供需和贸易摩擦影响出现一定波动，2021年同比略有增长；公司其他业务涉及远洋渔业、金融等领域，2021年，公司其他业务收入同比大幅增长，主要系2021年新增子公司山东省交通运输集团有限公司（以下简称“山东交运”）所致。

从毛利率来看，2019—2021年，公司IT业务毛利率整体变动不大；医药业务毛利率提升明显，主要系2020年合并的华特控股医药业务毛利率处于高水平所致；贸易业务毛利率小幅波动；由于业务结构变化，其他业务毛利率同比有所下降。公司综合毛利率同比变动不大。

2022年1—3月，公司实现营业总收入252.73亿元，同比增长51.13%，主要系下游市场

需求拉动IT业务收入增长所致，毛利率为17.16%。

表3 公司营业总收入构成和毛利率情况 (单位:亿元)

业务板块	2019年			2020年			2021年			2022年1-3月		
	金额	占比 (%)	毛利率 (%)									
IT	621.79	86.58	16.59	736.16	85.41	15.56	840.30	87.05	15.46	220.36	87.19	13.54
医药板块	10.30	1.43	17.63	18.58	2.16	50.20	23.97	2.48	61.20	7.76	3.07	67.54
水利施工	34.28	4.77	6.12	49.84	5.78	3.93	0.00	0.00	--	0.00	0.00	--
贸易	7.95	1.11	3.19	10.49	1.22	2.22	12.17	1.26	2.50	4.25	1.68	3.53
其他	43.86	6.11	73.56	46.83	5.43	71.37	88.88	9.21	37.48	20.36	8.06	39.97
合计	718.18	100.00	19.43	861.90	100.00	18.50	965.32	100.00	18.46	252.73	100.00	17.16

资料来源：公司提供

2. IT 业务

浪潮集团为 IT 业务经营实体，业务范围涵盖硬件产品（服务器及微型计算机等）和软件产品（系统集成、软件开发及云计算等）。公司 IT 业务收入逐年提升，盈利能力稳定，经营获现水平波动大，2021 年因加大备货力度，经营现金流净流出规模大。

公司 IT 业务主要由浪潮集团负责运营。截至 2021 年底，公司持有浪潮集团 48.5122% 的股份，浪潮集团拥有浪潮信息、浪潮软件两家 A 股上市公司以及浪潮国际一家香港联交所上市公司。浪潮集团业务范围涵盖硬件产品（服务器及微型计算机等）和软件产品（系统集成、软件开发及云计算等），主要业务收入集中于两家国内上市公司。其中，硬件产品的生产和销售主要由浪潮信息负责，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。

截至 2021 年底，浪潮信息资产总额 462.08 亿元，所有者权益合计 155.66 亿元，2021 年，浪潮信息实现营业总收入 670.48 亿元，同比增长 6.36%，利润总额 21.60 亿元，同比增长 28.13%，经营活动净现金流-82.90 亿元（上年为 23.30 亿元）。

截至 2021 年底，浪潮软件资产总额 41.55 亿元，所有者权益合计 21.65 亿元，2021 年，浪潮软件实现营业总收入 18.30 亿元，同比增长 37.72%，利润总额 0.30 亿元，同比增长

134.60%。2021 年，公司收到浪潮集团现金分红 0.80 亿元，同比保持稳定。

（1）硬件产品

浪潮信息大部分硬件设备采用按需生产的模式，追求库存最小化。其中，高性能服务器、数据中心产品主要为按照客户要求定制生产，通用性服务器及部分 IT 终端和散件有少量库存。硬件产品销售价格主要依据成本定价法制定，同时结合市场形势进行微调。

采购方面，浪潮信息硬件产品主要原材料包含主板、CPU、内存、硬盘等电脑配件。其中，CPU 的主要供应商为 Intel，浪潮信息与 Intel 签订战略合作协议，享有特殊的资源支持；内存主要供应商为三星、海力士和美光，由于其供需波动大，浪潮信息与内存供应商采取按月议价的方式；硬盘主要供应商为 WD、希捷和 HGST，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；其他配件产品以国内采购为主。

浪潮信息与上游供应商的结算模式为电汇，并根据原材料的类别设定信用账期，基本为 30 天~90 天，进口采购结算货币为美元。2021 年，浪潮信息从硬件产品前五大原材料供应商的采购金额合计 389.70 亿元，占采购总额的 54.82%。2021 年，浪潮信息加大备货力度，经营活动净现金流为-82.89 亿元。

浪潮信息硬件产品的销售模式分直销和渠道销售两类。直销主要面向政府、大中型企

业集团等客户，主要通过参与大型项目招投标方式取得订单。渠道销售主要包括以下三种情形：（1）销售给分销商，由分销商销售给二级渠道即授权经销商再销售给最终客户；（2）销售给行业代理和金牌经销商，然后再销售给最终客户；（3）销售给系统集成商和独立软件开发商，由其再销售给最终客户。公司硬件产品直销和渠道销售比例约为 8: 2。

浪潮信息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，信用账期为 0~60 天，并以现付和 30 天账期为主，硬件销售的结算方式主要有现金、电汇、银行承兑汇票等。2021 年，浪潮信息硬件产品前五大客户销售金额为 152.96 亿元，占 22.81%。

（2）软件及系统集成

浪潮软件的软件及系统集成业务涉及政府电子政务、烟草等其他行业信息化建设，经过多年发展，在国内区域电子政务和烟草行业信息化等领域积累了一定优势。浪潮软件产品销售主要采取直销方式，客户一般会采取招投标方式，中标后直接销售给最终用户，销售主要采用银行电汇和银行票据结算，结算比例分别约为 95.00% 和 5.00%。

3. 医药业务

公司医药业务涵盖医药批发、零售及医药制造。2019—2021 年，受益于华特控股纳入合并范围以及核心产品销量持续提升，公司医药收入及毛利率均有明显提升。其中医药制造业经营主体华特控股聚焦于儿童健康领域产品的研发与生产，产品线丰富，核心产品“伊可新”市场占有率高。

公司医药业务主要由全资子公司山东医药和华特控股运营。

山东医药主营业务为药品批发、零售、现代医药物流以及健康服务，拥有“益寿堂”和“真诚大药房”品牌的 200 多家零售连锁药店，

销售覆盖山东省大部分二级医院和连锁药店，经营品规 1 万余个，是山东省医药供应保障体系的骨干企业。截至 2021 年底，山东医药资产总额 7.84 亿元，所有者权益合计 1.08 亿元。2021 年，山东医药实现营业收入 9.24 亿元，净利润 1.95 亿元。

华特控股主要聚焦儿童健康领域产品的研发与生产，已形成了以伊可新（维生素 AD 滴剂）为龙头，伊 D 新（维生素 D 滴剂）、伊佳新（右旋糖酐铁颗粒），盖笛欣（复方碳酸钙泡腾颗粒）、伊甘欣（甘草锌颗粒）和小儿布洛芬栓为代表的儿童营养类和治疗类产品组合。2016 年以来，伊可新市场份额超过 50%，其中重要城市市场占有率不低于 85%，累计为超过 3 亿儿童提供了有效的佝偻病防治方案，在医药行业，特别是在儿科专业用药领域取得了良好的口碑和覆盖率。截至 2021 年底，华特控股资产总额为 44.60 亿元，所有者权益 37.25 亿元；2021 年，华特控股实现营业收入 23.39 亿元，净利润 7.26 亿元。

2021 年，公司医药板块前五大采购商采购金额为 0.68 亿元，占 7.48%；前五大客户的销售额为 4.26 亿元，占 17.17%，上下游集中度不高。

4. 贸易业务

公司进出口贸易产品以纸浆及油脂为主，2021 年新增淀粉销售，经营规模保持稳定增长。

公司从事进出口贸易多年，具有商务部认可的从事纸浆、油脂、大型机电设备进出口的合法资质。经过多年的产品调整，公司贸易业务已逐步确立了以油脂和纸浆为主要贸易品种的经营模式，主要的经营实体为全资子公司山东省轻工业供销有限公司（以下简称“轻工供销”）。

轻工供销自 2002 年取得棕榈油全省独家进口经营权以来，自营及代理进口量一直稳居山东省同行业首位，同时也是山东省销量大型

的纸浆经销商之一。

在油脂业务方面，轻工供销业务以进口工业棕榈油为主，下游客户主要为国内油脂生产厂，主要销售区域为山东、河北、天津。近年

来国家对棕榈油的进口有所放宽，但棕榈油进口公司仍必须满足经营量等方面的要求，有一定的进入壁垒。

表4 公司贸易板块经营情况

年度	经营量（万吨）			销售收入（万元）			利润总额（万元）
	油脂	纸浆	淀粉	油脂	纸浆	淀粉	
2019 年	3.98	15.75	--	15149.00	63378.00	--	1124.01
2020 年	2.65	22.66	--	12790.00	82809.00	--	1144.00
2021 年	1.66	20.07	5.82	9852.00	93646.00	17265.00	2275.00
2022 年 1—3 月	0.43	7.00	1.13	3317.00	35502.00	3470.00	1006.00

资料来源：公司提供

纸浆方面，轻工供销主要从美国、加拿大、日本、巴西、智利、俄罗斯、瑞典、芬兰、新西兰等地进口纸浆，下游客户以山东省内主要大、中型造纸企业为主，并辐射周边省份造纸、出版企业，纸浆销售量位居山东省纸浆贸易行业前列。

公司 2020 年油脂销量有所回落，纸浆销量保持增长；2021 年，轻工供销油脂、纸浆销售量随市场行情较上年略有下降，同时新增淀粉销售业务。从上下游集中度来看，2021 年，轻工供销对前五大采购商的采购金额占比为 39.99%，对前五大客户的销售金额占比为 32.40%，上下游集中度偏高。

公司使用多种措施控制风险，主要有依托成熟的经营团队对经济环境、市场需求等方面分析研判，适时选择进货时机；采取快进快出，现款现货销售原则；以销定购，尽可能提前锁定买家再与进口商签订进货合同。在汇率方面主要为及时了解汇率变化信息，采取锁汇操作；通过不断探索开具人民币信用证，最大可能规避汇率风险。

5. 其他业务

(1) 远洋渔业

公司远洋渔业业务由子公司山东省中鲁远洋渔业股份有限公司（以下简称“中鲁远

洋”，截至 2022 年 3 月底公司持股 47.25%）负责运营，中鲁远洋拥有编号为 2018-059 的农业农村部远洋渔业企业资格证书，主要从事外海、远洋捕捞；水产品加工、销售业务。2021 年，中鲁远洋实现收入 9.34 亿元，同比变化不大。

(2) 金融

公司金融业务主要为利息收入，由控股子公司德州银行股份有限公司（以下简称“德州银行”）负责经营。

德州银行前身为德州市城市信用社，2004 年 12 月 7 日经中国银监会山东监管局银监准〔2004〕340 号批准正式开业。2021 年，德州银行实现利息收入 24.35 亿元，同比变动不大。截至 2021 年底，德州银行资产总额 677.78 亿元，所有者权益 50.33 亿元；2021 年，德州银行实现营业收入 24.99 亿元，净利润 2.27 亿元。

6. 经营效率

公司经营效率良好。

2019—2021 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数波动下降，总资产周转次数波动上升，2021 年分别为 5.64 次、3.60 次和 0.57 次，较上年分别减少 0.27 次、1.38 次和 0.01 次。

表 5 公司经营效率情况 (单位: 次)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
销售债权周转次数	5.75	6.33	5.64
存货周转次数	4.20	4.98	3.60
总资产周转次数	0.53	0.58	0.57

资料来源: 联合资信整理

7. 未来发展

未来, 公司将持续推进 IT 等现有业务板块的发展, 并在已初步搭建的包括投资、担保等在内的类金融业务板块平台基础上, 继续探索投资与资本运营、资产管理等领域, 积极参与和服务山东省管国有资本向资源性、支柱及基础性行业、先进制造业、现代服务业、新材料、新能源和高新技术等产业集中, 用国有资本引导社会资金进行投资兴业, 发挥国有资本的引导力、影响力、带动力和服务、调节作用, 提高国有资本的运营效率, 实现国有资产保值增值。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2019—2021 年度合并财务报告, 中兴财光华会计师事务所(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结论。公司提供的 2022 年 1—3 月财务数据未经审计。

合并范围方面, 截至 2019 年底, 公司合并范围内二级子公司共 19 家, 较 2018 年底增加 2 家, 为山东省丝绸集团有限公司(以下简称“丝绸集团”)以及山东超越信息科技有限公司; 截至 2020 年底, 公司合并范围内二级子公司共 17

家, 较 2019 年底增加 1 家, 为华特控股, 减少 3 家, 为山东水总、山东水局以及山东省百特投资有限公司; 截至 2021 年底, 公司合并范围内二级子公司较 2020 年底新增两家, 为交运集团及济南汇清企业管理有限公司(以下简称“汇清管理”); 减少一家, 系公司将丝绸集团划入全资子公司山东东银投资有限公司, 丝绸集团成为公司三级子公司。截至 2022 年 3 月底, 公司合并范围较 2021 年底无变化。由于新增和减少的子公司规模相对较小, 公司合并范围变动对财务数据可比性的影响不大。

截至 2021 年底, 公司(合并)资产总额为 1839.93 亿元, 所有者权益合计 447.55 亿元(含少数股东权益 283.49 亿元); 2021 年, 公司实现营业总收入 965.32 亿元, 利润总额 40.21 亿元。

截至 2022 年 3 月底, 公司(合并)资产总额为 1859.06 亿元, 所有者权益合计 452.32 亿元(含少数股东权益 294.80 亿元); 2022 年 1—3 月, 公司实现营业总收入 252.73 亿元, 利润总额-1.50 亿元。

2. 资产质量

2019—2021 年末, 公司资产总额保持增长, 资产结构较均衡, 货币资金充裕且持有一定规模的交易性金融资产, 资产受限比例低, 公司资产流动性强。

2019—2021 年末, 公司资产总额年均复合增长 14.00%。截至 2021 年底, 公司资产总额为 1839.93 亿元, 较上年底增长 16.95%。其中, 流动资产占 53.43%, 非流动资产占 46.57%, 公司资产结构较均衡。

表 6 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动资产	680.58	48.07	735.08	46.72	983.05	53.43	972.21	52.30
货币资金	233.60	34.32	274.67	37.37	256.85	26.13	207.99	21.39
交易性金融资产	2.19	0.32	2.82	0.38	114.69	11.67	101.60	10.45
应收账款	154.86	22.75	111.00	15.10	205.83	20.94	281.68	28.97
存货	134.98	19.83	147.04	20.00	289.78	29.48	263.55	27.11

非流动资产	735.14	51.93	838.24	53.28	856.89	46.57	886.85	47.70
发放贷款及垫款	295.75	40.23	336.52	40.15	395.12	46.11	414.84	46.78
长期股权投资	53.72	7.31	52.57	6.27	85.06	9.93	86.23	9.72
其他债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	109.62	12.79	110.00	12.40
固定资产	55.35	7.53	71.62	8.54	88.30	10.30	84.31	9.51
资产总额	1415.72	100.00	1573.31	100.00	1839.93	100.00	1859.06	100.00

资料来源：联合资信整理

(1) 流动资产

2019—2021年末，公司流动资产年均复合增长20.18%。截至2021年底，公司流动资产为983.05亿元，较上年底增长33.73%，主要由货币资金、应收账款、存货和交易性金融资产等构成。

2019—2021年末，公司货币资金波动增长。截至2021年底，公司货币资金为256.85亿元，较上年底下降6.49%。公司货币资金以银行存款为主，其中使用受限的货币资金为62.48亿元，主要为存款准备金、保证金等。

2019—2021年末，公司应收账款波动增长。截至2021年底，公司应收账款账面余额为225.23亿元，累计计提坏账准备19.40亿元，应收账款账面价值为205.83亿元，较上年底增长85.43%，主要系下属企业业务规模扩大，同时新增子公司交运集团所致。从账龄来看，公司应收账款账龄在1年以内的占88.59%，应收账款账龄短；从集中度来看，截至2021年底公司应收账款前五名客户欠款金额合计48.13亿元，占应收账款期末余额的21.37%。

2019—2021年末，公司存货年均复合增长46.52%。截至2021年底，公司存货账面余额为300.76亿元，累计计提跌价准备10.97亿元，存货账面价值为289.78亿元，较上年底增长97.08%，主要系子公司对必要原材料加大储备力度所致。从构成来看，公司存货以原材料和库存商品为主。

2019—2021年末，公司交易性金融资产年均复合增长623.51%。截至2021年底，公司交易性金融资产为114.69亿元，较上年底大幅增长，主要系根据新金融工具准则，将部分可供

出售金融资产转计入交易性金融资产所致。公司交易性金融资产主要为权益工具投资(81.25亿元)和债务工具投资(20.50亿元)等。

(2) 非流动资产

2019—2021年末，公司非流动资产年均复合增长7.96%。截至2021年底，公司非流动资产为856.89亿元，较上年底增长2.22%，主要由发放贷款及垫款、长期股权投资、其他债权投资和固定资产等构成。

2019—2021年末，公司发放贷款及垫款年均复合增长15.59%。截至2021年底，公司发放贷款及垫款为395.12亿元，较上年底增长17.41%，主要为德州银行放出的贷款。

2019—2021年末，公司长期股权投资波动增长。截至2021年底，公司长期股权投资为85.06亿元，较上年底增长61.80%，主要系执行新金融工具准则影响所致。其中，对合营企业投资17.33亿元，主要为对山东省文化产业投资集团有限公司的投资；对联营企业投资为69.06亿元，主要为对中通客车股份有限公司、泰合资产管理有限公司以及山东汇通金融租赁有限公司等的投资。

截至2021年底，公司新增其他债权投资109.62亿元，主要系下属金融企业常规投资业务规模扩大所致。

2019—2021年末，公司固定资产年均复合增长26.31%。截至2021年底，公司固定资产原值为152.10亿元，累计计提折旧63.60亿元，计提减值准备合计2.02亿元，固定资产账面价值为86.48亿元，主要由房屋及建筑物(43.70亿元)、电子设备(19.81亿元)以及机器设备(15.68亿元)等构成。

截至2021年底，公司受限资产合计125.40

亿元，主要为受限货币资金 62.48 亿元，已质押的长期股权投资 13.04 亿元等，占总资产的比例为 6.82%，资产受限比例低。

截至 2022 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1859.06 亿元，较 2021 年底增长 1.04%。公司资产规模和构成较 2021 年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长。截至 2021 年底，公司所有者权益中少数股东权益占 63.34%。

2019—2021 年末，公司所有者权益年均复合增长 16.61%。截至 2021 年底，公司所有者权益合计 447.55 亿元，较上年底增长 4.13%。从构成来看，截至 2021 年底，公司所有者权益中实收资本占 10.05%、资本公积占 8.80%、未分配利润占 11.07%、少数股东权益占 63.34%。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益合计 452.32 亿元，所有者权益规模和结构较 2021 年底变化不大。

(2) 负债

2019—2021 年末，公司有息债务波动增长，2021 年增长较快，短期债务占比提升。公司整体债务负担适中。

2019—2021 年末，公司负债总额年均复合增长 13.20%。截至 2021 年底，公司负债总额为 1392.39 亿元，较上年底增长 21.76%。其中，流动负债占 86.63%，公司负债以流动负债为主。

2019—2021 年末，公司流动负债年均复合增长 15.01%。截至 2021 年底，公司流动负债为 1206.27 亿元，较上年底增长 25.14%，主要由短期借款、应付账款、吸收存款及同业存放构成。

2019—2021 年末，公司短期借款波动增长。截至 2021 年底，公司短期借款为 71.12 亿元，较上年底增长 49.19%，主要系公司总部及下属

企业经营性借款增加，同时新增子公司交运集团所致。公司短期借款以信用借款为主。

2019—2021 年末，公司应付账款波动增长。截至 2021 年底，公司应付账款为 241.21 亿元，较上年底增长 82.92%，主要系子公司应付原材料采购款增长所致。公司应付账款账龄以 1 年以内（含 1 年）为主。

2019—2021 年末，公司吸收存款及同业存放年均复合增长 14.71%。截至 2021 年底，公司吸收存款及同业存放为 593.41 亿元，较上年底增长 12.08%，主要为活期存款及定期存款。

2019—2021 年末，公司非流动负债年均复合增长 3.24%。截至 2021 年底，公司非流动负债为 186.12 亿元，较上年底增长 3.61%，主要由长期借款和应付债券构成。

2019—2021 年末，公司长期借款波动增长。截至 2021 年底，公司长期借款为 69.20 亿元，较上年底增长 45.69%。公司长期借款以信用借款和保证借款为主。

2019—2021 年末，公司应付债券波动下降。截至 2021 年底，公司应付债券为 85.32 亿元，较上年底下降 21.17%，主要为公司本部及浪潮集团所发行债券。

截至 2022 年 3 月底，公司负债合计 1406.75 亿元，较 2021 年底增长 1.03%。公司负债结构较 2021 年底变化不大。

表 7 截至报告出具日公司本部存续债券情况

证券名称	到期日期	当前余额(亿元)
21 鲁国资 MTN001	2023/3/3	10.00
20 鲁资 Y1	2023/3/4	10.00
21 鲁国资 MTN002	2023/3/5	10.00
20 鲁国资 MTN002	2023/6/24	10.00
23 鲁国资 SCP001	2023/7/4	10.00
23 鲁国资 SCP002	2023/7/5	10.00
19 鲁资 04	2024/9/9	10.00
20 鲁国资 MTN001	2025/3/5	10.00
22 鲁资 K1	2025/3/28	10.00
22 鲁资 01	2025/4/13	20.00
20 鲁资 01	2025/4/17	10.00
22 鲁资 02	2025/4/22	5.00
22 鲁资 07	2025/7/28	8.00

23 鲁资 K1	2026/1/11	5.00
22 鲁资 04	2027/6/9	7.00
22 鲁资 06	2027/7/8	10.00
22 鲁资 10	2027/8/8	7.00
合计	--	162.00

注：“22 鲁资 K1”及“22 鲁资 01”含赎回条款，表中所列到期日为下一赎回日

资料来源：Wind

有息债务方面，2019—2021 年末，公司全部债务波动增长。截至 2021 年底，公司全部债务为 352.89 亿元，较上年底增长 25.14%，

短期债务占比有所提升。公司资产负债率及全部债务资本化比率波动下降，长期债务资本化比率持续下降。考虑到公司合并范围中含德州银行，吸收存款及同业存放在负债中占比较高，公司资产负债率处于正常水平，债务负担适中。

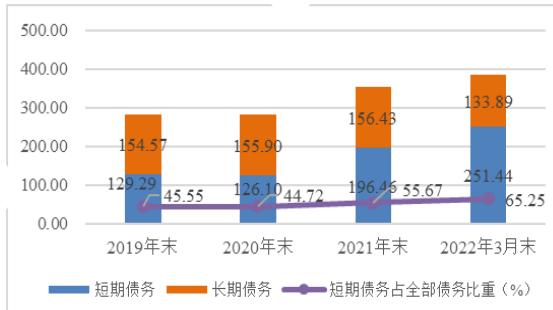
截至 2021 年 3 月底，公司全部债务较 2021 年底增长 9.19%，短期债务占比增加。公司债务杠杆水平小幅波动。

表 8 截至 2021 年底公司有息负债期限结构（单位：亿元）

项目	1年内到期		1-2年（含2年）		2-3年（含3年）		3年以上	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
银行贷款	100.83	47.83	28.34	38.22	15.31	26.98	25.58	99.74
公司债券融资	62.31	29.55	44.57	60.12	40.75	71.80	--	--
银行间市场债券融资	20.15	9.56	--	--	--	--	--	--
信托融资	10.01	4.75	--	--	--	--	--	--
融资租赁融资	0.52	0.25	0.25	0.34	0.31	0.54	--	--
其他融资	17.00	8.07	0.98	1.32	0.39	0.68	0.07	0.26
合计	210.82	100.00	74.14	100.00	56.75	100.00	25.65	100.00

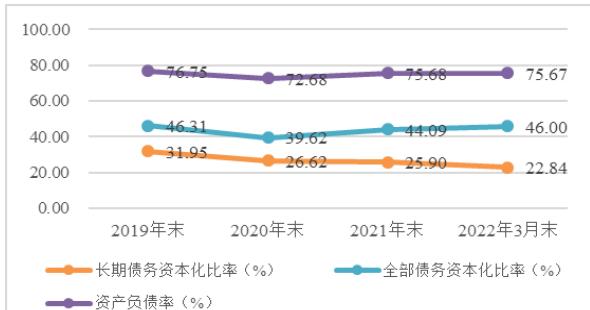
资料来源：公司提供

图 1 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 2 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

4. 盈利能力

2019—2021 年，公司营业总收入和利润总额保持增长，非经常性损益对利润形成一定补充。

2019—2021 年，公司营业总收入、营业成本均持续增长，年均复合增长率分别为 16.06% 和 16.88%。2021 年，公司实现营业总收入 965.32 亿元，发生营业成本 787.13 亿元，同比

分别增长 12.00% 和 12.06%。

2019—2021 年，公司期间费用总额年均复合增长 9.36%，2021 年为 132.96 亿元，同比增长 6.47%。

2019—2021 年，公司分别实现投资收益 19.23 亿元、18.23 亿元和 13.86 亿元。公司 2021 年投资收益主要包含处置交易性金融资产取得的投资收益 3.98 亿元、处置长期股权投资产

生的投资收益 3.39 亿元、权益法核算的长期股权投资收益 3.32 亿元等；2019—2021 年，公司分别实现其他收益 11.67 亿元、14.15 亿元和 14.33 亿元，主要为研发项目补助等。公司非经常性损益对利润形成一定补充。

2019—2021 年，公司分别发生资产减值损失 17.67 亿元、13.89 亿元和 8.10 亿元，2021 年资产减值损失主要为存货跌价损失；2021 年，公司发生信用减值损失 8.99 亿元，主要为坏账损失以及债权投资信用减值损失。

2019—2021 年，公司分别实现利润总额 28.01 亿元、37.64 亿元和 40.21 亿元。公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率小幅波动，2021 年分别为 18.17%、5.87% 和 7.86%。

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 252.73 亿元，同比增长 51.13%；利润总额-1.50 亿元，较上年的-2.21 亿元亏损幅度下降。其中，公司发生公允价值变动净收益-9.02 亿元，主要系本部持有的上市公司股权股价波动所致；信用减值损失 4.69 亿元，主要系下属企业收入增长，应收款规模扩大，计提坏账准备增加所致。

5. 现金流

2019—2021 年，公司经营活动现金净流量呈现一定波动，2021 年，受子公司加大原材料备货力度影响，公司经营活动现金转为净流出，经营获现能力有所下降，维持一定筹资需求。

2019—2021 年，公司经营活动现金流入量波动增长，2021 年为 1146.40 亿元，同比下降 1.68%；经营活动现金流出量持续增长，2021 年为 1220.05 亿元，同比增长 11.09%。公司经营活动现金净流量呈现一定波动，2021 年经营活动现金净流出 73.64 亿元，主要系子公司加大原材料备货力度所致。2019—2021 年，公司现金收入比有所下降，2021 年为 97.35%，较上年减少 11.73 个百分点。

公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金以及取得投资收益收到的现金，投资活动现金流出主要为购建资产支付的现金

和投资支付的现金。2019—2021 年，公司投资活动现金流入和流出量均持续下降，2021 年分别为 761.64 亿元和 748.43 亿元。公司投资活动现金流量净额分别为 17.09 亿元、-80.81 亿元和 13.21 亿元。

公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2019—2021 年，公司筹资活动现金流入和流出量均波动下降，筹资活动现金流量净额分别为-64.45 亿元、60.48 亿元和 35.00 亿元。

表9 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	973.91	1165.98	1146.40	281.47
经营活动现金流出小计	946.61	1098.26	1220.05	431.31
经营活动现金流量净额	27.30	67.73	-73.64	-149.83
投资活动现金流入小计	1276.92	945.20	761.64	96.50
投资活动现金流出小计	1259.83	1026.01	748.43	103.42
投资活动现金流量净额	17.09	-80.81	13.21	-6.92
筹资活动前现金流量净额	44.38	-13.08	-60.43	-156.76
筹资活动现金流入小计	265.51	531.77	211.46	151.82
筹资活动现金流出小计	329.96	471.29	176.47	40.44
筹资活动现金流量净额	-64.45	60.48	35.00	111.38
现金收入比（%）	110.44	109.08	97.35	77.58

资料来源：联合资信整理

2022 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 149.83 亿元，主要系子公司业务规模扩大，采购付款增多，且因发货节奏变化，应收账款尚未到期回款所致；投资活动现金净流出 6.92 亿元，筹资活动现金净流入 111.38 亿元。

6. 偿债指标

公司偿债指标表现良好，未使用授信额度充裕，融资渠道畅通。

从短期偿债指标看，2019—2021 年末，公司流动比率持续增长，速动比率波动下降，流

动资产对流动负债覆盖程度一般；公司现金短期债务比分别为1.84倍、2.24倍和1.91倍，现金类资产对短期债务的保障能力较强。

从长期偿债指标看，2019—2021年，公司EBITDA保持增长，EBITDA对债务本息的保障能力强。

截至2021年底，公司对外担保余额合计0.16亿元，为浪潮信息对经销商提供的担保。公司对外担保金额很小，或有负债风险很低。

截至2022年3月底，公司合并口径获得各银行授信额度合计940.76亿元，尚未使用的授信额度为661.61亿元，公司间接融资渠道畅通。公司控股多家上市公司，具备直接融资渠道。

表10 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
短期偿债指标	流动比率（%）	74.63	76.26	81.49	78.43
	速动比率（%）	59.83	61.01	57.47	57.17
	经营现金/流动负债（%）	2.99	7.03	-6.11	-12.09
	经营现金/短期债务（倍）	0.21	0.54	-0.37	-0.60
	现金短期债务比（倍）	1.84	2.24	1.91	1.25
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	54.26	68.42	75.88	--
	全部债务/EBITDA（倍）	5.23	4.12	4.65	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.10	0.24	-0.21	-0.39
	EBITDA/利息支出（倍）	4.11	5.00	6.44	--
	经营现金/利息支出（倍）	2.07	4.95	-6.25	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信整理

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部营业收入规模小，投资收益及公允价值变动损益对利润有一定影响。本部持有多家上市公司股权，资产流动性较强，债务负担适宜。

截至2021年底，本部资产总额为273.20亿元。其中，流动资产98.20亿元，主要由货币资金(19.88亿元)和交易性金融资产(69.90亿元)构成；非流动资产175.00亿元，主要为长期股权投资。本部持有多家上市公司股权，

资产流动性较强。

表11 截至2021年底母公司持有的部分上市公司股权

持股企业	持股数（万股）	持股比例（%）
招商银行股份有限公司	1490.72	0.06
山东黄金矿业股份有限公司	2502.89	0.52
中国能源建设股份有限公司	13166.8	0.32
中泰证券股份有限公司	12087.18	1.73
积成电子股份有限公司	5233.76	10.23
山东新华医疗器械股份有限公司	1934.89	4.76
汤臣倍健股份有限公司	747.59	0.51
烟台正海磁性材料股份有限公司	1516.06	1.82
鲁银投资集团股份有限公司	2827.80	4.98
岳阳林纸股份有限公司	3250	1.79
银座集团股份有限公司	1801.69	3.46
潍柴重机股份有限公司	1652.40	4.99
云南锡业股份有限公司	616.45	0.37
山东鲁北化工股份有限公司	1747.24	3.31

资料来源：公司提供

截至2021年底，本部所有者权益为129.75亿元，主要由实收资本(45.00亿元)、其他权益工具(20.50亿元)、资本公积(28.24亿元)和未分配利润(29.26亿元)等构成；负债合计143.45亿元，主要为一年内到期的非流动负债(42.09亿元)、其他流动负债(20.22亿元)和应付债券(61.36亿元)等。

截至2021年底，本部全部债务为153.84亿元，其中短期债务92.47亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为52.51%和54.25%，债务负担适宜。

2021年，本部实现营业收入0.29亿元，利润总额-5.47亿元，其中实现投资收益4.36亿元，同比大幅下降，主要系本部减持上市公司股权减少所致；公允价值变动收益-4.93亿元，主要系持有的上市公司股价波动所致。2021年，母公司经营活动现金净流出0.43亿元。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响较

小，公司经营活动现金流入量对本期债券发行后长期债务覆盖程度好。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券发行规模上限为10.00亿元，分别为2021年底公司长期债务和全部债务的6.39%和2.83%，若将本期债券调入有息债务，对公司现有债务结构影响较小。截至2022年3月底，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 75.67%、46.00% 和 22.84%，考虑到本期债券募集资金拟全部用于偿还公司有息债务，本期债券发行后，上述指标变动不大。

2. 本期债券偿还能力分析

以2021年的相关财务数据为基础，本期债券发行后，若将本期债券调入有息债务，公司长期债务为166.43亿元。2021年，公司经营活动现金流入、经营活动现金流量净额和EBITDA对发行后长期债务的保障情况如下表。

表 12 本期债券偿还能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务*（亿元）	166.43
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	6.89
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.44
EBITDA/发行后长期债务（倍）	0.46

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、外部支持

公司在资产划转等方面持续得到政府支持。

公司作为山东省重要的国有资本运营与管理平台，得到政府资产划转等有力支持。2018年以来，在山东省国资委的安排下，公司先后将德州银行、华特控股等企业纳入合并范围，资产和权益规模得到拓展，业务范围增加。

2021年1月8日，根据山东省国资委（鲁国资权字〔2020〕1号）文件批复，山东国惠将其持有的交运集团37%国有产权无偿划转给公

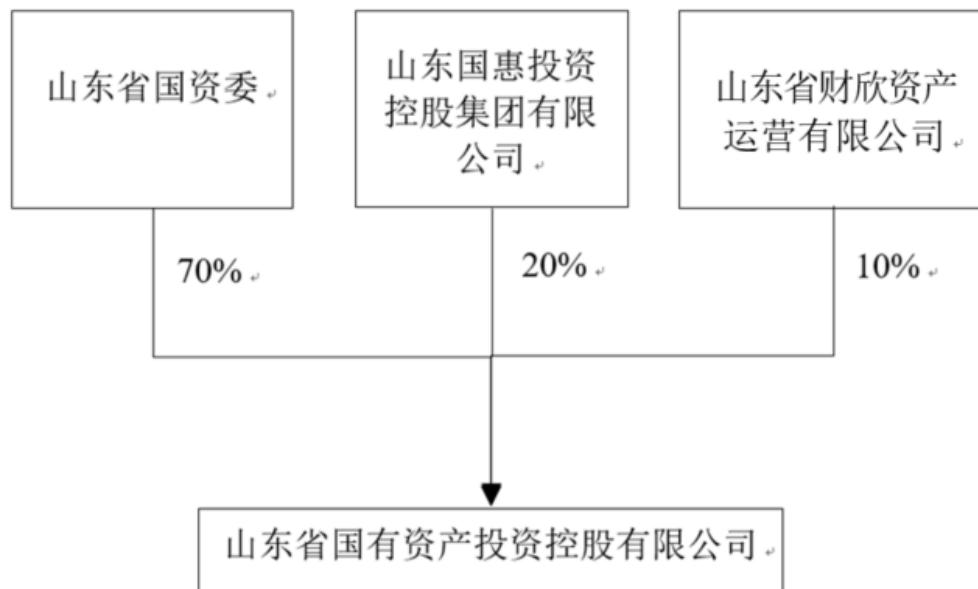
司，相关工商变更于2021年1月29日完成。

截至2021年底，交运集团资产总额27.05亿元，所有者权益8.52亿元。2021年，交运集团实现营业收入35.79亿元，净利润0.07亿元。

十一、结论

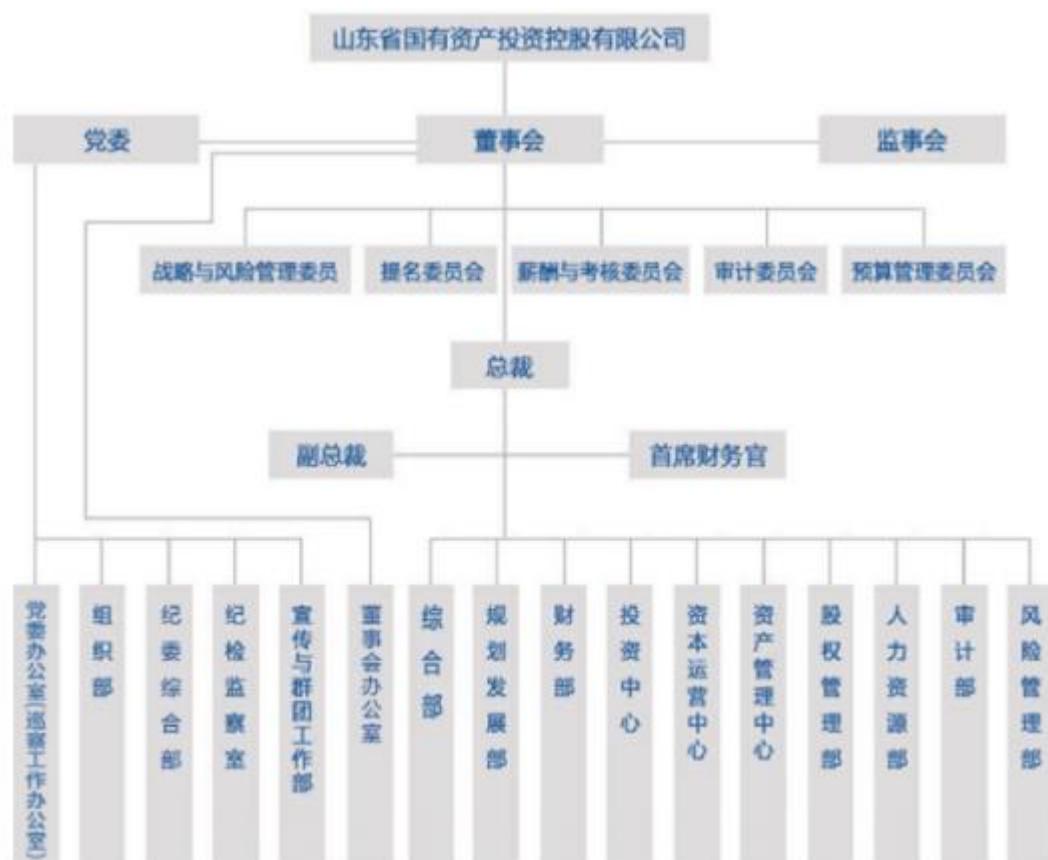
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 月底公司股权结构图



注：2021 年 3 月，山东省社保基金将其持有的公司 10% 股权划转至山东省财欣资产运营有限公司，目前工商变更手续尚未完成
资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织结构图



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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	237.50	282.04	375.29	314.83
资产总额(亿元)	1415.72	1573.31	1839.93	1859.06
所有者权益(亿元)	329.15	429.78	447.55	452.32
短期债务(亿元)	129.29	126.10	196.46	251.44
长期债务(亿元)	154.57	155.90	156.43	133.89
全部债务(亿元)	283.86	282.01	352.89	385.33
营业总收入(亿元)	716.66	861.90	965.32	252.73
利润总额(亿元)	28.01	37.64	40.21	-1.50
EBITDA(亿元)	54.26	68.42	75.88	--
经营性净现金流(亿元)	27.30	67.73	-73.64	-149.83
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.62	5.91	5.64	--
存货周转次数(次)	4.20	4.98	3.60	--
总资产周转次数(次)	0.53	0.58	0.57	--
现金收入比(%)	110.44	109.08	97.35	77.58
营业利润率(%)	19.26	18.23	18.17	16.91
总资本收益率(%)	6.01	6.39	5.87	--
净资产收益率(%)	7.18	7.40	7.86	--
长期债务资本化比率(%)	31.95	26.62	25.90	22.84
全部债务资本化比率(%)	46.31	39.62	44.09	46.00
资产负债率(%)	76.75	72.68	75.68	75.67
流动比率(%)	74.63	76.26	81.49	78.43
速动比率(%)	59.83	61.01	57.47	57.17
经营现金流动负债比(%)	2.99	7.03	-6.11	--
现金短期债务比(倍)	1.84	2.24	1.91	1.25
EBITDA 利息倍数(倍)	4.11	5.00	6.44	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.23	4.12	4.65	--

注: 2022 年 1 - 3 月财务报表未经审计; 2019 - 2021 年其他流动负债中的应付短期债券已计入短期债务及相关指标

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.73	19.26	89.78	78.54
资产总额(亿元)	219.08	251.53	273.20	265.80
所有者权益(亿元)	87.19	129.05	129.75	121.83
短期债务(亿元)	26.49	36.29	92.47	82.43
长期债务(亿元)	93.37	82.84	61.36	30.34
全部债务(亿元)	119.86	119.13	153.84	112.78
营业总收入(亿元)	0.29	0.19	0.29	0.07
利润总额(亿元)	8.24	7.42	-5.47	-9.56
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	10.93	12.38	-0.43	-0.54
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.51	0.17	0.26	--
存货周转次数(次)	2089.59	2095.52	4618.48	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率(%)	13.53	-20.30	40.02	43.54
总资本收益率(%)	3.12	2.49	-1.48	--
净资产收益率(%)	7.41	4.80	-3.24	--
长期债务资本化比率(%)	51.71	39.10	32.11	19.94
全部债务资本化比率(%)	57.89	48.00	54.25	48.07
资产负债率(%)	60.20	48.69	52.51	54.17
流动比率(%)	33.33	72.16	123.91	79.95
速动比率(%)	33.33	72.16	123.91	79.95
经营现金流动负债比(%)	29.81	34.04	-0.54	--
现金短期债务比(倍)	0.14	0.53	0.97	0.95
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/

注: 2022 年 1-3 月财务报表未经审计; 2019-2021 年其他流动负债中的应付短期债券已计入短期债务及相关指标

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 主要财务指标的计算公式

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% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^ (1/(n-1)) -1]×100%
营业收入年复合增长率	
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+平均应收款项融资)
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/营业总收入×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%
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 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 4-3 评级展望设置及其含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 山东省国有资产投资控股有限公司 2023年面向专业投资者公开发行可续期公司债券 (第一期)的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。