信用评级公告

联合〔2023〕3396 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相关债项的信用状况进行综合分析和评估，确定维持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，维持“22 鲁资 K1”“22 鲁资 01”“23 鲁资 Y1”和“23 鲁资 Y2”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：

二〇二三年六月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

山东省国有资产投资控股有限公司
2023 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
山东省国有资产投资控股有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
22 鲁资 K1	AAA	稳定	AAA	稳定
22 鲁资 01	AAA	稳定	AAA	稳定
23 鲁资 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
23 鲁资 Y2	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
22 鲁资 K1	10 亿元	10 亿元	2027/03/28
22 鲁资 01	20 亿元	20 亿元	2027/04/13
23 鲁资 Y1	5 亿元	5 亿元	2025/02/27
23 鲁资 Y2	5 亿元	5 亿元	2026/02/27

注：1. 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；2. “23 鲁资 Y1”及“23 鲁资 Y2”为可续期债券，上表所列示的到期兑付日为下一行权日

评级时间：2023 年 6 月 12 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

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	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		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：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				+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

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，跟踪期内在资产划转和政府补贴方面持续获得政府大力支持。跟踪期内，公司保持 IT、医药、贸易、远洋渔业、金融等领域的多元化业务布局，其中 IT 及医药等核心业务在细分行业内保持显著的竞争优势；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，公司下属子公司众多、行业分散对公司管理能力带来挑战等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

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“22 鲁资 K1”“22 鲁资 01”“23 鲁资 Y1”和“23 鲁资 Y2”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司是山东省政府授权的国有资本运营公司，获得政府支持力度大。**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，在资产划转和政府补贴等方面获得政府支持力度大。2022 年，公司实现其他收益 25.25 亿元，以政府补贴为主。

2. **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”）为中国本土综合实力最强的大型 IT 企业之一，其

同业比较：

主要指标	公司	公司 1	公司 2	公司 3
最新信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年	2022 年
控股股东	山东省人民政府国有资产监督管理委员会	青岛市人民政府国有资产监督管理委员会	山东省财政厅	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
调整后营业利润率（%）	4.75	-11.52	1.64	-4.52
资产总额（亿元）	2181.09	1119.18	1925.39	427.01
所有者权益（亿元）	497.99	344.68	770.39	288.49
营业总收入（亿元）	1193.38	111.22	123.05	40.97
营业利润率（%）	17.80	18.24	41.11	12.89
利润总额（亿元）	44.94	15.81	27.09	7.93
资产负债率（%）	77.17	69.20	59.99	32.44
全部债务资本化比率（%）	54.64	66.12	58.37	26.12
全部债务/EBITDA(倍)	7.95	15.64	16.46	7.84
EBITDA 利息倍数(倍)	5.87	2.19	1.82	4.88

注：1. 公司 1 为青岛国信发展（集团）有限责任公司，公司 2 为山东省鲁信投资控股集团有限公司，公司 3 为山东发展投资控股集团有限公司；2. 公司全部债务包含下属金融租赁公司的长短期借款

资料来源：联合资信根据年报、最新财务报表及公开资料整理

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

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，同类产品市场占有率位居第一。

3. **公司本部资产流动性较强。**公司本部持有多家上市公司股权，截至2023年3月底参考市值合计约75亿元，资产流动性较强。

关注

1. **公司本部利润易受持有股权资产价值变动影响。**2022年，公司本部利润总额为-7.57亿元，其中公允价值变动收益-12.32亿元，主要系持有的上市公司股权股价波动所致。

2. **下属子公司众多、行业分散可能对公司管理能力带来挑战。**公司资产规模庞大，拥有数量众多的控股和参股子公司，产业分布在多个区域和行业领域，有效分散某一行业风险的同时增大了管理难度，对公司管理能力带来挑战。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	282.04	375.29	382.90	454.61
资产总额(亿元)	1,573.31	1,839.93	2,181.09	2,347.34
所有者权益(亿元)	429.78	447.55	497.99	503.38
短期债务(亿元)	126.10	196.46	390.36	368.62
长期债务(亿元)	155.90	156.43	209.53	287.76
全部债务(亿元)	282.01	352.89	599.89	656.37
营业总收入(亿元)	861.90	965.32	1,193.38	262.58
利润总额(亿元)	37.64	40.21	44.94	8.54
EBITDA(亿元)	68.42	75.88	75.49	--
经营性净现金流(亿元)	67.73	-73.64	73.62	-54.17
营业利润率(%)	18.23	18.17	17.80	17.04
净资产收益率(%)	7.40	7.86	7.60	--
资产负债率(%)	72.68	75.68	77.17	78.56
全部债务资本化比率(%)	39.62	44.09	54.64	56.60
流动比率(%)	76.26	81.49	75.15	79.87
经营现金流动负债比(%)	7.03	-6.11	5.14	--
现金短期债务比(倍)	2.24	1.91	0.98	1.23
EBITDA 利息倍数(倍)	5.00	6.44	5.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.12	4.65	7.95	--
公司本部（母公司）				
项　目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	251.53	273.20	265.98	272.06
所有者权益(亿元)	129.05	129.75	121.71	122.98
全部债务(亿元)	119.13	153.84	139.78	114.16
营业总收入(亿元)	0.19	0.29	0.29	0.08
利润总额(亿元)	7.42	-5.47	-7.57	1.70
资产负债率(%)	48.69	52.51	54.24	54.80
全部债务资本化比率(%)	48.00	54.25	53.45	48.14
流动比率(%)	72.16	123.91	179.32	262.96
经营现金流动负债比(%)	34.04	-0.54	6.51	--

注：1.2023 年 1－3 月财务报表未经审计；2.2020－2022 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；3. 公司全部债务包含下属金融租赁公司的长短期借款

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
23 鲁资 Y1 23 鲁资 Y2	AAA	AAA	稳定	2023/2/9	刘丙江 刘晓彤	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）	阅读全文
22 鲁资 K1 22 鲁资 01	AAA	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
22 鲁资 K1	AAA	AAA	稳定	2022/3/9	刘丙江 杨晓丽	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）	阅读全文
22 鲁资 01	AAA	AAA	稳定	2022/3/31	刘丙江 杨晓丽	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）	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编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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”）关于山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称 “公司”）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

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 450000.00 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。

截至 2023 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。

跟踪期内，公司主营业务无重大变化。

截至 2023 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 16 家。

截至 2022 年底，公司（合并）资产总额为 2181.09 亿元，所有者权益合计 497.99 亿元（含少数股东权益 337.23 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 1193.38 亿元，利润总额 44.94 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 2347.34 亿元，所有者权益合计 503.38 亿元（含少数股东权益 341.14 亿元）；2023 年 1－3 月，公司实现营业总收入 262.58 亿元，利润总额 8.54 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：栾健。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续公募债券如下表。跟踪期内，表中债券募集资金均按照计划用途使用，“22 鲁资 K1”及“22 鲁资 01”在付息日正常付息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
22 鲁资 K1	10	10	2022/03/28	3+2
22 鲁资 01	20	20	2022/04/13	3+2
23 鲁资 Y1	5	5	2023/02/27	2+N
23 鲁资 Y2	5	5	2023/02/27	3+N

资料来源：联合资信整理

1. 普通债券

截至报告出具日，公司存续期普通优先债券（公开发行）包括“22鲁资K1”和“22鲁资01”，合计金额30.00亿元，均附债券存续第3年末公司调整利率选择权及投资者回售选择权。

2. 永续债

截至报告出具日，公司存续期永续债券包括“23鲁资Y1”和“23鲁资Y2”，余额合计10.00亿元，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

“23鲁资Y1”和“23鲁资Y2”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。

四、宏观经济与政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5%增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》。

五、行业分析

1. 国资平台概况

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和实际运作。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结构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和实际运作，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职方式，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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，公司注册资本及实收资本为 450000.00 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 2022 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）和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数字企业技术有限公司（以下简称“浪潮数字企业”，证券代码：0596.HK）。浪潮集团于 1993 年制造出中国第一台服务器，并一直在中国服务器领域处于领先地位。浪潮集团拥有 IT 领域唯一设在企业的国家重点实验室——“浪潮高效能服务器和存储技术国家重点实验室”，自主研发的中国第一款关键应用主机浪潮 K1 使中国成为继美日之后第三个掌握高端服务器核心技术的国家，荣获 2014 年度国家科技进步一等奖，浪潮天梭 K 系统已超过美国甲骨文，跻身高端 Unix 服务器市场的前三强。经过多年发展，浪潮集团已成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。

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，经营品规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. 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5月10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5月29日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2022年初至今，公司治理结构、内部控制制度无重大变动，公司董事长发生变更。

跟踪期内，公司治理结构、内部控制制度无重大变动。

高级管理人员方面，2022年10月，王洪先生不再担任公司总裁，公司新任总裁尚未任命。2023年2月，公司党委书记、董事长变更为栾健。

栾健，1966年2月生，男，山东省委党校研究生，中共党员，现任公司党委书记、董事长。历任山东省贸易厅办公室综合处助理调研员；莱芜市钢城区委副书记、副区长；莱芜市钢城区委副书记、区长；莱芜市莱城区委书记；山东省区域发展战略推进办公室副主任；山东省物价局党组书记、局长；山东省能源局党组书记、局长。

八、经营分析

1. 经营概况

2022年，公司营业总收入保持增长，综合毛利率保持稳定。

2022年，公司实现营业总收入1193.38亿元，同比增长23.63%，核心业务板块收入同比均有不同程度增长。其中，IT业务实现收入1051.60亿元，为公司营业总收入的最主要来源。

从毛利率来看，2022年，公司IT、医药以及贸易业务毛利率较上年有不同程度的下降，其他板块毛利率较上年略有提升。

2023年1－3月，公司实现营业总收入262.58亿元，同比增长3.90%，毛利率为17.30%（上年同期为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	2020年			2021年			2022年			2023年1—3月		
	金额	占比（%）	毛利率（%）	金额	占比（%）	毛利率（%）	金额	占比（%）	毛利率（%）	金额	占比（%）	毛利率（%）
IT	736.16	85.41	15.56	840.30	87.05	15.46	1051.60	88.12	15.23	231.01	87.97	13.72
医药板块	18.58	2.16	50.20	23.97	2.48	61.20	34.63	2.90	58.56	9.14	3.48	60.65
水利施工	49.84	5.78	3.93	--	--	--	--	--	--	--	--	--
贸易	10.49	1.22	2.22	12.17	1.26	2.50	19.47	1.63	1.94	3.56	1.36	3.89
其他	46.83	5.43	71.37	88.88	9.21	37.48	87.69	7.34	39.73	18.88	7.19	42.55
合计	**861.90**	**100.00**	**18.50**	**965.32**	**100.00**	**18.46**	**1193.38**	**100.00**	**18.07**	**262.58**	**100.00**	**17.30**

注：2020年12月，公司将持有的山东水总有限公司和山东省水利工程局有限公司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
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）。2022 年，得益于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，IT 业务收入及利润规模保持增长。

公司 IT 业务主要由浪潮集团负责运营。截至 2022 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数字企业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 2022 年底，浪潮信息资产总额 410.13 亿元，所有者权益合计 176.19 亿元；2022 年，浪潮信息实现营业总收入 695.25 亿元，同比增长 3.70%，利润总额 21.60 亿元，同比保持稳定，经营活动净现金流 18.00 亿元。

截至 2022 年底，浪潮软件资产总额 45.86 亿元，所有者权益合计 22.30 亿元；2022 年，浪潮软件实现营业总收入 20.74 亿元，同比增长 13.34%，利润总额 0.61 亿元，同比增长 103.33%。

（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。

跟踪期内，浪潮信息硬件产品主要原材料种类、供应商、采购结算模式等未发生重大变化。2022 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 259.57 亿元，占采购总额的 47.83%；硬件产品销售模式以及客户类别未发生重大变化，2022 年，浪潮信息硬件产品前五大客户销售金额为 223.75 亿元，占 32.18%。

（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。其中医药制造业务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。跟踪期内，公司医药业务收入规模实现较明显增长。

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 2022 年底，山东医药资产总额 14.20 亿元，所有者权益合计 5.12 亿元。2022 年，山东医药实现营业收入 14.23 亿元，净利润 0.64 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 2022 年底，华特控股资产总额为 57.26 亿元，所有者权益 46.14 亿元；2022 年，华特控股实现营业收入 29.68 亿元，净利润 10.02 亿元。

2022 年，公司医药板块前五大采购商采购金额为 1.30 亿元，占 8.35%；前五大客户的销售额为 7.09 亿元，占 20.56%，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、油脂和淀粉为主。2022 年纸浆、油脂的销售收入增加带动贸易业务收入实现较明显增长。

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	
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	1.83	22.66	4.72	49486.00	128915.00	15532.00	3726.00
2023 年 1－3 月	--	4.01	3.73	--	23460.00	11972.00	781.00

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。

2022 年，轻工供销油脂、纸浆的销售量同比略有增长，淀粉销售量略有下降。由于商品价格的波动，油脂、纸浆的销售收入同比实现明显增长，淀粉销售收入小幅下降。

从上下游集中度来看，2022 年，轻工供销对前五大采购商的采购金额占比为 38.32%，对前五大客户的销售金额占比为 26.33%，上下游集中度尚可。

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、市场需求等方面的分析研判，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。汇率方面，主要通过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。2022 年，中鲁远洋实现收入 9.85 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。截至 2022 年底，德州银行资产总额 726.33 亿元，所有者权益 51.77 亿元；2022 年，德州银行实现营业收入 27.78 亿元，净利润 2.48 亿元。

6. 经营效率

公司经营效率良好。

2022 年，公司销售债权周转次数同比略有下降，存货周转次数以及总资产周转次数同比有所提升。

表 5 公司经营效率情况（单位：次）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
销售债权周转次数	6.33	5.64	5.18
存货周转次数	4.98	3.60	3.88
总资产周转次数	0.58	0.57	0.59

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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2022 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 2023 年 1—3 月财务数据未经审计。

合并范围方面，截至 2022 年底，公司合并范围内二级子公司 16 家，较 2021 年减少 1 家，系将原鲁康投资有限公司划入山东省医药集团有限公司。同时，2022 年，浪潮集团合并范围内子公司有所增加。截至 2023 年 3 月底，公司合并范围较 2022 年底无变化。浪潮集团合并范围变化对公司财务数据可比性产生一定影响。

截至 2022 年底，公司（合并）资产总额为 2181.09 亿元，所有者权益合计 497.99 亿元（含少数股东权益 337.23 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 1193.38 亿元，利润总额 44.94 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 2347.34 亿元，所有者权益合计 503.38 亿元（含少数股东权益 341.14 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 262.58 亿元，利润总额 8.54 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，随着主业规模拓展及合并范围变化，公司资产总额较快增长，资产结构较均衡。截至 2022 年底，公司货币资金充裕且持有一定规模的交易性金融资产，合并范围变动导致新增较大规模的融资租赁生息资产。总体看，公司资产受限比例低，资产流动性强。

截至 2022 年底，公司资产总额为 2181.09 亿元，较上年底增长 18.54%。其中，流动资产占 49.38%，非流动资产占 50.62%，公司资产结构较均衡。

表 6　2020－2022 年末及 2023 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	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	**735.08**	**46.72**	**983.05**	**53.43**	**1077.03**	**49.38**	**1211.89**	**51.63**
货币资金	274.67	37.37	256.85	26.13	292.17	27.13	347.97	28.71
交易性金融资产	2.82	0.38	114.69	11.67	86.28	8.01	102.01	8.42
应收账款	111.00	15.10	205.83	20.94	236.44	21.95	246.93	20.38
存货	147.04	20.00	289.78	29.48	214.63	19.93	240.15	19.82
非流动资产	**838.24**	**53.28**	**856.89**	**46.57**	**1104.05**	**50.62**	**1135.45**	**48.37**
发放贷款及垫款	336.52	40.15	395.12	46.11	433.89	39.30	454.58	40.04
其他债权投资	0.00	0.00	109.62	12.79	121.65	11.02	122.37	10.78
长期应收款	19.21	2.29	12.86	1.50	170.58	15.45	193.71	17.06
长期股权投资	52.57	6.27	85.06	9.93	66.29	6.00	60.19	5.30
资产总额	**1573.31**	**100.00**	**1839.93**	**100.00**	**2181.09**	**100.00**	**2347.34**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

（1）流动资产

截至 2022 年底，公司流动资产为 1077.03 亿元，较上年底增长 9.56%，主要由货币资金、应收账款、存货和交易性金融资产等构成。其中，公司货币资金为 292.17 亿元，较上年底增长 13.75%，以银行存款为主；交易性金融资产 86.28 亿元，较上年底下降 24.77%，主要为债务工具投资 11.27 亿元和权益工具投资 70.89 亿元（以本部持有的上市公司股权为主）；应收账款账面余额 263.14 亿元，累计计提坏账准备 26.70 亿元，账面价值 236.44 亿元，较上年底增长 14.87%。公司应收账款账龄在 1 年以内的占 82.21%，应收账款账龄短，前五名客户欠款金额占比 17.76%；公司存货账面价值为 214.63 亿元，较上年底下降 25.93%，主要系上年度对必要原材料储备力度较大所致；一年内到期的非流动资产由上年的 5.97 亿元增长至 114.84 亿元，主要系新增一年内到期的长期应收款（融资租赁款）所致。

（2）非流动资产

截至 2022 年底，公司非流动资产为 1104.05 亿元，较上年底增长 28.84%，主要由发放贷款及垫款、长期股权投资、其他债权投资和长期应收款等构成。其中，发放贷款及垫款为 433.89 亿元，较上年底增长 9.81%，主要为德州银行放出的贷款；长期股权投资为 66.29 亿元，较上年底下降 22.07%，主要系减少对山东汇通金融租赁有限公司的投资 16.60 亿元所致；其他债权投资 121.65 亿元，较上年底增长 10.98%，主要为德州银行投资的同业存单、企业债券以及银行债券等；长期应收款 170.58 亿元，较上年底 12.86 亿元大幅增长，主要系新增应收融资租赁款所致。

截至 2023 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 2347.34 亿元，较 2022 底增长 18.54%，主要为货币资金和交易性金融资产的增长。公司资产结构较 2022 底变化不大。

截至 2022 底，公司受限资产合计 115.21 亿元，主要为受限货币资金 56.64 亿元、长期股权投资 13.35 亿元以及长期应收款 19.23 亿元等，占总资产的比例为 5.28%，资产受限比例低。

3.　资本结构

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模持续增长，截至 2022 年底，公司所有者权益中少数股东权益占 67.72%。

截至 2022 年底，公司所有者权益合计 497.99 亿元，较上年底增长 11.27%。从构成来看，公司所有者权益中实收资本占 9.04%、资本公积占 7.64%、未分配利润占 9.60%、少数股东权益占 67.72%。截至 2022 年底，公司少数股东权益为 337.23 亿元，较上年底增长

18.96%，主要系浪潮集团合并范围变动所致。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益合计 503.38 亿元，所有者权益规模和结构较 2022 年底变化不大。

（2）负债

跟踪期内，受浪潮集团合并范围变动影响，公司有息债务有所增长，债务负担处于可控范围内。

截至 2022 年底，公司负债总额为 1683.09 亿元，较上年底增长 20.88%。其中，流动负债占 85.15%，公司负债以流动负债为主。

表 7　2020－2022 年末及 2023 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	**963.90**	**84.29**	**1206.27**	**86.63**	**1433.17**	**85.15**	**1517.42**	**82.29**
短期借款	47.67	4.95	71.12	5.90	252.94	17.65	279.26	18.40
应付账款	131.86	13.68	241.21	20.00	194.36	13.56	201.62	13.29
吸收存款及同业存放	529.47	54.93	593.41	49.19	643.89	44.93	669.15	44.10
非流动负债	**179.64**	**15.71**	**186.12**	**13.37**	**249.93**	**14.85**	**326.54**	**17.71**
长期借款	47.50	26.44	69.20	37.18	108.86	43.56	170.97	52.36
应付债券	108.23	60.25	85.32	45.84	98.95	39.59	114.16	34.96
负债总额	**1143.54**	**100.00**	**1392.39**	**100.00**	**1683.09**	**100.00**	**1843.96**	**100.00**

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2022 年底，公司流动负债为 1433.17 亿元，较上年底增长 18.81%，主要由短期借款、应付账款、吸收存款及同业存放构成。其中，短期借款 252.94 亿元，较上年底增长 255.64%，以信用借款为主；应付账款为 194.36 亿元，较上年底下降 19.42%，主要为子公司应付原材料采购款；吸收存款及同业存放为 643.89 亿元，较上年底增长 8.51%，主要为活期存款及定期存款。

截至 2022 年底，公司非流动负债为 249.93 亿元，较上年底增长 34.28%，主要由长期借款和应付债券构成。其中，长期借款为 108.86 亿元，较上年底增长 57.32%，以信用借款为主；应付债券为 98.95 亿元，较上年底增长 15.97%，主要为公司本部及浪潮集团所发行债券。

截至 2023 年 3 月底，公司负债合计 1843.96 亿元，较 2022 年底增长 20.88%，主要为长短期借款和应付债券增加所致。公司负债结构较 2022 年底变化不大。

表 8　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)
20 鲁国资 MTN002	2023-6-24	10.00
23 鲁国资 SCP001	2023-07-04	10.00
23 鲁国资 SCP002	2023-07-05	10.00
23 鲁国资 SCP004	2024-01-26	10.00
19 鲁资 04	2024-9-9	10.00
23 鲁资 Y1	2025-02-27	5.00
20 鲁国资 MTN001	2025-3-5	10.00
20 鲁资 01	2025-04-17	10.00
22 鲁资 02	2025-04-22	5.00
22 鲁资 07	2025-07-28	8.00
23 鲁资 K1	2026-01-11	5.00
23 鲁资 Y2	2026-02-27	5.00
23 鲁国资 MTN001	2026-03-01	5.00
23 鲁国资 MTN002	2026-03-02	5.00
22 鲁资 K1	2027-03-28	10.00
22 鲁资 01	2027-04-13	20.00
22 鲁资 04	2027-06-09	7.00
22 鲁资 06	2027-07-08	10.00
22 鲁资 10	2027-08-08	7.00
合计	--	**162.00**

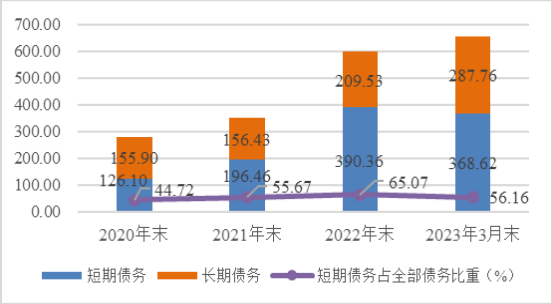
注：“20 鲁国资 MTN002”“23 鲁资 Y1”及“23 鲁资 Y1”为可续期债券，表中所列到期日为下一行权日

资料来源：联合资信根据公开资料整理

有息债务方面，截至 2022 年底，公司全部债务为 599.89 亿元（包含下属金融租赁公司的长短期借款），短期债务占比有所提升；公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债

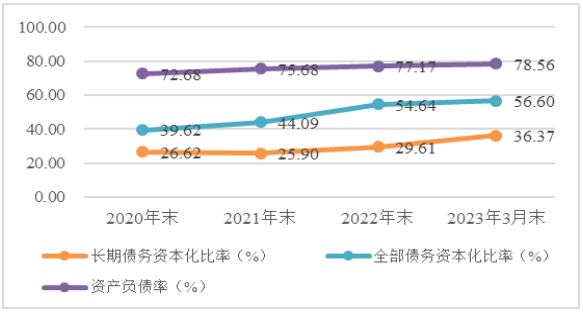
务资本化比率较上年底分别增加 1.49 个百分点、10.55 个百分点和 3.71 个百分点。截至 2023 年 3 月底，公司全部债务较 2022 年底增长 9.42 %，短期债务占比有所下降。

图 1　2020－2022 年末及 2023 年 3 月末公司债务结构（单位：亿元）



注：公司全部债务包含下属金融租赁公司的长短期借款
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

图 2　2020－2022 年末及 2023 年 3 月末公司债务杠杆水平



注：公司全部债务包含下属金融租赁公司的长短期借款
资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

4.　盈利能力

2022 年，公司营业总收入和利润总额持续增长，非经常性损益是公司利润的重要来源。总体看，公司盈利能力良好。

2022 年，公司实现营业总收入 1193.38 亿元，发生营业成本 977.72 亿元，同比分别增长 23.63%和 24.21%，公司营业利润率较上年略有下降。2022 年，公司期间费用为 155.72 亿元，同比增长 17.11%。

表 9　公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入（亿元）	861.90	965.32	1193.38
利润总额（亿元）	37.64	40.21	44.94
营业利润率（%）	18.23	18.17	17.80
总资本收益率（%）	6.39	5.87	4.62
净资产收益率（%）	7.40	7.86	7.60

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022 年，公司实现投资收益 12.95 亿元，同比下降 6.54%，主要包含权益法核算的长期股权投资收益 1.45 亿元、处置长期股权投资产生的投资收益 3.65 亿元、交易性金融资产在持有期间的投资收益 2.05 亿元以及处置交易性金融资产取得的投资收益 1.94 亿元等；分别实现其他收益 14.15 亿元、14.33 亿元和 25.25 亿元，主要为政府补贴等。

2022 年，公司发生资产减值损失 5.46 亿元，主要为存货跌价损失；发生信用减值损失 16.52 亿元，主要为坏账损失。

2022 年，公司实现利润总额 44.94 亿元，同比增长 11.76%，经营性利润同比有所上升，但投资收益及补贴为主的非经常性损益仍是利润总额的重要来源；总资本收益率和净资产收益率较上年略有下降。

2023 年 1－3 月，公司实现营业总收入 262.58 亿元，同比增长 3.90%；利润总额 8.54 亿元（上年同期为-1.50 亿元）。

5.　现金流

2022 年，由于子公司原材料采购规模同比相对下降，公司经营活动现金转为净流入，可覆盖投资活动资金缺口。

2022 年，公司经营活动现金流入量以及流出量均同比增长，由于上年度子公司原材料备货力度大，2022 年原材料采购规模相对下降，经营活动现金流出量增幅小于经营活动现金流入量增加幅度，公司经营活动现金流量转为净流入。

2022 年，公司投资活动现金流入和流出量均同比大幅下降，主要系投资支付的现金以及收回投资收到的现金减少所致。公司投资活动现金净流量出现较明显波动，2022 年投资活动现金净流出 24.65 亿元，当期经营活动获现可覆盖投资需求。

2022年，公司筹资活动现金流入和流出量均同比增长，由于经营活动现金转为净流入且可覆盖投资活动现金缺口，公司筹资需求相对下降，筹资活动现金净流出7.46亿元。

表10　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1165.98	1146.40	1506.90	399.57
经营活动现金流出小计	1098.26	1220.05	1433.27	453.74
经营活动现金流量净额	**67.73**	**-73.64**	**73.62**	**-54.17**
投资活动现金流入小计	945.20	761.64	169.05	32.28
投资活动现金流出小计	1026.01	748.43	193.70	33.57
投资活动现金流量净额	**-80.81**	**13.21**	**-24.65**	**-1.30**
筹资活动前现金流量净额	**-13.08**	**-60.43**	**48.97**	**-55.47**
筹资活动现金流入小计	531.77	211.46	393.62	170.63
筹资活动现金流出小计	471.29	176.47	401.09	92.82
筹资活动现金流量净额	**60.48**	**35.00**	**-7.46**	**77.81**
现金收入比（%）	**109.08**	**97.35**	**109.14**	**109.07**

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 54.17 亿元，主要系子公司部分应收账款尚未到期回款所致；投资活动现金净流出 1.30 亿元，筹资活动现金净流入 77.81 亿元。

6.　偿债指标

公司偿债指标表现一般，考虑到未使用授信额度充裕，且控股多家上市公司，可为偿债提供支撑。

从短期偿债指标看，截至2022年底，公司流动比率较上年底有所下降，速动比率较上年底略有增长，公司流动资产对流动负债的覆盖能力偏弱；公司现金短期债务比持续下降，现金类资产对短期债务的保障能力尚可。

从长期偿债指标看，2022年，公司EBITDA同比保持稳定，EBITDA对债务本息的保障能力一般。

公司对外担保主要系子公司山东省再担保集团股份有限公司作为融资担保公司，对外提供的融资担保和履约担保，截至 2022 年底在保余额为 17.27 亿元。

截至2023年3月底，公司合并口径获得各银行授信额度合计989.67亿元，尚未使用的授信额度为693.92亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属多家上市公司，具备直接融资渠道。

表11　公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债指标	流动比率（%）	76.26	81.49	75.15
	速动比率（%）	61.01	57.47	60.17
	经营现金/流动负债（%）	7.03	-6.11	5.14
	经营现金/短期债务（倍）	0.54	-0.37	0.19
	现金短期债务比（倍）	2.24	1.91	0.98
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	68.42	75.88	75.49
	全部债务/EBITDA（倍）	4.12	4.65	7.95
	经营现金/全部债务（倍）	0.24	-0.21	0.12
	EBITDA/利息支出（倍）	5.00	6.44	5.87
	经营现金/利息支出（倍）	4.95	-6.25	5.73

注：1. 公司全部债务包含下属金融租赁公司的长短期借款；2. 经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

7.　公司本部财务分析

本部资产以对控股子公司股权及投资类股权为主，资产流动性较强；营业收入规模小，投资收益及公允价值变动损益对本部利润稳定性有一定影响。

截至 2022 年底，公司本部资产总额为 265.98 亿元。其中，流动资产 81.27 亿元，主要由货币资金（17.64 亿元）和交易性金融资产（57.01 亿元）构成；非流动资产 184.71 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 12　截至 2023 年 3 月底公司本部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	0.56
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	1.7345
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	1.85
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
潍柴动力股份有限公司	2317.07	0.27
云南锡业股份有限公司	60.77	0.04
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 2022 年底，公司本部所有者权益为 121.71 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（28.54 亿元）和未分配利润（21.10 亿元）等构成；负债合计 144.27 亿元，主要为一年内到期的非流动负债（20.62 亿元）、其他流动负债（20.22 亿元）和应付债券（98.95 亿元）等。

截至 2022 年底，公司本部全部债务为 139.78 亿元，较上年底下降 9.14%。其中，短期债务 40.83 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 54.24%和 53.45%。

2022 年，本部实现营业收入 0.29 亿元，利润总额-7.57 亿元，其中实现投资收益 10.21 亿元；公允价值变动收益-12.32 亿元，主要系持有的上市公司股权股价波动所致。2022 年，公司本部经营活动现金净流入 2.95 亿元。

十、债券偿还能力分析

1. 普通债券

截至本报告出具日，公司存续期普通债券包括 “19鲁资04”“20鲁国资MTN001”等，合计金额142.00亿元。

2. 永续债

截至本报告出具日，公司存续永续债券包括 “20鲁国资MTN002”“23鲁资Y1”及“23鲁资Y2”，余额合计20.00亿元。2022年，公司经营活动现金流入为调整后长期债务的6.57倍，调整后长期债务为EBITDA的3.04倍。考虑到公司作为山东省重要的国有资本运营与管理平台，持续得到政府的大力支持，公司对存续期债券本息的偿还能力极强。

表 12　公司永续债券偿还能力指标

项 目	2022 年
长期债务*（亿元）	229.53
经营现金流入/长期债务（倍）	6.57
经营现金/长期债务（倍）	0.32
长期债务/EBITDA	3.04

注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十一、 外部支持

1.支持能力

山东省经济平稳发展，财政运营稳定。

山东省经济基础较好，2020－2022年保持平稳发展。2022年，全省实现生产总值（GDP）87435.1亿元，按可比价格计算，同比增长3.9%；山东省财政运行稳定，实现一般公共预算收入7104.0亿元，按照财政部统一确定的测算口径，还原增值税留抵退税因素后，同口径比上年增长5.3%（自然口径下降2.5%）。

2.支持可能性

公司作为山东省重要的国有资本运营与管理平台，跟踪期内在资产划转和政府补贴等方面获得政府有力支持。

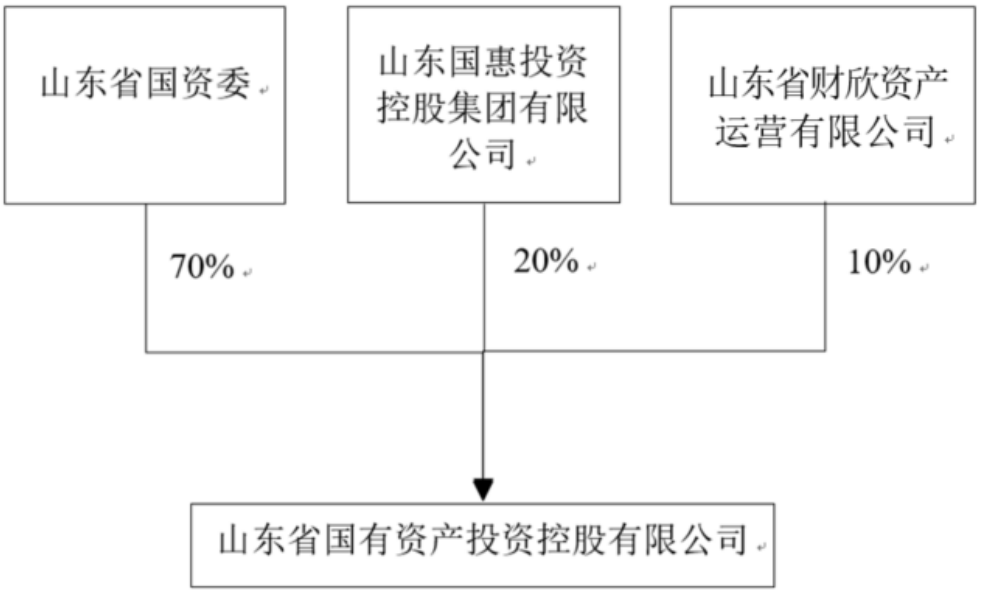
公司为山东省政府授权的国有资本运营公司，履行国有产（股）权的经营管理及处置、资产管理、股权投资管理及经营、企业重组收购兼并等职能。

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。2020－2022年，公司分别实现其他收益14.15亿元、14.33亿元和25.25亿元，以政府补贴为主。

十二、 结论

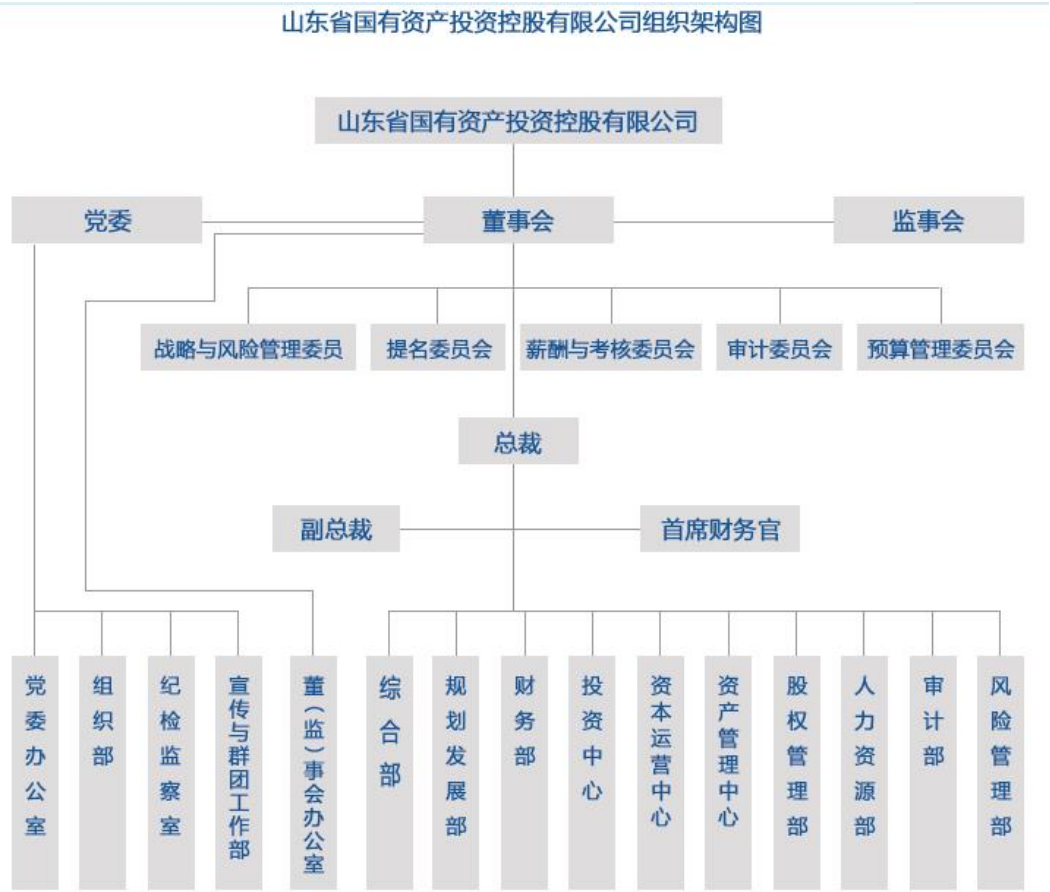
基于对公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 鲁资 K1”“22 鲁资 01”“23 鲁资 Y1”和“23 鲁资 Y2”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2023 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 2023 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	282.04	375.29	382.90	454.61
资产总额(亿元)	1,573.31	1,839.93	2,181.09	2,347.34
所有者权益(亿元)	429.78	447.55	497.99	503.38
短期债务(亿元)	126.10	196.46	390.36	368.62
长期债务(亿元)	155.90	156.43	209.53	287.76
全部债务(亿元)	282.01	352.89	599.89	656.37
营业总收入(亿元)	861.90	965.32	1,193.38	262.58
利润总额(亿元)	37.64	40.21	44.94	8.54
EBITDA(亿元)	68.42	75.88	75.49	--
经营性净现金流(亿元)	67.73	-73.64	73.62	-54.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	5.91	5.64	5.18	--
存货周转次数(次)	4.98	3.60	3.88	--
总资产周转次数(次)	0.58	0.57	0.59	--
现金收入比(%)	109.08	97.35	109.14	109.07
营业利润率(%)	18.23	18.17	17.80	17.04
总资本收益率(%)	6.39	5.87	4.62	--
净资产收益率(%)	7.40	7.86	7.60	--
长期债务资本化比率(%)	26.62	25.90	29.61	36.37
全部债务资本化比率(%)	39.62	44.09	54.64	56.60
资产负债率(%)	72.68	75.68	77.17	78.56
流动比率(%)	76.26	81.49	75.15	79.87
速动比率(%)	61.01	57.47	60.17	64.04
经营现金流动负债比(%)	7.03	-6.11	5.14	--
现金短期债务比(倍)	2.24	1.91	0.98	1.23
EBITDA 利息倍数(倍)	5.00	6.44	5.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.12	4.65	7.95	--

注：1.2023 年 1－3 月财务报表未经审计；2.2020－2022 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；3.公司全部债务包含下属金融租赁公司的长短期借款

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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.26	89.78	74.65	85.66
资产总额(亿元)	251.53	273.20	265.98	272.06
所有者权益(亿元)	129.05	129.75	121.71	122.98
短期债务(亿元)	36.29	92.47	40.83	0.00
长期债务(亿元)	82.84	61.36	98.95	114.16
全部债务(亿元)	119.13	153.84	139.78	114.16
营业总收入(亿元)	0.19	0.29	0.29	0.08
利润总额(亿元)	7.42	-5.47	-7.57	1.70
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	12.38	-0.43	2.95	0.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.17	0.26	0.26	--
存货周转次数(次)	2,095.52	4,618.48	*	--
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(%)	-20.30	40.02	26.98	46.36
总资本收益率(%)	2.49	-1.48	-2.49	--
净资产收益率(%)	4.80	-3.24	-5.35	--
长期债务资本化比率(%)	39.10	32.11	44.84	48.14
全部债务资本化比率(%)	48.00	54.25	53.45	48.14
资产负债率(%)	48.69	52.51	54.24	54.80
流动比率(%)	72.16	123.91	179.32	262.96
速动比率(%)	72.16	123.91	179.32	262.96
经营现金流动负债比(%)	34.04	-0.54	6.51	--
现金短期债务比(倍)	0.53	0.97	1.83	*
EBITDA 利息倍数(倍)	*	*	*	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2023 年 1－3 月财务报表未经审计；2020－2022 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；“*”代表分母为零

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	（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%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
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