



# 山东省鲁信投资控股集团有限公司

## 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号:信评委函字[2023]跟踪1671号

---

## 声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2023 年 6 月 27 日至 2023 年 11 月 15 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本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。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 06 月 27 日

## 本次跟踪主体

山东省鲁信投资控股集团有限公司

## 本次跟踪主体评级结果

AAA/稳定

## 评级观点

本次跟踪维持主体上次评级结论。中诚信国际认为山东省经济稳定发展，潜在的支持能力很强；山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“鲁信集团”或“公司”）作为山东省国有资产投融资管理的重要主体，在区域经济发展及金融市场建设等方面起到重要作用，对山东省政府的重要性极强，与山东省政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际关注到债务规模较大，存在一定短期偿债压力、投资收益稳定性有待加强以及公司金融板块风险管控难度加大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 评级展望

中诚信国际认为，山东省鲁信投资控股集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

## 调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司资产质量显著下降；风险控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况恶化；外部支持能力及意愿大幅弱化等。

## 正 面

- **良好的外部环境。**山东省政治经济地位重要，经济与财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部条件。
- **战略地位重要。**公司作为山东省国有资产投融资管理的重要主体，下辖多个省级金融机构，在区域经济发展及金融市场建设等方面起到重要作用，战略地位十分显著。
- **业务布局多元化，各业务竞争优势显著。**公司以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，目前主要涉及基础设施、金融服务等领域，其中天然气供应、不良资产管理、信托业务、创投业务等均处于山东省同业领先地位，具备较强的竞争优势。

## 关 注

- **债务规模较大，存在一定短期偿债压力。**截至2023年3月末，公司总债务规模为1,142.85亿元，短期债务规模为325.23亿元，公司面临一定的短期偿债压力。
- **投资收益稳定性。**投资收益对公司总体盈利能力有重大影响，但易受市场环境变化等影响，需关注公司投资收益稳定性。
- **公司金融板块风险管控难度加大。**宏观经济、行业及金融政策环境复杂多变交织下，企业经营风险易向金融体系传递，公司持有较大规模待处置不良资产，信托业务亦面临较大的监管环境变化，经营波动风险加大，且部分信托不良资产依靠体系内山东国资承接处置，面临的风险管控压力不断加大。

项目负责人：邢 杰 jxing@ccxi.com.cn

项目组成员：周晓春 xchzhou@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## 财务概况

鲁信集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	1,907.52	1,769.42	1,925.39	1,962.55
所有者权益合计（亿元）	662.21	700.06	770.39	774.39
负债合计（亿元）	1,245.31	1,069.36	1,155.01	1,188.16
总债务（亿元）	1,084.56	939.41	1,120.32	1,142.85
营业总收入（亿元）	101.14	94.02	123.05	22.54
净利润（亿元）	23.55	25.27	18.89	5.70
EBIT（亿元）	60.77	58.45	57.60	6.45
EBITDA（亿元）	61.82	59.82	60.06	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	195.29	154.84	33.51	6.23
营业毛利率(%)	44.07	32.34	35.96	24.64
总资产收益率(%)	3.19	3.18	3.12	1.33
EBIT 利润率(%)	74.11	73.23	51.65	32.50
资产负债率(%)	65.28	60.44	59.99	60.54
总资本化比率(%)	63.16	58.36	60.53	60.88
总债务/EBITDA(X)	17.55	15.70	18.65	44.27
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.64	1.74	1.69	--
FFO/总债务(X)	0.03	-0.02	-0.02	0.02
鲁信集团（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	560.95	631.07	807.12	824.26
负债合计（亿元）	115.30	164.66	325.06	344.05
总债务（亿元）	124.89	173.15	361.22	370.83
所有者权益合计（亿元）	445.65	466.41	482.06	480.20
投资收益（亿元）	11.38	10.12	10.21	2.28
净利润（亿元）	6.47	4.42	0.36	0.40
EBIT（亿元）	10.52	10.15	11.32	3.62
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.45	9.00	-4.61	-0.55
经调整的净资产收益率（%）	1.56	1.04	0.08	0.36
资产负债率（%）	20.55	26.09	40.27	41.74
总资本化比率（%）	23.09	28.40	44.97	45.72
总债务/投资组市值（%）	19.55	25.24	43.46	46.24
现金流利息覆盖倍数（X）	0.85	2.10	-0.05	0.03

注：1、中诚信国际根据经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度和 2022 年度财务报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将计入长期应付款和其他权益工具的有息负债调整至长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 评级历史关键信息

山东省鲁信投资控股集团有限公司					
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	-	2022/11/16	王飞、周晓春	<a href="#">中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 (C210100_2022_01)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	-	2020/12/30	邵新惠、许晓亮	<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>

注：中诚信国际口径。

## 同行业比较（2022 年母公司数据）

公司名称	业务定位	总资产(亿元)	所有者权益(亿元)	资产负债率(%)	投资收益(亿元)	净利润(亿元)
鲁信集团	山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，是山东省国有资产投融资管理的重要主体	807.12	482.06	40.27	10.21	0.36
山东国惠	山东省级国有资本运营平台和新旧动能转换重大工程服务平台	1,222.31	941.19	23.00	9.83	7.65

福建投资集团	福建省省属大型国有综合性投资集团公司和主要的国有资产运营主体	1,224.55	555.70	54.62	41.12	24.76
云南投控	云南省直属的综合性国有资本投资运营总平台	2,026.11	798.47	60.59	76.44*	1.29

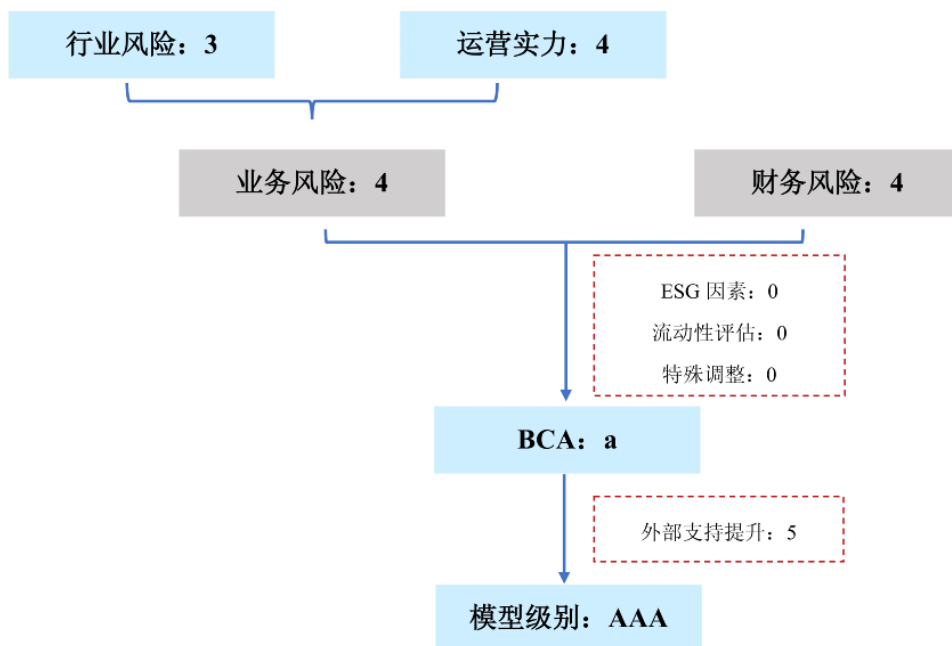
**中诚信国际认为，鲁信集团与行业可比公司均具有明确的投资职能定位，与同行业相比，鲁信集团投资领域较为分散，投资策略稳健，投资风险较高，具有较强的资本实力，投资组合中上市公司占比低，资产流动性低，总体财务风险中等。**

注：1、“山东国惠”系“山东国惠投资控股集团有限公司”简称；“福建投资集团”系“福建省投资开发集团有限责任公司”简称；“云南投控”系“云南省投资控股集团有限公司”简称；2、云南投控的投资收益计入营业收入；3、上述企业所有者权益均未调整其他调整项，为单体报表数值。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## ● 评级模型

山东省鲁信投资控股集团有限公司评级模型打分(2023\_01)



## ● 方法论

中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100\_2022\_01

### ■ 业务风险:

鲁信集团属于投资控股企业，因投资于行业信用风险程度不同的国民经济多个行业，面临的行业风险处于均衡状态，中国投资控股企业风险评估为中等；鲁信集团建立相应的投资管理与风险管理机制，风控措施相对完善；母公司所持投资组合流动性低，各子公司运营相对稳定，盈利能力较好，投资收益对公司利润贡献亦较大，需对子公司各业务运营情况和投资收益稳定性保持关注。

### ■ 财务风险:

鲁信集团本部资本实力很强，但经营活动净现金流不能对利息有效覆盖，货币资金及其等价物不能覆盖短期债务，且持有的投资组合资产流动性低。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对鲁信集团个体基础信用等级无影响，鲁信集团具有 a 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和中等的财务风险。

### ■ 外部支持:

山东省经济和财政实力很强，具有很强的支持能力，对公司具有很强的支持意愿。公司系山东省国有资产投融资管理的重要主体，下辖多个省级金融机构，在区域经济发展及金融市场建设等方面起到重要作用，对政府重要性极高；公司自成立以来就得到了山东省政府在出资和业务拓展等多方面支持，与政府的关联度极高。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 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。

## 重大事项说明

2022 年 7 月 6 日，鲁信集团发布《山东省鲁信投资控股集团有限公司关于重大投资事项的公告》。上述公告称，鲁信集团拟出资 70 亿元，以每注册资本 2.5 元的价格，向枣庄矿业（集团）有限公司（以下简称“枣矿集团”）增资，增资完成后，鲁信集团将持有枣矿集团注册资本 28.03 亿元，占比 13.6905%。本次增资完成后，山东能源集团有限公司将持有枣矿集团 176.74 亿元注册资本，占比 86.3095%，仍然为枣矿集团控股股东。上述资产重组事项是在山东省政府统一部署下进行，收购资金来源包括股东增资及公司自筹，交易完成后鲁信集团将对枣矿集团进行权益法核算，截至目前，增资款项已支付完成，相关工商变更手续已经完成。2022 年，公司对枣矿集团长期股权投资在权益法下确认的投资收益为-0.20 亿元，枣矿集团对公司宣告发放的现金股利或利润 0.41 亿元，截至 2022 年末公司对枣矿集团长期股权投资余额为 69.40 亿元，中诚信国际将对来自枣矿集团的未来投资回报情况进行持续关注。

跟踪期内，2022 年 12 月 5 日，经决议，山东省财政厅对公司增资 10 亿元，其中新增注册资本 6 亿元，其余 4 亿元计入资本公积。本次增资完成后，公司注册资本由 306 亿元增至 312 亿元，公司股东和股权结构变更为山东省财政厅出资 282.60 亿元，占注册资本的 90.58%，山东省财欣资产运营有限公司出资 29.40 亿元，占注册资本的 9.42%。上述注册资本变动已于 2022 年 12 月 26 日完成工商登记变更。

## 近期关注

### 宏观经济与政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要



性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

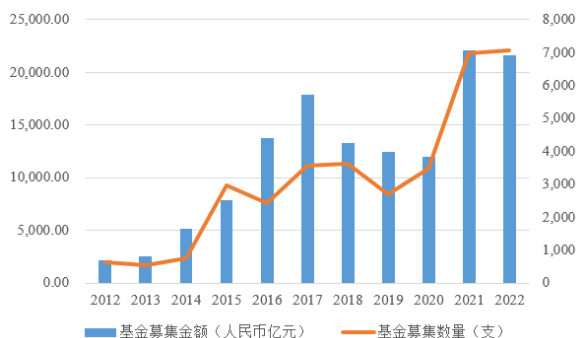
详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 行业概况

**2022 年我国股权投资市场承压发展，投资和退出呈下降态势，投资行业集中度仍较高；随着 IPO 项目溢价逐步降低和上市不确定性持续增加，VC/PE 机构积极寻求多渠道退出。**

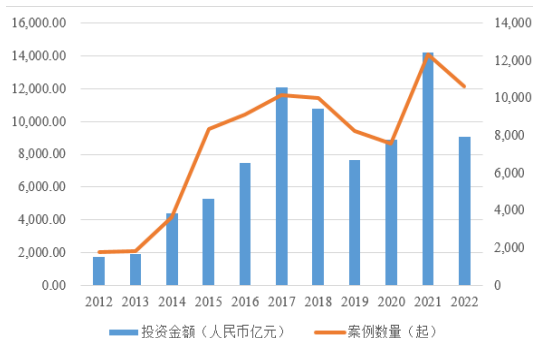
2022 年，中国股权投资市场承压发展，投资和退出呈现下降态势。募资方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年中国股权投资市场新募基金 7,061 支，同比微升 1.2%，披露募集金额 21,582.55 亿元，同比小幅下滑 2.3%，结构分化问题延续。分币种看，2022 年人民币基金募集规模达 19,086.50 亿元，同比上升 0.4%，外币基金募集金额降幅 18.6%。投资方面，根据清科研究中心统计数据，在经历 2021 年的补足式增长后，2022 年中国股权投资市场热度有所下降，投资案例发生 10,650 起，同比下滑 13.6%，投资总金额为 9,076.79 亿元，同比上升 36.2%。从投资行业看，各类型投资机构均偏好投资 IT、生物科技医疗/医疗健康、半导体及电子设备，前三大行业投资案例占比超 64%，投资区域集中在京沪粤苏浙等经济发达地区。

图 1：2012~2022 年中国股权投资市场基金募资情况  
(包括早期投资、VC、PE)



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

图 2：2012~2022 年中国股权投资市场投资情况  
(包括早期投资、VC、PE)

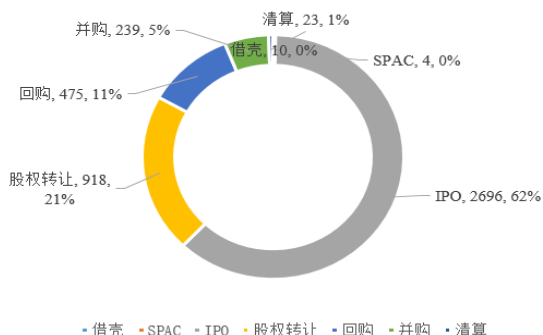


资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

退出方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年被投企业 IPO 案例数共 2,696 笔，同比下降 13.0%；并购性质的案例数量显著提升，并购/借壳/SPAC 的案例同比上升 29.7%，股转和回购案例数同比分别上升 10.1%、21.8%。退出分布方面，2022 年被投企业 IPO 案例数占比 61.8%，相比 2021 年下降 6.6 个百分点。股转和回购占比分别上升 2.6 个百分点和 2.3 个百分点，并购退出占比同比上升 1.2 个百分点。总体来看，2022 年随着 IPO 项目溢价逐步降低和上市不确定性持续增加，VC/PE 机构也开始调整退出策略，积极采用更加灵活、多样的退出方式以获取现金收益。



图 3：2022 年中国股权投资市场退出方式分布（按退出案例数，笔）



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，鲁信集团职能定位未有变化，仍系山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，是山东省国有资产投融资管理的重要主体，下辖多个省级金融机构，在区域经济发展及金融市场建设等方面起到重要作用，战略地位十分显著，运营实力处于行业中等水平；公司持有的投资标的在行业分布方面较为分散，但从投资组合市值占比来看集中度较高，目前公司已建立了较为完善的投资管理和风险控制制度，跟踪期内未发生重大不利风险事件；跟踪期内，公司投资收益小幅上升，需对未来投资收益水平保持持续关注。

*跟踪期内，公司定位没有变化，战略地位十分显著；公司已建立了投资管理机制和风险控制机制，对子公司和联营企业出资形成的长期股权投资以长期持有为主，直接持有的上市公司市值低，投资组合的资产流动性低，同时需关注投资收益稳定性。*

跟踪期内，公司定位没有变化，仍系山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，是山东省国有资产投融资管理的重要主体，下辖多个省级金融机构，在区域经济发展及金融市场建设等方面起到重要作用，战略地位十分显著。截至 2023 年 3 月末，公司以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，目前主要涉及基础设施、金融服务等领域，其中天然气供应、不良资产管理、信托业务、创投业务等均处于山东省同业领先地位，具备较强的竞争优势。

投资管理方面，公司制定了《投资管理制度》、《内部审计暂行规定》、《资产管理办法》等制度，通过建立完善内部牵制、稽核、审计制度保证业务活动按照授权进行，保证对资产和记录的接触、处理均经过授权。公司在基本治理制度中详细规定对需要决策的事项、决策权限以及决策程序都做出了详细的规定，重大长期股权投资、收购兼并、合作、对权属企业追加投资、房地产开发、证券投资、贷款或拆出资金、担保、发行信托计划（由委托人指定投资管理人或投资顾问的证券投资类除外）、融资租赁等事项统一由集团公司进行决策。

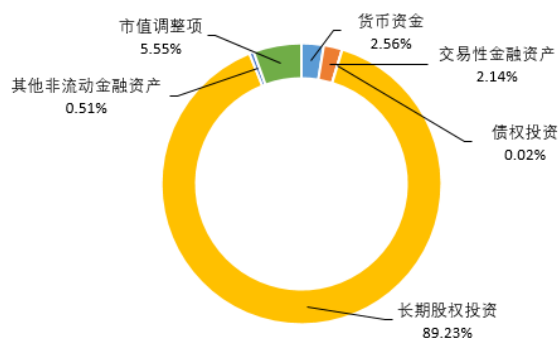
风险管理方面，公司设有风险管理部，牵头负责公司的全面风险控制管理工作。公司建立了健全的全面风险管理体系，形成了规范化的风险管理流程并培育了良好的风险管理文化，为公司的管理规范化和决策科学化提供了支持。为加强公司的风险管理能力，提高管理水平和市场竞争力，保证公司战略的顺利实施，公司结合自身实际情况制定了《全面风险管理制度》，对公司风险管理的目标、原则、组织体系、责任分工、工作基本内容、监督、考核、风险管理信息系统应用以及

风险管理文化建设等问题予以具体规范。跟踪期内，公司未发生重大投资风险事件。2022 年公司本部实现投资收益 10.21 亿元，同比小幅增长 0.94%。

**公司投资组合较为多元化，但主要系对子公司和联营企业出资的长期股权投资，以长期持有为主，同时直接持有的上市公司市值很低，投资组合的资产流动性较低。**

公司本部无实体经营业务，目前主要通过权属子公司开展天然气供应、不良资产管理、信托业务、创投业务等。公司投资组合主要由本部持有，主要系对下属子公司和联营企业出资形成的长期股权投资，主要子公司包括山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“山东资管”）、山东鲁信实业集团有限公司（以下简称“鲁信实业”）、鲁信国际金融有限公司（以下简称“鲁信国金”）、鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”）和山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国信”）等；主要联营企业包括枣矿集团、山东省信用增进投资股份有限公司（以下简称“山东信用增进”）、山东文旅集团有限公司（以下简称“山东文旅”）和山东石油天然气股份有限公司（以下简称“山东油气”）等，被持股企业主要为省内金融服务、信托、创投、矿业、文旅和能源类企业，行业布局较为分散，其中，2022 年对山东资管增资 124.49 亿元，总投资额达到 524.64 亿元，单项投资占投资组合市值的比例超过 60%，集中度较高。截至 2022 年末，公司本部直接持有上市公司鲁信创投（600783.SH）约 5.18 亿股股权和山东国信（HK.01697）约 22.42 亿股股权，同期末市值合计约 72.06 亿元，占投资组合市值的比例低。总体上，公司本部所持股权主要为非上市股权，主要为对子公司和联营企业的长期股权投资，预计公司以长期持有为主，货币资金、交易性金融资产、债权投资及其他非流动金融资产占比很低，投资组合的资产流动性较低。

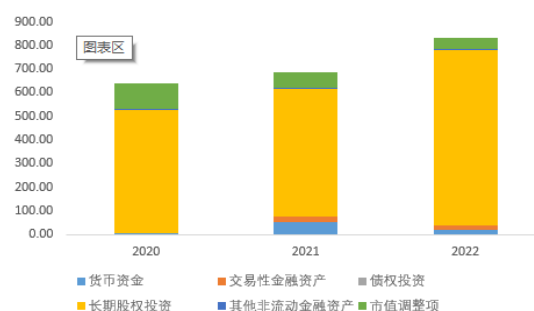
图 4：2022 年末本部投资组合分布情况



注：1、表内百分比为各明细项在投资组合市值中占比；2、表内市值调整项金额=需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值，下同。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 5：近年来本部投资组合变化情况（亿元）



资料来源：公司报表，中诚信国际整理

**鲁信集团逐渐形成以基础设施建设与运营及资产管理、信托业务、创投业务等金融服务为主的多元化业务布局，跟踪期内，基础设施业务得益于下游市场的拓展较快增长；金融服务业务仍系公司核心业务，在区域内竞争力很强；但不良资产处置进度及公允价值变动情况对金融服务板块收入影响较大，需关注其稳定性；受宏观环境和行业政策持续影响，跟踪期内信托业务收入规模和利润规模同比减少；山东国信积极处置不良资产，但考虑到受让方系山东资管，从合并口径来看，**

不良资产风险并未完全出清，需关注山东资管对相关不良资产的后续处置情况。

## 基础设施业务板块

跟踪期内，公司持续开展基础设施业务，主要系天然气销售和天然气管网建设，在区域内具备较强的竞争优势，受益于下游客户拓展，公司天然气销售收入总体增长很快。

公司基础设施业务主要涉及天然气管道建设及天然气销售，该业务主要由子公司山东实华天然气有限公司（以下简称“实华公司”，公司和中国石油化工股份有限公司分别持有其 50%和 50%股份）和参股的山东省天然气管道有限责任公司（以下简称“管道公司”，公司持股 35%）、山东省国实管道天然气有限公司（以下简称“国实管道公司”，公司持股 35%）等负责，其中，国实管道公司系 2020 年 9 月成立。实华公司主要负责山东省及周边地区天然气下游市场的开发、管道天然气销售及分支管网建设；管道公司及国实管道公司主要从事主干线天然气管道建设、运营、维护及相关配套业务。

从收入构成情况看，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司基础设施建设板块分别实现营业收入 64.91 亿元和 14.66 亿元，其中，实华公司分别实现营业收入 64.40 亿元和 14.61 亿元，分别占该板块收入总额的 99.21%和 99.66%，系公司基础设施建设收入的主要构成部分。2021 年以来实华公司实施“以资源促合作”的市场开发策略，巩固和开发终端市场，在莱州、博兴、日照等地成立子公司，并确定了莱州、胶南、博兴、高密等液化天然气（LNG）加气储备站项目，在此带动下，实华公司收入规模增加很快。

业务模式上，公司天然气采购全部来自于实华公司另一股东中国石油化工股份有限公司，由实华公司按年度与中石化天然气分公司签署照付不议天然气采购合同，每年按照上年供气量签订下年度采购量，然后通过天然气管道运输，送达下游各地市的天然气经销公司，实华公司按月与各天然气经销公司结算，并由各天然气经销公司对当地企业和居民供气。天然气采购价按照山东省物价局天然气核定价格进行确认，天然气销售价格由采购价格、天然气购销差价和管道输送费三部分组成，门站价格多采用山东省物价局发布的指导价格。

运营情况方面，跟踪期内，天然气采购和销售量保持小幅增长，受购销价格大幅上涨影响，购销金额均大幅增长。购销价格增加系受国家发改委价格调控和中石化内部政策影响所致。

表 1：近年来公司天然气采购和销售情况（万立方米、万元、元/立方米）

年份	采购量	采购金额	采购价格
2020	144,410.96	335,019.50	2.32
2021	193,016.84	476,674.39	2.47
2022	200,875.69	650,837.24	3.24
2023.1~3	39,387.72	144,946.81	3.68
年份	销售量	销售金额	销售价格
2020	144,410.96	348,131.50	2.41
2021	193,016.84	499,874.71	2.59
2022	200,875.69	701,056.16	3.49
2023.1~3	39,387.72	159,126.39	4.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司亦参股管道公司和国实管道公司，该公司主要从事主干线天然气管道建设、运营、维护及相关配套业务。2022 年及 2023 年 1~3 月，管道公司分别实现天然气运输 57.36 亿立方米和 11.75 亿立方米，分别实现营业收入 4.73 亿元和 0.83 亿元；同期，国实管道公司分别实现天然气运输 54.26 亿立方米和 10.29 亿立方米，分别实现营业收入 5.66 亿元和 1.21 亿元。2022 年，管道公司和国实管道公司收入受市场环境影响需求减少，均不同程度有所下降。

管道建设方面，公司与中石化共同投资建设天然气管道济青复线项目和中石化山东 LNG 项目。济青复线项目是将天津、新疆等地的气源引入山东省，管线全长 360.30 公里，项目实际投资 26.00 亿元，公司对该项目的投资额为 35%，项目已于 2015 年 9 月建成并逐步投入使用，主要运营模式为提供天然气管输服务，通过收取管道运输费用实现盈利，具体的收费标准为 0.16 元/立方米，年输气量 26 亿立方米。LNG 项目建成后将引进海外天然气资源以供应山东省及周边地区，从而解决长江以北地区能源紧张的局面，项目分多期投资建设，其中，一期配套工程已于 2015 年竣工验收，目前已逐步投入使用，管道全长概算 214.70 公里，实际投资金额是 20.55 亿元，公司对该项目的投资比例为 35%。目前公司主要在建项目为山东管网南干线项目，实施主体为山东省东南管道天然气有限公司（鲁信实业和中石化各持 50% 股权），沿线途经日照市、临沂市、济宁市、菏泽市等 4 个地级市，总里程约为 510 公里，项目总投资约 89 亿元，上述项目全面运行后，公司天然气输送能力将大幅提升。

## 金融服务板块

**跟踪期内，金融服务业务仍系公司核心业务，在区域内竞争力很强；但公司不良资产待处置资产规模很大，不良资产处置进度及公允价值变动情况对金融服务板块收入影响较大，需关注其稳定性；受宏观环境和行业政策持续影响，跟踪期内信托业务收入规模和利润规模同比减少；山东国信积极处置不良资产，但考虑到受让方系山东资管，从合并口径来看，不良资产风险并未完全出清，需关注山东资管对相关不良资产的后续处置情况。**

公司金融服务业务包括不良资产管理、信托、创业投资、融资租赁、小额贷款等业务，由下属子公司分别负责经营，金融服务业务板块各主体均已获得主管机关颁发的业务资质文件。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司金融服务板块收入规模分别为 45.22 亿元和 5.91 亿元，2022 年金融服务板块收入规模较上年增长 29.32%。

### （一）资产管理业务

公司资产管理业务主要由下属子公司山东资管负责运营，山东资管系由山东省政府批准设立，并经中国银监会核准具有金融机构不良资产经营资质的省级资产管理公司，于 2014 年 12 月 31 日完成工商注册，注册资本为 10 亿元，2015 年 3 月 10 日挂牌成立，2015 年 7 月 10 日正式获得金融企业不良资产批量收购资质，经多次增资，截至 2023 年 3 月末，山东资管注册资本为 486.97 亿元，鲁信集团直接持有其 82.09% 股权，鲁信集团通过子公司山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国信”）持有山东资管 1.36% 股权。截至 2023 年 3 月末，山东资管总资产为 1,375.61.10 亿元，资产负债率为 51.59%。

表 2：山东资管近年来收入构成情况（亿元）



项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
不良资产板块	40.88	35.19	18.62	0.48
综合金融服务板块	8.84	5.77	3.33	0.64
资产管理板块	8.90	7.62	5.75	1.67
理财收入	1.15	0.52	0.63	0.07
利息收入	2.12	2.48	1.17	0.22
公允价值变动损益	-33.78	-33.39	1.91	0.08
其他收入	0.07	0.16	0.32	0.15
<b>合计</b>	<b>28.18</b>	<b>18.36</b>	<b>31.73</b>	<b>2.81</b>

注：2020年开始，公司将不良资产板块中数据进行调整，单列公允价值变动损益。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 1) 不良资产板块

山东资管主要通过指定收购与处置、商定收购与合作清收和商业收购与处置的方式开展不良资产业务。具体来看，指定收购与处置业务，即公司按意向投资者承诺的报价或提供的资金进行收购，并进行债权交割和重组。企业收入方式为：不良资产处置收入抵减处置成本后的净额确认收入。公司收入根据资产债权金额、收购价格、处置价格及公司与相关方合作关系综合确定，因此该业务收入比例存在不确定性。

商定收购与合作清收模式，即不良资产包出包方从前期业务尽调、贷款发放和贷后管理等环节，对包内资产情况已有深入了解，基于此山东资管与资产包出让方密切合作，建立清收和管理的合作经营机制，确保清收计划和政策的落实。在此业务模式中，山东资管受让不良资产包后，在完全享有不良债权资产的所有权的前提下与出包方合作进行管理处置，加快不良资产包的处置进度。为鼓励合作方清收的积极性，公司将超额收益让渡给合作清收方。该种业务模式有利于提高不良资产的处置效率和回收率，降低处置成本。

商业收购与处置业务，即山东资管根据资产包内资产情况，将资产包进行拆包处理，以户为单位进行核算，并根据每户债权情况的不同，分别采取诉讼、基金化处理、债务重组等手段，差异化处理各户债权。

不良资产收购模式方面，山东资管从山东省内的金融机构处收购不良资产，以地方法人金融机构和地方风险事件为切入点，已与多家银行、多个地市和区县政府，以及信达地产等社会机构建立了合作关系。收购前期，公司2名业务人员组成项目小组在银行客户经理的陪同下对资产包内的企业逐一走访，以形成对资产包的详细了解。在收购环节，山东资管结合现场尽调情况，并综合考虑项目的利润回报要求，依托中介机构的专业能力定价。从收购折价情况来看，有房产等抵押物的资产包一般在3~5折左右，无抵押物的资产包结合实际情况定价。

不良资产处置模式方面，依据行业经验判断，公司收购不良资产包后，处置周期一般在3~5年，目前，公司内部考核是3年内清收。在处置阶段，公司定期或不定期对于重点企业实施实地调研以监测风险，对不良资产做出风险评价。公司目前主要通过诉讼、重组、债务更新、债转股等方式处置不良资产。

从不良资产业务开展情况来看，2022年，公司不良资产收购、处置及回收金额同比均有所下降，

公司收购成本和处置价格均会受到宏观经济、资本市场等外部环境的影响，近年来宏观经济下行压力加大，外部环境变化加大，企业经营压力上升，整体信用环境有所恶化，山东资管风险控制和不良资产处置能力面临考验。

表 3：近年来山东资管不良资产经营情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
当期收购资产原值	189.39	229.53	162.79	2.73
当期收购成本	44.79	55.13	65.20	0.67
当期处置资产原值	487.85	277.62	172.60	29.58
累计处置资产原值	1691.96	1,969.58	2,142.18	2171.76
当期回收现金	230.29	174.98	133.57	9.12
累计现金回收金额	734.62	909.60	1,043.17	1,052.29
期末资产余额原值	1547.74	1,499.65	1489.85	1462.99
资产回收率	52.23	56.77	58.98	59.75
现金回收率	43.42	46.18	48.70	48.45

注：资产回收率=累计处置金额/累计收购金额\*100%；现金回收率=累计现金回收金额/累计处置金额\*100%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，山东资管不良资产收购与处置业务具有地方专营优势，其收购的不良资产已形成一定规模，在地方资产管理公司中处于领先地位。不良资产处置工作稳步推进，现金回收情况良好，表现出较好的不良资产经营态势。但值得关注的是，近年来宏观经济增速下滑，企业经营压力普遍上升，山东省内担保圈等问题仍未完全解决，省内信用环境有所恶化，对山东资管不良资产处置能力提出更高要求。

## 2) 综合性金融服务板块

山东资管还依托不良资产业务差异化开展综合性金融服务业务，包括基于不良资产的追加投资、债转股、股权投资、困难企业救助和资产证券化业务等。公司综合性金融服务业务依托不良资产处置业务开展，2022 年综合性金融服务业务同比有所减少。

2022 年，公司综合性金融服务业务按期回收投资款 37.42 亿元，截至 2022 年末，公司综合性金融服务业务投资余额为 49.23 亿元，随着投资款的陆续回收，投资余额大幅下降。公司综合性金融服务业务以固定收益类为主，截至 2022 年末，前五大客户投资金额合计 32 亿元，占公司投资总额的 65.00%，客户集中度很高。

表 4：截至 2022 年末山东资管综合性金融服务业务前五大投资情况（亿元）

投资标的	类型	投资余额	投资期限
A 公司融资项目	委托贷款	12.00	1.5 年
B 公司融资项目	委托贷款	6.00	2 年
C 公司融资项目	委托贷款	5.00	3 年
D 公司融资项目	委托贷款	5.00	2 年
E 公司融资项目	委托贷款	4.00	5 年
合计	-	32.00	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从退出方面来看，山东资管通过被投企业偿还借款、股权收购、并购等多种形式完成退出，在满足项目风险可控、收益可观的同时兼顾流动性需求。



总体来看，综合性金融服务对山东资管收入规模贡献度较大，但在宏观经济底部运行、信用风险持续暴露的环境下，部分项目出现逾期，投资相关风险管理能力有待进一步提升。

### 3) 资产管理板块

此外，山东资管还开展部分资产管理业务，该业务板块主要为基金运营业务，包括金融资产投资基金、企业重组发展基金和房地产重整基金等。其中，金融资产投资基金主要投向金融机构出让的金融资产；企业重组发展基金以化解地方企业流动性及担保圈风险为重点，运用基金收购不良资产债权、提供转贷、阶段性持股、破产重整、重组并购等服务，助推企业转型升级；房地产重整基金则运用社会资金和专业公司，收购房地产不良债权、重组项目公司、提供增量资金。

收入来源方面，一方面，公司以有限合伙人角色进行投资，获取收益分红；另一方面，作为基金管理人，通过对基金的运营管理，赚取基金管理费用。公司先后设立了企业重组发展基金、金融资产投资基金、房地产重整基金以及三有企业扶持基金等 60 只基金，截至 2023 年 3 月末，公司基金认缴规模为 657.00 亿元，实缴规模 184.22 亿元。2022 年和 2023 年 1~3 月，公司资产管理业务板块分别实现收入 5.75 亿元和 1.67 亿元，2022 年资产管理业务收入同比下降 24.54%。

## (二) 信托业务

公司信托业务由子公司山东国信经营，2017 年 12 月，山东国信在香港联交所上市，股票代码为 1697.HK。截至 2022 年末，山东国信注册资本为 46.59 亿元，鲁信集团为山东国信第一大股东，直接持股比例为 48.13%。截至 2022 年末，山东国信资产总额为 144.58 亿元，所有者权益为 109.30 亿元；2022 年实现总经营收入 14.45 亿元，收入规模较上年减少 18.77%，营业收入主要来自利息收入、手续费及佣金收入等；实现净利润 2.80 亿元，净利润同比大幅下降 40.15%，主要系投资收益下降、利息收入减少以及税费同比大幅增加，对山东国信当期盈利产生较大影响。

山东国信作为成立时间较长的信托公司，秉持稳健专业的经营理念，立足于山东、面向全国，逐步打造了山东国信理财品牌。山东国信业务可分为信托业务和固有业务，其中信托业务是主营业务，包括事务管理型信托和主动管理型信托（融资类信托和投资类信托）；固有业务包括自有资金贷款以及金融产品投资、金融股权投资等投资业务。

信托业务方面，山东国信与省内各级地方政府及银行、保险等金融机构均建立了较长期的合作关系。截至 2022 年末，山东国信存续信托余额 2,094.78 亿元，较上年增长 33.89%，其中，主动管理型信托资产规模为 1,106.86 亿元，占全部信托资产规模的比例为 52.84%，占比较上年提升 2.91 个百分点。2022 年，山东国信发行信托产品 477 支，募集资金为 665.92 亿元，同比增加 142.61 亿元，2021 年以来，按监管要求，公司融资类业务大幅压降，金融同业通道类业务压降清零，但主动管理型信托规模有所增长，结构调整仍在持续进行中。

从信托业务资金来源看，山东国信的信托资产主要由单一类信托、集合类信托构成，单一类信托主要以机构客户为主，2022 年公司新增单一信托业务 316 笔，金额 132.04 亿元，新增金额占当年新增业务规模的 19.83%；集合信托业务 145 笔，金额 212.35 亿元，新增金额占当年新增业务规模的 31.89%，其余产品主要为财产权信托。

表 5：近年来山东国信发行信托产品情况（支、亿元）

项目	2020	2021	2022
信托产品	367	512	477
募集资金	714.53	523.31	665.92
其中：单一信托	250	370	316
单一信托金额	84.21	96.28	132.04
集合信托	113	133	145
集合信托金额	336.81	234.63	212.35

资料来源：公司提供

从信托资产投向分布来看，山东国信信托资金投向主要为基础设施、房地产、证券市场、实业、金融机构等。截至 2022 年底，基础产业占 5.30%、房地产占 10.50%、实业占 30.13%、金融机构占 12.08%，其中投向房地产信托资产较上年减少 9.48 个百分点；投向实业信托资产较上年增长 2.60 个百分点；投向金融机构信托资产较上年增加 0.13 个百分点。整体来看，山东国信资产投向相对分散，但在房地产行业风险加剧背景下，信托业务仍面临较大的经营压力，业务结构仍有优化空间。

固有业务方面，山东国信运用自有资金进行投资，着力优化金融股权投资业务布局，开展多元化投资。具体来看，山东国信将国有资产配置至各个资产类别，包括上市公司股份、共同基金等多种权益产品以及财富管理产品，存放同业及国债逆回购等具有高度流动性的资产。截至 2022 年末，山东国信固有业务投资余额为 129.04 亿元，主要包括货币资产投资余额 25.36 亿元，证券投资余额 84.05 亿元，长期股权投资 10.72 亿元及自有资金贷款 1.08 亿元。

值得注意的是，根据山东国信年报披露，2020 年山东国信某信托计划投资某房地产开发集团 70 亿元，该房地产开发集团未能支付于 2020 年 5 月及 6 月到期的房地产贷款本金及应计利息，公司于 2020 年对该项目计提减值损失，扣除预期信用损失准备后的账面净值为 59.74 亿元，该项目已由项目公司土地资产、附属建筑物以及该房地产开发集团实际控制人以及其他项目公司提供担保，截至 2021 年末，公司对上述项目计提减值损失 12.45 亿元；此外，2021 年 2~3 月，山东国信平价受让其管理的信托计划中上述房地产开发集团违约贷款的收益权 20 亿元（即睿远 76 号债权），其中通过中国信托业保障基金有限责任公司借款 16 亿元，其余资金为自有资金。2022 年 3 月，山东国信发布公告，为集中资源发展固有业务、增加信息科技及人力资源的投资以及支持业务转型发展，拟打包转让富国基金管理有限公司 16.68% 股权及睿远 76 号债权资产。截至 2022 年末，公司已完成富国基金股权、睿远 76 号债权及另一笔不良资产睿远 61 号债权转让工作，其中富国基金股权、睿远 76 号债权和睿远 61 号债权转让对价分别为 40.38 亿元、10 亿元和 27 亿元，上述转让总体产生收益 1.86 亿元，但考虑到受让方系山东资管，从合并口径来看，不良资产风险并未完全出清，需关注山东资管对相关不良资产的后续处置情况。

### （三）创投业务

公司创业投资业务主要由鲁信创投负责，鲁信创投是中国资本市场首家以创业投资为主业的上市公司，鲁信集团持股其 69.57% 股份。截至 2022 年末，鲁信创投总资产为 85.09 亿元，较上年增长 18.82%，总负债为 39.25 亿元，2022 年，鲁信创投实现营业收入 1.16 亿元，同比下降 14.07%；

实现净利润 4.84 亿元，同比下降 6.74%。2023 年 1~3 月，鲁信创投实现营业收入 0.15 亿元，实现净利润 0.92 亿元。

目前，鲁信创投正将推进基金化转型，拟由 VC/PE 投资机构向国内一流类资产管理平台转变，即其自有资金主要用于投资设立基金和基金管理公司，再由所设立的基金对项目进行直接投资。募资方面，截至 2022 年末，鲁信创投作为主发起人出资设立的基金及投资平台共 49 个，总认缴规模 162.99 亿元，到位资金规模 124.26 亿元，涉及产业投资基金、区域投资基金、专业投资基金、平台投资基金等多种门类。

投资方面，截至 2022 年末，鲁信创投参投基金及投资平台在投项目 186 个，投资总额 91.21 亿元，项目储备较为充足。对于已投资项目，公司通过增资、引入战略投资者、进行股份制改造、完善治理结构等方式规范企业运作，进一步培育企业核心竞争力。从投资项目行业分布来看，总体较为分散，集中度一般。

表 6：2022 年末鲁信创投及其作为主发起人出资设立的基金及投资平台在投项目行业分布情况

行业	占比
生物医药及医疗设备	22.59%
信息技术硬件与设备	14.26%
高端装备制造	14.24%
现代金融服务业	11.48%
软件及信息技术服务业	11.14%
新能源新材料	7.72%
环保及公用事业	3.93%
现代农业及农副产品加工	3.68%
建筑建材及房地产	3.18%
高端化工	2.93%
其他	4.86%
合计	100.00%

资料来源：公司提供

截至 2022 年末，鲁信创投及其作为主发起人出资设立的各项基金投资持有境内 A 股上市公司 19 家，持有香港 H 股上市公司 2 家，新三板挂牌公司 10 家，其中 5 家入选新三板创新层。截至 2022 年末，鲁信创投及其作为主发起人出资设立的各项基金共有 24 个拟 IPO 项目，其中 3 个项目已过会待上市，7 个项目的 IPO 已被沪、深、港交易所受理，14 个项目处于辅导期。

退出方面，鲁信创投拓展多元化的退出方式，除二级市场退出之外，对于效益不佳或短期内不具备上市条件的项目，鲁信创投计划通过股权转让或并购等方式退出。2022 年和 2023 年 1~3 月，鲁信创投分别实现投资收益 6.80 亿元和 0.28 亿元，其中 2022 年获取的投资收益同比大幅增长。总体来看，鲁信创投发展较稳定，投资项目质量较高，随着项目的退出及基金管理规模增加，预期为公司带来较高的投资收益。

#### （四）其他金融业务

公司融资租赁由金鼎租赁有限公司（以下简称“金鼎租赁”）负责运营。金鼎租赁成立于 2011 年，

2013 年被山东省鲁信金融控股有限公司收购，目前金鼎租赁注册资本为 5.00 亿元，公司持股比例为 51%。业务模式上，金鼎租赁业务模式以售后回租为主，2022 年金鼎租赁新增租赁合同 16 个，新增合同金额 4.43 亿元。2022 年实现租赁业务收入 0.71 亿元，净利润 0.23 亿元，收入金额较上年增加 0.04 亿元。截至 2022 年底，金鼎租赁应收租赁款余额为 10.53 亿元，存量租赁合同 56 个，其中单笔租赁款在 1 亿元以上的共 2 个。截至 2022 年底，金鼎租赁前五大客户合计租赁款占 65%。2022 年 1~3 月，金鼎租赁新增租赁合同 2 个，新增合同金额 0.27 亿元。

此外，公司还经营小额贷款、典当等业务，小额贷款业务由山东省鲁信小额贷款股份有限公司负责，典当业务由山东省鲁信典当有限责任公司负责运营，收入规模及资金投放规模很小。

## 其他业务板块

**跟踪期内，公司房地产、磨料磨具、印刷等业务总体平稳发展，可为公司收入带来一定补充。**

公司还经营磨料磨具、印刷、房地产等多项非核心业务，亦能为公司带来较稳定的现金流入。

### （一）房地产业务

公司房地产业务主要由下属子公司山东鲁信房地产投资开发有限公司（以下简称“鲁信房地产”）和山东鲁信金山投资有限公司（以下简称“鲁信金山”）负责经营，其中鲁信房地产具有房地产开发三级资质。2022 年及 2023 年 1~3 月，鲁信房地产和鲁信金山合计实现房地产销售收入为 3.82 亿元和 0.00 亿元，2022 年房地产收入较上年大幅增长 122.09%，系年度内存量项目销售、交付增加所致，为集中资源发展主营业务，未来公司将逐渐退出房地产业务板块。

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建房地产项目包括盘谷花园和鲁信和璧花园项目，其中盘谷花园项目占地面积 10.69 万平方米，建筑面积约为 16 万平方米，项目总投资 15.00 亿元，累计已投资 13 亿元；鲁信和璧花园项目占地面积 2.32 万平方米，项目总投资 40.00 亿元，目前一期已经竣工交房，二期、三期建设已接近建设完成，目前在做验收前的最后准备。除上述项目外，公司无完工和拟建房地产项目。

### （二）磨料磨具业务

公司磨料磨具业务主要由上市公司鲁信创投经营，主要包括磨料磨具产品的生产销售，产品广泛应用于航天、航空、国防、建筑和能源设备等领域。目前，鲁信创投磨料磨具产业拥有三个分厂和五个子公司，拥有 12,000 吨磨料、3,000 吨磨具、2 亿张涂附磨具的年生产能力，主要销售“泰山”和“MT”牌磨料磨具产品。鲁信创投磨料磨具产品在国内主要是销往华北、苏皖、浙闽赣、东北、两广等地区，外销产品主要销往加拿大、美国、德国等国家。2020 年 1 月，鲁信创投完成了对山东鲁信四砂泰山磨料有限公司 57.98%股权的转让，实现投资收益 5,472.48 万元，目前鲁信创投磨具板块经营主体主要为山东鲁信高新技术产业有限公司（系鲁信创投全资子公司）下属子公司，2021 年鲁信创投实现磨具收入 1.24 亿元，较上年增加 9.73%，系业务订单增加所致。2022 年 1~3 月，鲁信创投磨料磨具业务实现营业收入 0.23 亿元。2022 年和 2023 年 1~3 月，鲁信创投分别实现磨具收入 1.16 亿元和 0.15 亿元，其中 2022 年同比小幅下降 6.45%。



### （三）印刷包装业务

公司印刷包装业务的经营主体为山东鲁信天一印务有限公司（以下简称“天一印务”），主要从事医药、食品包装盒、各种高档画册、宣传品等印刷包装业务，其中医药包装盒产品年生产能力可达 15 亿只纸制包装盒，在全国具领先地位。公司拥有代表世界先进水平的纸盒包装印刷生产线四条、主要设备包括日本小森六色胶印机、小森五色胶印机、六台模切机、六台 BOBST、台湾财顺自动糊盒机以及两台波拉刀切纸机等先进设备。目前天一印务主要客户有悦康药业集团有限公司、神威药业有限公司、山东新华制药股份有限公司、山东瑞阳制药有限公司以及山东步长制药有限公司等。2022 年及 2023 年 1~3 月，天一印务实现分别实现营业收入 3.54 亿元和 0.95 亿元，其中，2022 年较上年小幅下降 1.94%。

## 财务风险

### 母公司口径财务分析

**中诚信国际认为，跟踪期内，公司本部债务规模保持增长，财务杠杆水平同步上升，但总体仍处合理水平；公司本部无实体经营业务，盈利能力主要依赖投资收益的贡献，需关注投资收益的稳定性；公司本部经营活动净现金流不能对利息有效覆盖，货币资金及其等价物不能覆盖短期债务，且持有的投资组合资产流动性很低，公司本部资金缺口主要依赖融资解决，但银行授信充足，筹资渠道畅通，可对公司流动性提供一定支持，需关注融资环境对公司偿债能力的影响。**

公司本部无实体经营业务，2022 年收入主要来自于管理服务费、为子公司提供担保收取的担保费以及少量固定资产出租收入，同比增长 11.99%，但规模较小。公司本部通过自有资金及融资来满足为子公司及联营企业出资及其他投资的资金需求，跟踪期内，公司本部有息债务规模和利息支出大幅增加，期间费用对利润侵蚀严重，经营性业务利润亏损同比扩大，得益于成本法核算的长期股权投资收益及不再具有重大影响的剩余股权按公允价值重新计量产生的利得规模较大，投资收益同比小幅增长，本部利润总额为正但规模同比大幅下降。总体来看本部盈利能力对投资收益的依赖较大，目前需关注投资收益的稳定性。

跟踪期内，公司本部资产规模保持增长，2022 年末，总资产同比增长 27.90%。本部资产主要由货币资金、交易性金融资产、长期股权投资构成，以非流动资产为主，占比为 94.12%。公司本部 2022 年末货币资金 21.27 亿元，无受限情况；同期末，公司持有交易性金融资产 17.78 亿元，同比下降 26.88%；公司本部长股权投资增加主要系新增或追加对子公司和联营企业投资，2022 年主要对子公司山东资管和鲁信实业分别增资 124.49 亿元和 8.00 亿元，对联营企业枣矿集团新增投资 70.00 亿元。此类投资主要系长期持有的资产，流动性较低。跟踪期内，公司本部对外融资规模有所扩大，债务规模持续增长，2023 年 3 月末，本部总债务规模增至 370.83 亿元，其中短期债务 67.33 亿元，占比 18.16%。总体来看，随着融资的增加，公司本部财务杠杆水平持续上升，但总体财务杠杆水平仍处合理水平。

公司本部无实体业务，经营活动现金流主要系与子公司及关联方往来形成，跟踪期内呈净流出状态，但规模较小。同时跟踪期内公司本部对子公司及联营企业增资，投资活动现金流流出大幅增加，且收回投资和取得投资收益收到的现金规模较小，投资现金流存在较大资金缺口。公司本部

资金缺口主要依赖债务融资等。随着公司债务规模攀升，利息支出增加，跟踪期内，公司本部现金流利息覆盖能力明显不足，截至 2023 年 3 月末，公司本部现金流无法覆盖利息支出，货币资金及其等价物不能覆盖短期债务，但本部获得的金融机构授信余额规模较大，再融资能力较好，需关注再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响。

表 7：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
营业总收入	0.19	0.24	0.26	0.00
期间费用合计	5.06	6.17	10.17	3.24
经营性业务利润	-4.35	-5.92	-9.90	-3.25
投资收益	11.38	10.12	10.21	2.28
营业外损益	-0.07	-0.01	-0.08	-0.03
利润总额	6.47	4.42	0.36	0.40
经调整的净资产收益率(%)	1.56	1.04	0.08	0.36
货币资金	3.30	50.85	21.27	26.88
交易性金融资产	0.00	24.32	17.78	18.60
其他应收款	3.88	1.15	4.96	5.29
长期股权投资	523.75	541.40	741.72	751.57
总资产	560.95	631.07	807.12	824.26
投资组合账面价值	532.64	621.78	785.13	801.97
投资组合市值	638.88	685.89	831.23	--
经调整的所有者权益 <sup>1</sup>	445.65	466.41	482.06	480.20
短期债务	25.02	48.12	102.68	67.33
总债务	124.89	173.15	361.22	370.83
资产负债率(%)	20.55	26.09	40.27	41.74
总资本化比率(%)	23.09	28.40	44.97	45.72
经营活动净现金流	-1.45	9.00	-4.61	-0.55
投资活动净现金流	-4.50	-15.69	-210.70	-7.98
取得投资收益收到的现金	6.06	6.00	4.00	0.66
筹资活动净现金流	25.23	59.10	161.70	14.14
货币等价物/短期债务	0.13	1.56	0.38	0.68
现金流利息覆盖倍数	0.85	2.10	-0.05	0.03
总债务/投资组合市值(%)	19.55	25.24	43.46	46.24

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 合并口径财务分析

中诚信国际认为，跟踪期内，公司合并口径主要收入仍来源于各子公司开展的基础设施运营、金融服务及其他板块业务，收入和毛利率同步上升，仍维持较高水平，投资收益对利润总额亦贡献较大，需对各业务板块经营情况和投资收益稳定性保持持续关注；跟踪期内，公司债务规模保持增长，公司财务杠杆水平有所提升，总体略显偏高；公司经营活动净现金流保持流入，但规模较小无法保障利息支出，预计公司短期债务偿还主要依靠融资滚续，需关注融资环境对公司偿债能力的影响。

公司合并口径营业收入主要来自各子公司开展的基础设施运营、金融服务及其他板块业务，跟踪

<sup>1</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债等资本工具形成的其他权益工具和公益性资产投资或划转形成的实收资本或资本公积，鲁信集团 2020~2022 年上述调整项金额分别为 29.67 亿元、29.83 亿元和 39.95 亿元。



期内，除其他业务板块中磨料磨具和印刷业务收入受市场环境影响同比略有下降，其他各板块业务收入均有不同程度增长，且综合毛利率表现好于上年。跟踪期内，公司投资收益较上年小幅增长，但规模较大，对公司利润总额贡献较大，公司利润总额保持稳定增长，需对各业务板块经营情况和投资收益稳定性保持持续关注。

跟踪期内，公司合并口径的总资产呈上升趋势。从资产结构来看，公司资产主要由货币资金、交易性金融资产、一年内到期的非流动资产、其他流动资产、债权投资、长期股权投资、其他非流动金融资产和其他非流动资产等构成，以非流动资产为主，2022 年末占总资产的比重为 57.73%。2022 年末，公司货币资金 133.18 亿元，与上年末基本持平，其中因票据保证金等原因受限的比例为 3.98%；同期末，公司交易性金融资产余额 488.26 亿元，主要系公司购买的不良资产包，随不良资产处置及评估减值，2022 年末交易性金融资产同比下降 16.38%；公司一年内到期的非流动资产主要系一年内到期的债权投资，以山东资管收购的不良资产包以及综合性金融服务业务的债权投资为主，2022 年末同比小幅下降；其他流动资产主要包括山东资管、山东国信持有的 1 年（含 1 年）内到期的债权投资及国债逆回购等，同比略有下降；债权投资主要系信托计划、资产管理、不良资产包等形成的债权，2022 年计提减值准备规模较大，但持有规模增加致年末账面价值同比仍增长 39.99%；公司长期股权投资主要系对联营企业的投资，2022 年新增或追加对联营企业投资 98.26 亿元，其中对枣矿集团和山东信用增进分别投资 70.00 亿元和 9.00 亿元，当年权益法下确认的投资损益为 27.91 亿元，其中来自恒丰银行股份有限公司 18.46 亿元，占比较大；其他非流动金融资产主要系基金投资、股权投资及信托计划投资款，以鲁信创投投资款为主，余额随投资增加及公允价值变动有所增加；公司其他非流动资产主要系预付股权转让款和抵债资产构成，2022 年因预付股权转让款 162.83 亿元，同比大幅增长。

跟踪期内，公司的债务规模同比有所增长，公司债务主要由短期借款、长期借款、应付债券及一年内到期的非流动负债及长期应付款中的有息债务等构成，2022 年末，短期债务占比因一年内到期非流动负债减少而有所下降，但债务结构仍以长期债务为主。所有者权益方面，得益于股东增资和未分配利润积累，跟踪期内，所有者权益有所增长。受上述因素影响，公司财务杠杆水平有所提升，总体略显偏高。

跟踪期内，受益于基础设施运营及金融服务业务以及经营活动往来收支的资金回笼，公司经营活动现金流呈持续净流入状态，但流入规模同比大幅下降。跟踪期内，收回投资及取得投资收益收到的现金保持一定规模，但无法覆盖对外投资支付的现金，投资活动现金流亦呈现净流出状态。跟踪期内，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款，流出主要系偿还银行借款本息、偿还债券本息及对股东的利润分配，公司主要依靠银行借款融资及债券融资来实现资金平衡。

偿债指标方面，跟踪期内，公司经营活动现金流仍呈净流入状态，但规模减少无法对保障利息支出。公司 EBITDA 主要由费用化利息支出与利润总额构成，随着投资收益保持稳定，以及债务规模上升致费用化利息支出小幅增长，跟踪期内，EBITDA 保持小幅增长，对利息支出的保障程度仍较好。公司短期债务偿还主要依靠融资滚续，需关注融资环境对公司偿债能力的影响。

表 8：公司主要板块营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.1~3
----	------	------	------	----------

	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
1、基础设施业务	35.98	4.30	35.57	50.64	4.91	53.86	64.91	5.81	52.75	14.66	7.44	65.03
2、金融服务业务	48.14	87.10	47.60	34.97	83.92	37.19	45.21	100.15	36.75	5.91	91.15	26.20
3、其他业务	17.02	33.71	16.83	8.41	41.27	8.95	12.93	23.16	10.51	1.98	38.08	8.77
其中：房地产业务	12.31	33.75	12.17	1.72	83.42	1.83	3.82	-2.49	3.10	-	-	-
磨料、磨具	1.13	24.03	1.12	1.24	24.15	1.32	1.16	34.85	0.94	0.15	10.58	0.67
印刷	2.93	30.42	2.90	3.61	28.16	3.84	3.54	32.50	2.88	0.95	34.15	4.22
合计	101.14	48.66	100	94.02	37.55	100	123.05	42.30	100	2.54	32.06	100

注：1、基础设施业务主要由天然气销售及管道输送和电力改造工程及技术服务构成；2、金融服务业务主要由融资租赁、金融业务和主营业务以外的“利息（金融专用）、已赚保费/退保金（金融专用）和手续费及佣金（金融专用）”构成；3、房地产业务含房地产销售、工程结算及物业管理；4、计算毛利率的分板块营业成本合计数为营业成本、利息支出、手续费及佣金支出和提取保险合同准备金净额的合计数。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：近年来公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
营业总收入	82.01	79.81	111.51	19.85
营业毛利率(%)	44.07	32.34	35.96	24.64
经营性业务利润	0.78	-10.04	2.74	-5.30
其他收益	1.00	0.13	0.31	0.25
投资收益	42.71	41.33	42.75	8.97
公允价值变动收益	-1.26	7.62	3.55	2.91
利润总额	25.11	26.19	27.09	6.41
长期投资	657.64	702.72	858.31	862.92
总资产	1,907.52	1,769.42	1,925.39	1,962.55
经调整的所有者权益	662.21	700.06	770.39	774.39
总负债	1,245.31	1,069.36	1,155.01	1,188.16
总债务	1,084.56	939.41	1,120.32	1,142.85
短期债务	318.23	430.99	359.97	325.23
资产负债率(%)	65.28	60.44	59.99	60.54
总资本化比率(%)	63.16	58.36	60.53	60.88
经营活动净现金流	195.29	154.84	33.51	6.23
投资活动净现金流	-25.33	-13.22	-240.98	-4.98
筹资活动净现金流	-111.62	-172.21	163.41	15.31
EBITDA	61.82	59.82	60.06	--
经营活动净现金/利息支出(X)	5.19	4.50	0.94	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.64	1.74	1.69	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2022 年末，公司本部无受限资产。截至 2022 年末，公司合并口径受限资产账面价值合计 66.13 亿元，主要系用于长短期借款抵质押的固定资产、存货、长期应收款及因票据保证金等受限的货币资金等，占同期末总资产的比例为 3.43%，公司仍具备一定融资空间。

截至 2022 年末，公司本部无影响正常经营的重大未决诉讼。同期末，公司合并口径对外担保金额 1.23 亿元，被担保对象为公司参股公司山东耀华鲁信节能投资有限公司；或有事项方面，2022 年

末，公司为 17.80 亿债权收购业务承担差额补足义务，与债权对应的抵质押物合理且已实施相关保全措施，债权清收工作正在推进过程中；此外，公司子公司山东国信未决诉讼或有负债 1 亿元及相关利息，山东国信已就相关判决提起上诉。

**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 2023 年 5 月，公司本部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，公司本部在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>2</sup>

### 假设

- 2023 年，公司本部没有显著规模的资产划转，合并范围预计不变。
- 2023 年，公司本部收入保持增长，盈利水平保持基本稳定。
- 2023 年，公司本部安排约 50 亿元股权投资支出。
- 2023 年，公司本部预计通过融资来平衡投资和债务偿还的需求，债务规模呈增长趋势。

### 预测

表 10：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
现金流利息覆盖倍数 (X)	2.10	-0.05	-1.12~-0.92
总债务/投资组合市值 (%)	25.24	43.46	42.22~51.60

注：上表为母公司口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司本部未来一年到期债务规模较大，母公司口径现金及等价物储备虽有不足，但未使用授信余额充足，可对偿债资金形成补充；总体来看流动性一般，但未来一年流动性来源对流动性需求可形成有效覆盖。**

公司母公司口径现金及等价物储备虽有不足，但持有一定规模的未使用授信余额，可对偿债资金形成补充。截至 2023 年 3 月末，公司本部账面货币资金为 26.88 亿元，货币等价物为 45.48 亿元，相对于需偿还债务规模，资金储备相对不足，但公司本部银行授信未使用额度 312.94 亿元，较为充足，可对短期债务形成有效覆盖。综上所述，公司资金平衡状况尚可，流动性一般，但未来一

<sup>2</sup> 中诚信国际对评级对象的预测性信息是中诚信国际对评级对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与评级对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与评级对象的未来实际经营情况可能存在差异。

年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

表 11：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	2023	2024	2025	2026 年及以后
母公司口径	102.50	33.00	26.00	158.14
合并口径	339.39	339.37	188.36	202.28

注：表中到期债务不包括应付票据、租赁负债、其他权益工具及应付利息，与总债务存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并口径方面，公司经营获现能力尚可，在手货币资金等价物可以覆盖短期债务，且公司备用流动性较为充足，截至 2023 年 3 月末，公司获得综合授信 1,208.66 亿元，尚未使用的授信额度为 658.70 亿元，备用流动性较好，总体来看，未来一年流动性来源对流动性需求可形成有效覆盖。

### ESG 分析<sup>3</sup>

中诚信国际认为，公司权属企业从事相关燃气输送、印刷等业务，可能存在一定的环境风险；公司积极履行社会责任，金融、行业政策变化可能对公司产生一定影响；随着经营进一步扩大，需持续完善公司内部治理体系。

环境方面，公司权属企业从事燃气输送、印刷等业务可能存在一定的环境风险，目前尚未受到监管部门处罚，在履行环境责任方面需持续加强管理。

社会方面，公司积极履行社会责任，建立了较为完善的员工发展体系，同时国家和相关监管部门在金融、行业等方面政策变化对公司业务的发展产生一定影响。

公司治理方面，公司战略规划清晰，法人治理结构较为完善；公司在内部控制及对外投资、筹资等方面制定了比较健全的规章制度，随着经营进一步扩大，需持续完善公司内部治理体系。

### 外部支持

中诚信国际认为，山东省的支持能力很强，主要体现在：

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、青岛市两个副省级城市，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。截至 2022 年末，山东省常住人口 10,162.79 万人。山东省经济基础较好，经济运行稳中有进，2022 年山东省实现地区生产总值 87,435.1 亿元，比上年增长 3.9%。分产业看，第一产业增加值 6,298.6 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 3,5014.2 亿元，增长 4.2%；第三产业增加值 46,122.3 亿元，增长 3.6%。三次产业结构为 7.2：40.0：52.8。经济总量维持全国第 3 位，仅次于广东省及江苏省。

表 12：2022 年全国各省及直辖市经济财政概况

地 区	GDP（亿元）		人均 GDP（万元）		一般公共预算收入（亿元）	
	金 额	排 名	金 额	排 名	金 额	排 名
广东省	129,118.58	1	101,905	7	13,279.73	1
江苏省	122,875.60	2	144,390	3	9,258.88	2

<sup>3</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

山东省	87,435.10	3	86,035	11	7,104.04	5
浙江省	77,715.00	4	118,496	6	8,039.38	3
河南省	61,345.05	5	62,106	22	4,261.60	8
四川省	56,749.81	6	67,777	20	4,882.20	7
湖北省	53,734.92	7	92,059	9	3,280.73	14
福建省	53,109.85	8	126,829	4	3,339.06	12
湖南省	48,670.37	9	73,598	15	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	73,603	14	3,589.05	10
上海市	44,652.80	11	178,000	2	7,608.19	4
河北省	42,370.40	12	56,995	26	4,083.98	9
北京市	41,610.90	13	190,000	1	5,714.36	6
陕西省	32,772.68	14	82,864	12	3,311.58	13
江西省	32,074.70	15	70,923	16	2,948.30	16
重庆市	29,129.03	16	90,663	10	2,103.38	19
辽宁省	28,975.10	17	68,775	18	2,524.30	18
云南省	28,954.20	18	61,716	23	1,949.32	20
广西壮族自治区	26,300.87	19	52,164	29	1,687.72	24
山西省	25,642.59	20	73,675	13	3,453.89	11
内蒙古自治区	23,159.00	21	96,474	8	2,824.40	17
贵州省	20,164.58	22	52,294	28	1,886.36	22
新疆维吾尔自治区	17,741.34	23	68,552	19	1,889.17	21
天津市	16,311.34	24	119,235	5	1,846.55	23
黑龙江省	15,901.00	25	51,310	30	1,290.60	25
吉林省	13,070.24	26	55,673	27	851.00	27
甘肃省	11,201.60	27	44,968	31	907.60	26
海南省	6,818.22	28	66,602	21	832.42	28
宁夏回族自治区	5,069.57	29	69,781	17	460.14	29
青海省	3,610.07	30	60,724	24	329.10	30
西藏自治区	2,132.64	31	58,438	25	179.60	31

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

山东省财政实力较强，2022 年山东省财政运行情况总体良好。2022 年，山东省一般公共预算收入 7,104.04 亿元，比上年下降 2.5%，扣除增值税留抵退税因素后同口径增长 5.3%；一般公共预算收入居全国第 5 位，仅次于广东省及江苏省。财政平衡能力有所增强，2022 年山东省财政平衡率为 58.56%，但仍存在一定的资金缺口，收支平衡对上级补助依赖较强。地方政府债务方面，2022 年山东省债务限额为 24,415.60 亿元，其中一般债务限额 8,024.75 亿元，专项债务限额 16,390.85 亿元；债务余额为 23,588.02 亿元，其中一般债务余额 7,556.22 亿元，专项债务余额 16,031.80 亿元。

表 13：2020~2022 年山东省财政情况

山东省	2020	2021	2022
GDP（亿元）	73,129.00	83,095.90	87,435.10
GDP 增速(%)	3.56	8.3	3.9
人均 GDP（万元）	7.22	8.17	8.60
固定资产投资增速(%)	3.6	6.0	6.1
一般公共预算收入（亿元）	6,559.93	7,284.45	7,104.04
政府性基金预算收入(亿元)	7,278.99	7,976.94	6,080.41
税收收入占比(%)	72.53	75.17	67.50
公共财政预算平衡率(%)	58.40	62.21	58.56

注：2020~2021 年数据为财政决算数据，2022 年数据为预算执行数据

资料来源：山东省财政厅，中诚信国际整理

同时，山东省对公司的支持意愿强，主要体现在：



1) 对政府重要性极高：公司系山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，是山东省国有资产投融资管理的重要主体，下辖多个省级金融机构，在区域经济发展及金融市场建设等方面起到重要作用，战略地位十分显著，重要性较高。

2) 与政府关联度极高：公司在山东省国资体系中的地位显著，自成立以来就得到了山东省政府在出资和业务拓展等多方面支持。2019 年 12 月，山东省财政厅以货币资金 360 亿元向公司增资，用于认购恒丰银行 32.37% 股权，系恒丰银行第二大股东，并多次获得股东山东省财政厅的货币增资，公司的健康稳定发展与政府关联度极高。

**综上，中诚信国际认为，山东省政府很强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。**

## 同行业比较

中诚信国际选取了山东国惠、福建投资集团和云南投控作为鲁信集团的可比公司，上述四家公司均为各省份重要的国有资产经营平台，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

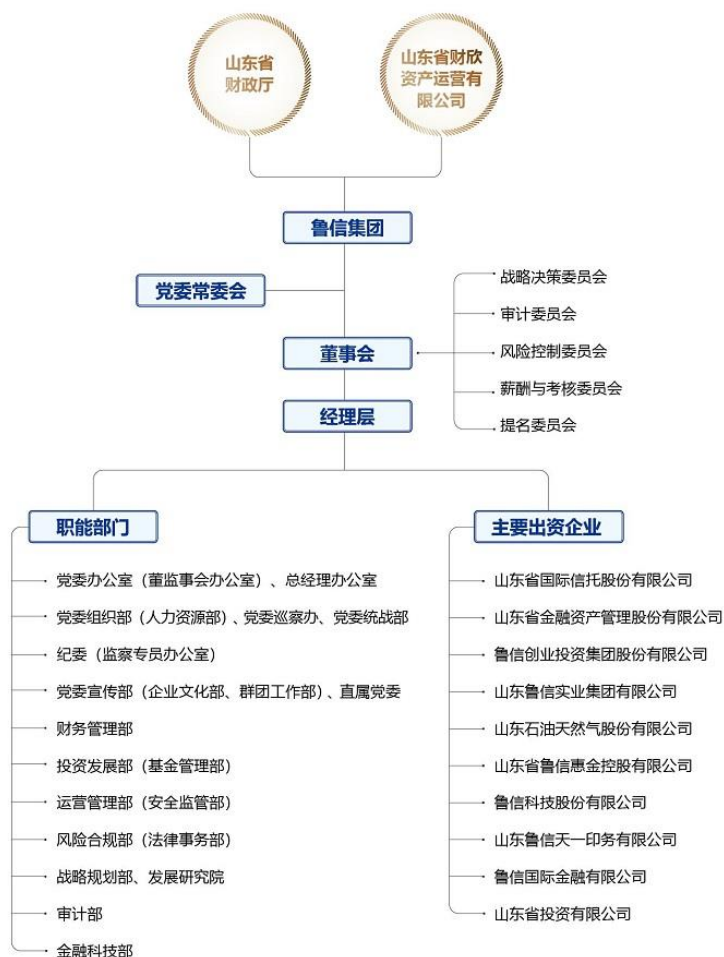
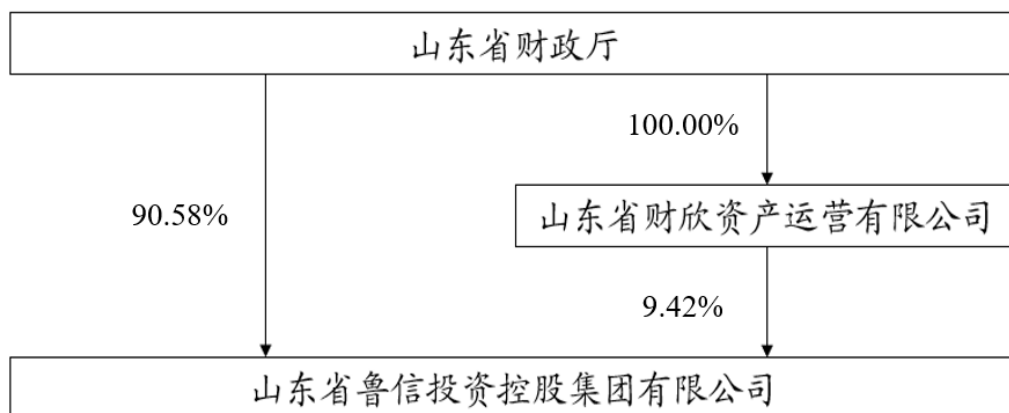
**中诚信国际认为，鲁信集团的业务风险在同业中处于中等水平，鲁信集团与行业可比公司均具有明确的投资职能定位，与同行业相比，鲁信集团投资领域较为分散，但单一投资占比大，资产多样性受限，投资策略较稳健，但投资标的信用风险较高；鲁信集团母公司财务风险中等，与同行业相比，鲁信集团具有较强的资本实力，杠杆水平处于合理水平，投资组合中上市公司市值占比低，资产流动性低，盈利能力一般。**

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持山东省鲁信投资控股集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。



## 附一：山东省鲁信投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：山东省鲁信投资控股集团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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	1,706,432.74	1,356,405.62	1,331,792.13	1,400,307.35
应收账款	66,629.92	188,687.20	182,334.70	186,043.67
其他应收款	83,016.10	67,237.42	69,539.12	72,529.52
存货	230,691.66	243,808.59	212,761.44	225,614.58
长期投资	6,576,351.78	7,027,231.29	8,583,050.16	8,629,226.34
固定资产	53,480.78	107,046.34	222,590.96	221,908.46
在建工程	33,896.58	10,744.35	19,638.29	22,143.90
无形资产	36,502.20	48,513.67	23,891.42	23,597.83
资产总计	19,075,237.35	17,694,197.20	19,253,943.14	19,625,480.22
其他应付款	315,417.97	346,302.13	239,906.04	339,299.77
短期债务	3,182,293.45	4,309,873.35	3,599,673.71	3,252,297.95
长期债务	7,663,340.85	5,084,223.54	7,603,562.92	8,176,196.97
总债务	10,845,634.30	9,394,096.88	11,203,236.63	11,428,494.92
净债务	9,139,201.56	8,037,691.26	9,871,444.51	10,028,187.57
负债合计	12,453,132.62	10,693,560.39	11,550,061.05	11,881,572.62
所有者权益合计	6,622,104.73	7,000,636.81	7,703,882.09	7,743,907.59
利息支出	376,602.73	344,319.97	356,049.60	--
营业总收入	1,011,379.34	940,177.77	1,230,537.55	225,436.13
经营性业务利润	7,834.70	-100,351.07	27,391.18	-53,026.46
投资收益	427,068.39	413,348.16	427,538.91	89,728.97
净利润	235,481.15	252,700.18	188,856.10	56,972.34
EBIT	607,734.01	584,491.49	575,990.22	64,532.97
EBITDA	618,160.35	598,227.64	600,639.94	--
经营活动产生的现金流量净额	1,952,859.87	1,548,411.74	335,068.49	62,308.66
投资活动产生的现金流量净额	-253,308.11	-132,198.29	-2,409,781.49	-49,757.21
筹资活动产生的现金流量净额	-1,116,207.80	-1,722,103.79	1,634,107.38	153,070.03
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	44.07	32.34	35.96	24.64
期间费用率（%）	57.88	55.82	43.56	63.48
EBIT 利润率（%）	74.11	73.23	51.65	32.50
总资产收益率（%）	3.19	3.18	3.12	1.33
流动比率（X）	2.25	1.63	1.90	2.08
速动比率（X）	2.20	1.59	1.85	2.02
存货周转率（X）	1.99	2.28	3.13	2.73
应收账款周转率（X）	12.31	6.25	6.01	4.31
资产负债率（%）	65.28	60.44	59.99	60.54
总资本化比率（%）	63.16	58.36	60.53	60.88
短期债务/总债务（%）	29.34	45.88	32.13	28.46
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.18	0.13	0.00	0.02
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.61	0.29	0.00	0.08
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	5.19	4.50	0.94	--
总债务/EBITDA（X）	17.55	15.70	18.65	44.27
EBITDA/短期债务（X）	0.19	0.14	0.17	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.64	1.74	1.69	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.61	1.70	1.62	--
FFO/总债务（X）	0.03	-0.02	-0.02	0.02

注：1、中诚信国际根据 2021~2022 年审计报告整理及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将计入长期应付款和其他权益工具的有息负债调整到长期债务。

### 附三：山东省鲁信投资控股集团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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	33,016.28	508,515.28	212,749.47	268,809.59
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	38,798.51	11,487.19	49,580.86	52,929.47
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	1.05	243,153.98	177,799.79	185,969.44
债权投资	1,814.40	1,814.40	1,384.40	1,384.40
其他债权投资	--	--	--	--
持有至到期投资	--	--	--	--
可供出售金融资产	--	--	--	--
长期股权投资	5,237,473.17	5,414,004.90	7,417,238.67	7,515,690.88
其他权益工具投资	--	--	--	--
其他非流动金融资产	54,118.66	50,351.14	42,112.20	47,820.86
固定资产	898.03	926.66	1,755.12	1,645.98
投资性房地产	--	--	--	--
资产总计	5,609,484.43	6,310,661.64	8,071,199.67	8,242,579.52
投资组合账面价值	5,326,423.55	6,217,839.70	7,851,284.53	8,019,675.18
投资组合市值	6,388,823.55	6,858,939.70	8,312,317.41	8,019,675.18
其他应付款	787.89	655.31	7,209.80	102,190.41
短期债务	250,222.03	481,227.29	1,026,788.09	673,256.57
长期债务	998,720.52	1,250,246.51	2,585,451.61	3,035,032.58
总债务	1,248,942.55	1,731,473.80	3,612,239.69	3,708,289.15
净债务	1,215,926.27	1,222,958.52	3,399,490.23	3,439,479.56
负债合计	1,152,975.83	1,646,602.85	3,250,613.00	3,440,530.85
所有者权益合计	4,456,508.60	4,664,058.78	4,820,586.66	4,802,048.68
利息支出	53,935.62	71,259.04	123,358.18	31,958.08
营业总收入	1,907.43	2,366.16	2,649.83	1.41
经营性业务利润	-43,473.48	-59,238.75	-99,010.82	-32,453.45
投资收益	113,812.92	101,177.63	102,129.89	22,829.65
净利润	64,702.13	44,226.15	3,621.09	3,954.51
EBIT	105,203.68	101,496.58	113,242.51	36,212.59
经营活动产生的现金流量净额	-14,515.19	89,978.85	-46,148.27	-5,509.64
投资活动产生的现金流量净额	-45,012.50	-156,907.33	-2,106,958.22	-79,818.41
筹资活动产生的现金流量净额	252,279.21	591,007.48	1,617,020.68	141,388.18
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产收益率(%)	1.88	1.70	1.57	1.78
经调整的净资产收益率(%)	1.56	1.04	0.08	0.36
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.53	0.59	0.39	0.29
应收类款项占比(%)	1.58	0.97	1.93	1.93
资产负债率(%)	20.55	26.09	40.27	41.74
总资本化比率(%)	23.09	28.40	44.97	45.72
短期债务/总债务(%)	20.03	27.79	28.43	18.16
总债务/投资组合市值(%)	19.55	25.24	43.46	46.24
现金流利息保障倍数(X)	0.85	2.10	-0.05	0.03
货币等价物/短期债务(X)	0.13	1.56	0.38	0.68
总债务/EBITDA(X)	11.84	16.82	31.28	25.60
EBITDA/短期债务(X)	0.42	0.21	0.11	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.96	1.44	0.94	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.95	1.42	0.92	--

注：1、中诚信国际根据 2021~2022 年审计报告整理及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将计入长期应付款和其他权益工具的有息负债调整到长期债务。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	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
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
	货币等价物 非受限货币资金+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
经营效率	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收账款周转率 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
投资组合	存货周转率 营业成本/存货平均净额
	投资组合账面价值 货币资金+长期股权投资+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+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值 投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比 母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
盈利能力	应收类款项占比 (应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
	营业毛利率 (营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余) 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	经调整的净资产收益率 净利润/经调整的所有者权益平均值
	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
现金流	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
	EBIT 利息覆盖倍数 EBIT/利息支出
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息覆盖倍数 (经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“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；2、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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn





# 山东省鲁信投资控股集团有限公司 公司债 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号:信评委函字[2023]跟踪1670号

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 06 月 27 日

## 发行人

山东省鲁信投资控股集团有限公司

## 本次跟踪债项及评级结果

“21 鲁信 01”、“21 鲁信 Y1”、“21 鲁信 02”、  
“22 鲁信 01”、“22 鲁信 Y1”

AAA

## 评级观点

本次跟踪维持债项上次评级结论。中诚信国际认为山东省经济稳定发展，潜在的支持能力很强；山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“鲁信集团”或“公司”）作为山东省国有资产投融资管理的重要主体，在区域经济发展及金融市场建设等方面起到重要作用，对山东省政府的重要性极强，与山东省政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际关注到债务规模较大，存在一定短期偿债压力、投资收益稳定性有待加强以及公司金融板块风险管控难度加大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 正 面

- **良好的外部环境。**山东省政治经济地位重要，经济与财政实力持续增强，为公司发展提供了良好的外部条件。
- **战略地位重要。**公司作为山东省国有资产投融资管理的重要主体，下辖多个省级金融机构，在区域经济发展及金融市场建设等方面起到重要作用，战略地位十分显著。
- **业务布局多元化，各业务竞争优势显著。**公司以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，目前主要涉及基础设施、金融服务等领域，其中天然气供应、不良资产管理、信托业务、创投业务等均处于山东省同业领先地位，具备较强的竞争优势。

## 关 注

- **债务规模较大，存在一定短期偿债压力。**截至2023年3月末，公司总债务规模为1,142.85亿元，短期债务规模为325.23亿元，公司面临一定的短期偿债压力。
- **投资收益稳定性。**投资收益对公司总体盈利能力有重大影响，但易受市场环境变化等影响，需关注公司投资收益稳定性。
- **公司金融板块风险管控难度加大。**宏观经济、行业及金融政策环境复杂多变交织下，企业经营风险易向金融体系传递，公司持有较大规模待处置不良资产，信托业务亦面临较大的监管环境变化，经营波动风险加大，且部分信托不良资产依靠体系内山东国资承接处置，面临的风险管控压力不断加大。

项目负责人：邢 杰 jxing@ccxi.com.cn

项目组成员：周晓春 xchzhou@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## 财务概况

鲁信集团（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	1,907.52	1,769.42	1,925.39	1,962.55
所有者权益合计（亿元）	662.21	700.06	770.39	774.39
负债合计（亿元）	1,245.31	1,069.36	1,155.01	1,188.16
总债务（亿元）	1,084.56	939.41	1,120.32	1,142.85
营业总收入（亿元）	101.14	94.02	123.05	22.54
净利润（亿元）	23.55	25.27	18.89	5.70
EBIT（亿元）	60.77	58.45	57.60	6.45
EBITDA（亿元）	61.82	59.82	60.06	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	195.29	154.84	33.51	6.23
营业毛利率(%)	44.07	32.34	35.96	24.64
总资产收益率(%)	3.19	3.18	3.12	1.33
EBIT 利润率(%)	74.11	73.23	51.65	32.50
资产负债率(%)	65.28	60.44	59.99	60.54
总资本化比率(%)	63.16	58.36	60.53	60.88
总债务/EBITDA(X)	17.55	15.70	18.65	44.27
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.64	1.74	1.69	--
FFO/总债务(X)	0.03	-0.02	-0.02	0.02
鲁信集团（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	560.95	631.07	807.12	824.26
负债合计（亿元）	115.30	164.66	325.06	344.05
总债务（亿元）	124.89	173.15	361.22	370.83
所有者权益合计（亿元）	445.65	466.41	482.06	480.20
投资收益（亿元）	11.38	10.12	10.21	2.28
净利润（亿元）	6.47	4.42	0.36	0.40
EBIT（亿元）	10.52	10.15	11.32	3.62
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-1.45	9.00	-4.61	-0.55
经调整的净资产收益率（%）	1.56	1.04	0.08	0.36
资产负债率（%）	20.55	26.09	40.27	41.74
总资本化比率（%）	23.09	28.40	44.97	45.72
总债务/投资组合市值（%）	19.55	25.24	43.46	46.24
现金流利息覆盖倍数（X）	0.85	2.10	-0.05	0.03

注：1、中诚信国际根据经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度和 2022 年度财务报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将计入长期应付款和其他权益工具的有息负债调整到长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 （亿元）	债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
21 鲁信 01	AAA	AAA	2022/06/27	15	15	2021/01/13-2026/01/07（3+2）	票面利率选择权,回 售条款
21 鲁信 Y1	AAA	AAA	2022/06/27	15	15	2021/01/18-2024/01/18（3+N）	票面利率选择权,有 条件赎回条款、发行 人续期选择权等
21 鲁信 02	AAA	AAA	2022/06/27	10	10	2021/10/08~2026/10/08	-
22 鲁信 01	AAA	AAA	2022/06/27	5	5	2022/03/16~2027/03/16（3+2）	-
22 鲁信 Y1	AAA	AAA	2022/06/27	15	15	2022/03/21~2025/03/21（3+N）	调整票面利率,利息 递延,续期选择权,有 条件赎回

## 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权进行跟踪评级，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

“21 鲁信 01”募集资金 15.00 亿元，募集资金在扣除发行费用后全部用于偿还公司有息债务，截至 2023 年 5 月末，已全部按照募集资金用途使用完毕。

“21 鲁信 Y1”募集资金 15.00 亿元，募集资金在扣除发行费用后全部用于偿还公司有息债务，截至 2023 年 5 月末，已按照募集资金用途使用资金完毕。

“21 鲁信 02”募集资金 10.00 亿元，募集资金在扣除发行费用后全部用于偿还公司有息债务，截至 2023 年 5 月末，已按照募集资金用途使用资金完毕。

“22 鲁信 01”募集资金 5.00 亿元，募集资金在扣除发行费用后全部用于偿还公司有息债务，截至 2023 年 5 月末，已全部按照募集资金用途使用完毕。

“22 鲁信 Y1”募集资金 15 亿元，募集资金扣除发行费用后全部用于偿还公司债务和补充流动资金，截至 2023 年 5 月末，已全部按照募集资金用途使用完毕。

## 重大事项说明

2022 年 7 月 6 日，鲁信集团发布《山东省鲁信投资控股集团有限公司关于重大投资事项的公告》。上述公告称，鲁信集团拟出资 70 亿元，以每注册资本 2.5 元的价格，向枣庄矿业（集团）有限公司（以下简称“枣矿集团”）增资，增资完成后，鲁信集团将持有枣矿集团注册资本 28.03 亿元，占比 13.6905%。本次增资完成后，山东能源集团有限公司将持有枣矿集团 176.74 亿元注册资本，占比 86.3095%，仍然为枣矿集团控股股东。上述资产重组事项是在山东省政府统一部署下进行，收购资金来源包括股东增资及公司自筹，交易完成后鲁信集团将对枣矿集团进行权益法核算，截至目前，增资款项已支付完成，相关工商变更手续已经完成。2022 年，公司对枣矿集团长期股权投资在权益法下确认的投资收益为-0.20 亿元，枣矿集团对公司宣告发放的现金股利或利润 0.41 亿元，截至 2022 年末，公司对枣矿集团长期股权投资余额为 69.40 亿元，中诚信国际将对来自枣矿集团的未来投资回报情况进行持续关注。

跟踪期内，2022 年 12 月 5 日，经决议，山东省财政厅对公司增资 10 亿元，其中新增注册资本 6 亿元，其余 4 亿元计入资本公积。本次增资完成后，公司注册资本由 306 亿元增至 312 亿元，公司股东和股权结构变更为山东省财政厅出资 282.60 亿元，占注册资本的 90.58%，山东省财欣资产运营有限公司出资 29.40 亿元，占注册资本的 9.42%。上述注册资本变动已于 2022 年 12 月 26 日完成工商登记变更。

## 近期关注

### 运营实力



中诚信国际认为，跟踪期内，鲁信集团职能定位未有变化，仍系山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，是山东省国有资产投融资管理的重要主体，下辖多个省级金融机构，在区域经济发展及金融市场建设等方面起到重要作用，战略地位十分显著，运营实力处于行业中等水平；公司持有的投资标的在行业分布方面较为分散，但从投资组合市值占比来看集中度较高，目前公司已建立了较为完善的投资管理和风险控制制度，跟踪期内未发生重大不利风险事件；跟踪期内，公司投资收益小幅上升，需对未来投资收益水平保持持续关注。

*跟踪期内，公司定位没有变化，战略地位十分显著；公司已建立了投资管理机制和风险控制机制，对子公司和联营企业出资形成的长期股权投资以长期持有为主，直接持有的上市公司市值低，投资组合的资产流动性低，同时需关注投资收益稳定性。*

跟踪期内，公司定位没有变化，仍系山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，是山东省国有资产投融资管理的重要主体，下辖多个省级金融机构，在区域经济发展及金融市场建设等方面起到重要作用，战略地位十分显著。截至 2023 年 3 月末，公司以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，目前主要涉及基础设施、金融服务等领域，其中天然气供应、不良资产管理、信托业务、创投业务等均处于山东省同业领先地位，具备较强的竞争优势。

投资管理方面，公司制定了《投资管理制度》、《内部审计暂行规定》、《资产管理办法》等制度，通过建立完善内部牵制、稽核、审计制度保证业务活动按照授权进行，保证对资产和记录的接触、处理均经过授权。公司在基本治理制度中详细规定对需要决策的事项、决策权限以及决策程序都做出了详细的规定，重大长期股权投资、收购兼并、合作、对权属企业追加投资、房地产开发、证券投资、贷款或拆出资金、担保、发行信托计划（由委托人指定投资管理人或投资顾问的证券投资类除外）、融资租赁等事项统一由集团公司进行决策。

风险管理方面，公司设有风险管理部，牵头负责公司的全面风险控制管理工作。公司建立了健全的全面风险管理体系，形成了规范化的风险管理流程并培育了良好的风险管理文化，为公司的管理规范化和决策科学化提供了支持。为加强公司的风险管理能力，提高管理水平和市场竞争力，保证公司战略的顺利实施，公司结合自身实际情况制定了《全面风险管理制度》，对公司风险管理的目标、原则、组织体系、责任分工、工作基本内容、监督、考核、风险管理信息系统应用以及风险管理文化建设等问题予以具体规范。跟踪期内，公司未发生重大投资风险事件。2022 年公司本部实现投资收益 10.21 亿元，同比小幅增长 0.94%。

*公司投资组合较为多元化，但主要系对子公司和联营企业出资的长期股权投资，以长期持有为主，同时直接持有的上市公司市值很低，投资组合的资产流动性较低。*

公司本部无实体经营业务，目前主要通过权属子公司开展天然气供应、不良资产管理、信托业务、创投业务等。公司投资组合主要由本部持有，主要系对下属子公司和联营企业出资形成的长期股权投资，主要子公司包括山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“山东资管”）、山东鲁信实业集团有限公司（以下简称“鲁信实业”）、鲁信国际金融有限公司（以下简称“鲁信国金”）、鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”）和山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国信”）等；主要联营企业包括枣矿集团、山东省信用增进投资股份有限公司（以下简

称“山东信用增进”)、山东文旅集团有限公司(以下简称“山东文旅”)和山东石油天然气股份有限公司(以下简称“山东油气”)等,被持股企业主要为省内金融服务、信托、创投、矿业、文旅和能源类企业,行业布局较为分散,其中,2022 年对山东资管增资 124.49 亿元,总投资额达到 524.64 亿元,单项投资占投资组合市值的比例超过 60%,集中度较高。截至 2022 年末,公司本部直接持有上市公司鲁信创投(600783.SH)约 5.18 亿股股权和山东国信(HK.01697)约 22.42 亿股股权,同期末市值合计约 72.06 亿元,占投资组合市值的比例低。总体上,公司本部所持股权主要为非上市股权,主要为对子公司和联营企业的长期股权投资,预计公司以长期持有为主,货币资金、交易性金融资产、债权投资及其他非流动金融资产占比很低,投资组合的资产流动性较低。

图 1: 2022 年末本部投资组合分布情况

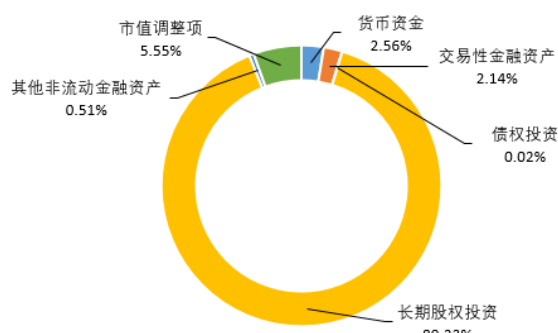
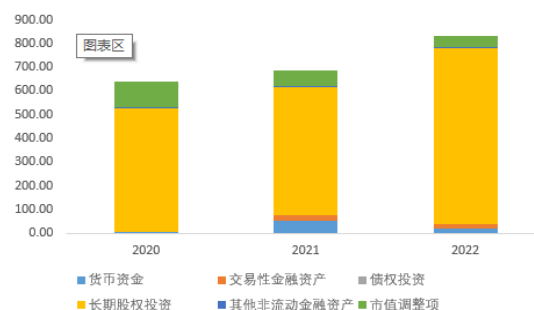


图 2: 近年来本部投资组合变化情况 (亿元)



注: 1、表内百分比为各明细项在投资组合市值中占比; 2、表内市值调整项金额=需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值, 下同。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

资料来源: 公司报表, 中诚信国际整理

鲁信集团逐渐形成以基础设施建设与运营及资产管理、信托业务、创投业务等金融服务为主的多元化业务布局, 跟踪期内, 基础设施业务得益于下游市场的拓展较快增长; 金融服务业务仍系公司核心业务, 在区域内竞争力很强; 但不良资产处置进度及公允价值变动情况对金融服务板块收入影响较大, 需关注其稳定性; 受宏观环境和行业政策持续影响, 跟踪期内信托业务收入规模和利润规模同比减少; 山东国信积极处置不良资产, 但考虑到受让方系山东资管, 从合并口径来看, 不良资产风险并未完全出清, 需关注山东资管对相关不良资产的后续处置情况。

## 基础设施业务板块

跟踪期内, 公司持续开展基础设施业务, 主要系天然气销售和天然气管网建设, 在区域内具备较强的竞争优势, 受益于下游客户拓展, 公司天然气销售收入总体增长很快。

公司基础设施业务主要涉及天然气管道建设及天然气销售, 该业务主要由子公司山东实华天然气有限公司(以下简称“实华公司”, 公司和中国石油化工股份有限公司分别持有其 50%和 50%股份)和参股的山东省天然气管道有限责任公司(以下简称“管道公司”, 公司持股 35%)、山东省国实管道天然气有限公司(以下简称“国实管道公司”, 公司持股 35%)等负责, 其中, 国实管道公司系 2020 年 9 月成立。实华公司主要负责山东省及周边地区天然气下游市场的开发、管道天然气销售及分支管网建设; 管道公司及国实管道公司主要从事主干线天然气管道建设、运营、维

护及相关配套业务。

从收入构成情况看，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司基础设施建设板块分别实现营业收入 64.91 亿元和 14.66 亿元，其中，实华公司分别实现营业收入 64.40 亿元和 14.61 亿元，分别占该板块收入总额的 99.21%和 99.66%，系公司基础设施建设收入的主要构成部分。2021 年以来实华公司实施“以资源促合作”的市场开发策略，巩固和开发终端市场，在莱州、博兴、日照等地成立子公司，并确定了莱州、胶南、博兴、高密等液化天然气（LNG）加气储备站项目，在此带动下，实华公司收入规模增加很快。

业务模式上，公司天然气采购全部来自于实华公司另一股东中国石油化工股份有限公司，由实华公司按年度与中石化天然气分公司签署照付不议天然气采购合同，每年按照上年供气量签订下年度采购量，然后通过天然气管道运输，送达下游各地市的天然气经销公司，实华公司按月与各天然气经销公司结算，并由各天然气经销公司对当地企业和居民供气。天然气采购价按照山东省物价局天然气核定价格进行确认，天然气销售价格由采购价格、天然气购销差价和管道输送费三部分组成，门站价格多采用山东省物价局发布的指导价格。

运营情况方面，跟踪期内，天然气采购和销售量保持小幅增长，受购销价格大幅上涨影响，购销金额均大幅增长。购销价格增加系受国家发改委价格调控和中石化内部政策影响所致。

表 1：近年来公司天然气采购和销售情况（万立方米、万元、元/立方米）

年份	采购量	采购金额	采购价格
2020	144,410.96	335,019.50	2.32
2021	193,016.84	476,674.39	2.47
2022	200,875.69	650,837.24	3.24
2023.1~3	39,387.72	144,946.81	3.68
年份	销售量	销售金额	销售价格
2020	144,410.96	348,131.50	2.41
2021	193,016.84	499,874.71	2.59
2022	200,875.69	701,056.16	3.49
2023.1~3	39,387.72	159,126.39	4.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，公司亦参股管道公司和国实管道公司，该公司主要从事主干线天然气管道建设、运营、维护及相关配套业务。2022 年及 2023 年 1~3 月，管道公司分别实现天然气运输 57.36 亿立方米和 11.75 亿立方米，分别实现营业收入 4.73 亿元和 0.83 亿元；同期，国实管道公司分别实现天然气运输 54.26 亿立方米和 10.29 亿立方米，分别实现营业收入 5.66 亿元和 1.21 亿元。2022 年，管道公司和国实管道公司收入受市场环境影响需求减少，均不同程度有所下降。

管道建设方面，公司与中石化共同投资建设天然气管道济青复线项目和中石化山东 LNG 项目。济青复线项目是将天津、新疆等地的气源引入山东省，管线全长 360.30 公里，项目实际投资 26.00 亿元，公司对该项目的投资额为 35%，项目已于 2015 年 9 月建成并逐步投入使用，主要运营模式为提供天然气管输服务，通过收取管道运输费用实现盈利，具体的收费标准为 0.16 元/立方米，年输气量 26 亿立方米。LNG 项目建成后将引进海外天然气资源以供应山东省及周边地区，从而解决长江以北地区能源紧张的局面，项目分多期投资建设，其中，一期配套工程已于 2015 年竣工

验收，目前已逐步投入使用，管道全长概算 214.70 公里，实际投资金额是 20.55 亿元，公司对该项目的投资比例为 35%。目前公司主要在建项目为山东管网南干线项目，实施主体为山东省东南管道天然气有限公司（鲁信实业和中石化各持 50% 股权），沿线途经日照市、临沂市、济宁市、菏泽市等 4 个地级市，总里程约为 510 公里，项目总投资约 89 亿元，上述项目全面运行后，公司天然气输送能力将大幅提升。

## 金融服务板块

**跟踪期内，金融服务业务仍系公司核心业务，在区域内竞争力很强；但公司不良资产待处置资产规模很大，不良资产处置进度及公允价值变动情况对金融服务板块收入影响较大，需关注其稳定性；受宏观环境和行业政策持续影响，跟踪期内信托业务收入规模和利润规模同比减少；山东国信积极处置不良资产，但考虑到受让方系山东资管，从合并口径来看，不良资产风险并未完全出清，需关注山东资管对相关不良资产的后续处置情况。**

公司金融服务业务包括不良资产管理、信托、创业投资、融资租赁、小额贷款等业务，由下属子公司分别负责经营，金融服务业务板块各主体均已获得主管机关颁发的业务资质文件。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司金融服务板块收入规模分别为 45.22 亿元和 5.91 亿元，2022 年金融服务板块收入规模较上年增长 29.32%。

### （一）资产管理业务

公司资产管理业务主要由下属子公司山东资管负责运营，山东资管系由山东省政府批准设立，并经中国银监会核准具有金融机构不良资产经营资质的省级资产管理公司，于 2014 年 12 月 31 日完成工商注册，注册资本为 10 亿元，2015 年 3 月 10 日挂牌成立，2015 年 7 月 10 日正式获得金融企业不良资产批量收购资质，经多次增资，截至 2023 年 3 月末，山东资管注册资本为 486.97 亿元，鲁信集团直接持有其 82.09% 股权，鲁信集团通过子公司山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国信”）持有山东资管 1.36% 股权。截至 2023 年 3 月末，山东资管总资产为 1,375.61.10 亿元，资产负债率为 51.59%。

表 2：山东资管近年来收入构成情况（亿元）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
不良资产板块	40.88	35.19	18.62	0.48
综合金融服务板块	8.84	5.77	3.33	0.64
资产管理板块	8.90	7.62	5.75	1.67
理财收入	1.15	0.52	0.63	0.07
利息收入	2.12	2.48	1.17	0.22
公允价值变动损益	-33.78	-33.39	1.91	0.08
其他收入	0.07	0.16	0.32	0.15
合计	28.18	18.36	31.73	2.81

注：2020 年开始，公司将不良资产板块中数据进行调整，单列公允价值变动损益。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

#### 1) 不良资产板块



山东资管主要通过指定收购与处置、商定收购与合作清收和商业收购与处置的方式开展不良资产业务。具体来看，指定收购与处置业务，即公司按意向投资者承诺的报价或提供的资金进行收购，并进行债权交割和重组。企业收入方式为：不良资产处置收入抵减处置成本后的净额确认收入。公司收入根据资产债权金额、收购价格、处置价格及公司与相关方合作关系综合确定，因此该业务收入比例存在不确定性。

商定收购与合作清收模式，即不良资产包出包方从前期业务尽调、贷款发放和贷后管理等环节，对包内资产情况已有深入了解，基于此山东资管与资产包出让方密切合作，建立清收和管理的合作经营机制，确保清收计划和政策的落实。在此业务模式中，山东资管受让不良资产包后，在完全享有不良债权资产的所有权的前提下与出包方合作进行管理处置，加快不良资产包的处置进度。为鼓励合作方清收的积极性，公司将超额收益让渡给合作清收方。该种业务模式有利于提高不良资产的处置效率和回收率，降低处置成本。

商业收购与处置业务，即山东资管根据资产包内资产情况，将资产包进行拆包处理，以户为单位进行核算，并根据每户债权情况的不同，分别采取诉讼、基金化处理、债务重组等手段，差异化处理各户债权。

不良资产收购模式方面，山东资管从山东省内的金融机构处收购不良资产，以地方法人金融机构和地方风险事件为切入点，已与多家银行、多个地市和区县政府，以及信达地产等社会机构建立了合作关系。收购前期，公司 2 名业务人员组成项目小组在银行客户经理的陪同下对资产包内的企业逐一走访，以形成对资产包的详细了解。在收购环节，山东资管结合现场尽调情况，并综合考虑项目的利润回报要求，依托中介机构的专业能力定价。从收购折价情况来看，有房产等抵押物的资产包一般在 3~5 折左右，无抵押物的资产包结合实际情况定价。

不良资产处置模式方面，依据行业经验判断，公司收购不良资产包后，处置周期一般在 3~5 年，目前，公司内部考核是 3 年内清收。在处置阶段，公司定期或不定期对于重点企业实施实地调研以监测风险，对不良资产做出风险评价。公司目前主要通过诉讼、重组、债务更新、债转股等方式处置不良资产。

从不良资产业务开展情况来看，2022 年，公司不良资产收购、处置及回收金额同比均有所下降，公司收购成本和处置价格均会受到宏观经济、资本市场等外部环境的影响，近年来宏观经济下行压力加大，外部环境变化加大，企业经营压力上升，整体信用环境有所恶化，山东资管风险控制和不良资产处置能力面临考验。

表 3：近年来山东资管不良资产经营情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022	2023.3
当期收购资产原值	189.39	229.53	162.79	2.73
当期收购成本	44.79	55.13	65.20	0.67
当期处置资产原值	487.85	277.62	172.60	29.58
累计处置资产原值	1691.96	1,969.58	2,142.18	2171.76
当期回收现金	230.29	174.98	133.57	9.12
累计现金回收金额	734.62	909.60	1,043.17	1,052.29
期末资产余额原值	1547.74	1,499.65	1489.85	1462.99



资产回收率	52.23	56.77	58.98	59.75
现金回收率	43.42	46.18	48.70	48.45

注：资产回收率=累计处置金额/累计收购金额\*100%；现金回收率=累计现金回收金额/累计处置金额\*100%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

总体来看，山东资管不良资产收购与处置业务具有地方专营优势，其收购的不良资产已形成一定规模，在地方资产管理公司中处于领先地位。不良资产处置工作稳步推进，现金回收情况良好，表现出较好的不良资产经营态势。但值得关注的是，近年来宏观经济增速下滑，企业经营压力普遍上升，山东省内担保圈等问题仍未完全解决，省内信用环境有所恶化，对山东资管不良资产处置能力提出更高要求。

## 2) 综合性金融服务板块

山东资管还依托不良资产业务差异化开展综合性金融服务业务，包括基于不良资产的追加投资、债转股、股权投资、困难企业救助和资产证券化业务等。公司综合性金融服务业务依托不良资产处置业务开展，2022 年综合性金融服务业务同比有所减少。

2022 年，公司综合性金融服务业务按期回收投资款 37.42 亿元，截至 2022 年末，公司综合性金融服务业务投资余额为 49.23 亿元，随着投资款的陆续回收，投资余额大幅下降。公司综合性金融服务业务以固定收益类为主，截至 2022 年末，前五大客户投资金额合计 32 亿元，占公司投资总额的 65.00%，客户集中度很高。

表 4：截至 2022 年末山东资管综合性金融服务业务前五大投资情况（亿元）

投资标的	类型	投资余额	投资期限
A 公司融资项目	委托贷款	12.00	1.5 年
B 公司融资项目	委托贷款	6.00	2 年
C 公司融资项目	委托贷款	5.00	3 年
D 公司融资项目	委托贷款	5.00	2 年
E 公司融资项目	委托贷款	4.00	5 年
合计	-	32.00	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从退出方面来看，山东资管通过被投资企业偿还借款、股权收购、并购等多种形式完成退出，在满足项目风险可控、收益可观的同时兼顾流动性需求。

总体来看，综合性金融服务对山东资管收入规模贡献度较大，但在宏观经济底部运行、信用风险持续暴露的环境下，部分项目出现逾期，投资相关风险管理能力有待进一步提升。

## 3) 资产管理板块

此外，山东资管还开展部分资产管理业务，该业务板块主要为基金运营业务，包括金融资产投资基金、企业重组发展基金和房地产重整基金等。其中，金融资产投资基金主要投向金融机构出让的金融资产；企业重组发展基金以化解地方企业流动性及担保圈风险为重点，运用基金收购不良资产债权、提供转贷、阶段性持股、破产重整、重组并购等服务，助推企业转型升级；房地产重整基金则运用社会资金和专业公司，收购房地产不良债权、重组项目公司、提供增量资金。

收入来源方面，一方面，公司以有限合伙人角色进行投资，获取收益分红；另一方面，作为基金

管理人，通过对基金的运营管理，赚取基金管理费用。公司先后设立了企业重组发展基金、金融投资资产基金、房地产重整基金以及三有企业扶持基金等 60 只基金，截至 2023 年 3 月末，公司基金认缴规模为 657.00 亿元，实缴规模 184.22 亿元。2022 年和 2023 年 1~3 月，公司资产管理业务板块分别实现收入 5.75 亿元和 1.67 亿元，2022 年资产管理业务收入同比下降 24.54%。

## （二）信托业务

公司信托业务由子公司山东国信经营，2017 年 12 月，山东国信在香港联交所上市，股票代码为 1697.HK。截至 2022 年末，山东国信注册资本为 46.59 亿元，鲁信集团为山东国信第一大股东，直接持股比例为 48.13%。截至 2022 年末，山东国信资产总额为 144.58 亿元，所有者权益为 109.30 亿元；2022 年实现总经营收入 14.45 亿元，收入规模较上年减少 18.77%，营业收入主要来自利息收入、手续费及佣金收入等；实现净利润 2.80 亿元，净利润同比大幅下降 40.15%，主要系投资收益下降、利息收入减少以及税费同比大幅增加，对山东国信当期盈利产生较大影响。

山东国信作为成立时间较长的信托公司，秉持稳健专业的经营理念，立足于山东、面向全国，逐步打造了山东国信理财品牌。山东国信业务可分为信托业务和固有业务，其中信托业务是主营业务，包括事务管理型信托和主动管理型信托（融资类信托和投资类信托）；固有业务包括自有资金贷款以及金融产品投资、金融股权投资等投资业务。

信托业务方面，山东国信与省内各级地方政府及银行、保险等金融机构均建立了较长期的合作关系。截至 2022 年末，山东国信存续信托余额 2094.78 亿元，较上年增长 33.89%，其中，主动管理型信托资产规模为 1,106.86 亿元，占全部信托资产规模的比例为 52.84%，占比较上年提升 2.91 个百分点。2022 年，山东国信发行信托产品 477 支，募集资金为 665.92 亿元，同比增加 142.61 亿元，2021 年以来，按监管要求，公司融资类业务大幅压降，金融同业通道类业务压降清零，但主动管理型信托规模有所增长，结构调整仍在持续进行中。

从信托业务资金来源看，山东国信的信托资产主要由单一类信托、集合类信托构成，单一类信托主要以机构客户为主，2022 年公司新增单一信托业务 316 笔，金额 132.04 亿元，新增金额占当年新增业务规模的 19.83%；集合信托业务 145 笔，金额 212.35 亿元，新增金额占当年新增业务规模的 31.89%，其余产品主要为财产权信托。

表 5：近年来山东国信发行信托产品情况（支、亿元）

项目	2020	2021	2022
信托产品	367	512	477
募集资金	714.53	523.31	665.92
其中：单一信托	250	370	316
单一信托金额	84.21	96.28	132.04
集合信托	113	133	145
集合信托金额	336.81	234.63	212.35

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从信托资产投向分布来看，山东国信信托资金投向主要为基础产业、房地产、证券市场、实业、金融机构等。截至 2022 年底，基础产业占 5.30%、房地产占 10.50%、实业占 30.13%、金融机构

占 12.08%，其中投向房地产信托资产较上年减少 9.48 个百分点；投向实业信托资产较上年增长 2.60 个百分点；投向金融机构信托资产较上年增加 0.13 个百分点。整体来看，山东国信资产投向相对分散，但在房地产行业风险加剧背景下，信托业务仍面临较大的经营压力，业务结构仍有优化空间。

固有业务方面，山东国信运用自有资金进行投资，着力优化金融股权投资业务布局，开展多元化投资。具体来看，山东国信将国有资产配置至各个资产类别，包括上市公司股份、共同基金等多种权益产品以及财富管理产品，存放同业及国债逆回购等具有高度流动性的资产。截至 2022 年末，山东国信固有业务投资余额为 129.04 亿元，包括货币资产投资余额 25.36 亿元，证券投资余额 84.05 亿元，长期股权投资 10.72 亿元及自有资金贷款 1.08 亿元。

值得注意的是，根据山东国信年报披露，2020 年山东国信某信托计划投资某房地产开发集团 70 亿元，该房地产开发集团未能支付于 2020 年 5 月及 6 月到期的房地产贷款本金及应计利息，公司于 2020 年对该项目计提减值损失，扣除预期信用损失准备后的账面净值为 59.74 亿元，该项目已由项目公司土地资产、附属建筑物以及该房地产开发集团实际控制人以及其他项目公司提供担保，截至 2021 年末，公司对上述项目计提减值损失 12.45 亿元；此外，2021 年 2~3 月，山东国信平价受让其管理的信托计划中上述房地产开发集团违约贷款的收益权 20 亿元（即睿远 76 号债权），其中通过中国信托业保障基金有限责任公司借款 16 亿元，其余资金为自有资金。2022 年 3 月，山东国信发布公告，为集中资源发展固有业务、增加信息科技及人力资源的投资以及支持业务转型发展，拟打包转让富国基金管理有限公司 16.68% 股权及睿远 76 号债权资产。截至 2022 年末，公司已完成富国基金股权、睿远 76 号债权及另一笔不良资产睿远 61 号债权的转让工作，其中富国基金股权、睿远 76 号债权和睿远 61 号债权转让对价分别为 40.38 亿元、10 亿元和 27 亿元，上述转让总体产生收益 1.86 亿元，但考虑到受让方系山东资管，从合并口径来看，不良资产风险并未完全出清，需关注山东资管对相关不良资产的后续处置情况。

### （三）创投业务

公司创业投资业务主要由鲁信创投负责，鲁信创投是中国资本市场首家以创业投资为主业的上市公司，鲁信集团持股其 69.57% 股份。截至 2022 年末，鲁信创投总资产为 85.09 亿元，较上年增长 18.82%，总负债为 39.25 亿元，2022 年，鲁信创投实现营业收入 1.16 亿元，同比下降 14.07%；实现净利润 4.84 亿元，同比下降 6.74%。2023 年 1~3 月，鲁信创投实现营业收入 0.15 亿元，实现净利润 0.92 亿元。

目前，鲁信创投正将推进基金化转型，拟由 VC/PE 投资机构向国内一流类资产管理平台转变，即其自有资金主要用于投资设立基金和基金管理公司，再由所设立的基金对项目进行直接投资。募资方面，截至 2022 年末，鲁信创投作为主发起人出资设立的基金及投资平台共 49 个，总认缴规模 162.99 亿元，到位资金规模 124.26 亿元，涉及产业投资基金、区域投资基金、专业投资基金、平台投资基金等多种门类。

投资方面，截至 2022 年末，鲁信创投参投基金及投资平台在投项目 186 个，投资总额 91.21 亿元，项目储备较为充足。对于已投资项目，公司通过增资、引入战略投资者、进行股份制改造、

完善治理结构等方式规范企业运作，进一步培育企业核心竞争力。从投资项目行业分布来看，总体较为分散，集中度一般。

**表 6：2022 年末鲁信创投及其作为主发起人出资设立的基金及投资平台在投项目行业分布情况**

行业	占比
生物医药及医疗设备	22.59%
信息技术硬件与设备	14.26%
高端装备制造	14.24%
现代金融服务业	11.48%
软件及信息技术服务业	11.14%
新能源新材料	7.72%
环保及公用事业	3.93%
现代农业及农副产品加工	3.68%
建筑建材及房地产	3.18%
高端化工	2.93%
其他	4.86%
<b>合计</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2022 年末，鲁信创投及其作为主发起人出资设立的各项基金投资持有境内 A 股上市公司 19 家，持有香港 H 股上市公司 2 家，新三板挂牌公司 10 家，其中 5 家入选新三板创新层。截至 2022 年末，鲁信创投及其作为主发起人出资设立的各项基金共有 24 个拟 IPO 项目，其中 3 个项目已过会待上市，7 个项目的 IPO 已被沪、深、港交易所受理，14 个项目处于辅导期。

退出方面，鲁信创投拓展多元化的退出方式，除二级市场退出之外，对于效益不佳或短期内不具备上市条件的项目，鲁信创投计划通过股权转让或并购等方式退出。2022 年和 2023 年 1~3 月，鲁信创投分别实现投资收益 6.80 亿元和 0.28 亿元，其中 2022 年获取的投资收益同比大幅增长。总体来看，鲁信创投发展较稳定，投资项目质量较高，随着项目的退出及基金管理规模增加，预期为公司带来较高的投资收益。

#### （四）其他金融业务

公司融资租赁由金鼎租赁有限公司（以下简称“金鼎租赁”）负责运营。金鼎租赁成立于 2011 年，2013 年被山东省鲁信金融控股有限公司收购，目前金鼎租赁注册资本为 5.00 亿元，公司持股比例为 51%。业务模式上，金鼎租赁业务模式以售后回租为主，2022 年金鼎租赁新增租赁合同 16 个，新增合同金额 4.43 亿元。2022 年实现租赁业务收入 0.71 亿元，净利润 0.23 亿元，收入金额较上年增加 0.04 亿元。截至 2022 年底，金鼎租赁应收租赁款余额为 10.53 亿元，存量租赁合同 56 个，其中单笔租赁款在 1 亿元以上的共 2 个。截至 2022 年底，金鼎租赁前五大客户合计租赁款占 65%。2022 年 1~3 月，金鼎租赁新增租赁合同 2 个，新增合同金额 0.27 亿元。

此外，公司还经营小额贷款、典当等业务，小额贷款业务由山东省鲁信小额贷款股份有限公司负责，典当业务由山东省鲁信典当有限责任公司负责运营，收入规模及资金投放规模很小。

#### 其他业务板块



跟踪期内，公司房地产、磨料磨具、印刷等业务总体平稳发展，可为公司收入带来一定补充。

公司还经营磨料磨具、印刷、房地产等多项非核心业务，亦能为公司带来较稳定的现金流入。

### （一）房地产业务

公司房地产业务主要由下属子公司山东鲁信房地产投资开发有限公司（以下简称“鲁信房地产”）和山东鲁信金山投资有限公司（以下简称“鲁信金山”）负责经营，其中鲁信房地产具有房地产开发三级资质。2022 年及 2023 年 1~3 月，鲁信房地产和鲁信金山合计实现房地产销售收入为 3.82 亿元和 0.00 亿元，2022 年房地产收入较上年大幅增长 122.09%，系年度内存量项目销售、交付增加所致，为集中资源发展主营业务，未来公司将逐渐退出房地产业务板块。

截至 2022 年 3 月末，公司主要在建房地产项目包括盘谷花园和鲁信和璧花园项目，其中盘谷花园项目占地面积 10.69 万平方米，建筑面积约为 16 万平方米，项目总投资 15.00 亿元，累计已投资 13 亿元；鲁信和璧花园项目占地面积 2.32 万平方米，项目总投资 40.00 亿元，目前一期已经竣工交房，二期、三期建设已接近建设完成，目前在做验收前的最后准备。除上述项目外，公司无完工和拟建房地产项目。

### （二）磨料磨具业务

公司磨料磨具业务主要由上市公司鲁信创投经营，主要包括磨料磨具产品的生产销售，产品广泛应用于航天、航空、国防、建筑和能源设备等领域。目前，鲁信创投磨料磨具产业拥有三个分厂和五个子公司，拥有 12,000 吨磨料、3,000 吨磨具、2 亿张涂附磨具的年生产能力，主要销售“泰山”和“MT”牌磨料磨具产品。鲁信创投磨料磨具产品在国内主要是销往华北、苏皖、浙闽赣、东北、两广等地区，外销产品主要销往加拿大、美国、德国等国家。2020 年 1 月，鲁信创投完成了对山东鲁信四砂泰山磨料有限公司 57.98%股权的转让，实现投资收益 5,472.48 万元，目前鲁信创投磨具板块经营主体主要为山东鲁信高新技术产业有限公司（系鲁信创投全资子公司）下属子公司，2021 年鲁信创投实现磨具收入 1.24 亿元，较上年增加 9.73%，系业务订单增加所致。2022 年 1~3 月，鲁信创投磨料磨具业务实现营业收入 0.23 亿元。2022 年和 2023 年 1~3 月，鲁信创投分别实现磨具收入 1.16 亿元和 0.15 亿元，其中 2022 年同比小幅下降 6.45%。

### （三）印刷包装业务

公司印刷包装业务的经营主体为山东鲁信天一印务有限公司（以下简称“天一印务”），主要从事医药、食品包装盒、各种高档画册、宣传品等印刷包装业务，其中医药包装盒产品年生产能力可达 15 亿只纸制包装盒，在全国具领先地位。公司拥有代表世界先进水平的纸盒包装印刷生产线四条、主要设备包括日本小森六色胶印机、小森五色胶印机、六台模切机、六台 BOBST、台湾财顺自动糊盒机以及两台波拉刀切纸机等先进设备。目前天一印务主要客户有悦康药业集团有限公司、神威药业有限公司、山东新华制药股份有限公司、山东瑞阳制药有限公司以及山东步长制药有限公司等。2022 年及 2023 年 1~3 月，天一印务实现分别实现营业收入 3.54 亿元和 0.95 亿元，其中，2022 年较上年小幅下降 1.94%。



## 财务风险

### 母公司口径财务分析

中诚信国际认为，跟踪期内，公司本部债务规模保持增长，财务杠杆水平同步上升，但总体仍处合理水平；公司本部无实体经营业务，盈利能力主要依赖投资收益的贡献，需关注投资收益的稳定性；公司本部经营活动净现金流不能对利息有效覆盖，货币资金及其等价物不能覆盖短期债务，且持有的投资组合资产流动性很低，公司本部资金缺口主要依赖融资解决，但银行授信充足，筹资渠道畅通，可对公司流动性提供一定支持，需关注融资环境对公司偿债能力的影响。

公司本部无实体经营业务，2022 年收入主要来自于管理服务费、为子公司提供担保收取的担保费以及少量固定资产出租收入，同比增长 11.99%，但规模较小。公司本部通过自有资金及融资来满足为子公司及联营企业出资及其他投资的资金需求，跟踪期内，公司本部有息债务规模和利息支出大幅增加，期间费用对利润侵蚀严重，经营性业务利润亏损同比扩大，得益于成本法核算的长期股权投资收益及不再具有重大影响的剩余股权按公允价值重新计量产生的利得规模较大，投资收益同比小幅增长，本部利润总额为正但规模同比大幅下降。总体来看本部盈利能力对投资收益的依赖较大，目前需关注投资收益的稳定性。

跟踪期内，公司本部资产规模保持增长，2022 年末，总资产同比增长 27.90%。本部资产主要由货币资金、交易性金融资产、长期股权投资构成，以非流动资产为主，占比为 94.12%。公司本部 2022 年末货币资金 21.27 亿元，无受限情况；同期末，公司持有交易性金融资产 17.78 亿元，同比下降 26.88%；公司本部长长期股权投资增加主要系新增或追加对子公司和联营企业投资，2022 年主要对子公司山东资管和鲁信实业分别增资 124.49 亿元和 8.00 亿元，对联营企业枣矿集团新增投资 70.00 亿元。此类投资主要系长期持有的资产，流动性较低。跟踪期内，公司本部对外融资规模有所扩大，债务规模持续增长，2023 年 3 月末，本部总债务规模增至 370.83 亿元，其中短期债务 67.33 亿元，占比 18.16%。总体来看，随着融资的增加，公司本部财务杠杆水平持续上升，但总体财务杠杆水平仍处合理水平。

公司本部无实体业务，经营活动现金流主要系与子公司及关联方往来形成，跟踪期内呈净流出状态，但规模较小。同时跟踪期内公司本部对子公司及联营企业增资，投资活动现金流流出大幅增加，且收回投资和取得投资收益收到的现金规模较小，投资现金流存在较大资金缺口。公司本部资金缺口主要依赖债务融资等。随着公司债务规模攀升，利息支出增加，跟踪期内，公司本部现金流利息覆盖能力明显不足，截至 2023 年 3 月末，公司本部现金流无法覆盖利息支出，货币资金及其等价物不能覆盖短期债务，但本部获得的金融机构授信余额规模较大，再融资能力较好，需关注再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响。

表 7：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022	2023.3
营业总收入	0.19	0.24	0.26	0.00
期间费用合计	5.06	6.17	10.17	3.24
经营性业务利润	-4.35	-5.92	-9.90	-3.25
投资收益	11.38	10.12	10.21	2.28
营业外损益	-0.07	-0.01	-0.08	-0.03

利润总额	6.47	4.42	0.36	0.40
经调整的净资产收益率(%)	1.56	1.04	0.08	0.36
货币资金	3.30	50.85	21.27	26.88
交易性金融资产	0.00	24.32	17.78	18.60
其他应收款	3.88	1.15	4.96	5.29
长期股权投资	523.75	541.40	741.72	751.57
总资产	560.95	631.07	807.12	824.26
投资组合账面价值	532.64	621.78	785.13	801.97
投资组合市值	638.88	685.89	831.23	--
经调整的所有者权益 <sup>1</sup>	445.65	466.41	482.06	480.20
短期债务	25.02	48.12	102.68	67.33
总债务	124.89	173.15	361.22	370.83
资产负债率(%)	20.55	26.09	40.27	41.74
总资本化比率(%)	23.09	28.40	44.97	45.72
经营活动净现金流	-1.45	9.00	-4.61	-0.55
投资活动净现金流	-4.50	-15.69	-210.70	-7.98
取得投资收益收到的现金	6.06	6.00	4.00	0.66
筹资活动净现金流	25.23	59.10	161.70	14.14
货币等价物/短期债务	0.13	1.56	0.38	0.68
现金流利息覆盖倍数	0.85	2.10	-0.05	0.03
总债务/投资组合市值(%)	19.55	25.24	43.46	46.24

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 合并口径财务分析

中诚信国际认为，跟踪期内，公司合并口径主要收入仍来源于各子公司开展的基础设施运营、金融服务及其他板块业务，收入和毛利率同步上升，仍维持较高水平，投资收益对利润总额亦贡献较大，需对各业务板块经营情况和投资收益稳定性保持持续关注；跟踪期内，公司债务规模保持增长，公司财务杠杆水平有所提升，总体略显偏高；公司经营活动净现金流保持流入，但规模较小无法保障利息支出，预计公司短期债务偿还主要依靠融资滚续，需关注融资环境对公司偿债能力的影响。

公司合并口径营业收入主要来自各子公司开展的基础设施运营、金融服务及其他板块业务，跟踪期内，除其他业务板块中磨料磨具和印刷业务收入受市场环境影响同比略有下降，其他各板块业务收入均有不同程度增长，且综合毛利率表现好于上年。跟踪期内，公司投资收益较上年小幅增长，但规模较大，对公司利润总额贡献较大，公司利润总额保持稳定增长，需对各业务板块经营情况和投资收益稳定性保持持续关注。

跟踪期内，公司合并口径的总资产呈上升趋势。从资产结构来看，公司资产主要由货币资金、交易性金融资产、一年内到期的非流动资产、其他流动资产、债权投资、长期股权投资、其他非流动金融资产和其他非流动资产等构成，以非流动资产为主，2022 年末占总资产的比重为 57.73%。2022 年末，公司货币资金 133.18 亿元，与上年末基本持平，其中因票据保证金等原因受限的比例为 3.98%；同期末，公司交易性金融资产余额 488.26 亿元，主要系公司购买的不良资产包，随不良资产处置及评估减值，2022 年末交易性金融资产同比下降 16.38%；公司一年内到期的非流动

<sup>1</sup> 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债等资本工具形成的其他权益工具和公益性资产投资或划转形成的实收资本或资本公积，鲁信集团 2020~2022 年上述调整项金额分别为 29.67 亿元、29.83 亿元和 39.95 亿元。

资产主要系一年内到期的债权投资，以山东资管收购的不良资产包以及综合性金融服务业务的债权投资为主，2022 年末同比小幅下降；其他流动资产主要包括山东资管、山东国信持有的 1 年（含 1 年）内到期的债权投资及国债逆回购等，同比略有下降；债权投资主要系信托计划、资产管理、不良资产包等形成的债权，2022 年计提减值准备规模较大，但持有规模增加致年末账面价值同比仍增长 39.99%；公司长期股权投资主要系对联营企业的投资，2022 年新增或追加对联营企业投资 98.26 亿元，其中对枣矿集团和山东信用增进分别投资 70.00 亿元和 9.00 亿元，当年权益法下确认的投资损益为 27.91 亿元，其中来自恒丰银行股份有限公司 18.46 亿元，占比较大；其他非流动金融资产主要系基金投资、股权投资及信托计划投资款，以鲁信创投投资款为主，余额随投资增加及公允价值变动有所增加；公司其他非流动资产主要系预付股权转让款和抵债资产构成，2022 年因预付股权转让款 162.83 亿元，同比大幅增长。

跟踪期内，公司的债务规模同比有所增长，公司债务主要由短期借款、长期借款、应付债券及一年内到期的非流动负债及长期应付款中的有息债务等构成，2022 年末，短期债务占比因一年内到期非流动负债减少而有所下降，但债务结构仍以长期债务为主。所有者权益方面，得益于股东增资和未分配利润积累，跟踪期内，所有者权益有所增长。受上述因素影响，公司财务杠杆水平有所提升，总体略显偏高。

跟踪期内，受益于基础设施运营及金融服务业务以及经营活动往来收支的资金回笼，公司经营活动现金流呈持续净流入状态，但流入规模同比大幅下降。跟踪期内，收回投资及取得投资收益收到的现金保持一定规模，但无法覆盖对外投资支付的现金，投资活动现金流亦呈现净流出状态。跟踪期内，公司筹资活动现金流入主要来自银行借款，流出主要系偿还银行借款本息、偿还债券本息及对股东的利润分配，公司主要依靠银行借款融资及债券融资来实现资金平衡。

偿债指标方面，跟踪期内，公司经营活动现金流仍呈净流入状态，但规模减少无法对保障利息支出。公司 EBITDA 主要由费用化利息支出与利润总额构成，随着投资收益保持稳定，以及债务规模上升致费用化利息支出小幅增长，跟踪期内，EBITDA 保持小幅增长，对利息支出的保障程度仍较好。公司短期债务偿还主要依靠融资滚续，需关注融资环境对公司偿债能力的影响。

表 8：公司主要板块营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

项目	2020			2021			2022			2023.1~3		
	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比	金额	毛利率	占比
1、基础设施业务	35.98	4.30	35.57	50.64	4.91	53.86	64.91	5.81	52.75	14.66	7.44	65.03
2、金融服务业务	48.14	87.10	47.60	34.97	83.92	37.19	45.21	100.15	36.75	5.91	91.15	26.20
3、其他业务	17.02	33.71	16.83	8.41	41.27	8.95	12.93	23.16	10.51	1.98	38.08	8.77
其中：房地产业务	12.31	33.75	12.17	1.72	83.42	1.83	3.82	-2.49	3.10	-	-	-
磨料、磨具	1.13	24.03	1.12	1.24	24.15	1.32	1.16	34.85	0.94	0.15	10.58	0.67
印刷	2.93	30.42	2.90	3.61	28.16	3.84	3.54	32.50	2.88	0.95	34.15	4.22
合计	101.14	48.66	100	94.02	37.55	100	123.05	42.30	100	2.54	32.06	100

注：1、基础设施业务主要由天然气销售及管道输送和电力改造工程及技术服务构成；2、金融服务业务主要由融资租赁、金融业务和主营业务以外的“利息（金融专用）、已赚保费/退保金（金融专用）和手续费及佣金（金融专用）”构成；3、房地产业务含房地产销售、工程结算及物业管理；4、计算毛利率的分板块营业成本合计数为营业成本、利息支出、手续费及佣金支出和提取保险合同准备金净额的综合合计数。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：近年来公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
营业总收入	82.01	79.81	111.51	19.85
营业毛利率(%)	44.07	32.34	35.96	24.64
经营性业务利润	0.78	-10.04	2.74	-5.30
其他收益	1.00	0.13	0.31	0.25
投资收益	42.71	41.33	42.75	8.97
公允价值变动收益	-1.26	7.62	3.55	2.91
利润总额	25.11	26.19	27.09	6.41
长期投资	657.64	702.72	858.31	862.92
总资产	1,907.52	1,769.42	1,925.39	1,962.55
经调整的所有者权益	662.21	700.06	770.39	774.39
总负债	1,245.31	1,069.36	1,155.01	1,188.16
总债务	1,084.56	939.41	1,120.32	1,142.85
短期债务	318.23	430.99	359.97	325.23
资产负债率(%)	65.28	60.44	59.99	60.54
总资本化比率(%)	63.16	58.36	60.53	60.88
经营活动净现金流	195.29	154.84	33.51	6.23
投资活动净现金流	-25.33	-13.22	-240.98	-4.98
筹资活动净现金流	-111.62	-172.21	163.41	15.31
EBITDA	61.82	59.82	60.06	--
经营活动净现金/利息支出(X)	5.19	4.50	0.94	--
EBITDA 利息倍数(X)	1.64	1.74	1.69	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2022 年末，公司本部无受限资产。截至 2022 年末，公司合并口径受限资产账面价值合计 66.13 亿元，主要系用于长短期借款抵质押的固定资产、存货、长期应收款及因票据保证金等受限的货币资金等，占同期末总资产的比例为 3.43%，公司仍具备一定融资空间。

截至 2022 年末，公司本部无影响正常经营的重大未决诉讼。同期末，公司合并口径对外担保金额 1.23 亿元，被担保对象为公司参股公司山东耀华鲁信节能投资有限公司；或有事项方面，2022 年末，公司为 17.80 亿债权收购业务承担差额补足义务，与债权对应的抵质押物合理且已实施相关保全措施，债权清收工作正在推进过程中；此外，公司子公司山东国信未决诉讼或有负债 1 亿元及相关利息，山东国信已就相关判决提起上诉。

**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 2023 年 5 月，公司本部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，公司本部在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>2</sup>

<sup>2</sup> 中诚信国际对评级对象的预测性信息是中诚信国际对评级对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与评级对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与评级对象的未来实际经营情况可能存在差异。



## 假设

- 2023 年，公司本部没有显著规模的资产划转，合并范围预计不变。
- 2023 年，公司本部收入保持增长，盈利水平保持基本稳定。
- 2023 年，公司本部安排约 50 亿元股权投资支出。
- 2023 年，公司本部预计通过融资来平衡投资和债务偿还的需求，债务规模呈增长趋势。

## 预测

表 10：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
现金流利息覆盖倍数 (X)	2.10	-0.05	-1.12~-0.92
总债务/投资组合市值 (%)	25.24	43.46	42.22~51.60

注：上表为母公司口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

## 流动性评估

**中诚信国际认为，公司本部未来一年到期债务规模较大，母公司口径现金及等价物储备虽有不足，但未使用授信余额充足，可对偿债资金形成补充；总体来看流动性一般，但未来一年流动性来源对流动性需求可形成有效覆盖。**

公司母公司口径现金及等价物储备虽有不足，但持有一定规模的未使用授信余额，可对偿债资金形成补充。截至 2023 年 3 月末，公司本部账面货币资金为 26.88 亿元，货币等价物为 45.48 亿元，相对于需偿还债务规模，资金储备相对不足，但公司本部银行授信未使用额度 312.94 亿元，较为充足，可对短期债务形成有效覆盖。综上所述，公司资金平衡状况尚可，流动性一般，但未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

表 11：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	2023	2024	2025	2026 年及以后
母公司口径	102.50	33.00	26.00	158.14
合并口径	339.39	339.37	188.36	202.28

注：表中到期债务不包括应付票据、租赁负债、其他权益工具及应付利息，与总债务存在一定差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并口径方面，公司经营获现能力尚可，在手货币资金等价物可以覆盖短期债务，且公司备用流动性较为充足，截至 2023 年 3 月末，公司获得综合授信 1,208.66 亿元，尚未使用的授信额度为 658.70 亿元，备用流动性较好，总体来看，未来一年流动性来源对流动性需求可形成有效覆盖。



## ESG 分析<sup>3</sup>

中诚信国际认为，公司权属企业从事相关燃气输送、印刷等业务，可能存在一定的环境风险；公司积极履行社会责任，金融、行业政策变化可能对公司产生一定影响；随着经营进一步扩大，需持续完善公司内部治理体系。

环境方面，公司权属企业从事燃气输送、印刷等业务可能存在一定的环境风险，目前尚未受到监管部门处罚，在履行环境责任方面需持续加强管理。

社会方面，公司积极履行社会责任，建立了较为完善的员工发展体系，同时国家和相关监管部门在金融、行业等方面政策变化对公司业务的发展产生一定影响。

公司治理方面，公司战略规划清晰，法人治理结构较为完善；公司在内部控制及对外投资筹资等方面制定了比较健全的规章制度，随着经营进一步扩大，需持续完善公司内部治理体系。

## 外部支持

中诚信国际认为，山东省的支持能力很强，主要体现在：

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、青岛市两个副省级城市，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。截至 2022 年末，山东省常住人口 10,162.79 万人。山东省经济基础较好，经济运行稳中有进，2022 年山东省实现地区生产总值 87,435.1 亿元，比上年增长 3.9%。分产业看，第一产业增加值 6,298.6 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 3,5014.2 亿元，增长 4.2%；第三产业增加值 46,122.3 亿元，增长 3.6%。三次产业结构为 7.2：40.0：52.8。经济总量维持全国第 3 位，仅次于广东省及江苏省。

表 12：2022 年全国各省及直辖市经济财政概况

地 区	GDP (亿元)		人均 GDP (万元)		一般公共预算收入 (亿元)	
	金 额	排 名	金 额	排 名	金 额	排 名
广东省	129,118.58	1	101,905	7	13,279.73	1
江苏省	122,875.60	2	144,390	3	9,258.88	2
山东省	87,435.10	3	86,035	11	7,104.04	5
浙江省	77,715.00	4	118,496	6	8,039.38	3
河南省	61,345.05	5	62,106	22	4,261.60	8
四川省	56,749.81	6	67,777	20	4,882.20	7
湖北省	53,734.92	7	92,059	9	3,280.73	14
福建省	53,109.85	8	126,829	4	3,339.06	12
湖南省	48,670.37	9	73,598	15	3,101.80	15
安徽省	45,045.00	10	73,603	14	3,589.05	10
上海市	44,652.80	11	178,000	2	7,608.19	4
河北省	42,370.40	12	56,995	26	4,083.98	9
北京市	41,610.90	13	190,000	1	5,714.36	6
陕西省	32,772.68	14	82,864	12	3,311.58	13
江西省	32,074.70	15	70,923	16	2,948.30	16
重庆市	29,129.03	16	90,663	10	2,103.38	19

<sup>3</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

辽宁省	28,975.10	17	68,775	18	2,524.30	18
云南省	28,954.20	18	61,716	23	1,949.32	20
广西壮族自治区	26,300.87	19	52,164	29	1,687.72	24
山西省	25,642.59	20	73,675	13	3,453.89	11
内蒙古自治区	23,159.00	21	96,474	8	2,824.40	17
贵州省	20,164.58	22	52,294	28	1,886.36	22
新疆维吾尔自治区	17,741.34	23	68,552	19	1,889.17	21
天津市	16,311.34	24	119,235	5	1,846.55	23
黑龙江省	15,901.00	25	51,310	30	1,290.60	25
吉林省	13,070.24	26	55,673	27	851.00	27
甘肃省	11,201.60	27	44,968	31	907.60	26
海南省	6,818.22	28	66,602	21	832.42	28
宁夏回族自治区	5,069.57	29	69,781	17	460.14	29
青海省	3,610.07	30	60,724	24	329.10	30
西藏自治区	2,132.64	31	58,438	25	179.60	31

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

山东省财政实力较强，2022 年山东省财政运行情况总体良好。2022 年，山东省一般公共预算收入 7,104.04 亿元，比上年下降 2.5%，扣除增值税留抵退税因素后同口径增长 5.3%；一般公共预算收入居全国第 5 位，仅次于广东省及江苏省。财政平衡能力有所增强，2022 年山东省财政平衡率为 58.56%，但仍存在一定的资金缺口，收支平衡对上级补助依赖较强。地方政府债务方面，2022 年山东省债务限额为 24,415.60 亿元，其中一般债务限额 8,024.75 亿元，专项债务限额 16,390.85 亿元；债务余额为 23,588.02 亿元，其中一般债务余额 7,556.22 亿元，专项债务余额 16,031.80 亿元。

表 13：2020~2022 年山东省财政情况

山东省	2020	2021	2022
GDP（亿元）	73,129.00	83,095.90	87,435.10
GDP 增速(%)	3.56	8.3	3.9
人均 GDP（万元）	7.22	8.17	8.60
固定资产投资增速(%)	3.6	6.0	6.1
一般公共预算收入（亿元）	6,559.93	7,284.45	7,104.04
政府性基金预算收入(亿元)	7,278.99	7,976.94	6,080.41
税收收入占比(%)	72.53	75.17	67.50
公共财政预算平衡率(%)	58.40	62.21	58.56

注：2020~2021 年数据为财政决算数据，2022 年数据为预算执行数据

资料来源：山东省财政厅，中诚信国际整理

### 同时，山东省对公司的支持意愿强，主要体现在：

1) 对政府重要性极高：公司系山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，是山东省国有资产投融资管理的重要主体，下辖多个省级金融机构，在区域经济发展及金融市场建设等方面起到重要作用，战略地位十分显著，重要性较高。

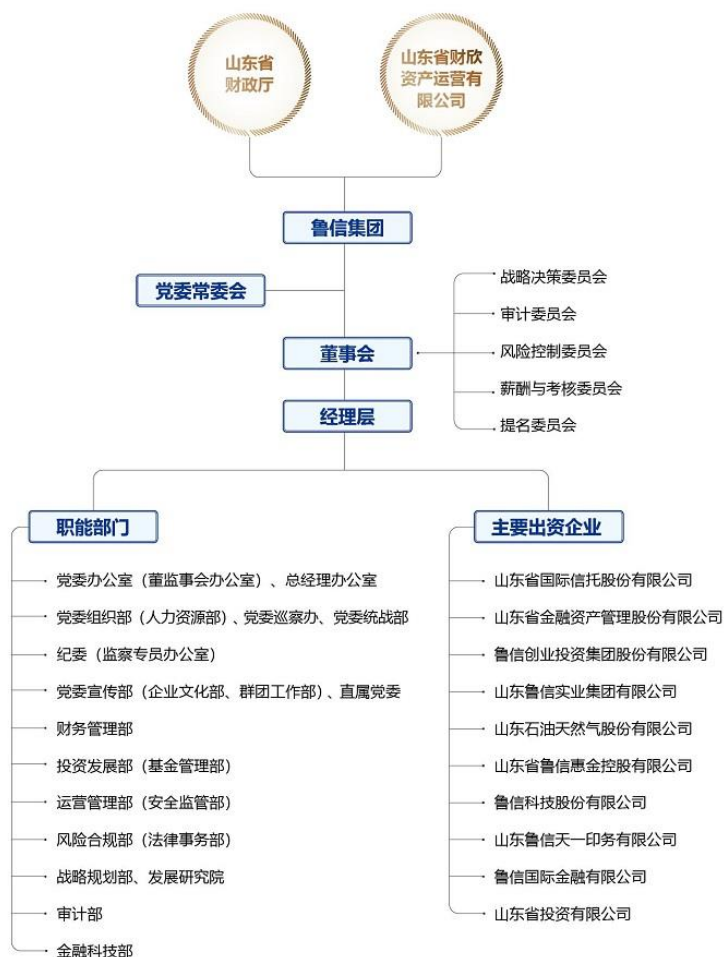
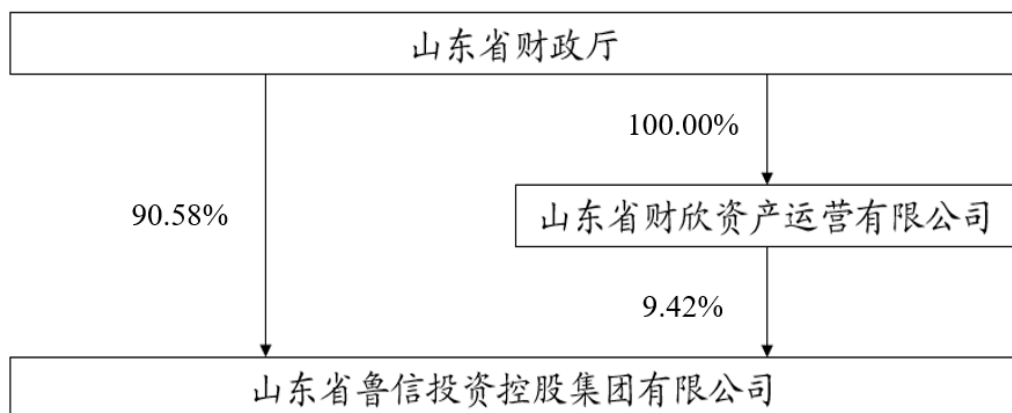
2) 与政府关联度极高：公司在山东省国资体系中的地位显著，自成立以来就得到了山东省政府在出资和业务拓展等多方面支持。2019 年 12 月，山东省财政厅以货币资金 360 亿元向公司增资，用于认购恒丰银行 32.37%股权，系恒丰银行第二大股东，并多次获得股东山东省财政厅的货币增资，公司的健康稳定发展与政府关联度极高。

综上，中诚信国际认为，山东省政府很强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持“21 鲁信 01”、“21 鲁信 Y1”、“21 鲁信 02”、“22 鲁信 01”、“22 鲁信 Y1”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：山东省鲁信投资控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：山东省鲁信投资控股集团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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	1,706,432.74	1,356,405.62	1,331,792.13	1,400,307.35
应收账款	66,629.92	188,687.20	182,334.70	186,043.67
其他应收款	83,016.10	67,237.42	69,539.12	72,529.52
存货	230,691.66	243,808.59	212,761.44	225,614.58
长期投资	6,576,351.78	7,027,231.29	8,583,050.16	8,629,226.34
固定资产	53,480.78	107,046.34	222,590.96	221,908.46
在建工程	33,896.58	10,744.35	19,638.29	22,143.90
无形资产	36,502.20	48,513.67	23,891.42	23,597.83
资产总计	19,075,237.35	17,694,197.20	19,253,943.14	19,625,480.22
其他应付款	315,417.97	346,302.13	239,906.04	339,299.77
短期债务	3,182,293.45	4,309,873.35	3,599,673.71	3,252,297.95
长期债务	7,663,340.85	5,084,223.54	7,603,562.92	8,176,196.97
总债务	10,845,634.30	9,394,096.88	11,203,236.63	11,428,494.92
净债务	9,139,201.56	8,037,691.26	9,871,444.51	10,028,187.57
负债合计	12,453,132.62	10,693,560.39	11,550,061.05	11,881,572.62
所有者权益合计	6,622,104.73	7,000,636.81	7,703,882.09	7,743,907.59
利息支出	376,602.73	344,319.97	356,049.60	--
营业总收入	1,011,379.34	940,177.77	1,230,537.55	225,436.13
经营性业务利润	7,834.70	-100,351.07	27,391.18	-53,026.46
投资收益	427,068.39	413,348.16	427,538.91	89,728.97
净利润	235,481.15	252,700.18	188,856.10	56,972.34
EBIT	607,734.01	584,491.49	575,990.22	64,532.97
EBITDA	618,160.35	598,227.64	600,639.94	--
经营活动产生的现金流量净额	1,952,859.87	1,548,411.74	335,068.49	62,308.66
投资活动产生的现金流量净额	-253,308.11	-132,198.29	-2,409,781.49	-49,757.21
筹资活动产生的现金流量净额	-1,116,207.80	-1,722,103.79	1,634,107.38	153,070.03
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	44.07	32.34	35.96	24.64
期间费用率（%）	57.88	55.82	43.56	63.48
EBIT 利润率（%）	74.11	73.23	51.65	32.50
总资产收益率（%）	3.19	3.18	3.12	1.33
流动比率（X）	2.25	1.63	1.90	2.08
速动比率（X）	2.20	1.59	1.85	2.02
存货周转率（X）	1.99	2.28	3.13	2.73
应收账款周转率（X）	12.31	6.25	6.01	4.31
资产负债率（%）	65.28	60.44	59.99	60.54
总资本化比率（%）	63.16	58.36	60.53	60.88
短期债务/总债务（%）	29.34	45.88	32.13	28.46
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.18	0.13	0.00	0.02
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.61	0.29	0.00	0.08
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	5.19	4.50	0.94	--
总债务/EBITDA（X）	17.55	15.70	18.65	44.27
EBITDA/短期债务（X）	0.19	0.14	0.17	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.64	1.74	1.69	--
EBIT 利息保障倍数（X）	1.61	1.70	1.62	--
FFO/总债务（X）	0.03	-0.02	-0.02	0.02

注：1、中诚信国际根据 2021~2022 年审计报告整理及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将计入长期应付款和其他权益工具的有息负债调整到长期债务。



### 附三：山东省鲁信投资控股集团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)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	33,016.28	508,515.28	212,749.47	268,809.59
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	38,798.51	11,487.19	49,580.86	52,929.47
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	1.05	243,153.98	177,799.79	185,969.44
债权投资	1,814.40	1,814.40	1,384.40	1,384.40
其他债权投资	--	--	--	--
持有至到期投资	--	--	--	--
可供出售金融资产	--	--	--	--
长期股权投资	5,237,473.17	5,414,004.90	7,417,238.67	7,515,690.88
其他权益工具投资	--	--	--	--
其他非流动金融资产	54,118.66	50,351.14	42,112.20	47,820.86
固定资产	898.03	926.66	1,755.12	1,645.98
投资性房地产	--	--	--	--
资产总计	5,609,484.43	6,310,661.64	8,071,199.67	8,242,579.52
投资组合账面价值	5,326,423.55	6,217,839.70	7,851,284.53	8,019,675.18
投资组合市值	6,388,823.55	6,858,939.70	8,312,317.41	8,019,675.18
其他应付款	787.89	655.31	7,209.80	102,190.41
短期债务	250,222.03	481,227.29	1,026,788.09	673,256.57
长期债务	998,720.52	1,250,246.51	2,585,451.61	3,035,032.58
总债务	1,248,942.55	1,731,473.80	3,612,239.69	3,708,289.15
净债务	1,215,926.27	1,222,958.52	3,399,490.23	3,439,479.56
负债合计	1,152,975.83	1,646,602.85	3,250,613.00	3,440,530.85
所有者权益合计	4,456,508.60	4,664,058.78	4,820,586.66	4,802,048.68
利息支出	53,935.62	71,259.04	123,358.18	31,958.08
营业总收入	1,907.43	2,366.16	2,649.83	1.41
经营性业务利润	-43,473.48	-59,238.75	-99,010.82	-32,453.45
投资收益	113,812.92	101,177.63	102,129.89	22,829.65
净利润	64,702.13	44,226.15	3,621.09	3,954.51
EBIT	105,203.68	101,496.58	113,242.51	36,212.59
经营活动产生的现金流量净额	-14,515.19	89,978.85	-46,148.27	-5,509.64
投资活动产生的现金流量净额	-45,012.50	-156,907.33	-2,106,958.22	-79,818.41
筹资活动产生的现金流量净额	252,279.21	591,007.48	1,617,020.68	141,388.18
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产收益率(%)	1.88	1.70	1.57	1.78
经调整的净资产收益率(%)	1.56	1.04	0.08	0.36
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.53	0.59	0.39	0.29
应收类款项占比(%)	1.58	0.97	1.93	1.93
资产负债率(%)	20.55	26.09	40.27	41.74
总资本化比率(%)	23.09	28.40	44.97	45.72
短期债务/总债务(%)	20.03	27.79	28.43	18.16
总债务/投资组合市值(%)	19.55	25.24	43.46	46.24
现金流利息保障倍数(X)	0.85	2.10	-0.05	0.03
货币等价物/短期债务(X)	0.13	1.56	0.38	0.68
总债务/EBITDA(X)	11.84	16.82	31.28	25.60
EBITDA/短期债务(X)	0.42	0.21	0.11	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.96	1.44	0.94	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.95	1.42	0.92	--

注：1、中诚信国际根据 2021~2022 年审计报告整理及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将计入长期应付款和其他权益工具的有息负债调整到长期债务。

## 附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	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
	经调整的所有者权益：所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金：货币资金-受限货币资金
	货币等价物：非受限货币资金+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
经营效率	利息支出：资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收账款周转率：营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
投资组合	存货周转率：营业成本/存货平均净额
	投资组合账面价值：货币资金+长期股权投资+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+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值：投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比：母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
盈利能力	应收类款项占比：(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
	营业毛利率：(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计：销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率：期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）：利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	经调整的净资产收益率：净利润/经调整的所有者权益平均值
	EBIT 利润率：EBIT/营业收入
现金流	收现比：销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额：经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO：经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
	EBIT 利息覆盖倍数：EBIT/利息支出
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数：EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数：经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息覆盖倍数：(经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



**独立 · 客观 · 专业**

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn