

信用等级公告

联合[2017]416号

联合资信评估有限公司通过对山东省鲁信投资控股集团有限公司及其拟发行的 2017 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

山东省鲁信投资控股集团有限公司
主体长期信用等级为

AAA

山东省鲁信投资控股集团有限公司
2017 年度第二期中期票据的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年三月十七日



山东省鲁信投资控股集团有限公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：15 亿元

本期中期票据期限：公司赎回前长期存续

偿还方式：每年付息一次，在第 5 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的：偿还银行借款及补充流动资金

评级时间：2017 年 3 月 17 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	33.98	52.84	72.90	80.11
资产总额(亿元)	167.30	220.29	304.78	367.99
所有者权益(亿元)	100.96	132.27	156.26	182.95
短期债务(亿元)	12.42	21.31	27.38	42.37
长期债务(亿元)	30.26	46.84	96.67	118.18
全部债务(亿元)	42.68	68.15	124.05	160.55
营业收入(亿元)	43.69	54.83	55.95	39.88
利润总额(亿元)	15.75	16.64	21.35	18.15
EBITDA(亿元)	17.77	21.23	26.95	--
经营性净现金流(亿元)	7.69	8.64	4.53	26.22
营业利润率(%)	35.43	31.65	38.96	46.28
净资产收益率(%)	11.94	9.34	10.09	--
资产负债率(%)	39.65	39.96	48.73	50.28
全部债务资本化比率(%)	29.71	34.00	44.26	46.74
流动比率(%)	165.86	274.93	322.10	290.25
经营现金流动负债比(%)	24.02	23.03	9.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.27	3.21	4.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.43	4.78	4.61	--

注：2016 年 1-9 月财务数据未经审计；“其他流动负债”中的有息负债已计入当期短期债务；2016 年 9 月底所有者权益包含公司于 2016 年 1 月发行的永续中票（“16 鲁信 MTN001”）15 亿元。

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）的评级，反映了公司作为山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，在资产质量、多元化投资、外部支持等方面具备的显著优势。同时，联合资信也关注到，公司创投、金融业务受外部环境影响较大、债务规模快速增长等因素对公司造成的不利影响。

经过多年发展，公司已经形成了多元化发展的业务格局，基础设施、创业投资、金融服务、文化旅游四大业务行业地位突出，对业绩形成良好支撑。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

基于对公司主体长期信用和本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司是山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，在业务运营、外部支持等方面具有显著的区域垄断优势。
2. 2014 年以来，山东省政府批准公司入股济南农商银行和中援人寿保险股份有限公司，成立资产管理公司；2015 年公司作为第一大股东入股济南农商银行，金融服务种类逐步丰富，金融板块的经营实力进一步增强。
3. 公司近年来收入和利润规模持续增长，投

分析师

张钰 姜帆

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

资收益规模较大, 盈利能力强。

关注

1. 信托和创投业务对公司利润贡献较大, 但存在资产减值损失, 其面临的政策风险、市场风险等给公司未来收益带来一定的不确定性。
2. 随着金融服务板块的快速发展, 公司债务规模呈快速增长趋势。
3. 山东省投资担保有限公司持续发生担保代偿事项, 担保业务的风险控制有待加强。
4. 公司承担山东省转贷业务, 转贷资金未在表内反映, 虽有财政兜底偿还, 但由于财政到位资金及债务偿还时间不匹配, 公司存在一定的资金垫付风险。
5. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 且一旦出现递延, 累计利息支出将大于普通债券分期支付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东省鲁信投资控股集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东省鲁信投资控股集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山东省鲁信投资控股集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东省鲁信投资控股集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、山东省鲁信投资控股集团有限公司 2017 年度第二期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至公司依据发行条款约定赎回时有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山东省鲁信投资控股集团有限公司

2017 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“鲁信集团”）原名山东省鲁信投资控股有限公司，成立于 2002 年 1 月 31 日，是经鲁经贸企字[2001]762 号和鲁财国股[2001]53 号文件批准，在原山东省国际信托投资公司、山东省高新技术投资公司等企业基础上整合组建的大型国有投资控股公司，初始注册资本 30 亿元，由山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“省国资委”）全额出资，2005 年 8 月公司更为现名。2015 年 5 月，根据山东省政府鲁政字[2015]98 号《关于划转省属企业部分国有资本的通知》，山东省国资委出具了《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[2015]20 号函，山东省国资委同意，以 2014 年 12 月 31 日经审计的财务报告数为基础，将公司的部分国有资本 9 亿元划转给山东省社会保障基金理事会，相关工商变更登记已于 2016 年 2 月完成。截至 2016 年 9 月底，公司注册资本 30 亿元，其中山东省国资委股权比例为 70.00%，山东省社保基金理事会股权比例为 30.00%，实际控制人为山东省国资委。

经营范围：对外投资（不含法律法规限制行业）及管理，投资咨询（不含证券、期货的咨询），资产管理、托管经营，资本运营，担保；酒店管理，房屋出租，物业管理。近年来，公司业务范围主要涉及基础设施、创业投资、金融服务和文化旅游等领域。

公司下设办公室、人力资源部、财务部管理部、投资发展部、运营管理部、风险合规部等部门，拥有二级全资及控股子公司 12 家。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额

304.78 亿元，所有者权益 156.26 亿元（含少数股东权益 57.26 亿元）；2015 年公司实现营业收入 55.95 亿元，利润总额 21.35 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司（合并）资产总额 367.99 亿元，所有者权益 182.95 亿元（含少数股东权益 61.21 亿元）；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 39.88 亿元，利润总额 18.15 亿元。

公司注册地址：济南市历下区解放路 166 号；法定代表人：汲斌昌。

二、本期中期票据概况

公司 2015 年注册中期票据 45 亿元，于 2016 年 1 月发行 2016 年第一期中期票据（“16 鲁信 MTN001”）15 亿元，于 2017 年 2 月 15 日发行 2017 年第一期中期票据 15 亿元（“17 鲁信 MTN001”），本期拟发行 2017 年第二期中期票据，额度 15 亿元（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据募集资金将用于偿还银行借款及补充流动资金。本期中期票据无担保。

本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行第 5 年及之后的每年均具有可赎回权。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，在本期中期票据第 5 个和其后的每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。本期中期票据采用固定利率计息，前 5 个计息

年度利率保持不变，自第 6 个计息年度起，每 5 年重置一次票面利率。其中前 5 个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差，如公司在第 5 年不行使赎回权，从第 6~10 个计息年度票面利率调整为当期基准利率加初始利差加 300 个基点，此后每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。如因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。如公司决定付息，每个付息日前 5 个工作日，公司需按照有关规定在主管部门指定的信息披露媒体上刊登《付息公告》，并在付息日按票面利率由上海清算所代理完成付息工作；如公司决定递延支付利息，公司及相关中介机构在付息日前 5 个工作日披露《递延支付利息公告》。强制付息事件是指在付息日前 12 个月，除发生以下事件：（1）向出资人分配利润；（2）减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事下列行为：（1）向出资人分配利润；（2）减少注册资本。如果发生强制付息事件时公司未付息且拖欠行为持续 5 个工作日以上，或公司违反利息递延下的限制事项，视为违约，本期中期票据的主承销商和联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

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

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

（3）本期中期票据在除公司（合并范围）发生向出资人分配利润和公司减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。从历史分红角度分析，公司合并范围控股子公司鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”）于 2013~2015 年连续三年对普通股进行分红，每 10 股派息（含税）分别为 1.00 元、1.15 元和 1.00 元。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

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

三、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指

数 (PPI) 和工业生产者购进价格指数 (PIRM) 持续回升, 均实现转负为正; 制造业采购经理指数 (PMI) 四季度稳步回升至51%以上, 显示制造业持续回暖; 非制造业商务活动指数全年均在52%以上, 非制造业保持较快扩张态势; 就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年, 全国一般公共预算收入15.96万亿元, 较上年增长4.5%; 一般公共预算支出18.78万亿元, 较上年增长6.4%; 财政赤字2.83万亿元, 实际财政赤字率3.8%, 为2003年以来的最高值, 财政政策继续加码。2016年, 央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点, 并灵活运用多种货币政策工具, 引导货币信贷及社会融资规模合理增长, 市场资金面保持适度宽松, 人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长, 产业结构继续改善。2016年, 中国农业生产形势基本稳定; 工业生产企稳向好, 企业效益持续改善, 主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响; 服务业保持快速增长, 第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高, 服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳, 基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年, 中国固定资产投资59.65万亿元, 较上年增长8.1% (实际增长8.8%), 增速较上年小幅回落。其中, 民间投资增幅 (3.2%) 回落明显。2016年, 受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地, 中国基础设施建设投资增速 (15.7%) 依然保持在较高水平; 楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用, 全国房地产开发投资增速 (6.9%) 较上年明显提升; 受经济下行压力和实体经济不振影响, 制造业投资较上年增长4.2%, 增幅继续回落, 成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长, 对经济支撑作用增强。

2016年, 中国社会消费品零售总额33.23万亿元, 较上年增长10.4% (实际增长9.6%), 增速较上年小幅回落0.3个百分点, 最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年, 中国居民人均可支配收入23821元, 较上年实际增长6.3%, 居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看, 居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长; 受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动, 建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显; 网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善, 结构进一步优化。2016年, 中国进出口总值24.33万亿元人民币, 较上年下降0.9%, 降幅比上年收窄6.1个百分点; 出口13.84万亿元, 较上年下降2.0%, 其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力, 航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速, 外贸结构有所优化; 进口10.49万亿元, 较上年增长0.6%, 增幅转负为正, 其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长, 但量增价跌, 进口质量和效益进一步提升; 贸易顺差3.35万亿元, 较上年减少9.2个百分点。总体来看, 中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年, 全球经济持续复苏仍是主流, 但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年, 中国货币政策将保持稳健中性, 财政政策将更加积极有效, 促进经济增长预期目标的实现。具体来看, 固定资产投资增速将有所放缓, 其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段, 制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加, 但房地产调控将使房地产投资增速有所回落, 拉低中国固定资产投资增速水平; 消费将保持稳定增长, 随着居民收入水平的不断提高, 服务性消费需求将不断释放, 从而进一步提升消费对经济的支撑作用; 进出口或将有所改善, 主要是受到美国、

欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

四、行业分析和区域经济环境

1. 行业分析

公司立足山东地区，现有业务以基础设施、创业投资、金融服务及文化旅游四大板块为核心，其中基础设施投资以天然气供应业务为主，金融服务以信托业务为核心。

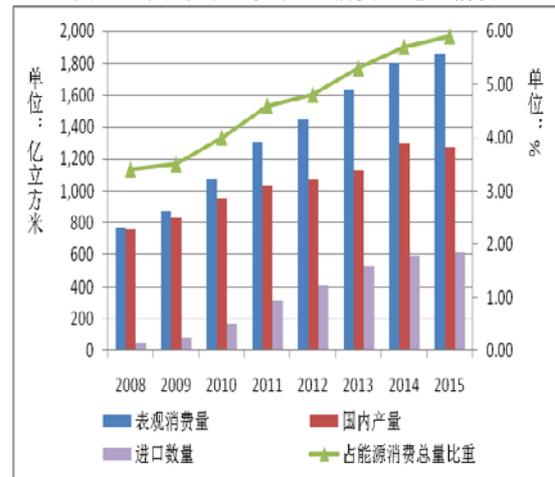
(1) 城市管道燃气供应

随着中国城市化进程的不断加快，城市燃气输送与供应发展迅速，城市燃气普及率已达到90%以上，成为了城市居民最主要的生活燃料。

从市场需求来看，近年来，国内天然气下游市场呈现爆发式增长态势，天然气终端市场需求快速扩张，但随着中国经济增速放缓，新一轮天然气价格改革方案的推出，中国天然气消费量增速减缓。2015年中国天然气消费量1855.00亿立方米，较2014年增长2.81%，较2008年年均复合增速13.29%。天然气消费量占能源消费总量比重持续提升，2015年为5.90%，但与发达国家相比占比仍很小。天然气终端消费主要集中在化工、城市燃气、工业燃料、发电四大领域。随着中亚管道、中缅管道、中俄管道和进口LNG¹这四大天然气进口渠道的逐渐投入使用，中国城市燃气市场的空白区域将逐渐缩减直至消失。未来，中国天然气需求仍然面临着较大幅度的增长空间，天然气终端销售市场将持续蓬勃发展的良好态势。

¹ LNG：液化天然气。

图1 中国天然气生产、消费、进口情况



资料来源：wind 资讯

中国天然气的供给主要源于两部分，即国内生产和进口成品。近年来，中国天然气产量稳步增长，2015年中国天然气产量1271.00亿立方米，较2014年小幅下降2.35%，较2008年年均复合增速7.61%。天然气产量占能源生产总量比重持续提升，2015年达4.70%。但中国天然气的自给率逐年下降，由2008年的98.23%降至2015年的68.52%。因中国现已探明的天然气田中近一半为高含硫气田，开采难度大，危险性高，而中国目前的技术水平有限，无法进行大规模的开发。此外，进口管道和LNG接收站不断建成投产也带动了进口需求的增长。2015年，中国天然气进口数量616.70亿立方米，较2014年小幅增长3.38%，较2008年年均复合增速44.72%。2015年中国天然气探明储量6772.20亿立方米，新增探明技术可采储量3754.35亿立方米，未来中国将进入天然气储量产量快速增长阶段，进口依赖度将有所降低。中国天然气的产地主要位于西部，而消费地主要集中在经济发达东部地区，主要通过建立全国天然气主管网确保天然气供应。因此，中国天然气管网等基础设施建设保持强劲的增长势头，截至2015年底，中国天然气城市管道长度为49.8万公里，较2014年底增长14.6%。

目前，中国天然气价格管理依然实行政府定价，执行“一省一价”的门站价格管理模式。

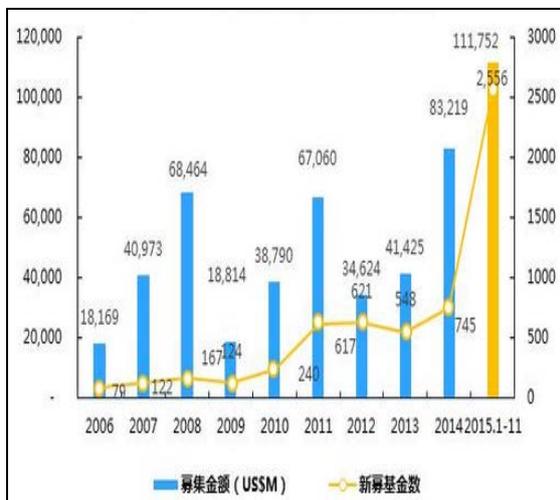
2015年11月，发改委发布新的调价通知，降低非居民用气门站价格0.7元/立方米。终端价格的下调首先带来下游需求市场规模的整体扩大，但上游企业盈利水平大幅缩水，同时加剧进口管道气的亏损。

总体看，天然气供应具有一定自然垄断性，价格形成机制行政指令性强，政策变动对行业内企业整体盈利水平具有一定影响。

(2) 创业投资

随着国内多层资本市场的日益丰富及完善、行业监管政策的逐步落实及成熟，私募股权投资市场在2015年蓬勃发展，募集、投资和退出各环节都创造了历史新高。另受“大众创业、万众创新”及多项行业政策的利好影响，互联网、医疗健康、消费等一系列新兴技术领域得到了更多投资机构和企业的支持，资本市场得到进一步激活。尽管2015年A股市场的波动及IPO的暂停对机构退出造成一定影响，但新三板的火热也给了国内股权投资机构新的选择和方向。

图2 中国股权投资市场基金募集情况



资料来源：清科研究所

据清科集团旗下私募通统计，截至2015年11月底，VC/PE机构新募基金数再创新高，共有2556支可投资于中国大陆的基金，是2014年全年新募基金数的3.43倍，已知披露金额的1857支基金新增可投资于中国大陆的资本量为1117.52亿美元；已披露金额的基金平均募集规

模为6017.88万美元，单支基金募资金额逐渐变小。虽然2015年前11月新募基金数增长了243.1%，但募资金额并没有显著提升，这主要是因为新三板基金的募资规模普遍较小。

2015年1~11月，中国私募股权投资市场共计完成7458起投资案例，是2014年全年的2.06倍，其中已披露金额的投资案例数为7008起，投资交易共计涉及金额799.76亿美元，平均单笔投资金额为1141.21万美元，但投资总金额增速并不明显，仅增长了12.4%。

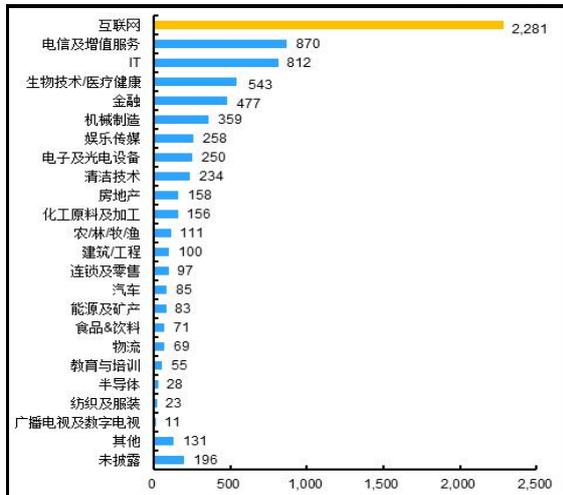
图3 中国股权投资市场投资情况



资料来源：清科研究所

从投资案例数方面看，互联网行业以2281起交易位列第一；电信及增值服务期间共发生870起交易，排名第二；第三名为IT行业，全年共发生投资812起。从投资金额方面看，互联网以144.56亿美元的成绩稳居首位；其次是金融行业，共涉及投资金额97.33亿美元；电信及增值服务，共产生93.09亿美元的投资金额。总体来看，TMT领域的投资依然受市场追捧，同时互联网金融的投资火热，拉升了金融业整体排名。

图4 2015年1~11月中国股权投资市场投资分布
(单位:起)



资料来源: 清科研究所

2015年1~11月,中国股权投资市场共发生退出案例3057笔,是2014年全年的退出总量的3.68倍。从退出方式上来看,由于2015年7月IPO 闯关以及新三板投资的火热,新三板退出成为机构备受关注的退出方式。随着新三板完全市场化、公开化的运作模式,深受投资机构青睐,九鼎投资、硅谷天堂等机构的挂牌,也拓展了VC/PE 机构的融资途径。截至2015年11月底,新三板挂牌企业数量达到4385家,2015年前11月新增2823家企业挂牌,10家企业摘牌,累计新增2813家。其中2015上半年新增1065家,7月至11月新增1748家,挂牌速度明显加快,挂牌企业数量激增。

2015年11月20日,证监会公布了《中国证监会关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》,对分层、转板试点、摘牌制度等7个方面制度做出具体安排。11月24日下午,全国股转公司召开新闻发布会,正式对外发布了《全国股转系统挂牌公司分层方案(征求意见稿)》,针对挂牌公司差异化特征和多元化需求,实施市场内部分层,现阶段先分为基础层和创新层,创新层设有三套准入标准。随着新三板市场层次机构的逐步完善,挂牌公司流动性也会有所好转,其估值将会整体提升。

整体来看,2015年中国股权投资市场发展

迅猛,VC/PE 机构无论是在新募集基金数、募集金额,还是投资案例数、投资金额及退出数量方面都有着较明显的增长。随着战略新兴板的推出,新三板的分层等制度机制逐步完善,加上注册制的落地,预计未来可能助推新一轮股权投资的热潮。

(3) 信托行业

截至2015年底,信托公司信托资产总规模为16.30万亿元,较2014年底13.98万亿元增长16.60%,较2014年28.14%的增速下降11.54个百分点。从年内季度环比增速看,2015年4个季度环比增速分别是1季度3.08%、2季度10.10%、3季度-1.56%和4季度4.38%,第4季度扭转了3季度负增长率,显示了行业恢复增长的积极信号。信托资产增幅放缓有两方面原因,一是弱经济周期和强市场竞争对信托业传统融资信托业务的冲击效应明显加大;二是旧增长方式的萎缩速度与新增长方式的培育速度之间的“时间落差”,如何加快转型进程,是信托业未来发展的一大挑战。

从信托财产来源看,截至2015年底,资金信托规模为14.69万亿元,占比为90.14%;管理财产信托规模为1.61万亿元,占比为9.87%。这反映中国目前的主要信托财产类型仍然为资金类,非资金类的信托财产尚较少。

2015年度,单一资金信托占比57.36%,集合资金信托占比32.78%,银信合作单一资金信托占比为24.95%。2014年以来,信托资金来源变动的态势呈现两大特点:一是单一资金信托占比一直处于持续下降过程,2013-2015年单一资金信托占比分别为69.62%、62.58%、57.36%。二是集合资金类信托和财产管理类信托占比稳定上升,表明信托公司在信托业务中的主动管理能力逐步增强。2013-2015年底集合资金信托占比分别为24.90%、30.70%、32.78%。2015年底的集合资金信托资产为5.34万亿元,同比增长24.50%。从增幅来看,财产管理类信托增幅较大,2015年底的财产管理类信托资金为1.61万亿元,同比增长71.26%。综合表明信

托业为适应市场变化而加快了提升主动管理能力的步伐，转型效应明显。

从信托功能看，2015年度，融资类信托占比继续下降，为24.32%，与此同时，投资类信托和事务管理类信托的占比则稳步提升，2015年度投资类信托占比为37.00%，2015年度事务管理类信托占比为38.69%，由此可见，自2014年，过去融资信托一枝独秀的局面已经得到根本扭转，融资信托、投资信托和事务管理信托“三分天下”的格局得以形成，并且信托功能逐渐向后两项功能倾斜。

从信托资金的投向来看，2015年4季度末信托公司主要业务数据表明，12.85万亿元的资金信托主要投向工商企业、基础产业、金融机构、证券投资和房地产五大领域，但资金信托投向在上述领域的占比有较大程度的变化，市场化对信托资产配置领域变化的驱动非常明显。从信托资金投向看，2015年度投向非实体经济部门的规模为5.62万亿元（包括金融机构及证券投资），占信托总规模的38.28%；投向实体经济部门的规模为9.07万亿元（包括工商企业、基础产业等），占信托总规模的61.72%。信托业依然是实体经济的坚定支持者。

截至2016年三季度末，信托全行业管理的信托资产规模为18.17万亿元，环比增长5.09%，同比增长16.33%；从季度环比增速来看，2016年前三季度环比增速分别为1.72%、4.28%和5.09%，呈上升态势。规模增长提速是由于银行表外和理财监管趋严，通道业务从券商和基金子公司重回信托；股市走强，投资类集合信托发行强劲；PPP加速落地，撬动相关信托融资需求旺盛等有利因素。

在政策和监管方面，中国目前信托公司的准入资格都是由银监会审批的，发展和运作都接受银监会的监督。早在2008年，监管层就曾颁布《信托公司监管评级与分类监管指引》，随后在2010年4月，监管层再次对该指引进行修订。2014年4月8日，银监会办公厅发布的《关于信托公司风险监管的指导意见》。2015年5

月，银监会代国务院起草了《信托公司条例（征求意见稿）》（以下简称《条例》）。《条例》的出台融合了近两年银监会提出的“八项机制”，将完善信托配套制度、分类经营机制，明确信托公司股东责任和信托行业稳定机制；同时对信托公司终止、重组安排、新受托人接收等方面做出严格规定；另外，首次明确了分类经营的具体标准以及相对应的业务范畴。

尽管过去几年信托行业高速发展，但其外部环境充满不确定性，经济下行增加了信托公司的宏观风险，利率市场化加大了信托公司的市场风险，2013年的两次“钱荒”引发了对流动性风险的担心，频繁发生的个案风险事件引起了对信托业系统性风险的担忧；继2012年“资产管理新政”以来，2013年商业银行和保险资产管理公司资管计划的推出，全面开启了“泛资产管理时代”，进一步加剧了竞争。未来信托公司政信合作业务和银信合作业务的不确定性将提升，对信托行业发展提出了更高的要求。

总体上看，在经济下行和竞争加剧的双重挑战下，信托业结束了自2008年以来的高速增长阶段，步入了转型发展的阶段。在新的历史发展阶段，信托业主要业务数据发生了较大的结构性变化，信托规模再创历史新高，业务结构继续优化，系统风险可控，行业发展平稳，转型态势良好，同时，信托业也面临着增幅放缓、业绩下滑、个案风险增加等方面的挑战。

2. 区域经济环境

公司业务主要集中在山东省范围内，山东省经济发展对公司经营产生直接影响。据山东省统计局公布的《2015年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2015年山东省实现生产总值（GDP）63002.3亿元，按可比价格计算，比上年增长8.0%。其中，第一产业增加值4979.1亿元，增长4.1%；第二产业增加值29485.9亿元，增长7.4%；第三产业增加值28537.4亿元，增长9.6%。产业结构调整优化，三次产业比例

由上年的 8.1:48.4:43.5 调整为 7.9:46.8:45.3。人均生产总值 64168 元，增长 7.3%。

财政收支方面，2015 年，山东省实现公共财政预算收入 5529.3 亿元，比上年增长 10.0%。其中，税收收入 4203.1 亿元，增长 6.0%。公共财政预算支出 8249.2 亿元，增长 14.9%。其中，社会保障和就业支出增长 18.3%，节能环保支出增长 30.1%，城乡社区支出增长 18.5%，住房保障支出增长 13.3%。从排名来看，2015 年山东省财政收入位列全国第三名，财政实力雄厚，能够为地方经济发展提供强大的保障。

工业发展方面，规模以上工业企业 40347 家，比上年底增加 1385 家。全部工业增加值 25910.8 亿元，比上年增长 7.4%。其中，规模以上工业增加值增长 7.5%。规模以上工业主营业务收入 146886.70 亿元，比上年增长 2.8%；实现利润 8617.20 亿元，下降 1.6%；实现利税 14107.70 亿元，下降 0.9%。亏损企业亏损额 496.20 亿元。

固定资产投资方面，固定资产投资（不含农户）47381.50 亿元，比上年增长 13.9%。其中，服务业投资 22390.40 亿元，增长 14.2%。新开工项目 40868 个，增长 35.3%。其中，亿元以上新开工项目 4681 个，下降 22.3%。重点领域投资增势稳定。工业技术改造投资 14074.0 亿元，增长 15.2%；高新技术产业投资 7457.5 亿元，增长 10.9%；基础设施投资 6234.0 亿元，增长 21.5%。房地产市场基本平稳。房地产开发投资 5892.20 亿元，比上年增长 1.3%。其中，住宅投资 4399.40 亿元，增长 5.1%；商业营业用房投资 765 亿元，下降 5.0%。房屋施工面积 57206.40 万平方米，增长 4.9%。房屋竣工面积 8277.8 万平方米，增长 6.3%。商品房销售面积 9727 万平方米，增长 6.0%。其中，住宅销售面积 8526.90 万平方米，增长 7.0%。

资本市场发展加快，新增境内上市公司 8 家，融资额 21.80 亿元。上市公司再融资 48 家次，融资额 501.90 亿元。新增“新三板”挂牌企业 239 家，融资额 62 亿元。新增齐鲁股权交

易中心、蓝海股权交易中心挂牌企业分别为 200 家和 187 家。新增债券融资额 4031.80 亿元，比上年增长 33.8%。证券公司代理买卖证券交易金额 19.40 万亿元，增长 3.1 倍。其中，股票基金交易量 18.90 万亿元，增长 4.2 倍。期货公司代理交易金额 16.30 万亿元，增长 1.8 倍。

旅游业快速发展，旅游消费总额 7062.5 亿元，比上年增长 14.0%。其中，入境游客消费 28.9 亿美元，国内游客消费 6505.1 亿元。2015 年底 A 级旅游景区 921 家，比上年增加 138 家。其中，5A 级景区 9 家；4A 景区 199 家，增加 13 家。省级旅游强乡镇 425 个，省级旅游特色村 804 个，分别增加 44 个和 165 个。省级以上旅游度假区 42 家，增加 1 家。

全省居民人均可支配收入 22703 元，比上年增长 8.8%，扣除价格因素实际增长 7.5%；人均消费支出 14578 元，增长 9.4%。城镇居民人均可支配收入 31545 元，增长 8.0%，扣除价格因素实际增长 6.5%；人均消费支出 19854 元，增长 8.4%。农村居民人均可支配收入 12930 元，增长 8.8%，扣除价格因素实际增长 7.8%；人均消费支出 8748 元，增长 9.9%。全省居民人均现住房建筑面积 38.5 平方米，城镇居民人均现住房建筑面积 36.4 平方米，农村居民人均现住房建筑面积 40.9 平方米。

总体看，近年来，山东省经济快速发展，财政实力雄厚；公司作为山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，能够获得较好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司是山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，为国有控股公司。公司实际控制人为省国资委。

2. 企业规模

公司是山东省国有资产投融资管理的重要主体，拥有多年金融服务及投资管理经验，已

形成了以基础设施、创业投资、金融服务及文化旅游为主的产业格局。

基础设施方面，公司基础设施业务主要通过与中国石化合作开展天然气管网的建设和运营工作，以及山东省及周边地区天然气市场的开发、管理天然气销售、分支管道建设工作。公司在区域内天然气板块领域具备较强的竞争优势。

创业投资方面，公司是国内最早开展创业投资业务的企业之一，截至2016年9月底，公司累计投资项目达到114个，总投资额43.02亿元，项目储备较为充足。公司还托管了4个政府专项基金，并参与了多个区域性基金的运作，截至2016年9月底，公司累计管理基金规模82亿元。

金融服务方面，公司金融服务业务涵盖信托、基金、担保、融资租赁、小额贷款、典当等业务，金融服务种类丰富，其中，信托是公司的传统核心业务。公司信托业务运营主体是山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东信托”），是山东省唯一一家被保留的地方性信托公司。截至2015年底，公司存续信托余额为2413.50亿元。目前，公司已入股济南农商银行，并参与出资设立中援人寿保险股份有限公司等金融企业，以进一步增强公司在金融板块的竞争实力。

文化旅游方面，公司以旅游产业开发、影院投资为切入点，对旅游、出版、文化娱乐、广告等领域进行投资。旅游产业方面，2015年，各园区、景点接待游客数量达到321.59万人次，实现收入2.13亿元。文化产业方面，公司自2008年起投资布局山东省电影院线连锁网络，从济南试点，逐步规范影院建设和经营，初步形成了一套影院网络快速发展的模式。截至2016年9月底，公司下属自建影院家数达17家，座位数达13351个。

总体看，公司围绕山东经济发展战略和产业政策开展投资业务，充分发挥国有投资控股公司在投资和结构调整等方面的重要导向作

用，促进地方经济的发展。公司业务板块较多，天然气运输业务在山东省内居于垄断地位，创投和信托业务的行业地位较高，金融板块经营范围的扩大进一步增强了公司的金融控股地位。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员3人，包括总经理1人，副总经理1人，首席财务官1人，均具有研究生以上学历，具有丰富的管理经验和较高的专业水平。

公司董事长汲斌昌，1963年出生，大学文化。历任山东省经济体制改革办公室干部，山东省体改办农村处副处长、政策法规处处长、副主任、党组成员，山东省国资委副主任、党委委员、省管企业监事会主席，2013年3月起任公司董事长、党委书记。

公司总经理相开进，1964年出生，律师、工商管理硕士。历任山东省国际信托投资公司法律事务部经理，山东省国际信托投资有限公司（后更名为山东省国际信托股份有限公司）副总经理、总经理，山东省（鲁信）产权交易中心总经理，公司总经理助理、副总经理，2013年3月起任公司总经理、董事。

截至2016年9月底，公司主业从业人员587人。从教育背景看，大学专科及以下34人，占比5.78%；大学本科学历240人，占比40.82%；研究生及以上学历313人，占比53.23%；从职称上看，公司高级职称161人，占全部从业人员比重为27.38%。

总体看，公司高级管理人员整体素质高，且拥有丰富的管理经验，现有人员构成可以满足公司日常经营管理的需要。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司自2015年6月经山东省国资委批准改建为国有资本投资公司以来，不断建立健全了

股东会、董事会、监事会及经营管理团队等决策和监督机构，持续推进适应现代企业制度要求的法人治理结构。公司按照权责明确、有效制衡的原则，制定了《党政联席会议事规则》、《党委会议事规则》、《董事会议事规则》、《总经理办公会议事规则》及《专题会会议制度》等一系列治理制度，就董事会、党委会、监事会及经理层的权利与责任等做出明确的规定，从制度上形成有效制约、相互制衡的监督约束机制。

公司与国资委之间在业务、资产、机构、财务等经营管理的各个环节均保持独立性。

公司股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。根据公司章程，公司董事会成员7名，由3名执行董事、3名外部董事和1名职工董事构成，设董事长1名。其中，外部董事人选由股东委派；职工董事由职工代表大会等民主选举产生。董事会下设战略决策委员会、提名委员会、风险控制委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会等5个专门委员会，进一步规范董事会运行。目前，公司董事会成员人数较《公司章程》规定人数缺少1名执行董事。公司监事会5名，由1名监事会主席、2名专职监事以及2名职工监事组成。公司高级管理人员经省国资委批准后由董事会聘任，大多在政府相关部门或大型国企工作多年，具有较为丰富的经营管理经验。公司其他管理人员大多通过内部竞聘的方式录用。目前，公司高级管理人员较《公司章程》规定缺少3名。近年来，公司管理团队较为稳定，能够保障公司的持续稳定运作。

省国资委按年度考评高级管理人员业绩和履职情况。公司高级管理人员实行年薪制，按照年度业绩的完成情况实行绩效考评，并通过各项内部管理制度对高级管理人员的履职行为、权限、职责作了相应约束。

总体看，公司治理结构较为完善，组织内部分工明确。

2. 管理水平

公司根据实际经营和发展的需要，采取分级管理模式管理下属子公司，其中，母公司为公司的管理总部，经过多年发展，已经建立了一套较为完善的内部控制制度，涉及子公司管理、资金管理、预算管理、业务决策、对外担保和风险控制等方面，公司通过日常考核来保证制度的有效执行，基本能够管控公司经营活动中的主要风险，确保战略目标的实现。

子公司管理方面，公司对主要控股子公司主要高级管理人员实行委派，同时对其实行目标管理，通过制定年度生产经营考核目标，利用全面预算等方式加以管控。

资金管理方面，公司将资金管理分为现金、银行存款管理、筹资管理、应收及往来款项管理、投资管理、向外部单位贷款或拆出资金管理流程。其中，筹资管理又细分为内部资金调剂管理、外部金融机构借款管理、对外权益性筹资管理和发行债券管理等内容。公司的资金管理制度有助于提高资金的利用效率，降低融资风险。

预算管理方面，公司实行统一计划、分级管理的全面预算管理模式。公司制订了《全面预算管理制度》，明确了预算管理委员会、预算管理办公室、下属公司分预算管理委员会及分预算管理办公室等机构的职责，相关机构共同开展预算管理工作，保证预算管理工作的有效实施。公司要求各下属企业及公司各部门，每年10月下旬上报下一年度资金收支预算，按季度检查落实预算执行情况。

业务决策方面，公司设有项目评审委员会，负责项目的筛选和立项审定，由风险管理部评估投资项目的风险，提交公司总经理办公会或董事会研究。作为国资公司，部分经审定的项目，还需向省政府、省国资委报批。

对外担保管理方面，公司为规范对外担保行为，有效控制风险，制定并执行《担保管理办法》，规定在经营过程中，原则上不为公司外部企业提供担保，同时不对民营企业、外商独

资企业、不含国有股的中外合资和中外合作企业以及个人提供担保；不为风险投资项目（包括任何形式的委托理财、买卖股票、期货、期权）以及不符合国家产业政策的项目提供担保。

总体看，公司建立了较为完整的经营管理制度，对子公司监管正常。在项目投资和监管方面，建立了严格的规章制度，如果能够持续提高日常运营和项目投资等方面的管理水平，将为公司安全、高效、快速发展提供有利保障。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是山东省国有资产投融资管理的重要主体，拥有多年的金融服务、投资管理经验，控股、参股企业超过100家。多年来，公司以产权为纽带，实施专业化经营战略，大力发展以基础设施、创业投资、金融服务、文化旅游四大板块为代表的业务，形成了较为稳定的多元化经营格局。创业投资业务对公司盈利贡献主要以投资收益的形式体现。

表2 2013年~2016年9月公司收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项 目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率									
基础设施业务	23.94	54.80	6.47	32.59	59.44	4.39	28.47	50.89	3.11	17.50	43.88	2.47
金融服务业务	13.74	31.44	97.46	15.36	28.02	97.68	20.96	37.47	98.52	17.70	44.38	98.97
文化旅游业务	1.40	3.21	17.31	1.64	3.00	21.96	2.18	3.89	31.15	1.45	3.63	23.60
其他业务	4.61	10.55	29.94	5.23	9.55	33.53	4.34	7.76	24.32	3.23	8.10	29.05
其中：房地产业务	0.16	0.37	44.61	0.65	1.18	41.14	0.37	0.66	29.30	0.10	0.26	40.08
磨料、磨具	2.01	4.60	23.55	2.03	3.71	24.84	1.69	3.02	18.58	1.27	3.18	22.35
印刷	2.09	4.78	31.40	2.13	1.51	29.14	2.27	4.06	28.79	1.80	4.52	30.85
合 计	43.69	100.00	37.90	54.83	100.00	33.84	55.95	100.00	41.59	39.88	100.00	48.22

资料来源：公司提供

注：本表中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

2013~2015年，随着基础设施板块的天然气业务规模和金融服务板块的信托业务规模提升，公司收入规模稳步增长，年复合增长率为13.17%，2015年为55.95亿元。从收入结构上看，基础设施业务和金融服务业务是公司收入的主要来源，2015年上述两项业务收入占比分别为50.89%和37.47%。公司基础设施业务收入主要来自天然气业务，受天然气价格波动影响，2015年公司基础设施业务收入为28.47亿元，同比下降12.64%，在营业收入中的占比同比下降8.55个百分点；受金融投资规模扩大的影响，2015年公司金融服务业务收入20.96亿元，同比增长36.46%，在营业收入中的占比同比上升9.45个百分点。

从毛利率来看，2013~2015年，公司毛利率波动中有所增长，2015年达到41.59%，主要是近年来对公司收入贡献高的金融服务业务毛利

率有所提高所致。公司基础设施板块毛利率水平不高，受发改委调控天然气价格的影响，基础设施板块毛利率逐年下降，2015年为3.11%；金融服务板块毛利率一直保持在95%以上水平，系公司将山东信托、山东省投资担保有限公司（持股60%，以下简称“山东担保”）等手续费及佣金收入和自营证券买卖价差收入确认为金融服务的营业收入，按照实际盈亏核算，而营业成本主要为财务顾问费、咨询费支出等，2015年该板块毛利率上升至98.52%；受文化旅游业务收入不断增长的影响，该板块毛利率由2014年的21.96%上升至2015年的31.15%。

公司投资收益主要来自于创投板块及其他板块股权持有及转让收益。2015年，公司投资收益为14.26亿元，同比增长59.87%，主要系长期股权投资收益增长所致。公司投资收益对营业利润的贡献较大，2013~2015年，投资收益占

营业利润的比重分别为56.49%、55.12%和65.92%。公司投资收益受宏观经济环境、投资企业经营状况以及退出政策等因素影响，面临一定波动风险。

2016年1~9月，公司实现收入39.88亿元，较2015年同期增长0.76%，从结构看，基础设施业务对收入的贡献较2015年有所下降，金融服务业务在收入中的占比进一步增加；同期，公司毛利率为48.22%，较2015年上升6.63个百分点，主要是毛利率较高的金融服务业务收入占比上升所致。2016年1~9月，公司投资收益11.57亿元，较2015年同期增长48.91%；同期，公司实现净利润13.37亿元，较2015年同期增长27.21%。

基础设施

基础设施板块是公司重要的收入来源，公司于2014年将热电业务转让，目前该板块主要经营天然气业务，经营主体是子公司山东鲁信实业集团有限公司（以下简称“实业公司”）及其下属的山东实华天然气有限公司（以下简称“实华公司”，持股50%）、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”，持股35%）。截至2015年底，实业公司合并资产总额52.13亿元，所有者权益15.91亿元（含少数股东权益3.10亿元）；2015年，实业公司实现营业总收入27.55亿元，利润总额0.80亿元。现阶段公司基础设施投资板块的收入主要由实业公司在天然气领域实现的收入组成。

表3 管道公司、实华公司收入情况（单位：亿元）

项目	2014年	2015年	2016年1~9月
管道公司	5.90	5.47	3.88
实华公司	30.81	27.51	17.12
合计	36.71	32.98	21.00

资料来源：公司提供

截至2016年9月底，管道公司和实华公司合计拥有天然气管道约2000公里。管道公司已基本整合了中石化在山东省境内的全部天然气

管网资源，2015年完成输气量21.20亿立方米，实现营业收入5.47亿元。实华公司继续实施“以资源促合作”的市场开发策略，巩固和开发终端市场，近年以控股、参股方式在莱州、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，为青岛LNG资源登陆做了前期市场培育。实华公司2015年完成天然气销售13.20亿立方米，实现营业收入27.51亿元。2016年1~9月，管道公司完成输气量16.31亿立方米，实现营业收入3.88亿元，利润总额1.33亿元；同期，实华公司完成天然气销售9.85亿立方米，实现营业收入17.12亿元，利润总额0.19亿元。

实业公司与中国石油化工集团公司（以下简称“中石化”）共同投资建设的中石化山东LNG项目和天然气管道济青二线项目，于2015年12月底干线部分全线贯通，实现投产试运。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，对保障青岛地区乃至山东天然气供应安全具有重大意义。LNG项目分多期完成，目前正在进行的为输气干线一期配套工程，一期配套工程自2011年开始建设，计划总投资21.10亿元，实际投资20.55亿元，其中，实业集团对该项目的投资额为35%。该项目已于2014年12月完成投产条件确认，2015年9月完成竣工验收，管道全长概算214.70公里，目前已逐步投入使用。

济青复线项目是将天津、新疆等地的气源引入山东省，计划总投资36.22亿元，实际投资26.00亿元，其中，实业集团对该项目的投资额为35%。该项目已于2014年8月开工建设，2015年9月实现全线贯通，管道全长360.30公里，目前已逐步投入使用。

截至目前，LNG项目、济青二线项目接收山东LNG、天津管道、榆济管道来气，主要下气点包括泊里站、平度站、博兴站、齐河站，沿线包含12座场站、23座阀室。LNG项目目前

输量 1150 万方 / 天，运行压力控制在 6.8MPa~7.5MPa，管存量 700 万方左右；济青二线项目输量 630 万方 / 天，运行压力控制在 5.5MPa~7.0MPa，管存量 1350 万方左右。

2014 年 11 月 15 日，公司与山东省国资委签订托管协议，公司将托管山东省石油天然气开发总公司和山东石油天然气股份有限公司，代表省政府拟定山东省天然气业务规划，代表省政府与中石油、中石化和中海油开展合作。未来，公司在区域内天然气板块的垄断竞争地位或将进一步提升。

总体看，基础设施业务作为公司重要的收入来源，收入规模较大，发展前景和业务持续性较好。

创业投资

公司创业投资业务以扶持被投资企业上市获得投资收益为主要盈利模式，经营主体为子公司鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”）。鲁信创投为上交所主板上市公司，股票代码“600783”（截至 2016 年 9 月底，鲁信集团持股比例为 68.53%）。鲁信创投目前大力实施基金化转型并取得一定成效。公司实施转型战略，由过去单纯的 VC/PE 投资机构向致力于成为国内一流类资产管理平台转型，且定位是上市公司中国有控股的母基金+并购平台。因此，鲁信创投自有资金主要用于投资设立基金和基金管理公司，由所设立的基金对项目进行直接投资。截至 2015 年底，鲁信创投资产总额 53.19 亿元，所有者权益 35.75 亿元；2015 年实现营业收入 1.91 亿元，投资收益 5.96 亿元，利润总额 3.37 亿元。截至 2016 年 9 月底，鲁信创投资产总额 58.62 亿元，所有者权益 38.65 亿元；2016 年 1~9 月鲁信创投实现营业收入 1.38 亿元，投资收益 5.76 亿元，利润总额 4.47 亿元。

截至目前，鲁信创投在投、融、管、退各流程均较通畅，基本形成良性循环。从投资情况看，鲁信创投具有以下几个特点：（1）投资项目多为处于成长期和扩张期的高新技术企

业，在行业内具有一定的竞争实力和发展潜力；

（2）以对民营高科技企业的投资作为重点，注重对民营经济发展的支持；（3）较好的行业地位使公司能够以较低成本获得较高持股比例，早期所投项目大多拥有相对或绝对控股地位。

投资策略方面，随着投资部门基金化转型稳步推进，鲁信创投积极创新私募基金管理和运作模式，进一步明确母子基金管理架构和角色定位，推动专业化与区域化基金共同发展。鲁信创投通过实施投资体系和投资模式转型，构建本部母基金和区域性专业化子基金协同投资体系，推动自身向类资产管理平台进行转变，2015 年，鲁信创投前台 15 个投资部门绝大多数已基本完成基金化转型。鲁信创投基金类型包括以蓝色基金为平台的海外投资基金、以专业化为主导的投资基金、以区域化为主导的投资基金、与政府合作的（新设）产业投资基金、受托管理的政府类基金（引导基金和科技风险资金）和引导基金投资的创投机构。截至 2016 年 9 月底，鲁信创投管理运作市场化基金和专项基金 29 只。

截至 2016 年 9 月底，鲁信创投累计投资项目达到 114 个，总投资额 43.02 亿元，项目储备较为充足。对于已投资项目，鲁信创投通过增资、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。

表 4 截至 2016 年 9 月底鲁信创投设立基金和基金管理公司情况（单位：%）

投资对象	业务范围	持股比例
潍坊鲁信康大创业投资中心（有限合伙）	投资基金	35.00
潍坊鲁信厚源创业投资中心（有限合伙）	投资基金	35.00
上海盛保投资管理有限公司（保利）	基金管理公司	50.00
上海隆奕投资管理有限公司	基金	50.00
济南科信创业投资有限公司	资本投资服务	40.00
济南通泰投资咨询有限公司	基金管理公司	45.00
济宁通泰股权投资中心（有限合伙）	投资基金	39.55

济宁海达信科技创业投资公司	资本投资服务	49.18
青岛创信蓝色经济创业投资基金(有限合伙)	区域基金	35.00
鲁信创晟股权投资有限公司	投资基金	100.00
烟台鲁信创业投资有限公司	投资基金	70.00
深圳市华信创业投资有限公司	投资基金	60.00
深圳华信嘉诚创业投资基金合伙企业(有限合伙)	投资基金	20.00
深圳市华信资本管理有限公司	基金管理公司	17.00
深圳华信睿诚创业投资中心(有限合伙)	投资基金	17.00
云南华信润城生物医药产业创业投资基金合伙企业(有限合伙)	基金	32.60
黄河三角洲产业投资基金管理有限公司	基金管理公司	35.00
山东黄河三角洲产业投资基金合伙企业(有限合伙)	产业投资基金	31.94
山东鲁信祺晟投资管理有限公司	基金管理公司	40.00
山东省鲁信资本市场发展股权投资基合	基金	30.00

伙企业(有限合伙)		
山东省鲁信金融控股有限公司	资本运营/类金融	20.00
烟台鲁创恒富创业投资中心(有限合伙)	资本投资服务	47.33
山东鲁信投资管理有限公司	资本投资服务	100.00

资料来源：公司提供

从鲁信创投基金在投项目行业分布情况来看，截至2016年9月底，电子类、房地产、化工类、智能制造和金融类占比较高，其中，化工类投资总额占比最高，占比17.83%。总体来看，鲁信创投投资行业范围分布较为广泛，有利于分散行业集中度风险。

表5 截至2016年9月底鲁信创投基金在投项目行业分布(单位:个,万元,%)

行业	企业个数	投资总额	投资占比
电子	19	49510.17	11.51
房地产	3	65227.26	15.16
化工类	21	76701.46	17.83
智能制造	21	64234.96	14.93
信息服务	12	28783.62	6.69
农业及农副产品加工	12	30255.48	7.03
生物医药	7	35501.00	8.25
新材料新能源	8	23589.30	5.48
节能服务	1	3000.00	0.70
金融类	4	46057.53	10.71
其他	6	7380.00	1.72
合计	114	430240.80	100.00

资料来源：公司提供

退出方面，截至2016年9月底，公司已经上市项目11个(华东数控、新北洋、宝莫股份、通裕重工、龙力生物、信威集团、华邦健康、恒基达鑫、万润科技、古鳌科技、圣阳股份)；待上市项目8个(山东联诚、力达科技、山东金麒麟、普联软件、山东双轮、明仁福瑞达、大

洋泊车、天诺光电)；其中，已在中小板和创业板上市的投资项目10个；新三板挂牌的投资项目18家。此外，鲁信创投拓展了多元化的退出方式，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。

表6 截至2016年9月底公司部分未上市项目情况(单位:%)

投资对象	业务范围	持股比例
青湖电子	主要从事压电晶体系列产品及自动柜员机(ATM机)的开发、生产和经营。	35.50
天一化学	从事溴系列产品和各种分离膜及膜过程的生产及销售。	25.34
高新润农	专业生产茛亭酸甲酯、3-戊酮、甲基异丙基酮、功夫菊酯、功夫酸、DV菊酸甲酯等精细化工	16.42

	产品，部分产品填补国内空白。	
泰华电讯	以数字城市和移动互联网应用为核心，从事数字市政、城市照明智能管理，基于3G的移动互联网应用软件开发等业务。	15.00
东岳氟硅	二氯甲烷、三氯甲烷、离子膜烧碱、液氯、合成盐酸等非金属矿物制品制造。	16.78
星华氨纶	专业生产氨纶丝产品。	45.00
华芯半导体	生产大容量动态随机存储器（DRAM）芯片、相关产品的设计研发及封装测试服务。	33.33
福瑞达生物	致力于生物多糖、抗菌肽及生物大分子聚合物等绿色食品添加剂和药品原料类产品的研发、生产和销售。	29.97
山东国际信托	管理省基建基金、资金信托、财产信托、投资银行、融资租赁、资产管理、证券投资基金等。	6.25
民生证券	证券代理交易、B股发行和交易、外汇经营、网上证券委托、客户资产管理、保荐机构、债券代理发行主承销、证券投资咨询、基金代理销售等。	4.54

资料来源：公司提供

鲁信创投投资的华东数控、新北洋、宝莫股份等项目目前已经上市，并且带来了较为可观的投资回报。2015年，鲁信创投投资的已上市项目为公司带来的投资收益为5.10亿元；2016年1~9月，鲁信创投投资的已上市项目为公司带来的投资收益为3.84亿元。除自有资金外，鲁信创投还托管了4个政府专项基金，并参与了山东半岛蓝色经济发展投资基金、黄河三角洲产业投资基金、深圳华信一号创业投资基金、深圳华信二号创业投资基金等多个区域性基金的运作。鲁信创投一方面可作为上述基金的专业管理人，负责基金的日常管理和运作，另一方面也可为基金投资项目进行一定比例的配股，共同参与项目，分享投资收益。截至2015年底，鲁信创投累计管理资金规模已超过47亿元；随着管理基金规模的快速增长，鲁信创投面临来自资金、人才、管理能力等方面的挑战。

鲁信创投现已布局深圳、西安、重庆3个重点区域，下一步还将布局上海、北京2个重点区域，投资规模将进一步扩大。考虑到创投行业风险较高，受经济及政策环境影响较大，创投业务规模的扩大将对其投资、风险控制能力提出更高要求。

总体看，公司创业投资业务项目储备充足，投资策略稳健，投资项目收益较好。

金融服务

公司金融服务业务包括信托、基金、担保、融资租赁、小额贷款、典当等业务，其中信托是公司的传统核心业务。近年来，在信托业务

快速发展的带动下，公司金融服务板块收入持续上升，2013~2015年，年复合增长率23.51%。

(1) 信托

公司信托业务由山东信托运营。2015年7月，山东信托顺利完成股份改制工作和工商登记变更相关手续，正式更名为“山东省国际信托股份有限公司”。历经多次增资，截至2015年底，山东信托注册资本为20亿元，鲁信集团为山东信托第一大股东，直接持股比例为63.02%。截至2015年底，山东信托资产总额56.78亿元，所有者权益53.28亿元；2015年实现营业收入18.39亿元，利润总额13.32亿元。

从信托业务收入构成来看，佣金及手续费净收入和其他业务收入是其主要收入来源，其中佣金及手续费净收入呈逐年上升态势，2015年为13.37亿元，同比上升16.06%；占营业收入的比重为72.70%，受其他业务收入增长幅度较大影响，占比持续下降。近年山东信托其他收入逐年增长，主要包括金融机构往来收入，证券销售差价收入，汇兑损益和其他业务收入。2015年为4.77亿元，同比增长112.95%，主要系证券销售差价收入增长所致，2015年其他收入占比为25.94%，占比持续提升。

表8 公司信托业务收入构成（单位：亿元，%）

项目	2014年		2015年	
	营业收入	占比	营业收入	占比
利息净收入	0.02	0.13	0.13	0.70
佣金及手续费净收入	11.52	75.69	13.37	72.70

投资收益	0.09	0.59	0.40	2.18
公允价值变动损益	1.35	8.87	-0.28	-1.52
其他收入	2.24	14.72	4.77	25.94
合计	15.22	100.00	18.39	100.00

资料来源：公司提供

山东信托围绕《信托法》、《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》及银监会的有关规定开展信托业务。在固有资产方面，山东信托主要业务包括开展流动资金贷款和固定资产贷款、金融股权投资和证券投资等。山东信托自有资金主要用于投资业务。近年来，山东信托投资规模稳步增长（见下表9）。截至2015年底，山东信托共持有投资金额15.35亿元，其中，基金投资金额8.30亿元，占比为54.07%，占比最高，主要系泰达基金旗下的基金产品；债券投资金额4.24亿元，占比27.62%；股票投资余额1.77亿元，占比为11.53%。2015年，山东信托实现利息收入0.13亿元，投资收益0.40亿元。整体来看，山东信托投资资产所面临的市场波动风险值得关注。

表9 山东信托投资资产情况（单位：亿元，%）

项目	2014年		2015年	
	投资金额	占比	投资金额	占比
股票	1.58	10.54	1.77	11.53
基金	6.53	43.56	8.30	54.07
债券	5.96	39.76	4.24	27.62
长期股权投资	0.92	6.14	1.04	6.78
合计	14.99	100.00	15.35	100.00

资料来源：山东信托年报

由于资产管理市场竞争加剧，2015年，山东信托存续信托余额较2014年出现明显下滑，信托产品发行速度有所降低，新增信托业务规模逐年下降。2015年，山东信托发行信托产品382支，募集资金规模822亿元。截至2015年底，山东信托存续信托余额2413.50亿元，存续产品827支。

从产品类型看，山东信托信托产品以单一信托为主。2015年，新增单一信托（含资金类

和资产类）1174.11亿元（占79.31%），集合信托306.33亿元（占20.69%），集合信托产品占比较2014略有下降，山东信托信托业务仍以单一信托产品为主。单一信托报酬率较低，高比例的单一信托一定程度上影响了公司信托报酬水平。从信托报酬收入看，2015年山东信托实现信托报酬收入13.37亿元，同比增长16.06%。

表10 2014~2015年信托业务情况（单位：亿元、支）

	2014年	2015年
新增信托业务规模	1909.24	1480.44
其中：单一资金信托	1489.92	1168.17
单一资产信托	12.08	5.94
集合资金信托	407.24	306.33
新增信托产品数量	547	382
其中：单一资金信托	397	211
单一资产信托	3	0
集合资金信托	147	171
存续信托余额	3276.91	2413.50
信托报酬收入	11.52	13.37

资料来源：公司提供

从结构上看，山东信托对于受托资产管理方式以被动管理为主。截至2015年底，山东信托主动管理型信托资产余额513.34亿元，被动管理型信托资产余额1950.25亿元。

表11 山东信托受托资产管理方式明细表

（单位：亿元，%）

项目	2014年		2015年	
	规模	占比	规模	占比
主动管理型信托资产	538.37	16.30	513.34	20.84
被动管理型信托资产	2763.53	83.70	1950.25	79.16
合计	3301.90	100.00	2463.59	100.00

资料来源：公司提供

从资金投向看，近年信托资金投向主要投向实业、房地产、基础投资和证券市场，其中，投向房地产领域资金比重整体有所下降，投向金融领域、基础投资、证券领域资金比重整体呈上升趋势。2014年以来，国内证券市场逐步回暖，山东信托调整了投资策略，加大了对证

券市场的投资；而 2015 年中国经济下行压力较大，山东信托减少了对实业领域的投资。整体看，山东信托资金投向较为分散。

表 12 2014~2015 年公司信托资金投向及产品结构（单位：%）

资金投向	2014 年	2015 年	产品结构	2014 年	2015 年
房地产	16.57	13.73	证券投资	--	--
金融	3.33	5.74	权益投资	13.58	8.30
基础投资	15.48	16.36	贷款	45.74	44.73
实业	28.91	25.57	债券投资	9.61	--
证券类	11.34	21.30	交易性金融资产	8.94	20.38
其他	24.37	17.29	可供出售金融资产及持有至到期投资	19.31	17.59
--	--	-	其他	2.81	8.99

资料来源：公司提供

从产品结构看，山东信托产品以贷款类为主，但占比呈逐年下降趋势，截至 2015 年为 44.73%。2014 年，山东信托调整了产品结构，将原证券投资重新划分为交易性金融资产产品和可供出售金融资产及持有至到期投资产品。从占比来看，交易性金融资产占比呈逐年

增加的趋势；可供出售金融资产及持有至到期投资波动减少。整体看，二者之和呈逐年增加的态势。截至 2015 年底，二者分别占比 20.38% 和 17.59%。

截至 2015 年底，山东信托不良资产共 9 笔（见下表 13）。

表 13 山东信托不良资产情况表（单位：亿元）

项目名称	涉及资金	资金用途	备注
弘毅 42 号	0.56	向山东高开变压器制造有限公司发放流动资金贷款	正在积极追偿
债赢 4 号	0.94	向邹平鲁杭天润实业科技有限公司发放流动资金贷款	正在积极追偿
债赢 12 号	0.03	向山东邹平黑金经贸有限公司发放流动资金贷款	正在积极追偿
债赢 13 号	0.93	向旭光实业集团有限公司发放流动资金贷款	正在积极追偿
债赢 15 号	0.18	向武汉市陈盛矿业投资有限公司发放流动资金贷款	正在积极追偿
天同证券公司	0.14	股权投资	正在办理资产核销登记
瑞华投资有限公司	0.05	股权投资	拟退出，但是大股东不配合
民生证券公司	0.09	股权投资	--
股票	0.01	二级市场股票	--
合计	2.93	--	--

资料来源：公司提供

从山东信托净资本和风险资产情况看（见下表 14），近年来，尽管受投资资产规模上升影响，投资资产的风险调整有所上升，但净资产的增加仍导致山东信托净资本规模不断上升，截至 2015 年底，山东信托净资本 43.25 亿元。近年来，山东信托整体存续规模降低，各项业务风险资本之和呈下降态势，截至 2015 年

底，山东信托各项业务风险资本之和为 16.41 亿元。近年来，山东信托净资本与各项业务风险资本之和的比例不断增长，截至 2015 年底，山东信托净资本与各项业务风险资本之和的比例为 263.33%，山东信托未来业务发展空间较大。

表14 山东信托净资本和风险资产情况
(单位: 亿元, %)

项目	2014年	2015年
净资本	39.63	43.25
各项业务风险资本之和	25.90	16.41
净资本/各项业务风险资本之和	153.01	263.33
净资产	43.47	50.09
净资本/净资产	91.15	86.34

资料来源: 公司提供

山东信托根据《信托公司管理办法》等法规规定, 每年根据资产质量调整资产减值准备, 以当年净利润为基数提取信托赔偿准备, 以调整后的风险资产为基数提取一般风险准备。2015年, 山东信托提取信托赔偿准备9231.38万元, 提取一般风险准备1475.48万元。截至2015年底, 信托赔偿准备余额29442.73万元, 一般风险准备余额8100.13万元。

总体看, 山东信托新增信托业务规模逐年下降, 信托产品结构以贷款为主; 信托资金投向中, 房地产领域呈波动增加态势, 相关风险值得关注。

(2) 其他

除控股山东信托外, 公司还投资成立了泰信基金管理有限公司(持股45%, 以下简称“泰信基金”)、山东担保、鲁信小额贷款股份有限公司、山东省鲁信典当有限责任公司、北京金鼎租赁有限公司(持股51%, 以下简称“金鼎租赁”)和山东省金融资产管理股份有限公司(持股30.54%, 以下简称“山东资管”)。

2015年, 泰信基金发行9支专户理财产品。截至2016年9月底, 泰信基金拥有产品40支。随着基金管理份额及资产规模的扩大, 泰信基金管理费收入有所上升。2015年, 泰信基金实现营业收入2.28亿元, 同比增长44%; 截至2016年9月底, 泰信基金的基金总净值158亿元。

山东担保主要从事省内中小企业融资性担保业务。截至2015年底, 山东担保资产总

额12797万元, 净资产10276万元。截至2016年9月底, 山东担保已与16家商业银行建立了合作关系, 累计为28家企业提供担保服务。2015年实现营业收入1369万元。截至2016年9月底, 山东担保期末担保责任余额2.62亿元, 计提未到期责任准备金和担保赔偿准备1379万元。截至2016年9月底, 担保业务共发生4项代偿事项, 累计代偿2330万元, 追偿回款340万元。整体来看, 山东担保业务规模不大, 但在宏观经济下行背景下, 担保资产质量的下降或进一步加大其后续代偿及追偿压力。

金鼎租赁2015年业务保持扩张, 新增租赁合同4个, 新增合同金额6.65亿元, 2015年实现营业总收入1.11亿元, 净利润-0.25亿元。截至2016年9月底, 金鼎租赁应收租赁款余额为10.19亿元, 存量租赁合同16个, 其中单笔租赁款在1亿元以上的共4个; 不良应收融资租赁款为2.71亿元, 不良率为24.09%。金鼎租赁业务模式以售后回租为主, 目前前五大客户为滨州铝电高新股份有限公司、鲁信置业有限公司、新疆蓝山屯河能源有限公司、威海港集团有限公司、中电华通通信有限公司, 租赁款占比69.81%。2016年1~9月, 金鼎租赁实现营业总收入0.16亿元, 净利润0.12亿元。整体看, 金鼎租赁业务处于起步阶段, 规模偏小, 对公司收入和盈利贡献度有限。后续公司计划引入外部投资者, 增强金鼎租赁的资本实力和扩展客户资源。

山东资管成立于2014年12月, 注册资本20.30亿元。山东资管是山东省唯一一家省级资产管理公司, 主营业务为收购、受托经营金融机构不良资产, 对不良资产进行管理、投资、处置及资产证券化等业务。目前山东资管公司业务分为指定收购与处置业务、商定收购与处置业务、商业收购与处置业务三种类型。截至2016年9月底, 山东资管公司累计收购、受托管理各类不良资产576.13亿元, 累计收购原值142.17亿元, 累计回收现金40.59亿元, 现金

回收率为 28.55%，剩余未处置资产 440.98 亿元，其中：商定收购与合作清收类不良资产 394.63 亿元，占比 89.49%；商业收购与分类处置类不良资产 46.40 亿元，占比 10.44%；指定收购与处置类不良资产 0.31 亿元，占比 0.07%。山东资管 2015 年实现收入 2.55 亿元，实现利润总额 1.89 亿元，净利润 1.42 亿元；2016 年 1~9 月实现收入 4.11 亿元，利润总额 1.84 亿元，净利润 1.41 亿元。整体看，山东资管公司成立时间尚短，业务处于探索阶段，不良资产经营能力有待观察，但作为省级不良资产管理公司，山东资管公司在区域内具有一定的竞争地位及与当地政府合作关系优势，且未来随着金融机构不良资产规模的持续扩大，其面临的发展空间较大。

根据《山东省国资委关于落实省政府关于贯彻省管企业出资农村信用社专题会议精神的通知书》（鲁国资收益字[2014]23 号），公司出资 5.60 亿元，作为第一大股东入股济南市农商行，持股 10%，出资工作已于 2014 年 11 月全部完成，2015 年 2 月完成登记手续（未纳入合并范围，按权益法核实）。另外，公司还计划参与出资设立中援人寿保险股份有限公司，截至目前，已与其他股东签订了发起人股权认购意向书，公司拟出资 2.40 亿元，持股比例约 20.00%。

总体看，公司的金融服务种类逐步丰富，金融板块的经营实力进一步增强。

文化旅游

公司文化旅游板块以旅游产业开发、影院投资为切入点，对旅游、出版、文化娱乐、广告等领域进行投资，经营主体分别是山东鲁信投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信投资公司”）和山东鲁信文化传媒投资集团有限公司（以下简称“鲁信文化传媒”）。

旅游产业开发方面，公司与青岛海洋科技馆等单位合作，投资建立了青岛海底世界、青岛欢动世界等项目。截至目前，上述项目均已建成投入运营，形成了较高的品牌知名度。旅

游产业开发方面，2015 年，各园区、景点接待游客数量达到 321.59 万人次，实现收入 2.13 亿元。2016 年 1~9 月，各园区、景点接待游客合计 234 万人次，实现收入 1.75 亿元。

文化产业方面，公司自 2008 年起在山东省内布局电影院线连锁网络，从济南等城市试点，逐步规范影院建设和经营，初步形成了一套影院网络快速发展的模式。截至 2016 年 9 月底，公司下属自建影院家数达 17 家，座位数达 13351 个；2015 年实现营业收入 1.42 亿元，同比增长 23.48%；2016 年 1~9 月实现营业收入 0.97 亿元，较 2015 年同期下降 5%。由于公司在山东省内消费能力弱的城市所投资院线具有一定的社会公益性质，在济南、北京等地建设的院线受市场竞争影响盈利情况一般，公司院线整体投资回报不理想。未来，公司一方面会继续投资影城院线的建设，同时通过加盟影院的方式推动院线建设，并不断整合并购其他电影院线和影院，逐步实现规模效应；另一方面将探索更多的影视产业运作模式，发挥自身在山东境内的院线网络优势，联合上游影视剧制作企业进行业务拓展，增加影城的经济效益。

总体看，公司文化旅游业务收入在公司营业收入中占比较小，投资回报一般。

其他

除四大核心业务外，公司还有磨料磨具、印刷、房地产等多项非核心业务。这些业务能为公司带来较稳定的现金流入，但在营业收入中占比不高，对公司利润贡献程度较低，对公司整体经营效益的影响尚不明显。

磨料磨具的经营主体为鲁信创投，主营业务为磨料磨具产品的生产销售。公司磨料磨具产品广泛应用于航天、航空、国防、汽车、船舶、机床、化工、建筑、冶金、能源设备等领域。磨料磨具产业设两个分厂和五个子公司，合计拥有 14000 吨磨料、3500 吨磨具、1.3 亿张涂附磨具的年生产能力。

印刷包装业务的经营主体为山东鲁信天一印务有限公司，主要从事医药制品的印刷包装，

具备 15 亿只纸制包装盒的生产能力。

房地产业务经营主体为公司山东鲁信房地产开发有限公司（以下简称“鲁信房地产”）。鲁信房地产注册资本 3 亿元，总资产 6.63 亿元，具有房地产开发二级资质。公司 2013~2015 年房地产销售收入主要来源于文教办公楼项目和淄博鲁信花园项目，截至 2016 年 9 月底，公司房地产待售面积主要为青岛鲁信和璧花园（实业集团投资）项目。

另外，2009 年以来，公司作为山东省国有资产投融资管理的重要主体，承担了省政府赋予的调控资金融入及转贷职能。调控资金的用款单位为还款的直接责任人，用款单位不能按时足额还本付息时，由用款单位的同级政府负责偿还；同级政府不能偿还时，由省级财政依据地方政府还款承诺书，予以扣款偿还。公司为名义借款方，虽然不承担实际的还款责任，但考虑到财政到位资金及债务偿还时间的匹配度可能存在差异，公司存在一定的短期资金垫付风险。由于公司仅承担转贷职能，转贷资金不在公司财务报表中反映。截至 2016 年 9 月底，公司实际承担的转贷余额为 9.42 亿元。

总体看，公司其他业务作为公司业务收入来源的有益补充，收入规模波动上升，但是对公司整体收入的贡献却逐年下降。

2. 经营效率

公司近三年资产总额和所有者权益实现较快增长，年复合增长率分别为 34.97% 和 24.41%。

2013~2015 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数持续下降，三年均值分别为 22.53 次、3.85 次和 0.30 次，2015 年分别为 19.84 次、2.17 次和 0.21 次。总体看，公司经营效率一般。

3. 未来规划

在建项目

截至 2016 年 9 月底，公司主要在建项目有鲁信和璧花园、磨料厂新区搬迁土建、磨料厂新区搬迁设备等 18 个项目。公司在建项目投资规模小。

总体看，公司在建工程规模一般，外部融资需求不大。

表 13 截至 2016 年 9 月底公司在建工程情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	资金来源		建设周期	截至 2016 年 9 月底完成情况	2016 年 10-12 月投资计划	2017 年投资计划
		自有资金	贷款				
项目尾款	2249	2249	--	6 年	4028	--	130
磨料厂新区搬迁土建	6625	4845	1780	6 年	4038.38	849.95	3100
2016 工业园消防更新改造	600	600	--	2 年	35	--	600
陶瓷微晶磨料制备技术	838	838	--	6 年	834.92	--	38
磨料厂新区搬迁设备	2200	2200	--	2 年	533.65	352.71	1000
航空、轿车叶片磨削砂轮	941.72	941.72	--	5 年	894.4	--	56
砂轮厂设备更新改造	361	361	--	1 年	0	--	361
砂布砂纸公司设备改造	60	60	--	2 年	6.24	--	50
低温高速高效专用陶瓷结合剂制备技术优化	46	46	--	2 年	16.03	0.54	--
公司更新 2015-3 球磨机等	592.08	592.08	--	3 年	400.68	35.2	30
电脑电子设备等	65	65	--	1 年	2.5	--	14
2016 更新-1 项目 2000T 压机及辅机系统	300	300	--	2 年	79.8	--	200
2016 改造-1 梭式窑、烘干窑、烟气处理维修建造	170	170	--	2 年	45.9	45.9	70
技创“铬钛刚玉”	92	--	--	1 年	--	--	92

技创“蓝色陶瓷刚玉”	177	--	--	1年	--	--	177
高精度轴承无心磨成组砂轮研制	86	--	--	1年	--	--	86
超精密磨削树脂砂轮研制	140	--	--	1年	--	--	140
内圆磨、工具磨系列陶瓷结合剂CBN砂轮研制	122	--	--	1年	--	--	122
合计	15664.80	13267.80	1780.00	--	10915.50	1284.30	6266.00

资料来源：公司提供

未来发展规划

未来3~5年,公司主业结构调整目标为:一、通过围绕主业调整布局,实现金融、创投业务由大到强的转变;二、加快文化投资、旅游投资和基础设施投资等业务板块的发展,通过规模扩张,提高其盈利能力、自我发展的能力;三、对于目前处于亏损、微利状态但具有一定发展前景的业务,加快扭亏、增盈的步伐;四、围绕主业积极探索尝试相关产业发展机会,不断开辟新的利润增长点;五、有序退出不符合公司发展方向的业务或项目,加快优化公司资源配置,将有限的资源集中到核心业务或价值链中的核心环节。

基础设施业务,公司将再造基础设施板块组织结构,尽快实现基础设施投资运营和管理的专业化,加大对不符合公司发展方向或发展前景一般的项目的退出处理力度;再造基础设施板块业务结构,大力开拓基础设施领域的资产管理和相应的投融资业务;加大基础设施投资力度,加强与中国石化的沟通、协调,加强对天然气业务的管理,并积极加大包括城市供热、水务处理等基础设施业务、土地开发整理业务、资源开发业务等业务板块的开拓力度等;对鲁信能源投资管理公司进行增资扩股,增强公司实力。

创业投资业务方面,公司以推动山东战略新兴产业发展、促进经济结构转型升级为主导,以创业风险投资和私募股权投资为主业,致力于打造国内一流的专业化另类资产管理机构,发展成为国内最具竞争实力的创业投资机构。

信托业务方面,公司将积极开展各种法定信托业务,在风险可控的前提下做大信托规模,

在努力扩大资本规模的同时积极向全牌照公司迈进。同时,公司将不断加大类金融企业投资力度,丰富金融综合服务的业务门类。

文化旅游业务,公司文化产业的未来发展战略为:一是以鲁信传媒、鲁信院线等为基础,整合山东鲁信广告公司等股权,组建鲁信文化传媒投资集团,搭建良好的文化产业投资运营平台;二是重塑业务结构,积极开拓文化产业投融资业务;三是做大做强电影院线业务;四是有重点地培植其他适宜的文化项目。

旅游产业方面,一是组织形式和业务结构再造,以投资集团为基础,改组设立鲁信旅游投资集团,搭建旅游投融资运营平台;二是下大力气打造国内一流的旅游品牌,加大对现有旅游项目的管理与市场开拓,增强盈利能力。

总体看,公司发展思路较为清晰,发展前景良好。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2013~2015年合并财务报告,中天运会计师事务所对该财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2016年1~9月财务数据未经审计。合并范围方面,2013年新纳入5家子公司,其中新设公司3家,通过非同一控制下的企业合并取得子公司2家,有2家(山东鲁信天地置业有限公司、山东鲁信药业有限公司)不再纳入合并范围;2014年,公司新设子公司4家,出售子公司1家(山东省禹城市城园热电有限公司),撤销关闭子公司2家(山东鲁信明珠房地

产开发有限公司和淄博泰诺超硬磨具有限公司), 丧失控制权 2 家(莱州市实华泰成天然气有限公司和潍坊中凯清洁能源技术有限公司); 2015 年底纳入合并范围的子公司共有 69 家, 较 2014 年新增 4 家新设公司, 同时因出售、丧失控制权等原因而减少 3 家; 2016 年 1~9 月, 公司新设子公司 1 家, 为鲁信海外投资有限公司。总体看, 合并范围的变动对公司财务报表的可比性影响不大。

根据财政部规定, 公司自 2014 年 7 月 1 日起执行修订和新颁布的企业会计准则; 本次准则修订未涉及部分, 仍采用财政部于 2006 年 2 月 15 日颁布的相关准则及有关规定。根据《企业会计准则第 2 号—长期股权投资》, 公司对持有的不具有控制、共同控制、重大影响, 且其公允价值不能可靠计量的股权投资, 作为按成本计量的可供出售金融资产进行核算, 不作为长期股权投资核算。鲁信创投据此将部分资产从长期股权投资科目调整至可供出售金融资产。

截至 2015 年底, 公司(合并)资产总额 304.78 亿元, 所有者权益 156.26 亿元(含少数股东权益 57.26 亿元); 2015 年, 公司合并口径实现营业收入 55.95 亿元, 利润总额 21.35 亿元。

截至 2016 年 9 月底, 公司(合并)资产总额 367.99 亿元, 所有者权益 182.95 亿元(含少数股东权益 61.21 亿元); 2016 年 1~9 月, 公司合并口径实现营业收入 39.88 亿元, 利润总额 18.15 亿元。

2. 资产质量

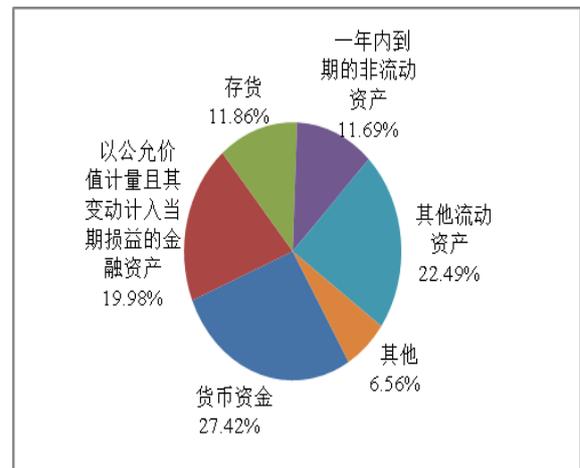
2013~2015 年, 公司合并资产总额快速增长, 复合增长率 34.97%。截至 2015 年底, 公司合并资产总额 304.78 亿元, 同比增长 38.35%, 其中流动资产和非流动资产各占 50.00%。

流动资产

2013~2015 年, 公司流动资产快速增长, 年均复合增长 69.42%, 2015 年底为 152.39 亿

元, 以货币资金(占 27.42%)、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产(占 19.98%)、存货(占 11.86%)、一年内到期的非流动资产(占 11.69%)和其他流动资产(占 22.49%)为主。

图 5 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源: 公司财务报表

2013~2015 年, 公司货币资金稳步增长, 2015 年底为 41.79 亿元, 同比增长 10.98%, 公司货币资金以银行存款(占 37.91%)和其他货币资金(占 46.74%)为主, 其他货币资金主要为公司用于购买短期理财产品和国债回购的资金; 公司货币资金无抵押、冻结等对变现有限制或存放在境外、或有潜在回收风险的款项。

2013~2015 年, 公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产分别为 7.68 亿元、14.65 亿元和 30.45 亿元, 呈快速增长趋势。2015 年, 受公司加大交易性债券投资力度和指定为以公允价值计量且其变动计入本期损益的金融资产影响, 公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产同比快速增长 107.78%至 30.45 亿元, 主要由指定为以公允价值计量且其变动计入本期损益的金融资产(主要为山东资管持有的商业化收购和分类处置的银行不良资产, 占 48.81%)、交易性债券投资(占 32.69%)和交易性权益工具投资(占 18.50%)构成。

2013~2015 年, 公司应收账款波动中有所

增长, 年均复合变动率为 4.70%。截至 2015 年底, 公司应收账款账面余额 3.15 亿元, 其中采用组合测试法计提坏账准备的应收账款占 80.32%。采用账龄分析的应收账款余额中, 1 年以内的占 68.92%, 1~2 年占 5.38%, 2~3 年的占 3.58%, 3 年以上的占 22.12%, 账龄集中在 1 年以内。2015 年共计提坏账准备 0.72 亿元, 针对 3 年以上的应收账款计提比例在 90% 以上, 计提较充分。截至 2015 年底, 公司应收账款账面价值为 2.42 亿元, 同比增长 20.06%。应收账款余额前五名客户占应收账款总额的 21.32%, 欠款年限均为 1 年以内, 客户集中度不高。

近三年, 公司其他应收款波动中有所增长, 年均复合增长 45.82%。截至 2015 年底, 公司其他应收款为 5.88 亿元, 主要是业务往来款, 同比下降 38.34%, 主要系 2014 年入股济南市农商行 5.60 亿元, 由于未完成工商登记手续挂帐该科目, 本年已转入可供出售金融资产。2015 年底, 公司其他应收款余额 11.94 亿元, 其中采用个别认定法计提坏账准备的其他应收款主要是信托贷款, 占 47.05%, 已经计提坏账准备比例 98.43%, 采用组合测试法计提坏账准备的其他应收款占 52.59%, 已经计提坏账准备比例 8.43%。采用账龄分析的其他应收款余额中, 1 年以内的占 35.67%, 1~2 年的占 12.80%, 2~3 年的占 0.92%, 3 年以上的占 50.61%, 公司针对 3 年以上的计提坏账准备的比例较高, 计提较为充分。其他应收款余额前五名客户占其他应收款总额的 45.99%, 客户集中较高, 且欠款年限在 3 年以上的占 45.77%。

表 14 2015 年底其他应收款前五大客户(单位: 万元)

欠款单位	欠款金额	账龄
中国信托业保障基金有限责任公司	15990.99	1 年以内
青岛伟东教育云置业有限公司	13775.23	1~2 年
山东省木材集团总公司	11080.66	3 年以上
山东省土产杂品公司	7812.18	3 年以上
淄博远景房地产开发有限责任公司	6240.00	3 年以上
合计	54899.06	--

资料来源: 公司审计报告

2013~2015 年, 公司存货年复合增长 63.42%。截至 2015 年底, 公司存货为 18.07 亿元, 以开发成本(占 90.47%) 为主, 共计提跌价准备 0.28 亿元, 计提比例为 1.54%, 其中用于抵押贷款的土地使用权账面价值 6.95 亿元。

2013~2015 年, 公司一年内到期的非流动资产快速增长。截至 2015 年底, 公司一年内到期的非流动资产为 17.82 亿元, 同比增长 58.43%, 系一年内到期的信托计划大量增加所致。从构成来看, 以一年内到期的信托计划(占 87.63%) 和委托贷款(占 12.36%) 为主。截至 2015 年底, 一年内到期的非流动资产共计提减值准备 1.93 亿元, 计提比例 10.82%, 主要是为违约信托计划计提的减值准备。

2013~2015 年, 公司其他流动资产快速增长, 年均复合增长 478.91%。截至 2015 年底, 公司其他流动资产为 34.28 亿元, 同比增长 144.78%, 主要系应收款项类投资、信托计划、发放的贷款、预交税款和待抵扣进项税额大量增加所致。从构成来看, 其他流动资产主要是应收款项类投资(占 49.16%)、信托计划(占 30.02%) 和贷款(占 15.70%) 等。

非流动资产

2013~2015 年, 公司非流动资产快速增长, 年均复合增长 15.51%, 2015 年底为 152.39 亿元, 主要由可供出售金融资产(占 26.41%)、持有至到期投资(占 10.25%)、长期应收款(占 21.95%) 和长期股权投资(占 30.33%) 构成。

2013~2015 年, 公司可供出售金融资产快速增长, 年均复合增长 248.12%。截至 2015 年底, 公司可供出售金融资产为 40.25 亿元, 同比增长 58.84%, 主要是权益工具投资, 其中, 按公允价值计量的权益工具投资占 17.87%, 按成本计量的占 82.13%。截至 2015 年底, 可供出售金融资产共计提减值准备 1.39 亿元, 计提比例 3.34%。

2013~2015 年, 公司持有至到期投资快速下降, 年均复合下降 20.59%, 截至 2015 年底, 公司持有至到期投资为 15.62 亿元, 同比下降

26.23%，主要为持有的信托计划（占比 99.28%），其余为少量债券和债权投资。截至 2015 年底，持有至到期投资共计提减值准备 1.54 亿元，计提比例 8.98%。

2013~2015 年，公司长期应收款快速增长。截至 2015 年底，公司长期应收款为 33.45 亿元，同比增长 343.84%，主要系子公司山东资管购买金融机构不良资产取得的应收款项类投资（占比 73.74%）和子公司金鼎租赁开展融资租赁业务产生的应收融资租赁款（占比 26.24%）增加所致。截至 2015 年底，公司长期应收款共计提减值准备 0.77 亿元，计提比例 2.25%。

2013~2015 年，公司长期股权投资不断下降，年均复合下降 12.68%。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 46.22 亿元，同比下降 0.43%，截至 2015 年底，公司长期股权投资主要是对联营企业的投资（占比 97.86%），其余为少量的合营企业和因关停并转及进入清理程序而未纳入合并的子公司。公司作为业务板块较多的投资控股类集团公司，联营企业众多，其中前十大投资对象合计占全部联营企业投资的 76.80%。截至 2015 年底，公司长期股权投资共计提减值准备 0.79 亿元，计提比例 1.68%，前十大联营企业均未计提减值准备。

2013~2015 年，公司固定资产不断下降，截至 2015 年底为 6.46 亿元，其中以机器设备（占比 43.86%）和房屋及建筑物（占比 48.20%）为主要构成部分；2015 年公司固定资产累计折旧 4.39 亿元，计提减值准备 0.17 亿元。

2013~2015 年，公司在建工程年均复合下降 14.22%。截至 2015 年底，公司在建工程余额 0.96 亿元，较 2014 年底下降 37.78%，主要是潍坊实华天然气有限公司项目投产转固所致。从构成上看，在建工程主要为营业楼二期项目（占 16.21%）和青岛数字文化体验中心旅游综合体项目（占 61.62%）

近三年，公司无形资产年均复合下降 5.52%，截至 2015 年底为 3.93 亿元（占非流动资产的 2.58%，以土地使用权为主），较 2014

年底下降 4.82%，2015 年公司无形资产累计摊销 0.63 亿元。

2013~2015 年，公司其他非流动资产年均复合增长 31.56%。截至 2015 年底，公司其他非流动资产为 3.81 亿元，同比大幅增长 67.12%，主要是由于预付工程款和信托业保障基金增加所致。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 367.99 亿元，较 2015 年底增长 20.74%，其中，流动资产同比增长 18.61%，非流动资产同比增长 22.87%。流动资产方面，交易性金融资产为 48.86 亿元，较 2015 年底增长 60.46%，主要是购买国债所致；其他流动资产为 50.45 亿元，较 2015 年底增长 47.19%，主要是短期信托及资产管理公司的不良资产增长所致；货币资金为 30.95 亿元，较 2015 年底下降 25.94%，主要是所属公司增加投资导致货币资金减少所致。非流动资产方面，截至 2016 年 9 月底，可供出售金融资产为 50.93 亿元，较 2015 年底增长 26.54%，主要是新北洋从长期股权投资转入可供出售金融资产核算导致该科目增加 3.24 亿元所致；同期，持有至到期投资为 34.62 亿元，较 2015 年底增长 121.64%，主要是购买信托计划增加所致。

总体看，公司资产规模稳步增长，流动资产中货币资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比较大，资产流动性较好；非流动资产中长期股权投资、可供出售金融资产和长期应收款占比较大，符合公司投资型企业的行业特点；公司整体资产质量较好。

3. 负债和权益结构

所有者权益

2013~2015 年，随着生产经营规模的扩大，公司所有者权益持续上升，年均复合增长 24.41%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 156.26 亿元，同比增长 18.14%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增加；其中，归属于母公司所有者权益为 99.00 亿元，以实收资本

(占 46.57%)、资本公积(占 30.30%)和未分配利润(占 19.46%)为主,少数股东权益为 57.26 亿元。

截至 2016 年 9 月底,公司所有者权益合计 182.95 亿元,较 2015 年底增长 17.08%,主要系公司发行 15 亿元永续中期票据计入其他权益工具所致。所有者权益构成较 2015 年底变化不大。

总体看,公司未分配利润占比较大,所有者权益稳定性一般。

负债

2013~2015 年,随着公司业务规模的扩大,公司负债总额快速增长,年均复合增长 49.63%。截至 2015 年底,公司负债总额为 148.52 亿元,同比增长 68.73%,公司负债以非流动负债为主,占比为 68.14%。

2013~2015 年,公司流动负债快速增长,年均复合增长 21.57%。截至 2015 年底,公司流动负债为 47.31 亿元,同比增长 26.12%,主要是短期借款大幅增加所致。从构成来看,以短期借款(占比 32.51%)、预收款项(占比 10.14%)、其他应付款(占比 14.64%)和其他流动负债(占比 25.36%)为主。

2013~2015 年,公司短期借款主要由保证借款和信用借款构成,年均复合增长 12.86%。截至 2015 年底,公司短期借款为 15.38 亿元,同比增长 199.84%,以信用借款(占比 83.55%)和保证借款(占比 14.50%)为主,其余为少量抵押借款。

2013~2015 年,公司预收款项快速增长,年均复合增长 73.10%。截至 2015 年底,公司预收款项为 4.80 亿元,同比增长 182.33%,主要系房地产业务的房屋预售款增加所致。从款项性质来看,主要为房地产业务产生的房屋预售款(占 71.83%),其余主要是天然气业务预收的运气运输款项。

2013~2015 年,公司其他应付款快速下降,年均复合下降 24.47%。2014 年底公司其他应付款较 2013 年底同比下降系增资款相关程序办

理完毕所致。截至 2015 年底,公司其他应付款为 6.93 亿元,同比下降 8.75%,主要为应付交易对手的保证金(占比 62.22%)、往来款及向其他企业的借款等,以 1 年以内的为主。

公司一年内到期的非流动负债全部为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券,2013~2015 年,公司一年内到期的非流动负债分别为 0.34 亿元、6.18 亿元和 0 亿元。

2013~2015 年,公司其他流动负债快速增长。截至 2015 年底,公司其他流动负债为 12.00 亿元,系公司发行的短期融资券(5.00 亿元)和超短期融资券(7.00 亿元)。

2013~2015 年,公司非流动负债持续上升,年均复合增长 71.70%,2015 年底为 101.21 亿元,同比增长 100.38%,以长期借款(占比 63.97%)和应付债券(占比 31.54%)为主。

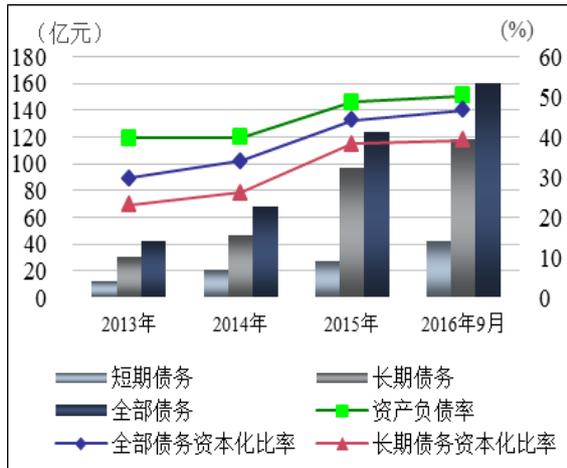
随着公司业务规模扩大,融资需求不断增加,公司长期借款高速增长,2013~2015 年年均复合增长 143.49%。截至 2015 年底,公司长期借款为 64.74 亿元,同比增长 224.86%,以信用借款(占比 59.05%)和保证借款(占比 24.60%)为主,其余为抵、质押借款。

2013~2015 年,公司应付债券年均复合增长 28.49%。截至 2015 年底,公司应付债券为 31.93 亿元,同比增长 18.65%,为 2012 年以来发行的 3 期中期票据、2 期公司债券和 1 期企业债券。

截至 2016 年 9 月底,公司负债总额 185.04 亿元,较 2015 年底增长 24.59%,主要来自其他流动负债、长期借款和应付债券的增加。公司负债构成较 2015 年底变化不大,仍以非流动负债为主。

从债务结构看,2013~2015 年,公司全部债务逐年上升(年均复合增长 70.50%),2015 年底为 124.05 亿元,其中短期债务和长期债务分别占 22.07%和 77.93%,以长期债务为主。近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈持续上升趋势,2015 年底分别为 48.73%、44.26%和 38.22%。

图6 近年来公司债务情况



资料来源：公司财务报表

截至2016年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为50.28%、46.74%和39.25%，债务负担较2015年底有所加重。截至2016年9月底，公司全部债务160.55亿元，较2015年底增长29.42%，主要是长期借款和其他流动负债增长所致。公司于2016年1月发行15亿元永续中票（“16鲁信MTN001”），计入其他权益工具，考虑到永续中票具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“16鲁信MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。考虑永续中票后，2016年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至54.36%、48.97%和42.13%。

总体看，近年来，随着公司业务的不间断扩大，公司增大了对外融资的力度，有息债务规模快速上升，以长期债务为主，但整体债务负担仍处于较轻水平。

4. 盈利能力

公司营业总收入主要来自营业收入和手续费及佣金收入，近年来，随着公司基础设施板块的天然气业务规模和金融服务板块的信托业务规模快速提升，公司营业总收入呈增长态势，

2013~2015年，公司分别实现营业总收入43.69亿元、54.83亿元和55.95亿元，年均复合增长13.17%，同期，公司营业成本年均复合增长9.77%，增速低于营业总收入的增速。

2013~2015年，公司期间费用逐年上升，年均复合增长21.21%。2015年，公司期间费用合计11.24亿元，同比增长19.47%，其中，销售费用、管理费用和财务费用分别为3.40亿元、4.13亿元和3.71亿元，同比分别增长14.25%、21.54%和22.27%。2015年公司期间费用占营业总收入的20.09%，占比较高，公司期间费用控制能力一般。

2015年，公司计提资产减值损失2.90亿元，同比增长43.43%，主要是计提持有至到期投资减值准备1.40亿元、长期股权投资减值准备0.52亿元和坏账准备0.46亿元。

作为以产权运作为主要经营内容的企业，公司投资收益对营业利润的贡献较大，随着鲁信创投投资项目的陆续上市，公司获得的投资收益较高。2015年，公司投资收益为14.26亿元，同比增长59.91%，主要系长期股权投资收益大幅增长所致。

公司营业外收入主要为政府补助，近三年分别取得营业外收入0.75亿元、0.54亿元和0.53亿元。

2013~2015年，公司实现利润总额分别为14.68亿元、16.64亿元和21.35亿元，年均复合增长20.62%，主要得益于投资收益的快速增长。

从盈利指标来看，2013~2015年，公司营业利润率波动中有所上升，2015年为38.96%；但受债务规模扩大和所有者权益增长的影响，总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2015年分别为7.71%和10.09%。

2016年1~9月，公司实现营业总收入39.88亿元，同比变化不大，占2015年全年水平的71.27%；利润总额18.15亿元，主要是投资收益同比增长21.44%所致；同期营业利润率为46.28%，较2015年有所增长。

总体看，近年来，公司收入和利润规模稳步增长，投资收益占比高，整体盈利能力强。

5. 现金流分析

经营活动方面，2013~2015年，得益于公司主业经营规模不断扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金均呈增长趋势，2015年分别为42.56亿元和38.53亿元；收到其他与经营活动有关的现金与支付其他与经营活动有关的现金主要为买卖证券的款项和往来款项等，近三年波动中有所增长，2015年分别为73.37亿元和60.09亿元。2013~2015年公司经营活动流入和流出均呈波动增长趋势，2015年分别为115.98亿元和111.45亿元。近三年，公司经营活动现金净流量波动中有所下降，2015年为4.53亿元；现金收入比小幅波动，分别为99.74%、103.97%和101.11%，现金收入实现质量尚可。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要来自于收回投资收到的现金和取得投资收益取得的现金，近三年，年均复合变动率为71.76%，2015年为68.12亿元。公司投资支付的现金主要是对股权、天然气管网以及影城院线的投资，近三年波动增长73.90%，2015年为124.93亿元，主要为对股权、不良资产包和其他金融服务板块业务的投资。2013~2015年，公司投资活动现金净流量均表现为净流出，分别为-22.94亿元、-9.02亿元和-58.41亿元。

2013~2015年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-15.25亿元、-0.38亿元和-53.88亿元，波动较大，总体来说，经营活动获取的现金尚不能补足投资活动现金的缺口，公司仍面临一定的资本性支出压力。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款收到的现金（含发行债券收到的现金）和吸收投资收到的现金，近三年增速较快，分别为43.71亿元、51.15亿元和127.93亿元。筹资活动现金流出主要为偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金，

2013~2015年，公司筹资活动现金流量净额分别为22.22亿元、19.35亿元和56.00亿元。

2016年1~9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为42.03亿元，现金收入比为130.75%；同期经营活动现金流入和现金流量净额分别为119.91亿元和26.22亿元。同期，公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-61.03亿元和46.48亿元。

总体看，公司经营性现金净流量有所波动，且公司大量开展投资活动导致投资性现金缺口较大，目前主要依靠取得筹资来补充现金流，对外融资需求大。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，2013~2015年，流动比率和速动比率均呈波动上升趋势，2015年底分别为322.10%和283.91%。2016年9月底，公司流动比率和速动比率分别为290.25%和255.23%。公司经营现金流动负债比波动较大，近三年分别为24.02%、23.03%和9.57%，2015年该指标大幅下降的原因是由于公司经营活动产生的现金流量净额同比下降所致。总体看，公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，近三年，受利润上升影响，公司的EBITDA逐年上升，分别为17.77亿元、21.23亿元和26.95亿元；公司全部债务/EBITDA持续上升，2015年为4.60倍，仍处于较好水平；EBITDA利息倍数持续下降，2015年为4.61倍，EBITDA对利息的保障能力很强。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2016年9月底，公司合并口径对外担保25.72亿元，担保比率为14.06%，其中，子公司山东担保作为专业的担保公司对外提供的担保金额8.05亿元，其余17.67亿元均为对参股公司的担保：对大连德银置业有限公司（参股比例44%）担保15.00亿元，对山东耀华鲁信节能投资有限公司（参股比例49%）担保金额1715万元，对山东鲁信龙山置业有限公司（参股比例40%）担保2.00亿元，对山东鲁信

置业有限公司（参股比例 19.64%）担保金额为 5000 万元。总体看，公司对外担保大部分为对参股公司的担保，存在一定或有负债风险。

截至 2016 年 9 月底，公司共获得银行授信额度合计人民币 232.00 亿元，尚未使用额度 172.14 亿元，公司间接融资渠道畅通；此外，公司子公司鲁信创投为 A 股上市公司，公司具有直接融资渠道。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1037010200058500U），截至 2017 年 2 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是山东国资委直属企业，投资涉及省内基础设施、能源、金融、文化等重要领域，政府支持力度大。近年来，公司多元化投资发展格局日益成熟，资产规模不断扩大，营业总收入和利润水平持续上升，长短期偿债能力强。总体来看，公司整体抗风险能力很强。

九、本期中期票据的偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行额度为 15 亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征接近，故联合资信将其全部作为有息债务进行分析。截至 2016 年 9 月底，公司长期债务和全部债务分别为 118.18 亿元和 160.55 亿元；本期中期票据发行额度分别占上述两项指标的 12.69% 和 9.34%，本期中期票据的发行对现有债务规模影响不大。本期中期票据发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 52.23%、48.97% 和 42.13%；债务负担有所加重，但仍处于合理水平。考虑到本期中期票据将部分用于偿还银行借款，发行后，公司实际负债水平或低于上述

模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发行后，2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 6.61 倍、8.66 倍、7.73 倍；经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的 0.51 倍、0.58 倍、0.30 倍；EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 1.18 倍、1.42 倍、1.80 倍，覆盖能力尚可。

本期中期票据具有利息递延累积特点，从约定的条款上看，公司利息递延支付可能性小，但一旦出现递延，累计的利息支付压力将大于普通债券分期支付的压力。

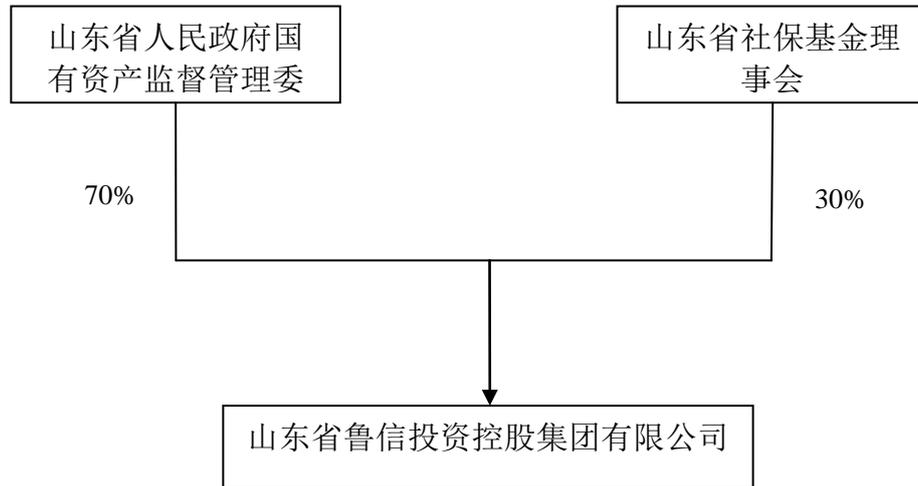
十、结论

公司作为山东省直属综合性投资公司，承担着省内国有资产投资及运营管理职能。公司主业资产涵盖基础设施、创业投资、金融服务及文化旅游等领域，具备明显的竞争优势。公司优势产业信托、创投等业务行业地位高，近年来发展迅速。公司资产质量较好，流动性较好，近年来收入、利润规模稳步增长，投资收益规模较大，整体盈利能力强。总体看，公司主体信用风险低。

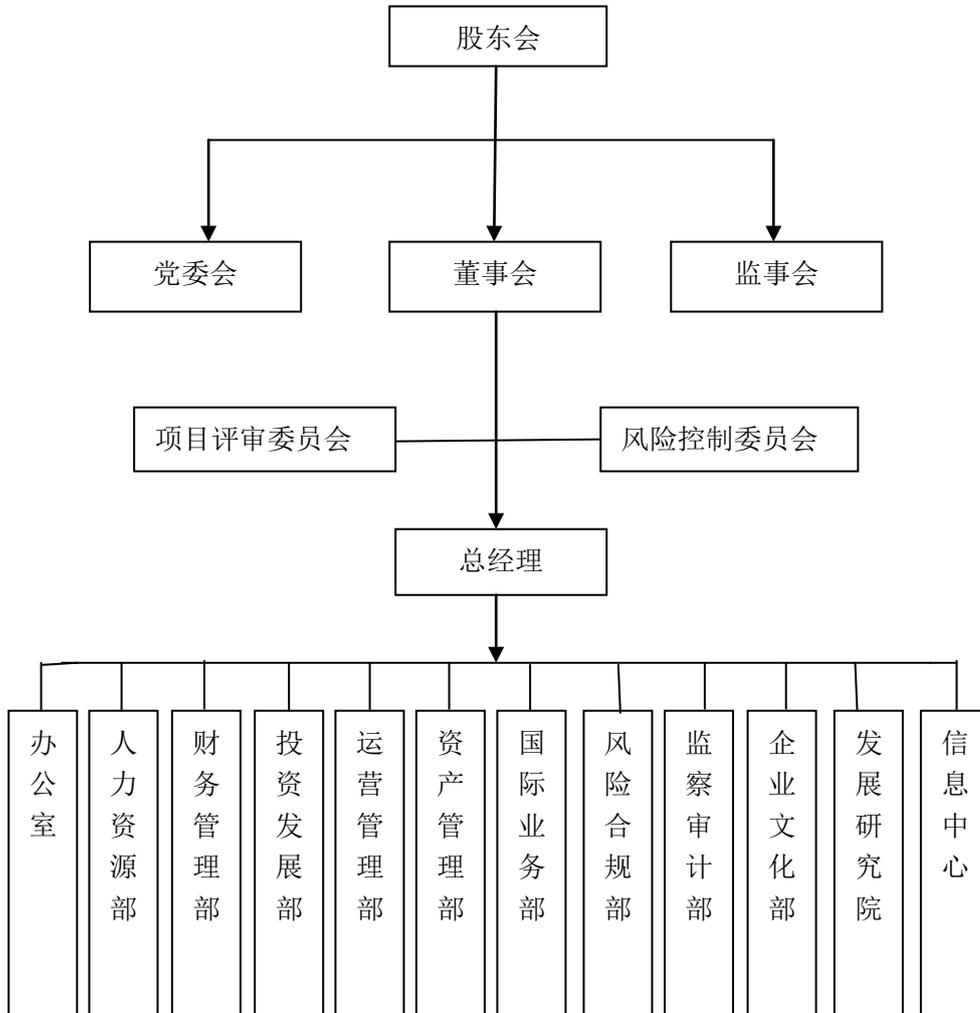
本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他债务融资工具相关特征接近。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据付息或赎回日本息不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 截至 2016 年 9 月底纳入合并范围二级子公司

(单位: 人民币万元, %)

序号	企业	业务性质	注册资本	持股比例
1	鲁信创业投资集团股份有限公司	生产销售磨具、磨料、投资	74435.93	68.53
2	山东省国际信托股份有限公司	金融	200000.00	69.27
3	山东鲁信实业集团有限公司	投资	70000	100.00
4	山东鲁信恒基投资有限公司	投资与管理	6000.00	100.00
5	山东鲁信投资集团股份有限公司	实业投资	31000.00	74.37
6	山东鲁信文化传媒投资有限公司	投资与资产管理	62000.00	100.00
7	鲁信海外投资有限公司	投资与资产管理	3078.00(美元)	100.00
8	山东省投资有限公司	投资与资产管理	30000.00	100.00
9	山东省鲁信金融控股有限公司	金融控股	50000.00	100.00
10	山东省金融资产管理股份有限公司	金融资产管理	203000.00	30.54
11	鲁信投资有限公司	投资	23800.00(港币)	100.00
12	鲁信科技股份有限公司	互联网信息服务	10000.00	40.00

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.98	52.84	72.90	80.11
资产总额(亿元)	167.30	220.29	304.78	367.99
所有者权益(亿元)	100.96	132.27	156.26	182.95
短期债务(亿元)	12.42	21.31	27.38	42.37
长期债务(亿元)	30.26	46.84	96.67	118.18
全部债务(亿元)	42.68	68.15	124.05	160.55
营业收入(亿元)	43.69	54.83	55.95	39.88
利润总额(亿元)	15.75	16.64	21.35	18.15
EBITDA(亿元)	17.77	21.23	26.95	--
经营性净现金流(亿元)	7.69	8.64	4.53	26.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.89	20.74	19.84	--
存货周转次数(次)	3.22	3.86	2.17	--
总资产周转次数(次)	0.29	0.28	0.21	--
现金收入比(%)	100.67	105.79	101.11	130.75
营业利润率(%)	35.43	31.65	38.96	46.28
总资本收益率(%)	9.42	8.38	7.71	--
净资产收益率(%)	11.94	9.34	10.09	--
长期债务资本化比率(%)	23.06	26.15	38.22	39.25
全部债务资本化比率(%)	29.71	34.00	44.26	46.74
资产负债率(%)	39.65	39.96	48.73	50.28
流动比率(%)	165.86	274.93	322.10	290.25
速动比率(%)	144.73	242.76	283.91	255.23
经营现金流动负债比(%)	24.02	23.03	9.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.43	4.78	4.61	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.27	3.21	4.60	--

注：2016 年 1-9 月财务数据未经审计；“其他流动负债”的有息负债已计入当期短期债务；2016 年 9 月底所有者权益包含公司于 2016 年 1 月发行的永续中票（“16 鲁信 MTN001”）15 亿元。

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)}]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×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%
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 5-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3 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。

联合资信评估有限公司关于 山东省鲁信投资控股集团有限公司 2017年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

山东省鲁信投资控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。山东省鲁信投资控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，山东省鲁信投资控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山东省鲁信投资控股集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现山东省鲁信投资控股集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如山东省鲁信投资控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山东省鲁信投资控股集团有限公司、主管部门、交易机构等。

