信用评级公告

联合〔2021〕6722 号

联合资信评估股份有限公司通过对山东省金融资产管理股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东省金融资产管理股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“18 山东金融 MTN001”“20 山东金融 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十九日

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

山东省金融资产管理股份有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山东省金融资产管理股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 山东金融 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 山东金融 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 山东金融 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2021/08/21
20 山东金融 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2023/07/03

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
地方资产管理公司信用评级方法	V3.0.201907
地方资产管理公司主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观经济	1
			行业风险	2
		自身竞争力	企业管理	2
			风险管理	2
			业务经营分析	2
			未来发展	2
财务风险	F2	现金流	盈利能力	2
			现金流量	2
			资产质量	6
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
控股股东背景很强，能够在业务发展和资本补充方面得到股东的大力支持。				+1

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“公司”或“山东资管”）的跟踪评级反应了其作为国内资产规模最大的地方资产管理公司，在山东省内战略地位突出，区域竞争力很强；控股股东山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“鲁信集团”）为山东省财政厅直属企业，资本实力很强，可以在业务拓展、资本补充等多方面为公司提供有力支持；2020 年，公司各项业务均实现较好发展，营业收入和利润水平同比有所增长。

同时，联合资信也关注到，受宏观经济下行以及疫情影响，公司所处行业信用风险加大；业务快速扩张、债务规模增长对公司不良资产处置能力、流动性管理能力提出了更高要求。

未来，随着公司战略的推进和股东持续支持，公司整体竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“18 山东金融 MTN001”和“20 山东金融 MTN001”的信用等级AAA，评级展望为稳定。

优势

1．**股东背景很强，能够在多方面为公司提供有力支持。**公司股东涵盖了山东省主要省属骨干国有企业，其中控股股东鲁信集团为山东省财政厅直属企业，资本实力很强。公司股东可以在业务拓展、资本补充等多方面为公司提供有力支持。

2．**战略地位突出，区域竞争力很强。**公司作为山东省内第一家拥有批量收购处置不良资产资质的省级地方资产管理公司，战略地位突出；作为地方性资产管理公司，易于获得山东省内地市、区县政府的支持，有利于快速熟悉当地政策环境和企业情况，区域竞争力很强。2020年，公司完成原值为487.85亿元不良资产的处置，资产处置能力同比有所增强。

3．**资本实力很强，资产规模大，主营业务突出。**2019年增资完成后，公司注册资本增至366.39亿元；在完成对恒丰银行大规模不良资产收购后，公司已成为国内资产规模最大的地方资产管理公司，主营业务突出，并以此为基础带动自身

分析师： 姚 雷 卢芮欣
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

多业务板块稳步发展。

关注

1. **行业具有较强风险性。**不良资产经营业务的双周期特性决定公司业务周期长、专业要求高，加大公司经营的不确定性。当前经济下行及疫情影响背景下，行业风险更加突出。

2. **业务快速扩张对公司财务表现的影响需关注。**2019 年公司大规模收购恒丰银行不良资产后，业务规模快速增长，盈利能力有所下降，后续资产处置进度对公司财务表现的影响需关注。

3. **有息债务规模较大，流动性管理情况需关注。**2020年，公司债务水平有所下降，但存量有息债务规模仍较大，短期债务占比有所提升，存在一定短期偿付压力，上述情况对公司不良资产处置以及流动性管理能力提出了更高要求。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
资产总额(亿元)	405.91	1619.19	1424.99	1403.17
所有者权益(亿元)	119.25	480.58	480.38	476.30
短期债务(亿元)	53.54	115.78	309.31	299.72
长期债务(亿元)	215.24	907.05	605.68	604.75
全部债务(亿元)	268.78	1022.83	914.99	904.47
营业总收入(亿元)	24.30	22.82	28.18	3.46
利润总额(亿元)	10.56	9.02	9.51	2.94
EBITDA(亿元)	21.83	22.49	39.27	9.06
筹资前净现金流(亿元)	-38.22	-1000.19	185.36	35.47
营业利润率(%)	43.47	39.73	33.73	84.87
净资产收益率(%)	6.24	2.18	2.34	0.59
资产负债率(%)	70.62	70.32	66.29	66.06
全部债务资本化比率（%）	69.27	68.03	65.57	65.50
流动比率（%）	275.43	468.41	261.71	281.26
筹资前净现金流流动负债比（%）	-53.52	-431.94	54.69	11.01
现金及现金等价物余额/短期债务(倍)	0.29	0.97	0.50	0.58
EBITDA 利息倍数(倍)	1.94	1.67	1.32	1.49
全部债务/EBITDA(倍)	12.31	45.49	23.30	99.83

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均为合并口径；2. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：公司财务报表，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 山东金融 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/07/21	秦永庆 余淼 盛世杰	地方资产管理公司信用评级方法 V3.0.201907 地方资产管理公司主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文
	AAA	AAA	稳定	2018/08/13	葛成东 卢司南 王逸夫	资产管理公司信用评级方法	阅读全文

20 山东金融 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/06/02	秦永庆 余淼 盛世杰 寇妙融	地方资产管理公司信用评级方法 V3.0.201907 地方资产管理公司主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

注：2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山东省金融资产管理股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“公司”或“山东资管”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

山东资管成立于 2014 年 12 月 31 日，是由山东省政府批准，2015 年 7 月经银保监会备案具有批量收购与处置金融机构不良资产经营资质的省级地方资产管理公司，初始注册资本 10.00 亿元。2015－2018 年，在经历多次股权变更和增资扩股后，截至 2018 年末，注册资本已增至 101.10 亿元。2019 年，公司第一大股东山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“鲁信集团”）向公司增资 360.00 亿元，其中 265.29 亿元纳入注册资本，94.71 亿元纳入资本公积；同时公司以 360.00 亿元认购恒丰银行股份有限公司（以下简称“恒丰银行”）非公开定向发行的 360.00 亿股普通股股份。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 366.39 亿元，鲁信集团作为控股股东持有公司 82.28%的股权；由于鲁信集团控股股东和实际控制人为山东省财政厅，故山东省人民政府为公司实际控制人。

公司经营范围：收购、受托经营金融机构和非金融机构不良资产，对不良资产进行管理、投资和处置；债权转股权，对股权资产进行管理、投资和处置；对外投资；买卖有价证券；资产证券化业务、发行债券；同业往来及向金融机构进行商业融资；财务、投资、法律及风险管理咨询和顾问；资产及项目评估；破产管理、金融机构托管与清算；监管机构批准的其他业务活动。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2021 年 3 月末，公司设有资产经营一部、资产经营二部、资产经营三部、资产经营四部、资产经营五部、股权投资部、投资银行部、上海业务中心、风险审核部、法律合规部、财务管理部、资金运作部、战略发展部、综合管理部和党委纪委办公室共 15 个部门。截至 2020 年末，公司纳入合并范围的子公司共 8 家，其中全资子公司 5 家，分别为山东汉裕资本管理有限公司（以下简称“汉裕资本”）、青岛汉裕金融资产投资重组基金合伙企业（有限合伙）、济南汉裕金信投资管理合伙企业（有限合伙）、山东金纾投资合伙企业（有限合伙）和山金不动产投资有限公司；控股子公司 3 家，分别为即墨市资产管理有限公司（以下简称“即墨市资产”）、鲁信资本管理有限公司（以下简称“鲁信资本”）和山东鲁金产业重组发展基金合伙企业（有限合伙）。截至 2021 年 3 月末，公司母公司口径员工人数 129 人。

截至 2020 年末，公司资产总额 1424.99 亿元，负债总额 944.61 亿元，所有者权益 480.38 亿元（含少数股东权益 1.10 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 28.18 亿元，利润总额 9.51 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 1403.17 亿元，负债总额 926.87 亿元，所有者权益 476.30 亿元（含少数股东权益 1.11 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.46 亿元，利润总额 2.94 亿元。

公司注册地址：山东省济南市高新区颖秀路 1237号；法定代表人：金同水。

三、本次跟踪债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪债券情况详见下表，截至本报告出具日，“18 山东金融 MTN001”和“20 山东金融 MTN001”募集资金均按指定用途使用完毕且均在付息日正常付息。

表 1　截至报告出具日跟踪债券概况

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
18 山东金融 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2018/08/21	3 年
20 山东金融 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2020/07/03	3 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增 18.30%，两年平均增长 5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完

成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.90 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经

济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长**；**固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业和区域经济分析

公司主营地方不良资产经营业务，主要在山东省区域展业，因此受AMC行业发展和山东省区域经济影响较大。

（1）行业分析

宏观经济持续低位运行，整体不良资产化解需求增加，不良资产管理行业发展空间大。

AMC即资产管理公司（Asset Management Companies）特指专业承接、处置不良资产的资产管理公司，其业务还可以由此延伸到投资、资产管理、信托、租赁、银行、投行等全金融覆盖。联合资信将主要从事不良资产经营业务的机构均视为不良资产管理公司范畴。

根据不良资产的流向，可以将不良资产管理的产业链大体分为上游不良资产来源、中游接收处置以及下游投资三个环节，不良资产管理公司在产业链中发挥不良资产接收和处置的作用，是产业链中最主要的参与者。

不良资产的上游来源主要包括银行、非银金融机构、非金融机构（企业）以及财政不良资产。银行不良资产主要是不良贷款，随着近年国内宏观经济低位运行和结构调整的深化，国内商业银行不良贷款率持续攀升，风险化解需求增加。银保监会数据显示，近年受宏观经济下行及金融“去杠杆”的加剧的影响，截至2020年末，我国商业银行不良贷款余额升至2.70万亿元，较上年末增长11.93%，不良贷款率1.84%，较上年末降低0.02个百分点。非银金融机构主要包括信托、金融租赁、证券等机构，近年非银金融机构类信贷业务规模的快速增长为不良资产管理行业的发展提供了较大空间。非金融机构不良资产主要是企业形成的各类坏账，如企业被拖欠的各种货款、工程款等，非金融机构的不良资产总体规模庞大，但分布非常分散，其中规模以上企业是不良资产的主要来源，企业的不良资产质量一般低于金融机构，其不良资产的处置以债务重组为主；近年来非金融机构应收账款规模不断攀升，回收周期不断延长，逐步沉淀形成的坏账对资产及债务重组的需求日益高涨。国家统计局数据显示，截至2019年末，我国工业企业应收票据及应收账款17.40万亿元，较上年末增长4.48%，截至2020年12月末，我国工业企业应收票据及应收账款16.41万亿元，较上年末下降5.68%，系十几年以来首次出现回落。

中游的不良资产管理公司在接收不良资产后进行处置并从中获取收益，不良资产本身的不良属性意味着更大的固有风险和更高的经营专业性要求，不良资产供给的逆周期性和不良资产处置的顺周期性叠加，意味着AMC业务模式的一般逻辑是在经济下行时期布局资产、经济上升时期处置资产，这决定了其业务周期很长、盈利体现很慢，因此不良资产经营处置的专业能力是衡量AMC核心竞争力的重要标准。同时AMC企业自身对经济周期的把控和应对显得更加重要，预期之外的经济周期单边延长或变化会加大其经营风险并带来较大资金压力。

下游投资者是不良资产的最终购买方，主要包括各类投资机构、工商企业及个人等；下游投

资者通过购买、协议受让、参加法院拍卖等获得不良资产，发挥自身的专业优势，对债权、股权及实物资产进行最终消化处置并实现投资回报。

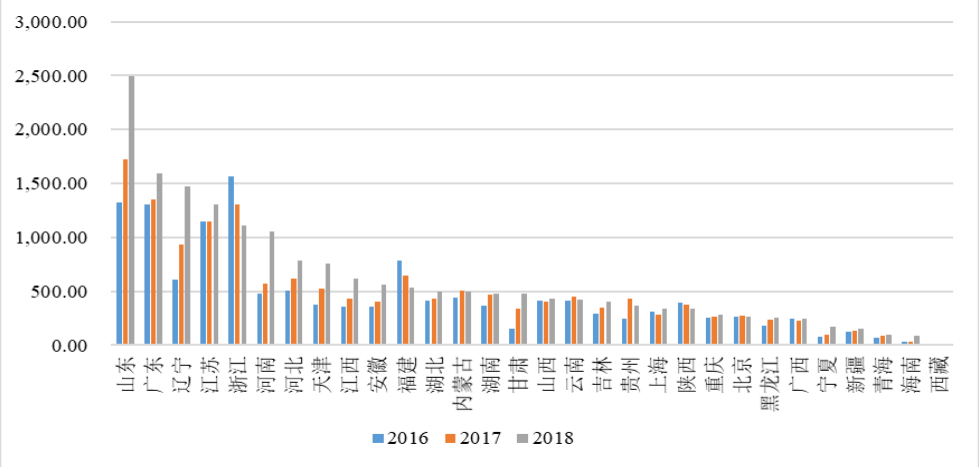
不良资产管理市场格局进一步多元化，市场竞争加剧，地方 AMC 以国有背景为主，区域内地方 AMC 机构数量与银行不良贷款规模基本正相关。

目前，我国不良资产管理市场进入“5+2+银行系 AIC+外资系+N”的市场格局，即华融、长城、东方、信达、中国银河资产管理有限责任公司（2020 年 3 月获批，2020 年 6 月更为现名）五大全国性金融资产管理公司，每省原则上不超过 2 家经银保监会批复的可从事金融企业不良资产批量收购业务的地方资产管理公司（以下简称“地方 AMC”），银行设立的主要开展债转股业务的金融资产投资公司（以下简称“AIC”），外资投资控股的不良资产管理公司，以及众多未获得银保监会批复的内资不良资产管理公司（以下简称“非持牌 AMC”）。以下主要讨论地方 AMC。

联合资信根据《中国地方资产管理行业白皮书》的资料整理，截至 2019 年末，全国共 57 家地方 AMC 企业，较 2018 年末增加 4 家。2020 年以来，根据公开信息，2020 年 4 月，吉林省金融资产管理有限公司被最高人民法院裁定强制解散；2020 年 7 月，海南省获批了第二家地方 AMC——海南新创建资产管理股份有限公司（亦且为首家外资控股的持牌地方 AMC）；2021 年 2 月，吉林省盛融资产管理有限责任公司获得银保监会的资质批复，同时吉林省金融资产管理有限公司的业务资质被取消。截至 2021 年 2 月末，地方 AMC 数量为 58 家，其中浙江、山东、福建、广东因包含计划单列市各有 3 家地方 AMC 企业；其余省级行政区中，除吉林、陕西、河北、贵州、云南、青海、新疆、西藏只有一家地方 AMC 企业外，其余省份均已设立两家地方 AMC 企业。按照不良贷款余额排序，可以看到商业银行不良贷款余额规模靠前的山东、广东、浙江三省都相继成立了第三家地方 AMC 企业来消化当地的不良资产，不良贷款余额第三大的辽宁省正在筹备第三家地方 AMC 企业；云南、吉林、贵州、陕西、青海、新疆、西藏等只设立了 1 家地方 AMC 企业的省份，其省内商业银行不良资产的规模也相对不大；值得关注的是，河北省的不良资产规模相对较大，但至今只有一家持牌的地方 AMC 企业。

从控股结构看，国有背景的地方 AMC 占多数。根据《中国地方资产管理行业白皮书》，截至 2020 年 5 月末，国有控股的地方 AMC 企业 16 家，国有独资的地方 AMC 企业 9 家，约 76% 地方 AMC 的主要股东具有国资背景。

图 1　商业银行不良贷款余额按区域分布图（单位：亿元）



注：2019 年多数区域数据未披露无法同比
资料来源：Wind，联合资信整理

2019 年以来，行业监管趋严，重点转向防范行业风险和市场纠偏，引导不良资产管理公司回归本源和主业，有利于行业规范、健康发展。

监管主体方面，目前地方 AMC 是特许从事金融不良资产批量收购业务的准金融机构，但没有金融机构许可证。因存在监管主体不明确、监管措施不完善等问题，地方 AMC 行业发展在业务模式探索中的“伪创新”层出不穷，行业乱象也暴露出监管缺位的问题。2019 年 7 月，银保监会发布的《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》（银保监办发〔2019〕153 号）（以下简称“153 号文”）明确了目前由银保监会负责制定地方 AMC 的监管规则，各省（区、市）人民政府履行监管责任，各地方金融监管部门具体负责对本区域地方 AMC 的日常监管，包括机构设立、变更、终止、风险防范和处置等。

监管政策方面，行业整体仍处于发展初期，监管环境较为宽松，但 2019 年以来有所趋严。153 号文针对地方 AMC 的一些高风险甚至违规经营行为，强调严格监管，对地方 AMC 资产端相关业务规模有所缩减，强调风险防范和违规处置，重点围绕各种乱象纠偏；出表通道类业务以及投机炒作等“挣快钱”的方式难以为继，行业在牌照端的竞争壁垒弱化，逐渐转向差异化、专业化能力的竞争，要求地方 AMC 构建起不良资产买入环节的估值定价能力，经营环节的运作、服务和价值提升能力，处置环节的多元化手段等一系列专业化经营能力。

地方性政策方面，除个别省份外，大多数地区未有较为详细的指引。近年来江西省、山东省地方金融监管部门先后已发布了地方性的 AMC 监管办法，明确建立风险管控为本的审慎监管，对银保监会划定的地方 AMC 准入门槛进行了细化，对资本充足率要求不低于 12.5%，与《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》保持一致。可见，随着金融监管导向趋严，银保监会对五大 AMC 的监管政策对地方 AMC 监管有一定的风向传导作用。2020 年 4 月，北京市地方金融监督管理局出台了《北京市地方资产管理公司监督管理指引（试行）》，其他省市的地方 AMC 管理办法也有望陆续出台，有利于地方不良资产处置监管更加规范。

行业发展前景广阔，但需不良资产管理公司加强自身专业能力；部分地方 AMC 主业不突出，投资类业务爆发信用风险，加大其业务结构转型压力。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情的持续影响下，不良资产领域的业务发展机会显著增加。2021 年 1 月，中国银保监会办公厅《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》正式批准单户对公不良贷款转让和个人不良贷款批量转让业务试点，且地方 AMC 批量受让个人不良贷款不受区域限制，这进一步拓展了不良资产管理公司的业务范围。但行业在个人不良贷款的转让定价、处置催收、个人信息保护等全新领域仍需逐步探索发展。

但在经济周期下行期间，交易对手信用风险加大，资产包价值可能进一步下行、处置难度加大，对不良资产管理公司的估值定价和存量资产回收产生一定不利影响，加之市场主体扩容加剧行业竞争和行业监管逐步规范，需要不良资产管理公司不断加强自身专业能力。

相比传统金融机构而言，融资难、融资贵问题始终是地方 AMC 的行业瓶颈，较高的融资成本和不良资产处置回收的不确定性叠加，导致地方 AMC 倾向于交易频率较高的短期经营行为，如收益回报较高的固定收益类业务等；加之若股东对地方 AMC 企业设定较高的盈利目标和分红要求，将进一步促使企业选择投资业务、类信贷业务等短平快的非主业业务，从而弱化地方 AMC 化解区域风险的属性。在前期的发展中，部分资产管理公司已经形成了以投资业务、类信贷业务等为主的业务特点，不良资产业务收入占比较低；在当前地方 AMC 行业逐步回归主业的背景下，部分地方 AMC 企业的投资业务仍占比较高，且部分投资资产在经济下行期间爆发了一定的信用风险事件，从而加大相关企业业务结构转型的压力。

（2）区域经济分析

2020 年，山东省经济虽然受新冠疫情等多

重因素影响增速有所放缓，但整体运行平稳；各项经济指标表现良好，为当地金融行业的发展奠定了坚实基础。

山东省地处我国胶东半岛，是我国重要的工业、农业和人口大省。全省土地面积 15.8 万平方公里，占全国的 1.6%。依托于区位优势及丰富的劳动力资源等，山东省产业基础稳固，近年全省经济发展水平维持在全国领先地位，但受新旧动能转换、去产能、环保趋严以及新冠肺炎疫情冲击等因素影响，经济增速逐年下滑。2020 年，山东省各项经济指标表现良好，为当地金融行业发展奠定了坚实基础。

根据山东省统计年鉴（2020 年）和 2020 年山东省国民经济和社会发展统计公报数据统计，2018－2020 年，山东省分别实现地区生产总值 6.66 万亿元、7.11 万亿元和 7.31 万亿元，按可比价格计算，分别较上年增长 6.3%、5.5%和 3.6%。从产业结构看，2020 年山东省第一产业增加值为 0.54 万亿元，同比增长 2.7%；第二产业增加值为 2.86 万亿元，同比增长 3.3%；第三产业增加值为 3.92 万亿元，同比增长 3.9%。三次产业结构由 2019 年的 7.3：39.9：52.8 调整为 7.3：39.1：53.6。

山东省拥有天然的地理区位优势和资源禀赋，矿产资源丰富，全国排名前列。山东省近海海域占渤海和黄海面积的 37%，滩涂面积占全国的 15%，是国内水产品和原盐的主产地之一。2020 年，山东省农林牧渔总产值为 1.02 万亿元，同比增长 3.0%，成为中国首个农业总产值过万亿的省份；粮食总产量 5446.8 吨，同比增长 1.7%，占全国粮食产量的 8.1%；水产品总产量 790.2 万吨，占全国水产品总量的 12.1%。2020 年，山东省工业增加值为 2.31 万亿元，同比增长 3.6%；服务业实现增加值 3.92 万亿元，占全省生产总值比重的 53.6%，较 2019 年提高 0.8 个百分点。

作为我国最早开放的十四个沿海省份之一，山东省市我国对外贸易的重要口岸之一，但近年来受全球经济变化和国内供需变动等因素影响，全省对外贸易情况有所波动。2020 年，山东省进出口总额 2.20 万亿元，同比增长 7.5%。

山东省金融机构众多，五大国有银行和国内主要的股份制银行均在省内设有分行，还有多家城市商业银行、农村商业银行和农村合作银行。近年来山东省金融体系整体向好发展，存贷款总量保持增长。截至 2020 年末，全省金融机构本外币存款余额 1.18 万亿元，较年初增长 13.0%；本外币贷款余额 9.79 万亿元，较年初增长 13.4%，其中普惠小微贷款余额 0.82 万亿元，较年初增长 40.1%。近年来，山东省持续推动不良贷款化解工作，2020 年全省处置不良贷款 2566.8 亿元，年末不良贷款余额较年初减少 511.8 亿元至 1,86.2 亿元，排名由 2018 年末全国首位退居第 4 位；不良贷款率较年初下降 0.86 个百分点至 2.03%，由 2018 年 11 月顶峰的第 5 位退居全国第 12 位；不良贷款和不良率连续第二年实现“双降”。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 366.39 亿元，鲁信集团作为控股股东持有公司 82.28%的股权。由于鲁信集团控股股东和实际控制人为山东省财政厅，故山东省人民政府为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司资本实力很强，业务规模很大，行业竞争力很强；作为山东省首家地方资产管理公司，区域竞争优势明显。

公司作为拥有山东省政府背景的以经营不良资产为主业的地方资产管理公司，在项目获取、融资渠道和人才聚集等方面有着较好的优势。截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 1403.17 亿元，实收资本 366.39 亿元，是国内资产规模最大，资本实力最强的地方资产管理公司。

在项目获取方面，公司作为地方性资产管理公司，获得山东省内地市、区县政府支持，有利于快速熟悉当地政策环境和企业情况，区域竞争力很强。融资渠道方面，公司与多家大型金融机构建立了长期、稳定的战略合作关系，自成立以

来无逾期支付银行贷款本息的情况发生，融资能力很强。公司具有一支从业经验丰富的业务队伍，主要业务骨干具有丰富的投行经验，熟悉境内外资本市场运作，在兼并收购、投资分析、风险投资、项目融资等业务领域具备丰富实践经验。

3. 外部支持

公司股东背景很强，能够在资本补充、业务拓展等方面给予公司很大支持。

公司股东包括鲁信集团、幸福人寿保险股份有限公司、济南财金投资有限公司、青岛城市建设投资（集团）有限责任公司、山东国泰实业有限公司、威海市国有资本运营有限公司和临沂城市建设投资集团有限公司等，股东涵盖了山东省主要省属骨干国有企业和重要区域国有龙头企业，公司在开展业务时能够得到股东的有力支持。公司控股股东鲁信集团作为山东省财政厅的直属企业，近年来不断通过投资新建或参股、控股子公司，对外扩展业务范围，已经成为以基础设施、创业投资、金融服务和文化旅游为主营业务的大型国有投资控股公司。截至2020年12月末，鲁信集团总资产为1911.74亿元，净资产为666.77亿元。2020年，鲁信集团实现营业总收入101.14亿元，净利润23.55亿元。

4. 企业信用记录

根据查询日为2021年5月11日的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91370000326165454D），公司已结清和未结清信贷业务中无关注类或不良类贷款。

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

截至2021年3月末，公司合并口径综合授信额度661.40亿元，其中已使用授信额度190.86亿元，未使用授信余额470.54亿元，间接融资渠道畅通。

七、管理分析

2020年以来，公司管理团队较为稳定；风控制度与内控管理架构无重大变化。

2020年以来，公司管理层较为稳定，除2020年8月，公司2019年度股东大会审议通过委任孔令伟先生为公司董事以及2020年11月经第二届董事会第十六次会议审议通过聘任李东先生为副总经理外，无其他董事、监事及高层管理人员变动。

2020年以来，公司整体风控制度与内控管理架构无重大变化。截至2021年6月末，公司自身无涉及重大诉讼、仲裁和重大行政处罚情况。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业总收入和利润水平同比均有所增长。随着对恒丰银行不良资产的逐步处置，公司不良资产板块收入同比大幅增长；综合金融服务板块、资产管理板块稳步发展。2021年一季度，公司利息支出因债务规模的下降而减少，利润总额同比实现大幅度增长。

公司自2015年成立以来，以不良资产经营为依托，带动资产管理和综合金融服务业务发展，逐步形成了具有自身竞争优势的业务模式。同时为了充分发挥不良资产经营资质的优势，公司联合金融机构、地方政府等多方力量，采取灵活多样的方式，为客户提供量身定制的解决方案，防范和化解地方金融风险。2020年，公司实现营业总收入28.18亿元，同比增长23.51%。随着收购的恒丰银行不良资产逐步处置，2020年公司不良资产板块实现收入40.88亿元，同比大幅增长373.15%；公司对计入交易性金融资产的不良资产再次评估，对该部分资产的公允价值进行了调减，导致该年公允价值变动损益大幅下降（-33.78亿元）。受公司业务发展和投资收益增长影响，2020年，公司实现利润总额9.51亿元，同比增长5.41%。

从收入结构看，2020年，公司主营业务突出，不良资产经营收入仍为公司收入的最主要来源；综合金融服务板块实现收入8.84亿元，同比增长7.94%；资产管理业务板块实现收入8.90亿元，同比增长39.28%。

2021年1－3月，公司实现营业总收入3.46亿元，同比下降3.75%；不良资产板块实现收入0.74亿元；不良资产公允价值变动损益-2.30亿元。随着部分有息债务的偿还，公司债务规模有所下降，2021年一季度，公司利息支出6.07亿元，同比下降22.86%；实现利润总额2.94亿元，同比增长462.41%。

表 3　公司营业总收入结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1－3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不良资产板块	10.83	44.58	8.64	37.90	40.88	145.05	0.74	21.48
综合金融服务板块	10.48	43.15	8.19	35.89	8.84	31.38	1.93	55.68
资产管理板块	3.31	13.62	6.39	28.00	8.90	31.57	2.29	66.04
理财收入	0.95	3.93	0.91	4.00	1.15	4.08	0.14	3.95
利息收入	0.17	0.71	0.17	0.73	2.12	7.53	0.62	17.80
公允价值变动损益	-1.46	-5.99	-1.51	-6.62	-33.78	-119.86	-2.30	-66.31
其他收入	--	--	0.02	0.10	0.07	0.25	0.05	1.36
合计	**24.30**	**100.00**	**22.82**	**100.00**	**28.18**	**100.00**	**3.46**	**100.00**

注：自 2019 年起，公司将部分业务板块进行收入分类调整和更名。其中，原计入“特色投融资板块”的附重组类不良债权收入计入“不良资产板块”，“特色投融资板块”更名为“综合金融服务板块”，其他主营业务收入分类和名称无变更
资料来源：公司提供，联合资信整理

2. 业务分析

（1）不良资产经营业务

2020年，公司收购资产规模较2019年大幅下降，收购不良资产来源仍以金融机构为主；受宏观经济下行等因素影响，资产收购价格出现明显回落；不良资产处置规模同比有所增长，但由于2019年大规模收购恒丰银行不良资产，故2020年末不良资产规模仍很大，不良资产处置效率仍需进一步提升。

不良资产经营业务是指公司根据市场化原则收购出让方的不良资产，对其进行管理、经营，通过回收现金或沉淀资产，实现资产保值、增值的业务。此类业务主要依靠资产组合定价分析衡量收购价格后对不良资产进行打折收购。截至2021年3月末，公司累计收购金融机构不良资产3267.05亿元。

从不良资产的来源看，公司开展不良资产资产收购与处置业务的资产来源包括金融机构不良债权及非金融机构不良债权。金融机构不良债权主要来源为包括国有银行、股份制银行等在内的银行金融机构。非金融机构不良债权主要包括非金融企业债权、金融机构如信托公司、银行等作为中间人受托管理的其他法人或自然人财产所形成的不良资产，如委托贷款、信托贷款。

公司不良资产经营的业务模式主要包括以下两种：一是收购处置类，二是收购重组类。2020年，随着公司对恒丰银行不良资产处置的进行，收购处置类业务收入同比大幅增长572.24%，占不良资产经营业务收入比重提升至95.03%。

表 4　不良资产经营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1－3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
收购处置类	8.62	79.57	5.78	66.85	38.85	95.03	0.53	71.92
收购重组类	2.21	20.43	2.87	33.15	2.03	4.97	0.21	28.08
合计	**10.83**	**100.00**	**8.64**	**100.00**	**40.88**	**100.00**	**0.74**	**100.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

在不良资产收购前期，需2名或以上业务人员形成项目小组，在银行客户经理的陪同下对资产包内的债务人、担保人逐一走访，以形成对资产包的详细了解。业务部门接触项目后，部门内部对项目进行初步审查，完成初审后认为项目可行的，报分管公司领导审核，分管领导认为可以继续推进的，由业务部门撰写《项目立项报告》，报公司总经理办公会立项。项目立项通过后，业务部门负责根据立项意见，开展项目尽职调查等后续工作。

在收购环节，公司结合前期尽职调查情况，综合考虑项目的利润回报要求，必要时依托第三方中介机构的专业能力进行定价。在处置环节，公司会根据单笔不良资产的情况采取催收、诉讼、重组、债务更新、清算、转让等多种处置手段。

表 5　不良资产经营业务开展情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
收购金额	234.04	1752.92	189.39	27.35
收购成本	97.34	893.40	44.79	9.94
处置金额	246.63	381.94	487.85	39.43
累计处置金额	813.54	1204.11	1691.96	1731.38
现金回收金额	96.81	230.56	230.29	23.63
累计现金回收金额	262.84	504.33	734.62	758.25
不良资产余额	438.42	1846.20	1547.74	1535.67
资产回收率	64.98	39.48	52.23	53.00
现金回收率	32.31	41.88	43.42	43.79
当期折扣率	41.59	50.97	23.65	36.34

注：1. 收购金额指公司收购的不良资产包下所对应的每个标的债权本息合计金额，收购成本指公司为收购上述资产包所付出的成本；2. 资产回收率＝累计处置金额／累计收购金额；3. 现金回收率＝累计现金回收金额／累计处置金额；4. 当期折扣率＝收购成本／收购金额
资料来源：公司提供，联合资信整理

2019年，公司与恒丰银行签订资产转让合同，恒丰银行转让债权本金余额、风险敞口余额以及未偿价款金额共计1438.90亿元，转让对价799.57亿元。2020年，公司不良资产收购规模大幅下降。业务开展以处置存量不良资产为主，收购资产折扣率同比下降27.32个百分点至23.65%。公司存量不良资产规模仍然很大，后续仍需对资产处置的情况给予关注。

从不良资产的行业分布看，公司收购不良资产以工业生产性行业为主，同时包含贸易、服务等行业。从不良资产的区域分布看，由于2019年收购大量恒丰银行不良资产，公司不良资产包分布区域扩大至全国，截至2020年末，山东省、西南地区、华北地区（除山东省）分别占比38.59%、32.60%和15.76%。

2021年一季度，公司共处置不良资产39.43亿元。截至2021年3月末，公司累计处置资产1731.38亿元，累计回收率小幅提升至53.00%；累计现金回收758.25亿元，现金回收率为43.79%。

（2）综合金融服务业务

2020年，公司继续差异化开展综合金融服务业务，扩充业务边界；受宏观经济下行影响，公司部分投资项目出现逾期，需对相关项目的回收情况给予关注。

综合金融服务业务是公司自身依托不良资产经营这一核心业务，差异化开展投融资业务的别称。随着综合金融服务业务的开展，公司进一步扩充了业务边界，丰富了收入来源。目前，该类业务主要包括以下类型：基于不良资产的追加投资业务、债转股业务、股权投资业务、困难企业救助业务、资产证券化业务。2020年公司综合金融服务业务收入8.84亿元，同比增长7.94%。

公司基于不良资产的追加投资业务主要对象为一些行业成长性高、企业质地优良但短期内面临一定财务困境的企业，公司通过股权投资、债权转股权等方式获得相应股权资产后，再通过企业经营资产置换重组等方式提升股权价值，在股权退出后实现投资增值获取收益。

针对在不良资产经营过程中发现的、存在价值提升空间的资产和存在短期流动性问题的企业进行债权投资包括委托贷款、信托贷款等形式为企业减轻债务负担、提供流动性支持，通过债权投资公司获取固定收益。对出现财务困难或经营危机的问题企业，公司综合运用“债务重组、资产重组、企业重组、市场化债转股”等专业技术手段，发挥不良资产收购功能和投资投行优势，帮助问题企业摆脱困境、盘活资产，同时在提供专业化服务过程中取得相应的固定收益或超额收益。山东省上市公司较多，公司通过与银行、证券公司等中介结构合作获取项目信息，建立包括定增等投融资项目在内的项目库，对项目库中企业以参与定向增发的形式进行投资支持；为增强流动性，公司对收购的不良资产和经营性资产进行筛选后，重新组成符合证券化条件的资产池，联合信托、证券、金交所或互联网金融等机构，发行资产证券化产品。

在投资决策方面，公司综合金融服务一般投资按照设定权限进行审批，由项目审核委员会会最终审批，金额若超过 3 亿元，根据股东大会授权，需经董事会业务决策委员会审批。

截至2020年末，公司综合金融服务业务投资余额94.14亿元，同比增加32.76%，其中93.52亿元为固定收益类项目，0.62亿元为股权类项目。2020年以来，在宏观经济下行、信用风险持续暴露的环境下，公司部分投资项目出现逾期的风险，涉及项目2个，公司已针对相关投资资产计提减值准备2.71亿元，同时提起了诉讼并采取了相应的财产保全措施。

表 6　公司综合金融服务业务情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
当期投放金额	98.07	69.39	115.68	16.26
当期回收金额	107.46	95.57	92.45	32.36
期末投资余额	132.89	70.91	94.14	78.04

注：2019 年山东金融资管业务口径发生调整，2018 年数据为旧口径数据，2019 年、2020 年及 2021 年一季度数据为新口径数据。新口径数据不包括原计入“特色投融资”板块的附重组类不良债权。
资料来源：公司提供，联合资信整理

表 7　公司综合金融服务业务前五大投资情况（单位：亿元）

投资标的	类别	截至 2021 年 3 月末余额	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	5.00	2 年
合计	--	**33.00**	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2021年3月末，公司综合金融服务业务前五大投资均为委托贷款，相关项目未有逾期情况发生，但仍需对委托贷款业务的相关情况给予关注。

从退出方面看，公司对所投资项目具有较强的把控力，能够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，实现在风险可控、收益可观的同时兼顾流动性需求。总体看，公司综合金融服务能够获得稳定的收益，但在监管趋严的情况下，面临一定的调整压力。

（3）资产管理业务

2020年，公司继续围绕基金运营开展资产管理业务收入，基金管理收入同比有所增长。

公司资产管理业务板块主要为基金运营业务，由子公司汉裕资本及鲁信资本运营。公司高度重视资产管理业务的基金化运作，推动“大

资管”平台建设，通过加强与地方平台、金融机构和社会专业资本的合作，先后设立了包括地方企业重组发展基金、金融资产投资基金、房地产重整基金等多只基金。除基金管理业务外，公司资产管理业务还包括针对自金融机构及非金融机构收购的不良债权资产从接收开始的时效、保全等全过程进行分类管理，实现价值发现。依托专业化不良资产经营团队，可提供资产托管、企业托管、破产清算及重整、重组顾问及担任破产管理人等业务。2020 年和 2021 年一季度，公司资产管理业务板块分别实现收入 8.90 亿元和 2.29 亿元，占营业总收入比重分别为 31.57%和 66.04%；2021 年一季度，该业务板块收入占比最高。

公司充分发挥地方政府与社会力量，与山东省主要地市平台公司、行业龙头企业发起设立地方金融稳定与产业转型基金。公司先后设立了企业重组发展基金、金融资产投资基金、房地产重整基金等 60 只基金，其中通过汉裕资本和鲁信资本所管理的基金数量为 57 只，通过即墨市资产管理基金 3 只。在基金运营方面，公司一方面以 LP 角色进行投资，获取基金固定或超额收益分红；另一方面，汉裕资本和鲁信资本作为基金 GP，通过对基金的运营管理，赚取基金管理费用。在会计处理方面，公司将未达到控制条件的基金出资计入可供出售金融资产科目，自 2021 年起，因会计政策变更，计入交易性金融资产和债权投资科目。截至 2021 年 3 月末，公司基金认缴规模为 549.92 亿元，实缴规模 180.03 亿元。

3. 未来发展

公司未来发展战略符合自身优势和特点，具有较好发展前景。

公司以“打造成为地方不良资产经营的领先者，具有竞争优势的特色金融企业”为愿景，保持地方资产管理公司的领先地位。以“防范化解区域金融风险、提供差异化的资产管理服务、创造可持续的资本回报、构建共同成长的发展平台”为使命，通过提升不良资产处置能力，探索可持续商业盈利模式。具体措施主要包括以下三方面：

一是积极探索多元不良资产处置模式，推动业务结构从“资金驱动”向“资金+服务”驱动转型。聚焦区域内风险化解需求，通过完善银行总对总、四大AMC及其他地方AMC合作、二级投资者合作网络等，强化主动获取资产的能力；打造多元化债权处置手段，积极探索“三重”创新处置模式和“不良资产配资”业务模式；协同省内城、农商行探索“轻资产运营”模式，做大自身收入，受托资产的处置、托管，投资顾问咨询业务，提升全面服务能力。二是积极培育特殊机遇股权投资业务及特殊机遇物权业务。以区域纾困为目的，聚焦山东省产业转型诉求，培育特殊机遇股权业务，助力问题企业盘活资产、服务于省内动能转换；在服务手段上，围绕省内需求重点突破债转股、并购重组，远期择机布局资本市场投资，进而形成综合投行化服务能力；以特殊机遇物权作为机会型业务，结合疫情影响及省内新旧动能转换机遇，重点关注烂尾楼盘活，工业、商业地产及产业并购整合机遇。三是加快省外展业步伐，把握区外不良资产增长红利。优先加快上海业务部建设，打造辐射域外市场的根据地。在总部辐射的基础上，远期在重点省份筹备当地业务团队，以结构化业务为突破，进而打造自主处置能力，形成属地下沉。四是围绕山东金融资产打造不良资产经营六大“生态圈”。打造不良资产六大“生态圈”，包括资产圈、服务圈、投资圈、资金圈、行政圈和科技圈，通过资源整合实现合作共赢，进而保障AMC服务产业转型、化解风险使命的实现。设立中台运营中心，统筹管理生态圈。五是围绕全生命周期资产开展投资。加大对各行业下优质资产到问题资产再到不良资产全生命周期的前瞻分析和科学研判，打造全生命周期资产经营。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018－2020 年审计报告以及 2021 年一季度财务报表，天健会计师事务所（特

殊普通合伙）对 2018 年财务报表进行审计；信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对 2019 年和 2020 年财务报表进行审计，上述财务报表均由相应审计机构出具了标准无保留审计意见的审计报告；2021 年一季度财务报表未经审计。

公司 2020 年无重要会计政策及会计政策变更。根据财政部新修订金融工具相关会计准则（以下简称“新金融工具准则”）要求，公司于 2021 年 1 月 1 日开始执行新金融工具准则。根据新金融工具会计准则的衔接规定，公司无需重述前期可比数，首日执行新准则与原准则的差异调整 2021 年期初留存收益或其他综合收益，并于 2021 年一季报起按新准则要求进行会计报表披露，不重述 2020 年末可比数。

综上，公司财务数据可比性一般，受 2019 年增资和大规模收购恒丰银行不良资产影响，部分科目在数值上较 2018 年末变化较大。同时因公司于 2021 年实行新金融工具准则，亦使 2021 年一季度部分资产负债表科目数据与 2020 年末不可比。

截至 2020 年末，公司资产总额 1424.99 亿元，负债总额 944.61 亿元，所有者权益 480.38 亿元（含少数股东权益 1.10 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 28.18 亿元，利润总额 9.51 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 1403.17 亿元，负债总额 926.87 亿元，所有者权益 476.30 亿元（含少数股东权益 1.11 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 3.46 亿元，利润总额 2.94 亿元。

2. 资产质量

2020 年，随着公司对不良资产的处置，资产规模有所下降；资产构成以收购的不良资产、投资资产以及货币资金为主。考虑到公司存量的不良资产规模很大且不良资产处置存在较大的周期性和不确定性，整体资产质量一般。

公司资产结构以市场化收购的不良资产包、综合金融服务业务以及资产管理业务投资资产为主，另有部分货币资金、债权投资、长期股权投资。截至 2020 年末，公司资产总额 1424.99 亿元，较上年末下降 11.99%，随着公司对收购的恒丰银行不良资产的处置，资产规模有所下降。

表8 资产结构（单位：亿元、%）

项 目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	15.76	3.88	112.57	6.95	155.07	10.88	173.85	12.39
交易性金融资产	--	--	--	--	--	--	626.11	44.62
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	90.30	22.25	807.82	49.89	625.07	43.86	--	--
债权投资	--	--	--	--	--	--	84.85	6.05
可供出售金融资产	70.73	17.43	116.25	7.18	93.61	6.57	--	--
长期股权投资	12.36	3.04	380.05	23.47	398.60	27.97	398.13	28.37
其他类资产	216.75	53.40	202.51	12.51	152.64	10.71	120.23	8.57
其中：一年内到期的非流动资产	55.28	13.62	79.23	4.89	42.69	3.00	65.81	4.69
其他流动资产	35.19	8.67	51.72	3.19	64.15	4.50	39.76	2.83
其他非流动资产	124.81	30.75	32.08	1.98	34.40	2.41	1.87	0.13
资产总额	**405.91**	**100.00**	**1619.19**	**100.00**	**1424.99**	**100.00**	**1403.17**	**100.00**

资料来源：公司审计及财务报告，联合资信整理

截至 2020 年末，公司货币资金 155.07 亿元，较上年末增长 37.75%，货币资金增量主要为不良资产处置所获得资金。公司货币资金主要为银行存款，截至 2020 年末，公司银行存款 117.57 亿元，占货币资金的比例为 75.82%；其他货币资金 37.50 亿元，主要为结构性存款产品、通知

存款以及少部分银行理财产品。截至 2020 年末，公司货币资金无抵押或冻结等使用受限的情况。

公司将通过市场化收购方式购入的不良资产和用于国债逆回购的交易性债券投资计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。随着公司对 2019 年购入的恒丰银行不良资产持续处置，截至 2020 年末，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 625.07 亿元，较上年末下降 22.62%。2021 年度，公司实施新金融工具准则，将以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产重分类至交易性金融资产科目。

公司将参与股票定增业务和出资设立但未达到控制条件的基金出资余额计入可供出售金融资产科目。近年来，公司以不良资产经营业务为核心，差异化开展综合金融服务业务，以拓展业务边界，丰富收入渠道，可供出售金融资产规模波动增长。截至 2020 年末，公司可供出售金融资产余额 93.61 亿元，较上年末下降 19.48%。2021 年度，发行人实施新金融工具准则，将可供出售金融资产调整至交易性金融资产、债权投资等科目。

公司长期股权投资主要为对联营和合营企业的投资。截至 2020 年末，公司长期股权投资余额 398.60 亿元，较上年末增长 4.88%。

公司其他类资产主要为应收款项类投资，为综合金融服务业务产生的应收款项类投资和收购的不良债权资产，其中综合金融服务业务产生的应收款项类投资为投放的委托贷款、信托计划及资管产品。同时，公司按存续周期和剩余期限分别划分至一年内到期的非流动资产、其他流动资产和其他非流动资产中。为完成恒丰银行不良资产收购，2019 年综合金融服务当期投放规模有所下降，但在 2020 年明显回升。截至 2020 年末，公司其他类资产净额为 152.64 亿元，其中，应收款项类投资余额 139.96 亿元，计提减值准备余额 5.13 亿元，计提比例一般。2021 年度，发行人实施新金融工具准则，将应收款项类投资计入债权投资等科目。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额 1403.17 亿元，较上年末下降 1.53%。因公司于 2021 年开始采用新金融工具准则，将以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和可供出售金融资产重分类至交易性金融资产和债权投资中，截至 2021 年 3 月末，公司交易性金融资产和债权投资分别为 626.11 亿元和 84.85 亿元，占资产总额的比重分别为 44.62%和 6.05%。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020 年，公司所有者权益变化不大，稳定性较好。

截至 2020 年末，公司所有者权益 480.38 亿元，较 2019 年末基本持平；其中实收资本 366.39 亿元，占比 76.27%；资本公积 102.08 亿元，占比 21.25%；其余科目占比均较小。截至 2020 年末，公司未分配利润 10.58 亿元，较上年末增长 68.74%。总体看，2020 年，公司所有者权益稳定性仍保持在较好水平。2020 年，公司分红 4.44 亿元，占比 2019 年归属于母公司所有者净利润的 69.69%，利润分配力度较大。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 476.30 亿元，较 2020 年末小幅下降，主要系公司于 2021 年执行新金融工具准则，转换调整未分配利润期初数所致；其他科目均较年初变化不大。

（2）负债

2020 年，公司负债规模随着债务偿还呈下降态势，整体杠杆水平一般；短期债务规模大，需关注公司的流动性管理情况以及未来专项资金到期后的财务安排。

公司负债主要由银行借款、应付债券以及长期应付款（专项资金）构成。截至 2020 年末，公司负债总额 944.61 亿元，较上年末下降 17.04%，主要系公司偿还部分专项资金所致。

表 9　负债结构（单位：亿元、%）

项　目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比	余额	占比
借款	218.78	76.32	207.57	18.23	178.65	18.91	185.15	19.98
其中：短期借款	18.42	6.43	1.24	0.11	20.52	2.17	28.50	3.07
长期借款	200.36	69.90	206.33	18.12	158.13	16.74	156.65	16.90
其中：一年内到期的长期借款	35.12	12.25	100.54	8.83	37.45	3.96	36.90	3.98
其他应付款	13.99	4.88	112.33	9.87	25.43	2.69	20.54	2.22
应付债券	50.00	17.44	115.00	10.10	121.00	12.81	119.00	12.84
其中：一年内到期的应付债券	--	--	14.00	1.23	36.00	3.81	34.00	3.67
长期应付款	--	--	700.26	61.50	600.34	63.55	600.32	64.77
其中：一年内到期的长期应付款	--	--	--	--	200.34	21.21	200.32	21.61
其他类负债	3.89	1.36	3.45	0.30	19.19	2.03	1.86	0.20
负债总额	**286.66**	**100.00**	**1138.61**	**100.00**	**944.61**	**100.00**	**926.87**	**100.00**

资料来源：公司审计及财务报告，联合资信整理

2019 年，公司通过加大长期借款和债券发行力度以匹配不良资产处置造成的长期资金占用，2020 年该情况有所转变，公司借款规模有所下降。截至 2020 年末，公司借款余额 178.78 亿元，其中长期借款占比 88.51%；应付债券余额 121.00 亿元，较上年末增长 5.22%，其中一年内到期应付债券占比 29.75%。

2019 年，公司其他应付款主要为应付不良资产收购款，2020 年，因公司完成了对大部分相应款项的支付，其他应付款由 2019 年末的 112.33 亿元降至 25.43 亿元，降幅 77.36%；应付不良资产收购款由 2019 年末的 95.01 亿元降至 3.95 亿元，降幅 95.84%。

表 10　债务及杠杆水平（单位：亿元、%）

项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期债务	53.54	115.78	309.31	299.72
长期债务	215.24	907.05	605.68	604.75
全部债务	268.78	1022.83	914.99	904.47
资产负债率	70.62	70.32	66.29	66.06
长期债务资本化比率	64.35	65.37	55.77	55.94
全部债务资本化比率	69.27	68.03	65.57	65.50

资料来源：公司审计及财务报告，联合资信整理

表 11　截至 2021 年 3 月末公司全部债务到期期限结构（单位：亿元、%）

到期期限	金额	占比
1 年内	299.72	33.14
1~2 年（含 2 年）	320.49	35.43
2~3 年（含 3 年）	184.26	20.37
3 年以上	100.00	11.06
合计	**904.47**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司长期应付款主要为专项资金。公司拟分期对专项资金进行偿还，因 2020 年需偿还规模较大，对公司该年的债务结构造成重大影响，截至 2020 年末，公司全部债务 914.99 亿元，较上年末减少 10.54%，其中长期和短期债务分别占比 66.20%和 33.80%。从杠杆水平看，截至 2020 年末，公司资产负债率为 66.29%，较 2019 年末下降 4.03 个百分点。随着长期债务规模的下降，2020 年末，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均较 2019 年末有所下降。

2020 年以来，公司有息债务规模整体呈下

降态势，2021 年该趋势随着对专项借款的偿还仍将延续。截至 2021 年 3 月末，公司负债 926.87 亿元，较 2020 年末小幅下降，整体负债结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

2020 年，公司各业务发展良好，营业总收入和利润水平同比均有所增长，盈利水平有所提升，但整体盈利能力仍属一般。2021 年一季度，公司营业收入同比小幅下降，利润总额因利息支出下降同比大幅增长。

公司营业总收入主要由综合金融服务业务、基金分红和基金管理人管理费组成的投资收益，以及不良资产处置收益组成。2020 年，公司营业总收入 28.18 亿元，同比增长 23.51%；其中不良资产处置收入 40.83 亿元，同比增长 372.87%，主要系不良资产逐步处置所致；对应不良资产评估后的公允价值损益大幅下滑，2020 年为-33.78 亿元，较 2019 年下降 32.27 亿元。2020 年，考虑公允价值变动损益后的不良资产处置收入为 7.05 亿元，同比基本持平。2020 年，公司计入营业总收入的投资收益同比增长 25.09%，综合金融服务业务和资产管理业务收入同比均有所增长；未计入营业总收入投资收益 18.31 亿元，主要来源于公司收购恒丰银行股份，权益法核算的长期股权投资收益增长。

公司营业成本主要为财务费用。2019 年，因公司业务规模快速增长，对资金需求增加，有息债务规模扩大；2020 年计入财务费用的利息支出 29.67 亿元，同比大幅增长 120.65%。随着公司对不良资产处置力度的扩大，2020 年，公司管理费用支出 4.72 亿元，同比增长 264.67%。公司严格按照监管要求计提减值准备，2020 年计提资产减值损失 2.50 亿元，其中对应收款项类投资计提减值损失 2.54 亿元。

受上述情况综合影响，2020 年，公司实现利润总额 9.51 亿元，同比增长 5.41%；净利润 11.24 亿元，同比增长 71.96%；盈利指标方面，2020 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 0.74%和 2.34%，同比分别上涨 0.09 个和 0.16 个百分点。

与样本企业相比，公司收益率低于样本企业平均值，盈利能力一般；资产负债率适中。

2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 3.46 亿元，同比下降 3.75%；营业总成本 6.43 亿元，同比下降 21.08%，其中财务费用 6.07 亿元，同比下降 22.86%；实现利润总额 2.94 亿元，同比增长 462.41%，系投资收益的增长以及财务费用利息支出的减少综合作用所致。

表 12 营业收入情况与收益指标（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
营业总收入	**24.30**	**22.82**	**28.18**	**3.46**
其中：投资收益	15.58	14.63	18.30	/
不良资产处置	8.62	8.64	40.83	/
公允价值变动损益	-1.46	-1.51	-33.78	/
营业总成本	**12.85**	**15.16**	**34.71**	**6.43**
其中：管理费用	1.14	1.29	4.72	0.29
财务费用	11.31	13.45	29.67	6.07
投资收益	0.24	0.84	18.31	5.91
资产减值损失	1.87	-0.32	2.50	0.00
利润总额	**10.56**	**9.02**	**9.51**	**2.94**
净利润	7.41	6.54	11.24	2.84
总资产收益率	1.97	0.65	0.74	0.20
净资产收益率	6.24	2.18	2.34	0.59
营业利润率	43.47	39.73	33.73	84.87

注：2021 年 1－3 月相关指标未年化
资料来源：公司审计及财务报告，联合资信整理

表 13　截至 2020 年末公司同业企业财务指标比较（单位：亿元、%）

项目	净资产收益率	总资产收益率	营业利润率	资产负债率
陕西金融资产管理股份有限公司	10.22	3.41	46.46	70.20
河南资产管理有限公司	6.90	2.57	35.64	63.68
江西省金融资产管理股份有限公司	10.43	1.63	32.34	86.51
湖北天乾资产管理有限公司	9.32	3.13	41.92	69.68
国厚资产管理股份有限公司	8.00	2.65	35.40	64.19
上述样本企业平均值	**8.87**	**2.68**	**38.35**	**70.85**
山东资管	2.34	0.74	33.73	66.29

资料来源：公司财务报告、公开资料，联合资信整理

5. 现金流

2020 年，公司现金流活动逐步恢复正常，经营活动现金流由负转正；投资活动现金流虽仍呈净流出状态，但流出规模大幅减少；筹资活动现金流由正转负，期末现金及现金等价物有所增长。总体看，2019 年项目投资对公司现金流的影响逐渐减弱。

公司主营业务产生现金流入和流出，在现金流量表的会计核算中分别计入“收到其他与经营活动有关的现金”和“支付其他与经营活动有关的现金”科目。2019 年，公司因业务拓展需要，项目投资大幅增加。2020 年，公司经营活动产生的现金流量逐步恢复正常水平，经营活动现金流净额较 2019 年增加 825.05 亿元。

在投资活动现金流方面，公司因业务发展需要导致 2019 年投资活动现金流净额为负，2020 年已基本恢复正常。

2019 年，公司因增资扩股和收购恒丰不良资产收到大量现金，筹资活动现金流量净额大幅增长，2020 年，该情况亦逐步恢复。

2021 年一季度，公司经营和投资活动现金流均呈净流入态势。受上述情况影响，截至 2021 年 3 月末，公司现金及现金等价物余额 173.85 亿元，较 2020 年末增长 12.11%。

表14　公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动产生的现金流量净额	-18.35	-632.25	192.80	35.30
投资活动产生的现金流量净额	-19.87	-367.94	-7.44	0.17
筹资活动产生的现金流量净额	32.64	1097.00	-142.86	31.40
现金及现金等价物净增加额	-5.58	96.80	42.50	18.79
期末现金及现金等价物余额	15.76	112.57	155.07	173.85

资料来源：公司财务及审计报告，联合资信整理

6. 偿债能力分析

2020 年，公司短期偿债指标表现有所减弱但仍属尚可，长期偿债指标表现一般；考虑到公司股东对公司支持力度大，自身资本实力很强且区域地位突出等优势，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，2020 年，公司流动比率虽然较 2019 末有所下降但仍处较好水平；筹资前净现金流对流动负债的保障程度有较大改善；由于短期债务大幅增长，导致现金及现金等价物对短期债务的保障程度有所下降，对公司不良资产处置能力、资金回笼速度以及流动性管理能力提出了更高要求。

从长期偿债指标看，2020 年，筹资前现金流对全部债务的覆盖程度有所提升；EBITDA 为 39.27 亿元，同比增长 74.64%；因债务规模扩大，利息支出增长，EBITDA 对利息支出的覆盖程度有所下降，但仍处于较好水平；全部债务增长对全部债务/EBITDA 这一指标的影响已于 2019 年体现，因而 2020 年随着 EBITDA 的增长，全部

债务/EBITDA 有所改善。

表 15　公司主要偿债能力指标

项目		2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	275.43	468.41	261.71	281.26
	筹资前净现金流流动负债比（%）	-53.52	-431.94	54.69	11.01
	现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.29	0.97	0.50	0.58
长期偿债能力指标	筹资前现金流入量/全部债务（%）	85.05	34.69	52.28	8.36
	EBITDA（亿元）	21.83	22.49	39.27	9.06
	全部债务/EBITDA（倍）	12.31	45.49	23.30	99.83
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.94	1.67	1.32	1.49

资料来源：公司审计及财务报告，联合资信整理

十、存续期内债券偿还能力分析

2020 年，公司期末现金及现金等价物对本年度剩余应到期债券本金的保障效果很好，现金流对未来待偿债券本金峰值的保障效果很好，但利润指标对未来待偿债券本金峰值的保障效果一般，考虑到公司股东背景很强，自身资本实力很强，融资渠道畅通，综合看，公司对存续债券的偿还能力极强。

截至本报告出具日，公司存续债券合计120.50亿元，本年度剩余应到期债券余额10.00亿元，未来待偿债券本金峰值为80.00亿元（含行权）。2020年末现金及现金等价物余额对本年度剩余应到期债券余额的保障效果很好，筹资活动前现金流入量和筹资活动前现金流净额对未来待偿债券本金峰值的保障效果很好，但EBITDA对未来待偿债券本金峰值的保障效果一般。公司对存续债券保障情况见下表：

表 16　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

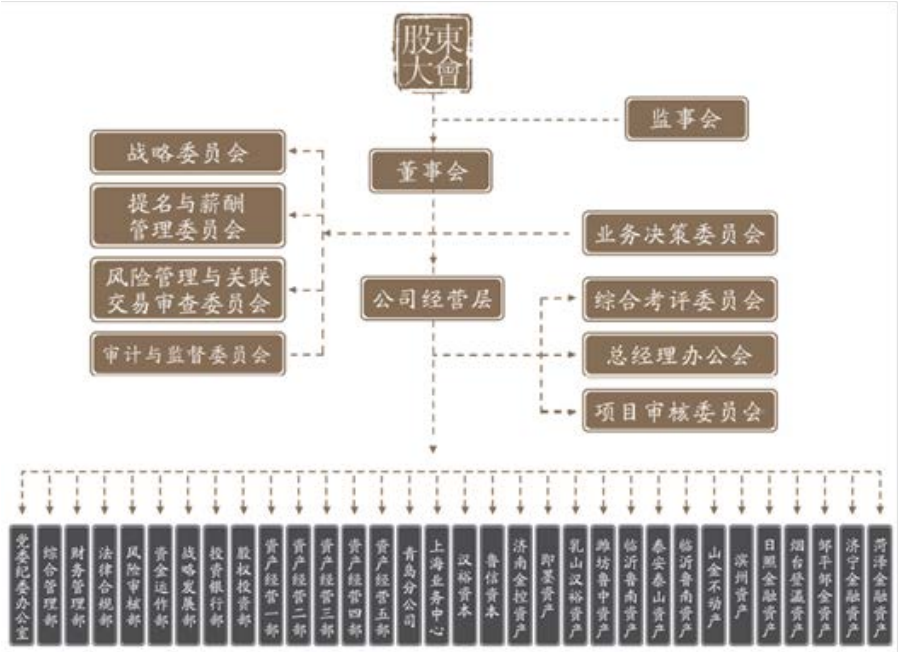
项 目	指标值
本年度剩余应到期债券余额	10.00
未来待偿债券本金峰值	80.00
期末现金及现金等价物余额/本年度剩余应到期债券余额	15.51
筹资活动前现金流入量/未来待偿债券本金峰值	5.98
筹资活动前现金流净额/未来待偿债券本金峰值	2.32
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.49

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 筹资活动前现金流入量、筹资活动前现金流净额、EBITDA 均使用 2020 年财务数据
资料来源：Wind，联合资信整理

十一、 结论

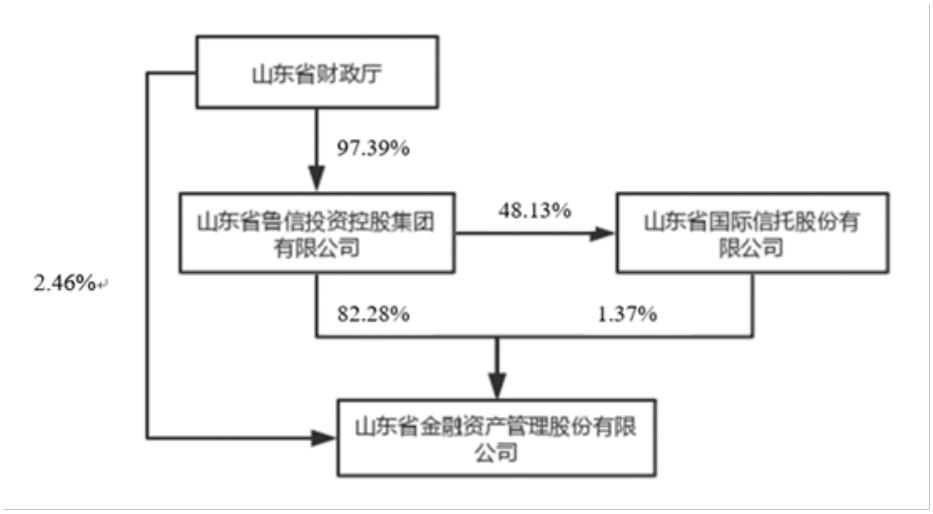
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“18山东金融MTN001”和“20山东金融MTN001”的信用等级AAA，评级展望为稳定。

附件 1　截至 2021 年 3 月末
山东省金融资产管理股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1　截至 2021 年 3 月末
山东省金融资产管理股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 2-2　截至 2021 年 3 月末
山东省金融资产管理股份有限公司股权结构表

股东	持股类型	出资额（亿元）	股权比例（%）
山东省鲁信投资控股集团有限公司	B：5.00 亿元 C：296.49 亿元	301.49	82.28
济南财金投资有限公司	C	10.00	2.73
山东省财政厅	A	9.00	2.46
山东省国际信托股份有限公司	C	5.00	1.36
中油资产管理有限公司	C	4.00	1.09
烟台信贞添盈股权投资中心（有限合伙）	C	4.00	1.09
幸福人寿保险股份有限公司	C	3.20	0.88
青岛城市建设投资（集团）有限责任公司	C	3.20	0.88
山东国泰实业有限公司	C	3.20	0.88
威海产业投资集团有限公司	C	3.00	0.82
日照市经济开发投资有限公司	B	3.00	0.82
东营市财金发展有限公司	B	3.00	0.82
潍坊市资产管理有限公司	B	2.50	0.68
黄河三角洲建设开发集团有限公司	B：1.00 亿元 C：1.00 亿元	2.00	0.55
济宁市惠达投资有限公司	B	1.50	0.41
山东省财欣资产运营有限公司	A	1.00	0.27
聊城市财金建设发展有限公司	C	1.00	0.27
枣庄同兴股权投资管理有限公司	B	1.00	0.27
泰安市东岳金财投资有限公司	B	1.00	0.27
淄博市金融控股有限公司	B	1.00	0.27
德州市财金投资有限公司	B	1.00	0.27
菏泽城投控股集团有限公司	B	1.00	0.27
烟台市财金发展投资集团有限公司	B	1.00	0.27
临沂城市建设投资集团有限公司	C	0.30	0.08
合计		**366.39**	**100.00**

注：1. 根据公司章程规定，公司发行的 A 类和 B 类股按照特定的股息率参与公司利润分配，领取公司规定的股息后不参与公司的剩余利润分配，其中 A 类的股息率为 2.25%；B 类股股息率为上一年度 12 月 31 日中国人民银行 1 年期基准贷款利率。A 类及 B 类股东分别放弃对除公司合并、分立、解散、清算、变更公司形式或者修改章程中涉及 A 类、B 类股有关事项，以及 A 类、B 类股股份转换为 C 类股股份之外的其他职权的表决权，且享有较 C 类股权更优先的公司税后利润的分配顺序；C 类股权能够行使公司章程规定的全部职权，并有权获配至少 50%的剩余股利
资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
财务数据				
资产总额（亿元）	405.91	1619.19	1424.99	1403.17
所有者权益（亿元）	119.25	480.58	480.38	476.30
短期债务（亿元）	53.54	115.78	309.31	299.72
长期债务（亿元）	215.24	907.05	605.68	604.75
全部债务（亿元）	268.78	1022.83	914.99	904.47
营业总收入（亿元）	24.30	22.82	28.18	3.46
利润总额（亿元）	10.56	9.02	9.51	2.94
EBITDA（亿元）	21.83	22.49	39.27	9.06
筹资前净现金流（亿元）	-38.22	-1000.19	185.36	35.47
财务指标				
营业利润率（%）	43.47	39.73	33.73	84.87
总资产收益率（%）	1.97	0.65	0.74	0.20
净资产收益率（%）	6.24	2.18	2.34	0.59
资产负债率（%）	70.62	70.32	66.29	66.06
全部债务资本化比率（%）	69.27	68.03	65.57	65.50
长期债务资本化比率（%）	64.35	65.37	55.77	55.94
流动比率（%）	275.43	468.41	261.71	281.26
筹资前净现金流流动负债比（%）	-53.52	-431.94	54.69	11.01
现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.29	0.97	0.50	0.58
筹资前现金流入量/全部债务（%）	85.05	34.69	52.28	8.36
EBITDA 利息倍数（倍）	1.94	1.67	1.32	1.49
全部债务/EBITDA（倍）	12.31	45.49	23.30	99.83

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据均指合并口径；2. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化
资料来源：公司提供，联合资信整理

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	
年均增长率或变动率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
盈利指标	
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
总资产收益率	当期净利润/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×100%
净资产收益率	当期净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（全部债务+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%
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%
筹资前净现金流流动负债比	筹资前净现金流/流动负债合计×100%
期末现金及现金等价物余额/短期债务	期末现金及现金等价物余额/短期债务
长期偿债能力指标	
筹资前现金流入量/全部债务	（经营活动现金流入量+投资活动现金流入量）/全部债务
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA

注：短期债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债中的有息债务+其余负债科目里的短期有息债务
长期债务=长期借款+应付债券+其余负债科目里的长期有息债务
全部债务=短期债务+长期债务
筹资前净现金流=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销
利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。