

联合资信评估有限公司

承诺书

本机构承诺出具的山东省金融资产管理股份有限公司 2018 年度第一期中期票据信用评级报告不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其真实性、准确性及完整性负责。

联合资信评估有限公司

二零一八年八月十三日



信用等级公告

联合[2018] 2305 号

联合资信评估有限公司通过对山东省金融资产管理股份有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2018 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定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，2018 年度第一期中期票据（10 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。



山东省金融资产管理股份有限公司

2018 年度第一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：10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还未来即将到期的金融机构借款

评级时间：2018 年 8 月 13 日

财务数据：

项 目	2018年 3月末	2017年末	2016年末	2015年末
资产总额(亿元)	375.95	347.03	259.27	76.07
负债总额(亿元)	255.56	228.96	148.75	54.41
所有者权益(亿元)	120.39	118.07	110.52	21.66
全部债务(亿元)	244.36	217.25	141.42	45.31
资产负债率(%)	67.98	65.98	57.37	71.53
全部债务资本化比率(%)	66.99	64.79	56.13	67.66
长期债务资本化比率(%)	64.40	53.58	55.05	60.17
流动比率(%)	585.05	181.79	1209.14	309.94
项 目	2018年 1-3月	2017年	2016年	2015年
营业收入(亿元)	4.43	16.41	7.72	2.53
利润总额(亿元)	2.30	10.13	3.42	1.89
净利润(亿元)	1.77	7.82	2.53	1.42
EBITDA(亿元)	-	14.66	6.53	2.17
经营性净现金流(亿元)	-23.52	-126.40	-49.70	-49.95
费用收入比(%)	-	35.00	47.34	22.79
EBITDA 利息倍数(倍)	-	3.24	2.10	7.89
全部债务/EBITDA(倍)	-	14.82	21.64	20.85
平均资产收益率(%)	-	2.58	1.51	3.18
平均净资产收益率(%)	-	6.84	3.83	8.97

数据来源：公司审计报告及财务报表，联合资信整理；2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

葛成东 卢司南 王逸夫

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：http://www.lhratings.com

评级观点：

山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2014 年 12 月 31 日，是由山东省政府批准，经银监会备案具有不良资产经营资质的一家省级资产管理公司。公司在山东省经济结构调整与转型升级、化解金融风险 and 降低企业财务杠杆率等方面发挥重要的作用。截至 2018 年 3 月末，公司股本总额为 101.10 亿元，为我国实缴资本规模最大的地方资产管理公司，实际控制人为山东省国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”），有助于公司在未来业务发展和资本补充等多方面得到山东省政府的支持。同时，联合资信也关注到由于公司成立时间较短，不良资产经营业务的盈利能力尚未完全体现，特色投融资业务目前对公司的收入贡献度较高，但受金融监管趋严的影响，未来此类业务规模将有所压缩。此外，近年来山东地区的银行业不良贷款规模及不良贷款率上升较快，加大了公司业务经营中面临的信用风险，对公司风险管理能力提出更高要求。

综上，联合资信评估有限公司确定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，拟发行的 2018 年度第一期中期票据（10 亿元）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该评级结论反映了公司对本期中期票据偿付能力极强，违约风险极低。

优势

- 公司在山东省经济结构调整与转型升级、化解地方金融风险 and 降低企业财务杠杆率等方面具有重要的作用，在山东省内的行业地位高、市场竞争力强；
- 公司的控股股东具有较强的政府背景，其他股东均为优质的大型国有企业和金融机构，能够为公司的业务发展和资本补充

提供有力支持；

- 公司资本规模在地方资产管理公司中处于前列，创新的股权结构设计有助于公司提升市场化、专业化的运营能力；
- 宏观经济增速放缓，政府相继出台多项政策以化解我国金融风险的大背景，为地方资产管理公司带来了业务机遇，也为公司提供了较为广阔的发展空间。

关注

- 公司不良资产的处置和回收具有一定周期性，对盈利的贡献度尚未体现，收入结构有待优化；
- 公司不断丰富自身融资渠道，但对银行借款的依赖度仍较高，易受到市场利率波动的影响；
- 特色投融资业务板块的资金投向主要为企业融资项目，在金融监管趋严的环境下，此类业务未来将有所压缩；
- 近年来山东省经济压力传导至金融体系，银行业不良资产规模及不良贷款率均有明显上升，给资产管理公司带来不良资产业务经营机遇的同时也相应提高了信用风险；
- 国家有关地方资产管理公司的监管体系、法规体系尚不健全，业务经营潜在风险的控制值得关注。

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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期中期票据的存续期；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。

山东省金融资产管理股份有限公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

山东省金融资产管理股份有限公司(以下简称“公司”)成立于2014年12月31日,是由山东省政府批准,经银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一家省级资产管理公司,初始注册资本10.00亿元。2015年,公司引入幸福人寿保险股份有限公司(以下简称为“幸福人寿”)等3家新股东,股本增至20.30亿元。2016年,公司进行了增资扩股;此次增资通过发行A股、B股和C股3类股份的方式进行,持有不同类型股份的股东在分红及表决权等方面存在差异;其中,A类股份发行10.00亿股,B类股份发行22.00亿股,每股发行价格为1.00元;C类股份发行48.80亿股,每股面值1.00元,每股发行价格为1.151元;公司新增入股资金88.17亿元,其中7.37亿元作为股本溢价计入资本公积;增资补充的现金主要用于搭建不良资产收购处置平台、收购不良资产及对外投资。

公司在增资前的股份全部为C类股。在2016年的增资扩股中,山东省财政厅认购10亿股A类股,山东省社保基金理事会、各地市财政或平台公司等机构认购22亿股B类股,使山东省内16地市成为公司股东,增强了地方政府对公司的支持,有利于公司在全省的业务布局。通过此次增资,公司引入了中油资产管理有限公司等战略投资者作为C类股股东,公司股权结构得以优化,资本实力明显提升。截至2018年3月末,公司实收资本101.10亿元;其中,山东省鲁信投资控股集团有限公司(以下简称为“鲁信集团”)作为公司的控股股东,直接持有公司30.86%的股权,公司实际控制人为山东省国有资产监督管理委员会(以下简称“山东省国资委”);前五大股东持股情况见表1(股权结构图见附录1)。

表1 前五大股东持股情况 单位: %

股东名称	持股类型	持股比例
山东省鲁信投资控股集团有限公司	C	30.86
山东省财政厅	A	9.89
济南财金投资有限公司	C	9.89
山东省社会保障基金理事会	B	4.95
山东省国际信托股份有限公司	C	4.95
合计	-	60.54

数据来源:公司章程、审计报告,联合资信整理。

公司经营范围包括: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。

目前,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、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14个职能部门,并分别在日照、潍坊、东营和青岛设立了分公司。截至2018年3月末,公司纳入合并范围的子公司共6家,分别为山东汉裕资本管理有限公司、鲁信资本管理有限公司、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)、即墨市资产管理有限公司和乳山市汉裕资产管理有限公司。

截至2017年末,公司资产总额(合并口径)347.03亿元,负债总额228.96亿元,所有者权益118.07亿元。2017年,公司实现营

业收入 16.41 亿元，净利润 7.82 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额（合并口径）375.95 亿元，负债总额 255.56 亿元，所有者权益 120.39 亿元。2018 年 1-3 月，公司实现营业收入 4.43 亿元，净利润 1.77 亿元。

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

二、本期中期票据概况

公司于 2018 年注册总额度为 20 亿元人民币的中期票据，本期计划发行 10 亿元（以下简称“本期中期票据”），期限为 3 年。本期中期票据每年付息一次，到期兑付本金，所募集资金拟全部用于偿还公司未来即将到期的金融机构借款，以达到优化融资结构，降低融资成本的目的。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和区域环境

1. 宏观经济环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为我国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年我国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%（见表 2），经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防

范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以

来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和

东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

2018 年，全球经济维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

表 2 宏观经济主要指标 单位：%/亿元

项目	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
GDP 增长率	6.9	6.7	6.9	7.4	7.7

CPI 增长率	1.6	2.0	1.4	2.0	2.6
PPI 增长率	6.3	-1.4	-5.2	-1.9	-1.9
M2 增长率	8.2	11.3	13.3	12.2	13.6
固定资产投资增长率	7.0	8.1	10.0	15.7	19.3
社会消费品零售总额增长率	10.2	10.4	10.7	10.9	13.1
进出口总额增长率	14.2	-0.9	-7.0	2.3	7.6
进出口贸易差额	28718	33523	36865	23489	2592

资料来源：国家统计局、人民银行、Wind 资讯，联合资信整理。

注：2013 年进出口贸易差额的单位为亿美元。

2. 区域经济发展概况

近年来，山东省提出“两区一圈一带”发展战略，推动地区生产总值稳步增长，GDP 总量稳居全国第三名；其中“两区”是指山东半岛蓝色经济区和黄河三角洲高效生态经济区，“一圈”是指省会都市圈，“一带”是指鲁南城市带。2015~2017 年，山东省地区生产总值增速分别为 8.0%、7.6%和 7.4%。2017 年，山东省实现地区生产总值 72678.2 亿元。其中，第一产业增加值 4876.7 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 32925.1 亿元，增长 6.3%；第三产业增加值 34876.3 亿元，增长 9.1%；三次产业比例由上年的 7.3:45.4:47.3 调整为 6.7:45.3:48.0。

但值得注意的是，作为经济大省，山东在产业结构、资本发展、市场创新等方面面临较多转型问题和难题。经济发展长期存在高能耗传统制造业多、新兴经济少、民营经济活跃度不足以及担保圈风险交叉蔓延等问题。随着国内经济进入调整期，山东省经济压力传导至金融体系。2015~2017 年末，山东省银行业金融机构不良贷款率分别为 2.06%、2.14%和 2.56%，不良贷款余额分别为 1219.8 亿元、1397.1 亿元和 1813.2 亿元，均呈现持续上升的态势，这为当地的资产管理行业带来了机遇和挑战。

从资产管理公司的经营格局上看，目前山东省在金融机构不良资产批量收购和处置方面基本形成了“4+3”的分布格局，即四大资产管理公司和包括公司在内的两家省级地方资产管理公司以及一家青岛市市级资产管理公司共同从事区域内不良资产收购和处置业务。地方资产管理公司的加入丰富了区域性银行不良资产处置渠道，银行不良资产处置更加公开透明，

选择空间会增大。但资产管理公司的增加将使山东省不良资产管理行业竞争更加激烈，加大了资产管理公司在不良资产收购中的议价难度，一定程度上缩小了盈利空间。

四、行业政策分析

1. 不良资产管理行业

(1) 行业概况

近年来，在我国经济结构调整和转型升级过程中，不良资产管理行业已发展成为金融市场中不可或缺的“生力军”。不良资产管理公司业务范围覆盖面广，以金融不良资产的收购与处置为主业，兼具债权和股权投资业务，同时部分资产管理公司取得了担保、租赁等其他金融行业牌照，基本能够全面参与金融业务，因此在服务供给侧结构性改革以及防范和化解金融风险等方面对我国经济发展产生重大影响。

● 持牌照资产管理公司

持牌照的资产管理公司是指银保监会公布的能够参与金融机构批量转让不良资产业务的资产管理公司。持牌的资产管理公司格局由四大金融资产资产管理公司、地方资产管理公司组成。

我国四大金融资产资产管理公司起步于 1999 年，由财政部出资成立，初始用以管理和处置四大国有商业银行剥离的政策性不良资产。2007 年，四大金融资产资产管理公司开始进行商业化转型，相继进入证券、保险、信托、金融租赁、信用评级等业务领域，向综合性金融控股集团的方向发展。四大国有金融资产资产管理公司经营历史长，不良资产管理经验丰富，业务规模与专业优势明显。目前，四大金融资产资产管理

公司均已引进战略投资者并且完成股份制改革，其中信达与华融已完成上市，资本实力雄厚。

地方资产管理公司的诞生源于 2012 年监管部门放开金融企业不良资产批量转让的限制。随后监管文件不断出台，对地方资产管理公司参与金融企业不良资产批量转让业务的规定也不断细化。在业务资质方面，地方资产管理公司由各省市人民政府核准设立或授权，经银监会公布后，获得参与金融企业批量转让组包户数为 3 户及以上不良资产的业务资质；在业务范围方面，地方资产管理公司只能参与本省（区、市）范围内不良资产的批量收购工作，但转让时不受地域限制；在地方资产管理公司数量方面，允许各省市设立两家地方资产管理公司，截至 2017 年末，银监会批准的可以参与金融不良资产批量转让业务的地方资产管理公司数量已经达到 57 家，注册资本金达到 1545 亿元，总资产已超过 4000 亿元，净资产超过 1500 亿元。

● 不良资产收购处置

对于持牌照资产管理公司而言，产生不良资产的金融企业是其上游行业，主要为商业银行产生的不良资产。截至 2017 年末，我国商业银行不良贷款余额 1.71 万亿元，不良贷款率 1.74%，关注类贷款余额 3.41 万亿元，关注类贷款占比 3.49%。除商业银行外，其他金融机构诸如民营小贷公司、担保公司产生的不良资产均为资产管理公司的收购目标。近年来，由于宏观经济持续低迷，实体经济对其债务的偿付能力下降，金融企业不良资产不断累积，为资产管理公司的业务发展提供较大空间。

不良资产收购方面，自 2012 年地方资产管理公司设立以来，目前国内各省市形成了“4+2”的资产管理公司竞争格局：四大金融资产管理公司分公司与地方的两家资产管理公司在同一地区形成竞争关系。四大金融资产管理公司作为金融企业，具有融资渠道畅通、融资成本低的优势，加之监管部门提出回归主业的经营要

求，四大金融资产管理公司加大对不良资产包的收购，导致其参与地区的不良资产包的收购价格不断上升，从而对地方资产管理公司形成较大的业务压力。相比而言，地方资产管理公司缺乏不良资产处置专业优势，在融资渠道和资金方面均有一定劣势，但考虑到目前大部分地方资产管理公司由各省市人民政府核准设立或授权，成立的目的在于促进地方经济结构调整和转型，因此在业务开展方面能够取得政府领域的资源支持，这有助于地方资产管理公司形成差异化的竞争优势。

不良资产处置方面，自行清收、转卖和债务重组是主要形式。而由于自行清收和债务重组对资产管理公司的专业性要求较高、周期较长，转卖便成为了目前较为普遍的处置形式。非持牌资产管理公司通常为持牌机构的下游公司，成为不良资产的最终处置方，包括各类投资公司、具有资产管理业务资质的公司等，通过收购持牌机构的金融不良资产，再对不良资产进行清收、管理和处置。非持牌资产管理公司通常利用其在某特定行业的专业背景，或发挥其对不良资产清收力度大的特点，成为金融不良资产的最终处置方。目前，由于金融行业不良资产的抵质押物主要为不动产，因此不动产通常成为不良资产处置的抓手：部分房地产公司通过购买不良资产包的方式取得债权，进而取得不动产的处置权，通过与自身业务经营的资源整合，挖掘不良资产的价值。此外，部分基金公司、上市公司等，因其具有专业的不良资产估值、管理与处置能力，通常以顾问咨询的形式参与持牌资产管理公司的不良资产收购处置业务。

● 市场化债转股

为推进供给侧结构性改革，做好“三去一降一补”工作，降低企业杠杆率，2016 年 10 月 10 日国务院发布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（下称《意见》）。《意见》中列出了七种降低企业杠杆率的途径，包括企业兼并重组、盘活存量资产、优化债务结构、银行

债权转股权、依法实施破产、积极发展股权融资等。其中，针对银行债权转股权，国务院发布了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（下称《债转股指导意见》），标志着本轮市场化债转股正式拉开帷幕。而为解决银行市场化债转股过程中的资金需求问题，2016年12月19日，国家发改委印发了《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》，对债转股专项债券的多方面进行了规定，意在通过为债转股实施机构提供资金补充来推进符合要求的企业降低杠杆率。

2016年10月，国务院发布《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（国发〔2016〕54号），支持银行利用所属机构开展市场化债转股，标志着银行系资产管理公司正式起步。2017年8月，银监会起草《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》，对银行系资产管理公司的设立资格、业务范围和融资方式进行了严格界定。截至2018年3月末，五大国有银行已经全部成立投资子公司，开展市场化债转股工作，一些股份制银行及城商行也在积极筹备设立资产管理子公司。

目前，银行系资产管理公司债转股签约金额不断扩大，但债转股实施机构受制于母公司资本压力等方面影响，实际业务落地金额小。自2016年末市场化债转股业务启动之后，以国有商业银行为代表的各类实施机构均不断与转股企业进行债转股协议签约。建设银行在建信金融资产投资有限公司开业时称，截至2017年7月底，建设银行已与41家企业签订了总额5442亿元的市场化债转股框架协议，到位资金488亿元。从建行发布的数据来看，目前实际到位资金为签约金额的8.97%。总体看，银行系资产管理公司主要为国有大型银行设立，资本实力强，依托母公司的业务资源在市场化债转股中有先天的业务优势；另一方面，受制于母公司的核心资本压力，银行系资产管理公司实质业务的开展存在不确定性。

总体来看，我国资产管理行业的市场主体

趋于多元化，业务规模不断扩大，行业竞争也更加激烈。不良资产处置行业的竞争壁垒逐渐由牌照端转向服务端，不良资产买入环节的估值能力、经营环节的运作能力、处置环节的多元化手段将对资产管理公司的业务经营产生重要影响。

（2）监管政策

目前，四家国有金融资产管理公司属非银行金融机构，由银保监会对其公司治理、内部控制、风险管理以及资本充足性等方面提出监管要求。地方资产管理公司与金融资产管理公司不同，属于非金融机构，成立时需获得当地省级政府授权，监管部门主要为当地国资委、金融办等。此外，地方资产管理公司“不良资产批量转让处置业务”的资质需向银保监会备案，而银保监会出台的相关政策也会影响地方资产管理公司业务开展。

2001~2008年，财政部、银监会等相继发布了多项监管政策，对四大金融资产管理公司的财务处理、业务经营准则等进行了规定。2014年~2016年，随着金融资产管理公司业务不断丰富和积累，财政部、银监会出台多项监管文件，对金融资产管理公司在公司治理、内部控制、风险管理、资本管理和业务准入等多个方面进行了明确详细的规定。2017年末，银监会下发《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》（银监发〔2017〕56号），意味着金融资产管理公司资本监管框架已基本搭建完成，有助于金融资产管理公司提高资本使用效率，进一步发挥不良资产主业优势，防范多元化经营风险，实现稳健可持续发展。

2012年，财政部、银监会下发《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金〔2012〕6号），明确了地方资产管理公司的设立条件，并对其不良资产业务和区域范围进行了限制。2016年以来，市场违约事件频发，信用环境面临严峻挑战，地方资产管理公司在化解地方金融风险的功能有待进一步强化。在此背景下，

银监会下发《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》（银监办便函〔2016〕1738号），取消了对地方资产管理公司收购不良资产不得对外转让以及受让主体的地域限制，并允许有意愿的省市增设一家资产管理公司。2017年4月，银监会办公厅下发《关于公布云南省、海南省、湖北省、福建省、山东省、广西壮族自治区、天津市地方资产管理公司名单的通知》（银监办便函〔2017〕702号），降低了不良资产批量转让门槛，将不良资产批量转让组包户数由“10户以上”降至“3户及以上”。目前，地方资产管理公司尚未纳入银保监会管理口径，江西和山东省金融办已参照金融资产管理公司的监管办法对当地的地方资产管理公司在多个方面逐步进行规范，其他省市金融办也正在酝酿出台因地制宜的监管文件。未来，随着地方资产管理公司业务规模的快速发展，各省市监管制度的不断出台，全国统一监管规则的制定也势在必行。

2017年8月，为规范商业银行新设债转股实施机构的行为，推动市场化银行债转股股权健康有序开展，银监会起草《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》，主要对银行系资产管理公司的设立资格、债转股业务范围和市场融资方式进行了严格界定，旨在指导商业银行进一步降低困难企业成本，优化金融资源配置，同时为商业银行提供了更多处置和化解风险资产的方式，缓解商业银行的经营压力。

总体看，资产管理行业监管政策正在不断完善，目前已经对各类资产管理公司在业务资质方面做出了详细规定。未来监管政策将更加注重全面化和细节化监管，统一的行业监管规则也有望形成。

2. 投资及资产管理行业

产业投资主要对市场前景广阔、管理规范、财务透明的公司进行的长期的战略性投资。产业投资为企业提供股权投资，帮助企业实现股权和资产结构优化，并且参与企业

管理，协助企业制定中长期发展战略及营销战略规划，评估投资和经营计划等一系列方案，使所投资企业得到长足发展，获取超额利润。

近年来，由于中国经济呈现高速发展，中国资本市场日益完善，产业投资行业发展迅猛，各地政府也设立产业投资引导基金来扶持当地经济和产业的发展。如北京大力发展“1+3+N”模式股权投资，主要对准新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种、信息产业等领域；广东省出台的《关于加快经济发展方式转变的若干意见》指出，要制定实施战略性新兴产业发展规划，培育100个战略性新兴产业项目。

未来中国的产业投资行业将会迎来进一步发展壮大的机会。一方面，产业投资行业的资金渠道将更加多元化。随着政策逐步放开，养老保险资金可以逐步进入产业投资基金市场，为中国产业投资基金公司的发展提供机遇。同时，政府支持中小企业的创业基金、证券公司以及部分实力雄厚的大型国有企业的部分资金都可以作为资金来源的一部分。另一方面，随着产业投资行业的发展，所关注的行业将进行进一步细分，在细分行业中将会挖掘出更多的可投资的优质企业。

五、基础素质分析

1. 规模与竞争

公司是由山东省政府批准，经银监会备案的具有金融不良资产经营资质的一家省级资产管理公司，以不良资产经营、资产管理、特色投融资为主营业务。

公司以不良资产处置为核心，在区域金融机构和企业的不良资产收购和化解处置，重点项目债务的剥离、收购、重组、置换，促进产业结构调整 and 转型升级等方面对山东省经济发展及金融稳定有着重要意义。截至2018年3月末，公司拥有6家子公司，分别为山东汉裕资

本管理有限公司（以下简称“汉裕资本”）、鲁信资本管理有限公司（以下简称“鲁信资本”）、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）、即墨市资产管理有限公司（以下简

称“即墨资管”）和乳山市汉裕资产管理有限公司（以下简称“乳山资管”），持股比例见表3。此外，公司于2017年参股济南金控资产管理有限公司（以下简称“济南金控”），直接持股比例为49.00%。

表3 合并报表子公司情况 单位：%/万元

企业名称	注册地	注册资本	持股比例
山东汉裕资本管理有限公司	济南	2,000.00	100.00
青岛汉裕金融资产投资重组基金合伙企业（有限合伙）	即墨	200,100.00	100.00
鲁信资本管理有限公司	济南	6,000.00	35.00
济南汉裕金信投资管理合伙企业（有限合伙）	济南	30,050.00	16.81
即墨市资产管理有限公司	即墨	10,000.00	55.00
乳山市汉裕资产管理有限公司	乳山	10,000.00	51.00

数据来源：公司提供资料，数据截至2018年3月末，联合资信整理。

截至2018年3月末，公司股本为101.10亿元，资本规模在地方资产管理公司中处于前列。山东省不良资产处置持牌公司以四大国有资产管理公司分公司及泰合资产管理有限公司（以下简称“泰合资管”）、青岛市资产管理有限责任公司（以下简称“青岛资管”）为主。其中，泰合资管是由民营企业牵头设立的省级资产管理公司，青岛资管为中国第一家市级资产管理公司。相比而言，公司2016年增资完成后，山东省财政厅、山东省社保基金理事会以及全省16地市政府平台公司成为了公司股东，这有助于公司与当地金融机构建立互信合作关系，将股东优势有效转化为公司竞争优势。

2. 人员素质

公司董事长金同水先生，1965年出生，本科学历；现任公司董事长；曾任山东省国际信托投资公司科员、项目经理、业务经理、计划财务部经理兼基金财务部经理、风险管理部经理，鲁信投资有限公司财务经理，山东省鲁信投资控股集团有限公司产权管理部副部长。

公司总经理张贵言先生，1967年出生，工商管理硕士；现任公司总经理；曾任上海海洋石油钻井工程（集团）公司总经理办公室秘书、副总经理，上海飞洲投资集团有限公司总经济

师、总裁，中德环保股份公司首席投资官兼管理总裁，安徽国厚金融资产管理有限公司执行总裁。

截至2018年3月末，公司共有员工101名；其中，本科以上学历95人，硕士以上学历53人。公司主要的管理人员经验丰富，主要来自于商业银行、信托公司、证券机构和资产管理公司等，均在相关领域拥有多年的从业经验，部分人员具有CPA（注册会计师）、CFA（注册金融分析师）、CTA（注册税务师）、注册评估师等职业资格，专业能力突出。

总体看，公司员工综合素质高、金融行业从业经验丰富，对所在地区的投融资环境有深入的了解，提升了公司的综合运营水平，对公司业务发展将发挥有利影响。

3. 股东实力

公司的控股股东为鲁信集团，实际控制人为山东省国资委，股权结构图见附录1。在2016年的增资扩股中，山东省社保基金理事会、各地市财政或平台公司等机构认购22亿股B类股，使山东省内16地市成为公司股东，增强了地方政府对公司在资本补充及业务发展等方面的支持，利于加快公司在全省的业务布局。此外，公司还引入了中油资产管理有限公司等大型国有企业和优质金融机构作为战略

性股东。

截至2018年3月末，鲁信集团持有公司30.86%的股份。鲁信集团前身为山东省国际信托投资公司，初创于1987年，是经中国人民银行和山东省人民政府批准设立的非银行金融机构。2001年7月，在原山东省国际信托投资公司、原山东省高新技术投资公司等基础上组建成立了山东省鲁信投资控股有限公司；2005年7月，为适应集团化发展的需要，更名为山东省鲁信投资控股集团有限公司。截至2017年末，鲁信集团净资产293.37亿元，注册资本30.00亿元，实际控制人为山东省国资委。

作为山东省重要的投融资主体和资产管理平台，鲁信集团以服务经济社会发展为主导，以金融、投资和资产管理为主业。鲁信集团通过对金融、类金融机构开展股权投资和经营，在金融信托、证券投资基金、贷款、担保、投资银行、保险代理、文化艺术品交易、典当、融资租赁、财务顾问、金融不良资产处置等方面为客户提供综合金融服务和差异化金融问题解决方案。截至2017年末，鲁信集团资产规模为698.14亿元，拥有各类成员公司75家，托管企业28家。

总体看，公司股东实力强且股权结构相对合理，能够在业务发展等方面给予公司很大的支持。凭借着鲁信集团的政府背景及山东省各级地市政府对公司在资本补充和业务发展上的支持，公司未来业务发展过程中将展现出很强的市场竞争力。

六、公司治理及内部控制

1. 公司治理

公司按照《公司法》等有关法律、法规和规范性文件的要求，建立了健全的法人治理结构，形成了股东大会、董事会、监事会和经营层组成的“三会一层”治理架构，规范公司经营决策和日常运行机制。公司制定了股东大会、董事会、监事会和经营管理层各自的议事规

则及工作程序，保证“三会一层”各司其职、有效制衡、运行有序，形成了决策、执行、监督的职责权限分工和相互制衡的内部运行机制。

公司最高权力机构为股东大会，董事会、监事会对股东大会负责，分别履行决策、管理和监督职能。公司章程规定，税后利润对股东的分配顺序为：分配A类股股利2.25%/年，分配B类股股利(按照公司股东大会决议分红的上一年度12月31日中国人民银行1年期基准贷款利率分配)，剩余股利的至少50%向C类股股东分配。公司这种创新的股权结构，有助于提升公司专业化、市场化的运营水平。

公司董事会设有11名董事，其中包括2名独立董事。董事会设战略委员会、提名与薪酬管理委员会、风险管理与关联交易审查委员会、审计与监督委员会四个专业委员会，另设立业务决策委员会，作为董事会闭会期间公司日常业务决策机构，向董事会负责。近年来，公司共召开多次董事会，审议并通过包括年度财务预算报告、年度经营计划等在内的多项议案。公司董事会较好地发挥了在制定发展战略、确定经营计划和推进经营等方面的决策作用。

公司监事会由5名监事组成，其中职工监事2名。近年来，公司共召开多次监事会会议，会议涉及提名公司监事、审议公司审计报告等议题。公司监事会积极列席股东大会、董事会会议，对会议召开程序、议案审议和表决等重大事项决策过程的合法性、合规性进行监督。

公司经营层包括总经理1名，并设有副总经理、风控总监、财务总监，由董事会按照市场化原则选聘。公司总经理由董事长提名，副总经理、风控总监和其他高级管理人员由总经理提名。公司总经理对董事会负责，副总经理及其他高级管理人员协助总经理工作，并根据总经理的授权，实行分工负责制。

总体看，公司已建立了较为完善的“三会一层”治理架构，公司治理机制能够正常运行，不断规范各项议事规则和程序，形成了科学有效

的职责分工和制衡机制。

2. 内部控制

公司经营层下设资产经营一部、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、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14个职能部门。公司从组织架构、流程、制度三个方面着手，构建起以“两个层级”（董事会和经营管理层）和“三道防线”（前台业务部门、后台支持与风险管理部门、纪检监察部门）为核心的风险合规及内控管理架构。

近年来，公司制定了《公司规章制度管理规程》，对公司制度体系进行了全面梳理：目前制度体系分为治理制度体系、经营管理制度体系、党群建设制度体系三类。根据适用公司管理活动的特点、性质及其范围大小等，分为三个制度层级：第一层级为公司章程；第二层级为管理规程类制度，是对某一类业务、事项管理流程、规则的综合性规定，如《授权管理规程》、《总经理工作规则》等；第三层级为涉及具体管理事项、业务活动、具体工作、实施步骤等作出的规定，包括制度、规则、办法、细则等，如《分公司管理办法》、《尽职调查工作管理办法》、《合同事务管理办法》等。公司通过建立并持续优化内控管理制度及流程，进一步加强内控建设，形成互相监督、互相制约的内控机制。

公司目前尚未设立独立审计部门，内部审计工作职责由风险审核部承担；委托外部中介机构定期开展审计工作，由风险审核部、财务管理部负责配合外部审计和监管部门完成必要的工作，并且向公司领导提交报告。公司的业务监督检查小组定期对公司业务开展监督检查，并追踪检查结果的执行情况。

总体看，公司成立时间尚短，随着业务规模扩张，内部控制制度仍需进一步完善。

3. 发展战略

公司制定了“十三五”发展战略规划，将继续坚持“一个核心，两大板块”业务发展模式，即以不良资产经营为主业，以特色投融资和资产管理为两大板块，三个板块交互融合发展，搭建泛资产管理业务新格局。

为实现战略目标，公司将采取以下措施：第一，公司将始终坚定不良资产经营主业地位，针对金融和非金融类不良资产，坚持与四大资产管理公司差异化的经营思路，深化与地方政府合作关系，履行化解地方金融风险职责。第二，多极布局战略性产业投资，推动产融协同，培育绩优产业，打造新的可持续、稳定利润驱动模式。第三，优化规范公司经营和治理机构，进一步提升公司对外形象，适时启动资本市场上市工作，积极布局资本市场并购，参控股上市公司。第四，在符合资本充足率要求的前提下，除积极扩大传统银行授信外，公司将继续发挥资本杠杆性作用，提升资本预期收益率。第五，努力扩大资产管理规模，打造专业受托资产管理服务商，在国内产生重大影响力。第六，为加快业务网络布局，推进业务下沉，深化与地方政府合作优势，进一步发挥资本杠杆性作用和纽带作用。第七，公司将立足山东、面向全国，在实现山东省业务网络全布局，深耕齐鲁地方资源基础上，择机在北上广深布局资本市场、金融服务业务以及战略前沿研究。

总体看，公司结合内外部环境制定了较为清晰的发展战略目标，有利于公司各项业务的开展。但公司成立时间较短，未来业务开展及战略目标的实现情况有待观察。

七、主要业务经营分析

公司自成立以来，以不良资产经营为依托，带动资产管理和特色投融资业务的发展，逐步形成具有自身竞争优势的业务模式。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，业务类型主要包括不良资产经营业务、资产管理业务和特色投融资业务。

目前，公司以地方法人金融机构和地方风险事件为切入点，充分利用股东资源，已分别在即墨、济南、乳山、潍坊发起设立 4 家合资平台公司，整合地方资源，充分发挥竞争优势；与烟台、临沂、济宁、潍坊、寿光、邹平等地市签署战略合作协议，加快地市新旧动能转换专项基金设立，布局省内新旧动能转换重点项目。

1. 不良资产经营业务

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，以期回收现金或沉淀资产，实现资产保值、增值的业务。此类业务一般为打折收购金融机构不良资产，主要依靠资产组合定价分析来降低公司的风险。

2015~2017 年，公司不良资产经营业务新增投资金额分别为 114.10 亿元、65.67 亿元和 106.75 亿元，收购金融机构不良债权规模分别为 480.48 亿元、203.35 亿元和 334.09 亿元。近年来，公司不良资产经营业务投资规模有所波动，2015 年投资规模较大，主要是由于不良资产收购与处置业务需 3~5 年的处置周期，公司在取得不良资产经营的资质后，前期用于收购不良资产包所支付的现金较多，处于业务拓展期；2017 年，随着资本实力的增强，公司不良资产经营业务的投资规模有所上升。2018 年一季度，公司不良资产经营业务持续发展，新增收购不良资产 22.64 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司累计收购金融机构的不良资产 1040.56 亿元，累计处置不良资产 584.23 亿元，不良资产余额 456.33 亿元，资产回收率 55.18%，现金回收率 29.64%，在行业内处于较高水平。公司主要通过商定收购与合作清收、指定收购与处置和商业收购与处置的方式开展不良资产经营业务，业务模式占比见

表 4。

表 4 不良资产余额构成情况 单位：亿元/%

处置方式	余额	占比
指定收购与处置业务	3.60	0.79
商定收购与合作清收业务	357.55	78.35
商业收购与处置业务	95.18	20.86
合 计	456.33	100.00

数据来源：公司提供，联合资信整理；

注：数据截至 2018 年 3 月末。

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，基于此公司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，公司受让不良资产包后，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。

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。

商业收购与处置业务，即公司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。该种模式与“商定收购与合作清收”模式的区别就是该种业务模式下不良资产的处置完全由公司自行处置，出包方转让不良资产包后不参与后续处置。

公司不良资产的经营能力主要体现在估值、处置和整合，不良资产业务收购对手方主要是金融机构，也有从企业收购的少量债权；不良资产包涉及行业较多，由资产包出包方（多

为金融机构)自行组包,公司根据前期尽职调查情况,参与资产包竞拍,不涉及对行业的主动选择。2015~2017年及2018年一季度,公司不良资产经营业务分别实现收入1.06亿元、3.25亿元、5.39亿元和1.17亿元,在营业收入中的占比有所下降。

2017年11月、2018年02月,公司分别成立即墨资管和乳山资管,作为公司在山东地级市的分支机构,扩大自身不良资产业务经营的拓展范围。整体看,公司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。同时,公司通过与多家银行、省属企业以及地方政府的合作,积累了一定的客户基础,不良资产经营业务有望在未来获得更为广阔的发展空间。但值得注意的是,近年来山东省经济压力传导至金融体系,银行业不良资产规模及不良贷款率均有明显上升,给资产管理公司的不良资产经营业务带来机遇的同时也提高了信用风险。

2. 资产管理业务

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,推动公司“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。

目前公司主要运营管理基金类别有:地方企业重组发展基金,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,盘活存量资产,扶持“三有企业”,助推企业转型升级;金融资产投资基金,即投资金融机构出让的金融资产等;房地产重整基金,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,盘活房地产项目等。2015~2017年,公司与专业地产运营机构分别在济南、青岛合作设立“房地

产重整基金”,实现了对“僵尸楼盘”的重整盘活,在“金融地产”和特殊房地产处置方面初步形成品牌。

为了提高基金运作的市场化、专业化能力,公司于2015年、2016年分别设立了汉裕资本、鲁信资本,公司出资金额分别为0.20亿元和0.21亿元,持有的股份比例分别为100.00%和35.00%;其中,鲁信资本是由公司与鲁信集团、山东领锐股权投资基金管理有限公司共同出资成立。在基金运营方面,公司一方面以有限合伙人的角色进行投资,获取收益分红;另一方面,汉裕资本和鲁信资本作为基金管理人,通过对基金的运营管理,赚取基金管理费。截至2018年3月末,公司通过汉裕资本和鲁信资本所管理的基金数量为27只。

2016年3月,公司出资设立青岛汉裕金融资产投资重组基金合伙企业(有限合伙)(以下简称为“青岛汉裕”),认缴规模为20.01亿元。截至2018年3月末,青岛汉裕实缴资本15.01亿元,由公司出资15.00亿元,汉裕资本作为青岛汉裕的基金管理人出资0.01亿元。

2016年11月,公司出资设立济南汉裕金信投资管理合伙企业(有限合伙)(以下简称为“济南汉裕”),注册资本3.01亿元,济南汉裕的设立是针对济南市馆驿街地产项目,公司作为劣后级有限合伙人,将其纳入合并财务报表范围。截至2018年3月末,济南汉裕实缴资本3.01亿元。

截至2018年3月末,公司已注册基金27支,注册总规模247.43亿元,实缴资本68.34亿元。其中汉裕资本管理基金16支,注册规模138.99亿元,实缴资本46.45亿元;鲁信资本管理基金11支,注册规模108.45亿元,实缴资本21.89亿元。

整体看,公司与山东省内多个地方政府、大型企业已建立良好合作关系,通过设立不同基金的模式,在助力山东省经济发展的同时,

形成了自身资产管理业务的发展特色。

3. 特色投融资业务

公司的特色投融资业务主要开展固定收益类投资和股权类投资。其中，前者主要是指公司自有资金以信托计划、资管计划、委托贷款等方式投资于标的项目，项目投资期限主要集中在 1-3 年。后者主要是指公司以自有资金

参与上市公司定增，围绕上市公司或产业集团进行并购，或直接开展战略性投资、股权投资、风险投资、债转股投资等在内的投资业务。公司特色投融资业务重点针对发展前景良好但暂时遇到困难的企业，特别是周期性行业中的龙头公司、上市公司、有重组预期的国有企业等。近年来，公司特色投融资业务的资金投放规模实现较快增长，业务开展情况见表 5。

表5 公司特色投融资业务开展情况 单位：亿元

时间	当期投放金额	当期回收金额	当期期末余额	当期业务收入
2015 年度	49.25	23.10	26.15	1.16
2016 年度	66.93	39.52	53.55	4.17
2017 年度	127.93	39.20	142.28	7.80
2018 年 1-3 月	14.39	14.34	142.33	3.00

数据来源：公司提供，联合资信整理。

截至 2018 年 3 月末，公司特色投融资业务余额为 142.33 亿元，主要投向了委托贷款、信托计划及资管计划，主要是将资金投放给企业，合作伙伴以上市公司、大型国有企业和知名度较高的地产开发企业，要求借款人提供包括股权、土地、房产在内的优质抵押物，最大程度降低交易风险。

近年来，公司特色投融资业务板块的收入水平呈现快速增长态势，这主要是由于公司前期投资的投融资项目已逐步进入退出阶段，逐渐带动投资收益的增长。但值得注意的是，在目前金融监管政策趋严的环境下，公司特色投融资业务面临一定的调整压力，未来将对此板块的业务规模进行压缩，回归不良资产经营业务本源，对公司收入或造成一定影响。

八、风险管理分析

公司成立时间较短，逐步从风险管理组织架构、内控流程、管理制度、信息化系统工具四个方面构建起风险管理体系，覆盖公司内部管理及各项业务，对各类风险建立全面识别、计量、监测、控制机制。目前，公司业务管理信息系统已开使上线运行，动态估值和风险计量模型正在搭建过程中，未来公司将建立与公

司发展战略、业务方向相适应的风险管理技术、方法和工具，实现对风险的专业化管理。

公司董事会对全面风险管理的有效性负最终责任，下设的风险管理与关联交易委员会负责监督和指导高级管理层建立公司整体风险偏好，内部控制体系和风险隔离机制。监事会承担全面风险管理的监督责任，负责监督检查董事会和高级管理层在风险管理方面的履职尽责情况并督促整改。公司风险审核部负责全面风险管理，承担制定政策和流程，监测和管理风险的责任，并牵头履行全面风险的日常管理。

1. 信用风险

公司信用风险主要涉及公司不良债权资产组合、固定收益产品投资组合以及其他资产负债表内外信用风险敞口。公司参考银监会有关信用风险管理的指引的要求，逐步开展信用风险管理制度和系统的建设。公司初步建立了客户准入标准，重点针对还款来源、经营状况进行识别，对债务人和担保人的信用状况进行调查。综合项目及客户信息，公司确定交易架构，测算客户风险限额，控制交易额度，避免与单一客户集中度风险，并对债务人履约状况进行跟踪监测。同时，公司根据风险管理的客观需要，增加信用风险管控工具。

公司基于权责清晰、规范高效的原则，设置贯彻合规管理与风险防控的全过程业务管控流程，包括：项目立项流程、业务审核决策流程、合同审签管理流程、授权审核流程、资金支付审核流程等。

（1）事前管理

建立项目立项管理流程、项目审核决策流程：在项目方案确定前，通过尽职调查工作，全面充分地披露风险因素；在审核决策过程中，全面识别、分析各类风险因素，进行风险评价并提出切实有效可行的风控措施，对预期超出风险可控范围的业务予以否决。

（2）事中管理

建立有效合同审签流程、常规性业务监督检查机制：一是在业务实施过程中首先对合同从合规性、业务实施关键要素、风控措施落实等方面进行审核，履行内部审签流程，全面把控合同签署环节风险；二是建立常规性业务监督检查机制，督促与加强实施过程中业务风险监测，对检查中发现的问题及时与业务部门进行沟通，有效预防实施过程中可能出现的各类风险。

2. 市场风险

公司市场风险主要来自于所持有的利率敏感资产和负债以及易受市场影响的股权资产。公司从金融市场潜在的风险因素入手进行分析研究，对于涉及资本市场的项目，公司密切关注宏观经济和行业基本面变化、商品价格波动等因素对所持有股权企业经营、财务和股权估值产生的影响，通过设置相应警戒线、止损线，对相关股票价格变动进行动态监测，采用盯市方式防范市场风险；对于涉及房地产项目（融资项目及抵押物），公司加强宏观政策关注度，结合对外部市场变化的判断，运用自身的价值评估办法，控制市场风险敞口。针对公司业务开展过程中存在的利率风险，公司通过优化项目还款方案、逐步建立内部资金定价体系，提高资产负债期限匹配度等方式来控制管理利率

风险。

3. 流动性风险

公司流动性风险主要源于项目回收资金进度滞后于预期、融资能力不能满足业务发展需求、资产负债期限结构错配以及流动性储备不足等方面。公司通过对资金总量及结构进行主动调节和量化管理，保证资金制度和收支计划的顺利实施，减少不合理资金占用，提高资金使用效率；另一方面，公司灵活调整流动性管理策略、融资策略与资金运营策略，通过优化资金计划管理来防范流动性风险的发生。

目前，公司正致力于拓宽融资渠道，优化负债结构。未来公司将拓展债券及非银行类资金来源，构建稳健、多元、分散化的融资体系，提升主动负债与融资管理能力，并根据资产负债期限结构变化情况主动调整负债期限配置，保持资产负债期限动态匹配。

4. 操作风险

公司设立业务监督检查小组，由风险审核部、财务管理部、公司纪检监察等有关人员组成，负责对项目的批复落实情况进行监督、评价、报告和建议。公司业务监督检查小组通过采用现场和非现场调查的方式，具体开展检查工作，主要包括：业务批复和合同内容的落实情况；业务档案建立、整理和归档管理情况；债权合作清收进展情况及资金回收情况；业务在操作和实施环节中的合法合规性。根据工作检查结果，业务监督检查小组对业务经营管理提出意见，形成检查报告，并开展跟踪检查督导落实，逐步规范员工行为和业务流程，防范操作风险。

总体看，公司的风险管理制度正在构建并逐步完善，相关的组织架构正在搭建，部门职责划分将逐渐明晰。随着资产和业务规模的快速扩张，公司风险管理方法需要不断细化调整，风险管理体系需进一步完善。

九、财务分析

公司提供了 2015~2017 年度及 2018 年一季度合并财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对 2015~2017 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2015 年，公司将汉裕资本纳入合并范围；2016 年，公司合并范围新增青岛汉裕、济南汉裕以及鲁信资本；2017 年，公司合并范围新增即墨资管；

2018 年一季度合并财务报表未经审计，将乳山资管新纳入合并范围。

1. 资产质量

近年来，公司依托股东的有力支持，不良资产经营、资产管理和特色投融资业务均保持良好发展趋势，资产规模快速增长，资产结构趋于稳定，主要包括货币资金、投资类资产以及应收款项类投资。截至 2017 年末，公司资产总额 347.03 亿元（见表 6）。

表 6 资产结构

单位：亿元/%

项目	2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	21.34	6.15	74.76	28.84	19.16	25.19
可供出售金融资产	40.68	11.72	11.24	4.34	-	-
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	43.22	12.45	24.00	9.25	14.79	19.44
应收款项类投资	238.33	68.68	148.50	57.28	42.09	55.33
其他类资产	3.46	1.00	0.77	0.29	0.03	0.04
合计	347.03	100.00	259.27	100.00	76.07	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

注：应收款项类投资余额为公司审计报告中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项下的应收款项类投资汇总额。

2015-2016 年，公司处于业务开展初期，货币资金占公司资产的比例较高。随着业务规模快速扩张，公司逐步提升资金运用效率，增加各项业务的资金投入，货币资金的规模和占比均有所下降。截至 2017 年末，公司货币资金余额 21.34 亿元，占资产总额的 6.15%。

公司可供出售金融资产主要为参与股票定增业务和出资设立基金业务的金额，出资认购的基金份额在持有期间不计提减值准备，始终以成本列示，不涉及公允价值变动。截至 2017 年末，公司可供出售金融资产余额 40.68 亿元，较之前年度大幅上升，主要是由于 2017 年 6 月对日照市企业重组发展基金新增 10 亿元出资，以及参与设立滨州市融滨产业重组发展基金合伙企业（有限合伙）出资 5.05 亿元、青岛怡华投资合伙企业（有限合伙）出资 3 亿元、苏州大通箐鹰投资合伙企业（有限合伙）出资 3 亿元等所致。

公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要包括交易性债券投资、商业化

收购模式下收购的不良资产包以及持有的少量货币基金、理财产品。近年来，随着公司商业化收购不良资产规模快速增长，投资力度不断加大，导致以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产规模增长明显。

公司的应收款项类投资主要为特色投融资项目资产和收购的不良债权资产，其中特色投融资项目资产为公司投放的委托贷款、信托计划及资管产品，项目期限集中在 1-3 年；公司应收款项类投资计入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会计科目项下。近年来，随着不良资产经营业务和特色投融资业务的快速发展，公司应收款项类投资规模增长明显。2015~2017 年末，公司应收款项类投资余额分别为 42.09 亿元、148.90 亿元和 238.33 亿元，其中特色投融资项目资产分别为 26.15 亿元、53.55 亿元和 142.28 亿元。

2018 年第一季度，公司持续推动各项业务快速发展，不良资产经营、产业基金和投融资业务

的规模不断扩大。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 375.95 亿元，其中可供出售金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和应收款项类投资资产分别为 43.88 亿元、67.96 亿元和 237.75 亿元。

总体看，随着公司各个业务板块的良好发展，资产规模快速增长，资产结构趋于稳定；特色投融资项目的相关资产规模增速较快，投资期限较长，其实质主要为企业融资类项目，对公司的流动性管理及信用风险管理提出更高要求。

2. 负债结构

不良资产管理行业属于资本密集型行业，购买不良资产包、托管重组及相关投资业务对资金的需求量较大，公司生产经营资金主要来源于银行贷款。因此，公司负债构成以银行借款为主，借款结构以长期借款为主，期限结构主要集中于 2-3 年期。近年来，随着业务的不

断发展，公司对资金的需求不断扩大，负债规模呈现快速增长的态势（见表 7）。

2015-2017 年末，公司短期借款余额分别为 12.59 亿元、2.13 亿元和 28.59 亿元，占负债总额的比重分别为 23.14%、1.43%和 12.49%。其中，2016 年末公司短期借款余额大幅下降，主要是由于公司前期借款利率较高，随着借款利率下降，公司提前偿还了部分成本较高的短期借款和借款到期偿还所致；2017 年末公司短期借款余额增幅明显，主要是当期增加借款所致。

为匹配资产和负债期限，公司的借款期限主要集中在 3 年期，因此长期借款在负债总额中的占比较高。近年来，公司的长期借款规模保持快速增长态势，按风险缓释方式划分，全部为信用借款，年利率在基准利率左右。

公司其他类负债规模小，主要包括不良资产包保证金和售后回购融入资金。

表 7 负债结构

单位：亿元/%

项目	2017 年末		2016 年末		2015 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
短期借款余额	28.59	12.49	2.13	1.43	12.59	23.14
长期借款余额	188.66	82.40	139.29	93.64	32.72	60.14
其他类负债	11.71	5.11	7.33	4.93	9.10	16.72
合计	228.96	100.00	148.75	100.00	54.41	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

截至 2018 年 3 月末，公司负债总额 255.56 亿元，其中借款余额为 232.36 亿元，应付债券 12.00 亿元，为 5 年期私募公司债。公司未来拟通过发行短期融资券、中期票据、超短期融资券、公司债券、非公开定向工具等渠道进行融资，优化负债结构。但值得注意的是，由于银行借款在负债总额中的占比仍较高，公司的资金成本易受到市场利率波动及融资环境的影响。

3. 盈利水平

近年来，公司各项业务发展趋势良好，营业收入快速增长。

2015-2017 年，公司分别实现营业收入 2.53 亿元、7.72 亿元和 16.41 亿元（见表 8），其中投资收益对营业收入的贡献度较高，主要来源于投融资业务产生的收益。不良资产处置产生的收益对整体营业收入贡献度仍相对较小，收入结构有待优化。未来随着公司收购不良资产规模的持续扩大，外加不良资产的长期经营效果逐步显现，不良资产经营收入贡献度有望提升。

表 8 收益指标

单位：亿元/%

项目	2017 年	2016 年	2015 年
营业收入	16.41	7.72	2.53
其中：不良资产收益	5.72	3.50	1.04
手续费及佣金	0.67	0.23	0.09

投资收益	10.22	4.27	1.36
公允价值变动	-0.34	-0.31	-
其他业务	0.14	0.03	0.03
营业支出	6.74	4.32	0.66
其中：营业成本	0.00	0.04	-
税金及附加	0.06	0.13	0.08
管理费用	1.22	0.55	0.30
财务费用	4.52	3.10	0.28
资产减值损失	0.93	0.50	-
净利润	7.82	2.53	1.42
费用收入比	35.00	47.34	22.79
平均资产收益率	2.58	1.51	3.18
平均净资产收益率	6.84	3.83	8.97

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

公司营业支出主要由财务费用和管理费用构成，另有少量应收款项类投资计提的资产减值损失。因长期借款规模的快速增长，公司财务费用增长明显，营业支出明显上升。2015-2017年，公司营业支出分别为0.66亿元、4.32亿元和6.74亿元；其中，财务费用的占比由42.42%上升至67.06%，全部为金融机构借款的利息净支出。

近年来，随着投融资项目带来的较高收益水平，公司净利润快速增长，2017年的增幅尤为明显。2015-2017年，公司分别实现净利润1.42亿元、2.53亿元和7.82亿元，2017年平均资产收益率和平均净资产收益率分别为2.58%和6.84%。

2018年以来，公司主营业务保持良好发展趋势，收入水平稳步提升。2018年1-3月，公司实现营业收入4.43亿元，净利润1.77亿元。

整体看，公司近年来营业收入和净利润均保持快速增长，特色投融资业务对收入的贡献度较高。但随着资管新规的实施，公司特色投融资业务未来或面临较大调整，对盈利水平产生的影响有待观察。

4. 现金流分析

公司经营活动现金流主要是源于不良资产经营业务和特色投融资业务。近年来，公司经营活动产生的现金流净额为负且呈现逐年扩大趋势（见表9），主要是由于公司主营业务快速扩张，

不良资产收购和特色投融资业务支出的资金规模持续增长所致；投资活动产生的现金流支出主要为股权投资和购置固定资产流出的资金；此外，筹资活动产生的现金流为净流入状态，主要来自于增资扩股募集的股金和借款收到的现金。整体看，公司的现金流情况较为宽松。

表9 公司现金流情况 单位：亿元

项目	2017年	2016年	2015年
经营活动产生的现金流量净额	-126.40	-49.70	-49.95
投资活动产生的现金流量净额	-1.05	-0.13	-0.02
筹资活动产生的现金流量净额	74.03	105.43	55.93
现金及现金等价物净增加额	-53.42	55.60	5.96
年末现金及现金等价物余额	21.34	74.76	19.16

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

5. 所有者权益

公司于2014年末成立，初始注册资本为10.00亿元。2015年，公司引入幸福人寿等3家新股东，将股本规模增至20.30亿元。2016年，公司新增入股资金88.17亿元，其中7.37亿元作为股本溢价计入资本公积；增资补充的现金主要用于搭建不良资产收购处置平台、收购不良资产及对外投资。公司此次增资通过发行A股、B股和C股3类股份的方式进行；其中，A类股份发行10.00亿股，B类股份发行22.00亿股，每股发行价格为1.00元；C类股份发行48.80亿股，每股面值1.00元，每股发行价格为1.151元。

通过此次增资，公司引入中油资产管理有限公司等战略投资者，优化了公司多元股权结构，资本实力明显提升。截至2018年3月末，公司所有者权益总额120.39亿元，其中实收资本101.10亿元，资本公积7.37亿元，未分配利润8.37亿元。

6. 偿债能力分析

2016年的增资扩股快速提升了公司资本实力，为公司长期债务偿还提供了良好的保障。近年来，公司主营业务模式逐步成熟，资产负债结构趋于稳定，流动性比率表现较好，资产负债率处于适中水平，良好的盈利水平为

公司利息偿还提供了充足的保障。整体看，公司偿债能力良好。截至 2017 年末，公司资产负债率为 65.98%。2017 年，公司 EBITDA 为 14.66 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.24 倍。此外，公司资信情况良好，与中国银行、建设银行、工商银行、农业银行等多家银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，具有较强的间接融资能力。截至 2017 年末，公司银行授信额度 243.80 亿元，已使用授信额度 148.07 亿元，未使用的授信额度 95.73 亿元，对本期中期票据偿还形成有力支撑。

表 10 主要偿债能力指标 单位：亿元/%/倍

项目	2017 年末	2016 年末	2015 年末
流动比率	181.79	1209.14	309.94
全部债务	217.25	141.42	45.31
资产负债率	65.98	57.37	71.53
EBITDA	14.66	6.53	2.17
EBITDA 利息倍数	3.24	2.10	7.89
EBITDA 全部债务比	6.75	4.62	4.80

数据来源：公司审计报告，联合资信整理。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2018 年 3 月末，公司无未结清不良信贷信息记录。

8. 抗风险能力

作为山东省级资产管理公司，公司在资本和业务方面得到省政府及下属地方政府大力支持，公司在山东省的业务布局得到了保障，资本实力明显提升。综上，公司整体抗风险能力强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据计划发行额度为 10 亿元，分别占公司 2018 年 3 月末长期债务、全部债务规模的 4.59% 和 4.09%，对公司现有债务影响一般。

截至 2018 年 3 月末，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 67.98%、66.99% 和 64.40%，以公司 2018 年 3 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，公司此三项指标将分别上升至 68.81%、67.87% 和 65.42%，公司债务负担相应加重。考虑到本期中期票据募集资金部分用于偿还金融机构借款，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

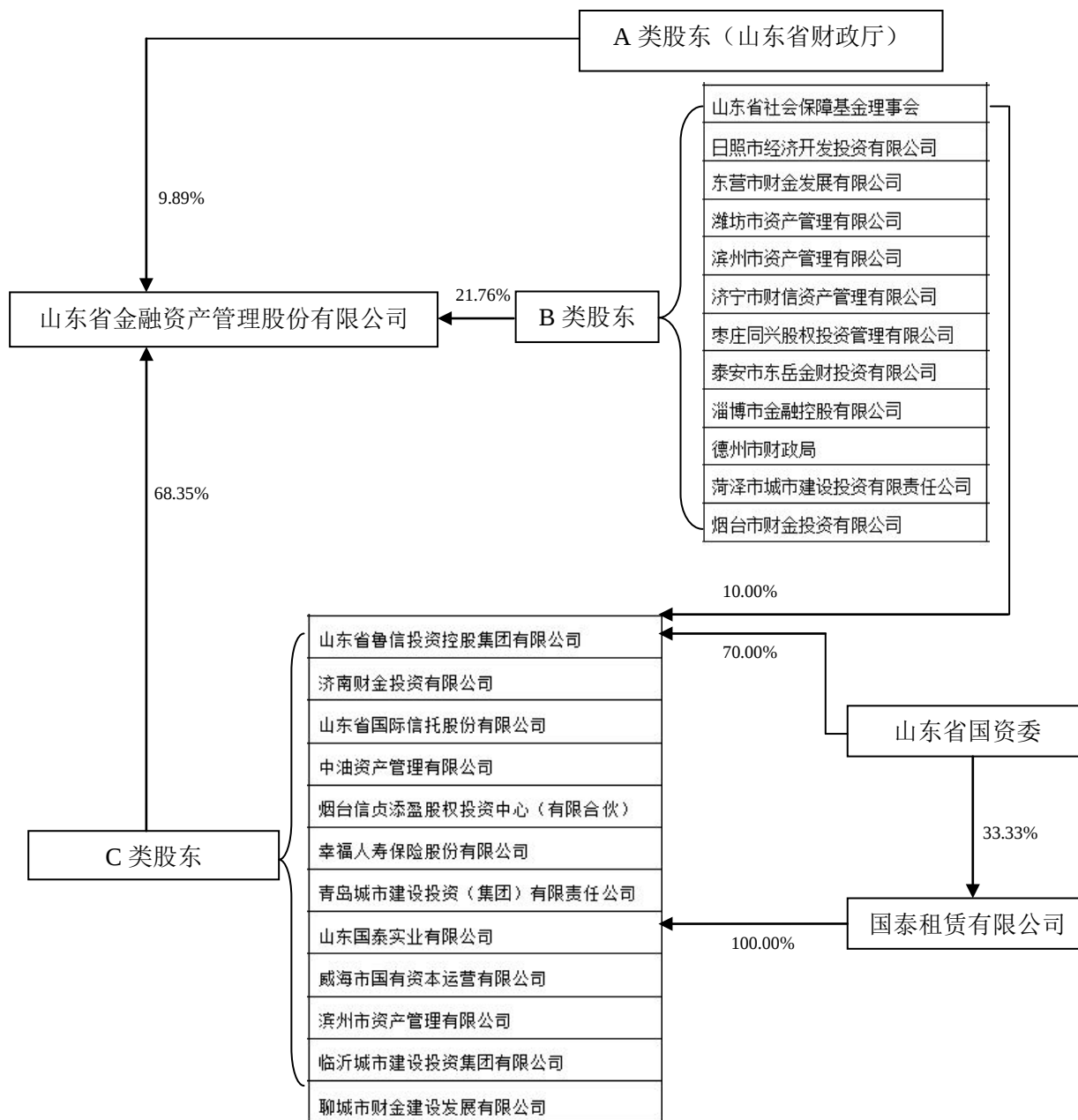
2015~2017 年，公司经营活动现金流入量分别为 39.90 亿元、107.33 亿元和 154.75 亿元，分别为本期中期票据募集资金的 3.99 倍、10.73 倍和 15.48 倍；公司 EBITDA 分别为 2.17 亿元、6.53 亿元和 14.66 亿元，分别为本期中期票据募集资金的 0.22 倍、0.65 倍和 1.47 倍。

总体看，公司经营活动现金流入量较大，对本期中期票据保障程度较好。同时，考虑到政府对公司的支持力度大，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

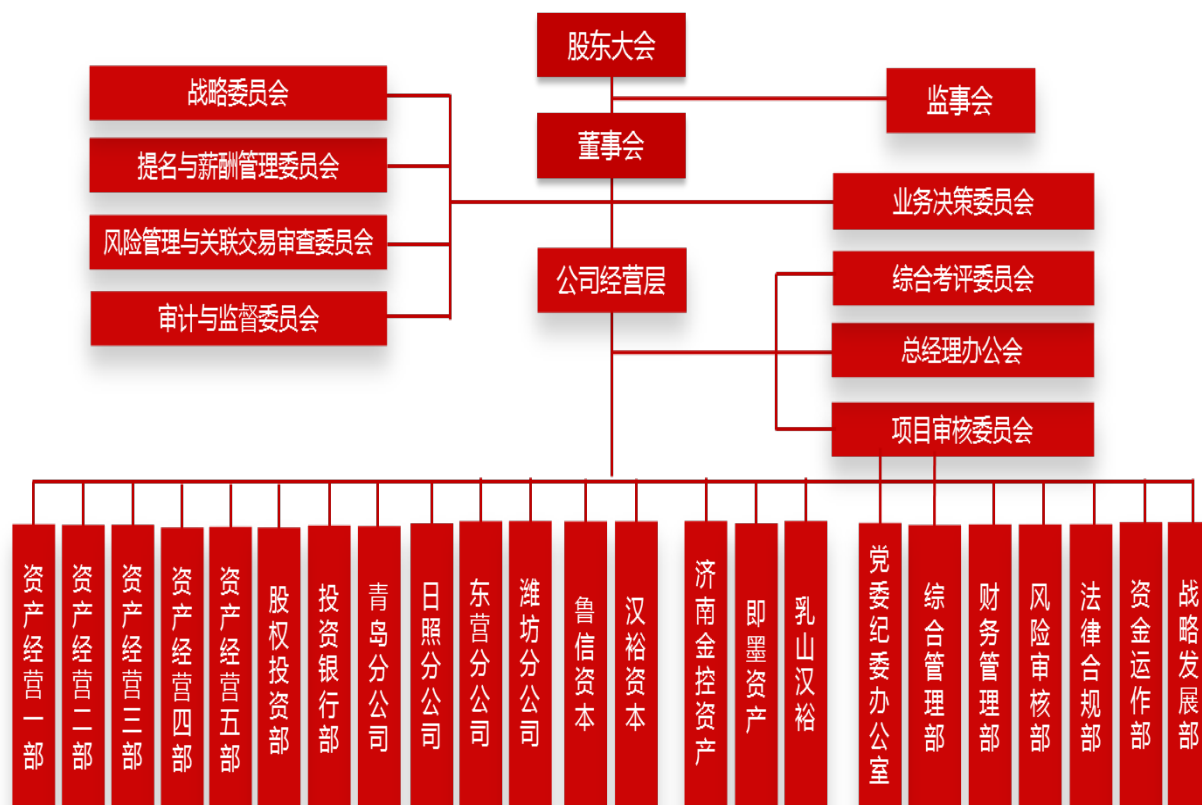
十一、结论

公司为我国实缴资本规模最大的地方资产管理公司，实际控制人为山东省国资委，这有助于公司在未来业务发展和资本补充等多方面得到山东省政府的支持。同时，联合资信也关注到由于公司成立时间较短，不良资产经营业务的盈利能力尚未完全体现，特色投融资业务目前对公司的收入贡献度较高，但受金融监管趋严的影响，未来此类业务规模将有所压缩。此外，近年来山东地区的银行业不良贷款规模及不良贷款率上升较快，加大了公司业务经营中面临的信用风险，对公司风险管理能力提出更高要求。综上所述，联合资信认为，在未来一段时期内山东省金融资产管理股份有限公司信用水平将保持稳定。

附录 1 公司股权结构图



附录 2 公司组织架构图



附录 3 主要财务数据及指标

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
现金类资产(亿元)	23.39	21.34	74.76	19.16
资产总额(亿元)	375.95	347.03	259.27	76.07
所有者权益(亿元)	120.39	118.07	110.52	21.66
全部债务(亿元)	244.36	217.25	141.42	45.31
营业收入(亿元)	4.43	16.41	7.72	2.53
净利润(亿元)	1.77	7.82	2.53	1.42
EBITDA(亿元)	-	14.66	6.53	2.17
经营性净现金流(亿元)	-23.52	-126.40	-49.70	-49.95
费用收入比(%)	-	35.00	47.34	22.79
资产负债率(%)	67.98	65.98	57.37	71.53
平均总资本收益率(%)	-	4.20	3.53	4.41
平均资产收益率(%)	-	2.58	1.51	3.18
平均净资产收益率(%)	-	6.84	3.83	8.97
流动比率(%)	585.05	181.79	1209.14	309.94
经营现金流动负债比(%)	-	-	-	-
EBITDA 全部债务比(%)	-	6.75	4.62	4.80
EBITDA 利息倍数(倍)	-	3.24	2.10	7.89
全部债务资本化比率(%)	66.99	64.79	56.13	67.66
长期债务资本化比率(%)	64.40	53.58	55.05	60.17

注：1. 以上财务数据及指标均为合并口径；

2. 数据来源：公司 2015~2017 年审计报告及 2018 年一季度财务报表，联合资信整理。

附录 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	
盈利指标	
平均总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
平均资产收益率	当期净利润*2 / (期初资产总额+期末资产总额) × 100%
平均净资产收益率	当期净利润*2 / (期初所有者权益+期末所有者权益) × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 总收入 × 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/ (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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
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%

注: 现金类资产=货币资金+应收票据
 投资类资产=可供出售金融资产+交易性金融资产
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(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

附录 5-1 资产管理公司主体长期信用等级设置及其含义

联合资信资产管理公司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 资产管理公司中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信资产管理公司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

联合资信评估有限公司关于 山东省金融资产管理股份有限公司 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期中期票据信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东省金融资产管理股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期中期票据评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

山东省金融资产管理股份有限公司或本期中期票据如发生重大变化，或发生可能对山东省金融资产管理股份有限公司或本期中期票据信用等级产生较大影响的重大事项，山东省金融资产管理股份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金融资产管理股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现山东省金融资产管理股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对山东省金融资产管理股份有限公司或本期中期票据信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如山东省金融资产管理股份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山东省金融资产管理股份有限公司或本期中期票据信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与山东省金融资产管理股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。