# 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跟踪评级报告》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

二〇一九年六月二十八日

# 信用等级公告

联合〔2019〕1761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，山东省金融资产管理股份有限公司2018年第一期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月二十八日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

# 山东省金融资产管理股份有限公司跟踪评级报告

## 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

| 债券简称 | 余额 | 到期兑付日 | 跟踪评级结果 | 上次评级结果 |
|---|---|---|---|---|
| 18 山东金融 MTN001 | 10 亿元 | 2021/8/21 | AAA | AAA |

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

**评级时间：**2019 年 6 月 28 日

## 财务数据

| 项　目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 资产总额(亿元) | 259.27 | 347.03 | 405.91 |
| 负债总额(亿元) | 148.75 | 228.96 | 286.66 |
| 所有者权益(亿元) | 110.52 | 118.07 | 119.25 |
| 全部债务(亿元) | 141.42 | 217.25 | 268.78 |
| 资产负债率(%) | 57.37 | 65.98 | 70.62 |
| 全部债务资本化比率(%) | 56.13 | 64.79 | 69.27 |
| 长期债务资本化比率(%) | 55.76 | 61.51 | 67.74 |
| 流动比率(%) | 1209.14 | 181.79 | 275.43 |
| 营业收入(亿元) | 7.72 | 16.41 | 24.30 |
| 利润总额(亿元) | 3.42 | 10.13 | 10.56 |
| 净利润(亿元) | 2.53 | 7.82 | 7.41 |
| EBITDA(亿元) | 6.53 | 14.66 | 21.83 |
| 经营性净现金流(亿元) | -49.70 | -126.40 | -18.35 |
| 费用收入比(%) | 47.34 | 35.00 | 52.51 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.10 | 3.24 | 1.94 |
| 全部债务/EBITDA(倍) | 21.64 | 14.82 | 12.28 |
| 平均资产收益率(%) | 1.51 | 2.58 | 1.97 |
| 平均净资产收益率(%) | 3.83 | 6.84 | 6.24 |

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

## 分析师

卢司南　高　鑫

**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

## 评级观点

山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“山东资管”或“公司”）成立于 2014 年 12 月 31 日，是由山东省政府批准，经原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、化解金融风险和降低企业财务杠杆率等方面发挥重要的作用。截至 2018 年末，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，联合资信也关注到目前特色投融资业务对公司的收入贡献度较高，受监管部门强调资产管理公司回归不良资产经营业务本源的影响，公司资产结构或受到调整，对盈利能力可能产生一定影响。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，不良资产包的质量有所下降，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。

综合评估，联合资信评估有限公司确定维持山东省金融资产管理股份有限公司的主体长期信用等级为 AAA，“18 山东金融 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

## 优势

1. 公司在山东省经济结构调整与转型升级、化解地方金融风险和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。
2. 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。

3. 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。
4. 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

1. 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。
2. 特色投融资业务板块的资金投向主要为为企业融资项目，在金融监管强调资产管理公司回归不良资产业务经营本源的背景下，公司此类业务未来将有所压缩。
3. 随着业务的开展，公司有息债务规模不断上升，资产负债率、全部债务及长期债务资本化比率提升至较高水平，存在一定的债务负担。
4. 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资产处置难度。
5. 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。

## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照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的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

## 二、企业基本情况

山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“山东资管”或“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地市全部成为公司股东，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1-1）。

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年末，公司纳入合并范围的子公司共5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。

截至2018末，公司资产总额（合并口径）405.91亿元，负债总额286.66亿元，所有者权益119.25亿元。2018年，公司实现营业收入24.30亿元，净利润7.41亿元。

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

## 三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续债券中由联合资信评级的有“18山东金融MTN001”（详见表2），债券余额合计10亿元，全部用于偿还银行借款，已全部按照计划使用完毕。

表2 公司存续债券概况 单位：亿元

| 债项简称 | 发行金额 | 余额 | 起息日 | 到期兑付日 |
|---|---|---|---|---|
| 18山东金融MTN001 | 10.00 | 10.00 | 2018/08/21 | 2021/08/21 |

资料来源：中国货币网，联合资信整理

## 四、行业及区域经济环境

1.行业概况

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。

（1）不良资产行业概况

不良债权是不良资产行业的核心资产，近年来随着专营不良资产管理公司数量的大幅增加，不良资产招标和成交量都不断增加。2018年，不良债权招标规模2.77万亿元，较上年上升49.41%；不良债权成交规模0.89万亿元，较上年增加20.86%。

地区不良资产招标和成交量显示了当地不良资产交易的活跃度，地区活跃度越高预示着当地不良资产管理公司的经营外部环境越好。从地区分布方面看，沿海地区和中部发达省份的招标量和成交量占比较高，显示沿海地区和中部发达省份的不良资产管理公司的业务量和外部经营环境较好。从区域债权招标情况来看，2018年，广东省、浙江省和山东省债权招标规模排名前三，占全国的比重分别为15.68%、10.51%和7.53%；从区域债权成交情况来看，浙江省、广东省和山东省债权成交规模排名前三，占全国的比重分别为19.64%、11.00%和10.19%。

在不良资产成交流转方面，持牌照的资产管理公司发挥着重要作用，而非持牌资产管理公司同样是流转环节的重要组成部分。从不良资产成交流转方面看，2018年，债权转让方构成为商业银行、四大AMC、非持牌资产管理公司、地方AMC，占转出债权比重分别为51.92%、23.11%、19.74%和5.23%。受让方构成为四大AMC、非持牌资产管理公司和地方AMC，占比分别为50.75%、32.40%和16.84%。

从债权成交价格方面看，2017年以前受到四大AMC回归主业，大量收购不良资产包战略的影响，不良债权市场价格逐年走高。而2018年以来，随着市场回归理性，债权包价格呈现下降态势。从淘宝拍卖数据来看，全国债权成交折扣率从2017年末的约77%下降到2018年末的70%。

总体看，近年来我国不良债权交易规模及活跃度大幅提升，沿海地区不良债权招标及交易规模较大；持牌照和非持牌的资产管理公司在不良债权流转环节中共同发挥重要作用；不良债权价格呈现下降趋势。

（2）持牌照资产管理公司

持牌照的资产管理公司是指银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管理公司、地方资产管理公司组成。

我国四大金融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2018年末，银保监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63家。

（3）不良资产收购处置业务

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2018年末，我国商业银行不良贷款余额2.03万亿元，不良贷款率1.89%，关注类贷款余额3.4万亿元，关注类贷款占比3.16%，逾期90天以上贷款与不良贷款比例为92.8%。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，加之银行业监管力度持续提升，商业银行不良资产处置动力加大，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，成立的目的主要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。

（4）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。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，地方资产管理公司“不良资产批量转让处置业务”的资质需向银监会备案，随着地方 AMC 家数的不断增多，业务的逐渐丰富，统一监管迫在眉睫。2019 年初，银保监会下发了《关于加强地方资产管理公司监督管理有关工作的通知（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”），表明地方 AMC 进入统一监管时代。

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—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，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”。

按照 2019 年初银保监会发布的《征求意见稿》，地方 AMC 的业务范围可能会扩大到全国，并且不限于金融类不良资产的收购。此外，《征求意见稿》还在融资管理、内部控制、风险管理、资本管理、信息披露等方面提出了全面的、指导性的要求，为地方 AMC 业务及内部管理的开展指明方向，并显示出后续正式监管文件的监管范围。

2018 年 6 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，银监会发布《金融资产投资公司管理办法（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。

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。

3. 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。2016—2018 年，山东省地区生产总值增速分别为 7.6%、7.4%和 6.4%，经济增速逐年放缓。2018 年，山东省实现地区生产总值 76469.7 亿元。其中，第一产业增加值 4950.5 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 33641.7 亿元，增长 5.1%；第三产业增加值 37877.4 亿元，增长 8.3%；三次产业比例由上年的 6.7：45.3：48.0 调整为 6.5：44.0：49.5；地方一般公共预算收入 6485.4 亿元，比上年增长 6.3%；地方一般公共预算支出 10099.0 亿元，增长 9.1%。

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。2016—2018 年末，山东省银行业金融机构不良贷款率分别为 2.14%、2.56%和 3.41%，不良贷款余额分别为 1397.1 亿元、1813.2 亿元和 2630.6 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。

## 五、基础素质分析

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，促进产业结构调整和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 年末，公司拥有 5 家并表子公司，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”），持股比例见表 3。其中，汉裕资本、鲁信资本取得基金管理人的资格，在中国证券基金业协会进行了备案。基金管理人编号分别为 P1032001 和 P1061830。

表 3 2018 年末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 | 100.00 |
| 即墨市资产管理有限公司 | 即墨 | 10,000.00 | 55.00 |

数据来源：公司提供资料，联合资信整理

截至 2018 年末，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。从经营格局上看，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。山东省不良资产处置持牌公司以山东资管、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。

## 六、管理分析

跟踪期内，公司股权结构、管理体制及管理制度等方面无重大变化。

## 七、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，已分别在泰安、临沂、潍坊发起设立合资平台公司，整合地方资源，充分发挥竞争优势。根据公司的战略规划，未来将与山东省内 16 个地级市共同设置合资平台，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。

2018 年，公司积极发挥地方“金融稳定器”功能，在推进山东省农村信用社系统银行化改革方面，发挥了重要作用。由于各地市农村信用社历史包袱沉重，不良资产率较高，改制手段单一，致使改制进程缓慢。公司通过创新不良资产合作处置模式、建立不良资产合作处置

生态圈，以市场化方式对山东省内农村信用社系统银行化改革起到了重要推动作用。

2018 年，公司不良资产经营业务开展情况见表 4。不良资产包的处置周期一般在 3—5 年，整体看，公司自成立以来，对不良资产的处置能力不断增强，资产回收率及现金回收率有所提升，业务发展能力已有所显现。

表 4　不良资产经营业务开展情况　单位：亿元、%

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 收购金额 | 203.35 | 334.09 | 234.04 |
| 收购成本 | 65.67 | 106.75 | 97.34 |
| 处置金额 | 189.27 | 327.56 | 246.63 |
| 累计处置金额 | 239.35 | 566.91 | 813.54 |
| 现金回收金额 | 62.47 | 91.91 | 96.81 |
| 累计现金回收金额 | 74.12 | 166.03 | 262.84 |
| 不良资产余额 | 444.48 | 451.00 | 438.42 |
| 资产回收率 | 35.00 | 55.69 | 64.98 |
| 现金回收率 | 30.97 | 29.29 | 32.31 |

注 1：收购金额指发行人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；收购成本指发行人为收购上述资产包所付出的成本
注 2：资产回收率=累计处置金额/累计收购金额
注 3：现金回收率=累计现金回收金额/累计处置金额

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。其中，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，但整体风险可控。

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。

公司将商业化收购的不良资产计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产会计科目项下，将指定收购与处置和商定收购与合作清收相关的资产计入应收款项类投资项下。2018 年，公司不良资产计提公允价值变动亏损金额为 1.46 亿元，全年未对计入应收款项类投资的不良资产业务计提坏账准备。

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。

2018 年，公司联合地方政府与社会力量，与山东省主要地市和行业龙头企业共同成立资产管理平台公司，发起设立地方金融稳定与产业转型基金。从实际运作方面来看，公司通过组建“金融资产投资基金”“企业重组发展基金”和“房地产重整基金”等基金，不断提升公司的专业化经营能力。截至 2018 年末，公司基金出资规模为 69.51 亿元，全年资产管理业务板块实现收入 3.31 亿元。

截至 2018 年末，公司通过汉裕资本、鲁信资本和即墨资管所管理的基金数量为 35 只。公司从 2016 年开始开展基金管理业务，截至 2018 年末，共有 3 支基金进入退出阶段，正在清算，分别为青岛金汇幸福投资合伙企业（有限合伙）、德州市青银企业重组发展基金合伙企业（有限合伙）和鲁信-新旧动能转换 1 号契约型私募股权投资基金。在基金运营方面，公司一方面以 LP 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 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。截至 2018 年末，公司管理的基金注册总规模 370 亿元，存续注册总规模 364.69 亿元，实缴规模 153.40 亿元，存量实缴规模 136.85 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。

公司特色投融资板块的投资依照投资的资产性质不同，分别将应收款项类投资及定增项目计入应收款项类投资科目及可供出售金融资产科目；另外将应收款项类投资依照持有期限，将应收款项类投资科目划分为其他流动资产、其他非流动资产及一年内到期的非流动资产。公司在特色投融资业务的收入确认方面，对于日常取得的利息回款，计入当期收入。通常来说，公司依照所投标的不同分别于不同的时点确认收入。2018 年，公司应收款项类投资主要为信托计划、委托贷款等资产，依照合同约定的债务人应付利息的金额和日期确认收入；可供出售金融资产主要为通过定增项目持有的二级市场股票，分别于分红及退出时确认收入。截至 2018 年末，公司特色投融资业务相关的应收款项类投资合计金额为 131.28 亿元；特色投融资业务相关的可供出售金融资产科目投资合计金额为 1.61 亿元。截至 2018 年末，公司新增各类投资规模合计金额为 342.17 亿元，按期收回 209.28 亿元，特色投融资业务前五大投资情况见表 5。

此外，根据 2016 年山东省金融工作办公室发布的《山东省地方资产管理公司监管暂行办法》，每年年底，按照公司对外投融资期末余额的 1%计提减值准备。2018 年，公司计提资产减值损失 1.87 亿元，年末特色投融资业务资产减值准备余额为 2.96 亿元。

表 5 公司特色投融资业务前五大投资情况　　单位：亿元

| 投资标的 | 类别 | 截至 2018 年末余额 | 行业 | 投资期限 |
|---|---|---|---|---|
| 债权重组项目 | 债务重组 | 17.00 | 文化娱乐 | 2 年 |
| 信托份额项目 | 次级信托 | 10.77 | 多行业 | 3 年 |
| 债权重组项目 | 债务重组 | 9.01 | 房地产业 | 2 年 |
| 公司融资项目 | 委托贷款 | 6.00 | 综合 | 2 年 |
| 债权重组项目 | 债务重组 | 4.18 | 综合 | - |
| **合计** | - | **46.95** | - | - |

数据来源：公司提供，联合资信整理

从退出方面来看，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，实现在满足项目风险可控、收益可观的同时兼顾流动性需求。2018 年，公司特色投融资业务实现业务收入 10.45 亿元。整体看，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，在目前金融监管强调资产管理公司回归不良资产经营业务本源的背景下，公司开始对特色投融资业务规模主动压缩，对公司未来收入或造成一定影响。

## 八、财务分析

公司提供了 2018 年度合并财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该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。2018 年，公司的财务报表合并范围未发生变化。

### 1. 资产质量

2018 年以来，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，但资产结构有所调整，应收款项类投资在资产总额中的占比明显下降，可供出售金融资产及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比随之上升。截至 2018 年末，公司资产总额 405.91 亿元（见表 6）。

表 6 资产结构　　单位：亿元、%

| 项目 | 2016 年末 | | 2017 年末 | | 2018 年末 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 余额 | 占比 | 余额 | 占比 | 余额 | 占比 |
| 货币资金 | 74.76 | 28.84 | 21.34 | 6.15 | 15.76 | 3.88 |
| 可供出售金融资产 | 11.24 | 4.34 | 40.68 | 11.72 | 70.73 | 17.43 |
| 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 | 24.00 | 9.25 | 43.22 | 12.45 | 90.30 | 22.25 |
| 应收款项类投资 | 148.50 | 57.28 | 239.11 | 68.90 | 207.39 | 51.09 |
| 其他类资产 | 0.77 | 0.29 | 2.68 | 0.78 | 21.73 | 5.35 |
| **合计** | **259.27** | **100.00** | **347.03** | **100.00** | **405.91** | **100.00** |

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
数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2018 年，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 2018 年末，公司货币资金余额 15.76 亿元，占资产总额的 3.88%。

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 2018 年末，公司可供出售金融资产余额 70.73 亿元，较之前

年度大幅上升，主要是由于年内基金出资规模较大所致。

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。2018 年以来，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。截至 2018 年末，公司应收款项类投资净额为 207.39 亿元，较上年末有所减少，主要是由于公司在部分特色投融资项目到期后不再续作，相关资产规模有所减少。

2018 年，公司其他类资产规模较之前年度明显增长，主要是由于公司对潍坊市鲁中金融资产运营管理股份有限公司、临沂市鲁南资产运营管理有限公司和对山东鲁信科讯大数据科技有限公司等追加投资，导致长期股权投资规模增幅较大。

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；特色投融资项目的相关资产规模整体较大，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。此外，股票定增业务不确定性较大，存在一定的风险，需关注此类资产的市场风险及信用风险水平。

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金融机构借款。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。2018 年以来，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）；截至 2018 年末，公司负债余额为 286.66 亿元，较上年末增长 25.20%。

截至 2018 年末，公司短期债务余额为 18.42 亿元，较上年末减少 35.57%，主要是由于公司偿还了部分短期借款所致。

公司的长期债务包括长期借款和应付债券。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。截至 2018 年末，公司长期借款余额为 200.36 亿元，主要为银行信用借款。此外，2018 年公司发行公司债券 40.00 亿元、中期票据 10.00 亿元，改善资金期限结构的同时开拓了融资渠道。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 | 2016 年末 | | 2017 年末 | | 2018 年末 | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 余额 | 占比 | 余额 | 占比 | 余额 | 占比 |
| 短期债务余额 | 2.13 | 1.43 | 28.59 | 12.49 | 18.42 | 6.43 |
| 长期债务余额 | 139.29 | 93.64 | 188.66 | 82.40 | 250.36 | 87.34 |
| 其中：应付债券 | - | - | - | - | 50.00 | 17.44 |
| 其他类负债 | 7.33 | 4.93 | 11.71 | 5.11 | 17.88 | 6.24 |
| **合计** | **148.75** | **100.00** | **228.96** | **100.00** | **286.66** | **100.00** |

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

整体看，为满足资产端的需求，公司负债规模保持较快增长，负债结构以长期债务为主，但值得注意的是，由于银行借款在负债总额中的占比较高，公司的资金成本易受到市场利率波动及融资环境的影响。此外，随着业务的逐渐开展，公司有息债务规模快速上升，存在一

定的债务负担。

3. 盈利水平

2018 年，随着业务规模的扩大，公司营业收入快速增长，但受资金利息支出水平较高的影响，公司盈利能力有所下降。

2018 年，公司实现营业收入 24.30 亿元（见表 8），其中投资收益在营业收入的占比为 64.12%，主要来源于投融资业务产生的收益，另有少部分来源于基金分红以及公司作为基金管理人的管理费收入。2018 年以来，不良资产处置产生的收益对整体营业收入的贡献度明显提升，主营业务收益逐步显现。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进一步提升。

表 8 收益指标　　单位：亿元、%

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 营业收入 | 7.72 | 16.41 | 24.30 |
| 其中：不良资产收益 | 3.50 | 5.72 | 8.62 |
| 手续费及佣金 | 0.23 | 0.67 | 1.38 |
| 投资收益 | 4.27 | 10.22 | 15.58 |
| 公允价值变动 | -0.31 | -0.34 | -1.46 |
| 其他业务 | 0.03 | 0.14 | 0.17 |
| 营业支出 | 4.32 | 6.74 | 14.72 |
| 其中：营业成本 | 0.04 | 0.00 | 0.00 |
| 税金及附加 | 0.13 | 0.06 | 0.09 |
| 管理费用 | 0.55 | 1.22 | 1.45 |
| 财务费用 | 3.10 | 4.52 | 11.31 |
| 资产减值损失 | 0.50 | 0.93 | 1.87 |
| 净利润 | 2.53 | 7.82 | 7.41 |
| 费用收入比 | 47.34 | 35.00 | 52.51 |
| 平均资产收益率 | 1.51 | 2.58 | 1.97 |
| 平均净资产收益率 | 3.83 | 6.84 | 6.24 |

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。因长期借款规模的增长，加之受 2018 年资金市场利率的波动影响，公司财务费用增幅较大，营业支出及费用收入比均明显上升。2018 年，公司营业支出为 14.72 亿元；其中，财务费用的占比由 67.06%升至 76.82%，主要为金融机构借款的利息净支出。

2018 年，受营业支出增幅明显的影响，公司净利润较上年有所减少，全年实现净利润 7.41 亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为 1.97%和 6.24%，盈利能力有所减弱。

整体看，特色投融资业务对公司收入的贡献度较高，2018 年以来不良资产经营业务的盈利能力有所凸显，未来收入结构有望改善。值得注意的是，公司利息支出水平快速上升，对盈利能力产生一定负面影响。

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、资产管理业务和特色投融资业务。2018年，公司经营活动产生的现金净流出规模大幅缩减（见表9），主要是由于当年收回投融资业务本金规模较大所致；投资活动产生的现金流量净额为负，且规模明显扩大，是由于股权投资和购置固定资产流出的资金，以及因业务拓展需要投资支付的现金大幅增长所致；此外，筹资活动产生的现金流为净流入规模较之前年度明显减少，主要是由于当年偿还债务支付的现金和分配股利、偿还利息支付的现金大幅增加所致。整体

看，2018年末，公司现金及现金等价物余额较之前年度下降明显，现金流趋紧。

表9 公司现金流情况 单位：亿元

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 经营活动产生的现金流量净额 | -49.70 | -126.40 | -18.35 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -0.13 | -1.05 | -19.87 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 105.43 | 74.03 | 32.64 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 55.60 | -53.42 | -5.58 |
| 年末现金及现金等价物余额 | 74.76 | 21.34 | 15.76 |

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

5. 所有者权益

2018 年，公司未进行新的增资扩股，所有者权益的增长主要靠利润留存。截至 2018 年末，公司所有者权益规模 119.25 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 6.42 亿元；其中，未分配利润较上年末减少 2.64%，主要是由于公司于 2018 年向股东分配了 2017 年期间损益所致。

6. 偿债能力分析

截至 2018 年末，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，资本实力强，为公司长期债务偿还提供了良好的保障。2018 年以来，公司主营业务模式逐步成熟，流动性比率表现较好，但随着有息债务规模的上升，资产负债率、全部债务及长期债务资本化比率逐渐提高至较高水平，存在一定的债务负担。截至 2018 年末，公司资产负债率为 70.62%，全部债务资本化比率为 69.27%，长期债务资本化比率为 67.74%。2018 年，公司 EBITDA 为 21.83 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.94 倍（见表 10），覆盖水平有所下降。但考虑到公司资信情况良好，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；加之股东背景实力较强，能够为公司提供一定的资金支持，公司偿债能力强。

表 10 主要偿债能力指标 单位：亿元、%、倍

| 项目 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 |
|---|---|---|---|
| 流动比率 | 1209.14 | 181.79 | 275.43 |
| 全部债务 | 141.42 | 217.25 | 268.78 |
| 资产负债率 | 57.37 | 65.98 | 70.62 |
| EBITDA | 6.53 | 14.66 | 21.83 |
| EBITDA利息倍数 | 2.10 | 3.24 | 1.94 |
| EBITDA全部债务比 | 4.62 | 6.75 | 8.14 |
| 全部债务资本化比率 | 56.13 | 64.79 | 69.27 |
| 长期债务资本化比率 | 55.76 | 61.51 | 67.74 |

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 2019 年 6 月 16 日，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。

## 九、存续债券偿债能力分析

截至本报告出具日，公司存续债券有“18 山东金融 MTN001”“18 鲁金 04”“18 鲁金 03”“18 鲁金 02”“18 鲁金 01”“19 金纾 01”“19 金纾 03”，规模合计 90 亿元（见表 11）。

表 11 公司债券发行情况 单位：亿元、年

| 债券简称 | 发行金额 | 发行日期 | 期限 |
|---|---|---|---|
| 18鲁金01 | 12.00 | 2018-3-27 | 3+2 |
| 18鲁金02 | 10.00 | 2018-4-24 | 3+2 |
| 18鲁金03 | 14.00 | 2018-6-15 | 2+2 |
| 18鲁金04 | 4.00 | 2018-6-15 | 3+2 |
| 19金纾01 | 10.00 | 2019-3-22 | 3+2 |
| 19金纾03 | 30.00 | 2019-5-15 | 3+2 |
| 18山东金融MTN001 | 10.00 | 2018-8-21 | 3 |

数据来源：公司提供，联合资信整理

其中，“18 山东金融 MTN001”将于 2021 年 8 月到期；“18 鲁金 03”期限为 2+2 年，假设投资者在第二年行使回售选择权，“18 鲁金

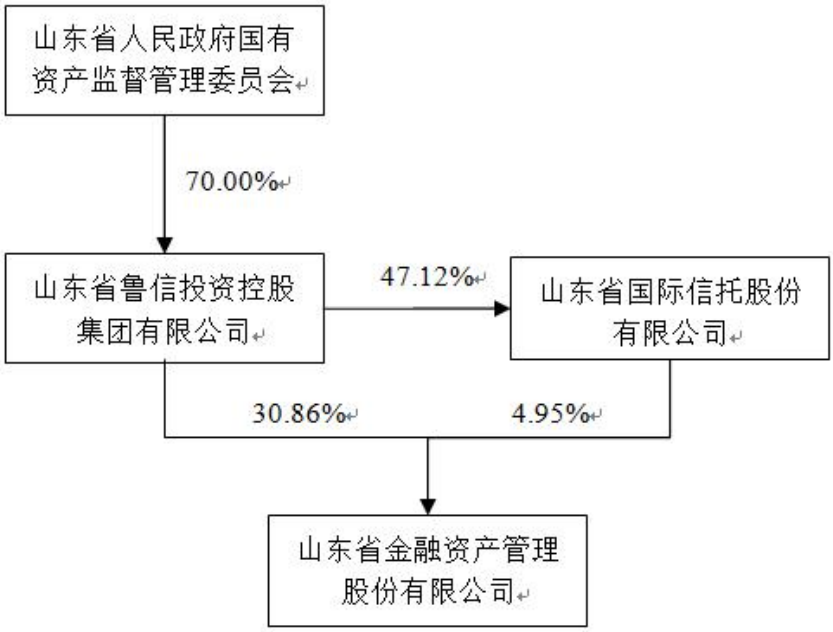
03”将于 2020 年 6 月到期；“18 鲁金 04” “18 鲁金 02”“18 鲁金 01”期限全部为 3+2 年，假设投资者在第三年行使回售选择权，则将在 2021 年到期；“19 金纾 01”“19 金纾 03”，期限为 3+2 年，假设投资者在第三年行使回售选择权，则将于 2022 年到期。因此，2022 年为公司偿债高峰期，需要偿还债券本金 40.00 亿元，在此以 2022 年待偿还能力进行测算。2018 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 分别为 228.59 亿元、-18.35 亿元和 21.83 亿元，分别为 2022 年待偿还债务规模的 5.71 倍、-0.46 倍和 0.55 倍。

总体看，公司无一年内到期的存续债券，短期偿债压力小；偿债高峰期在 2021 年和 2022 年，公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力强，经营活动现金净流量和 EBITDA 对存续期内债券的保障能力一般。但考虑到强大的股东背景及当地政府支持力度，公司整体偿债能力强。

## 十、结论

综合评估，联合资信评估有限公司维持山东省金融资产管理股份有限公司的主体长期信用等级为AAA，维持“18山东金融MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

# 附录 1-1　2018 年末公司股权结构图

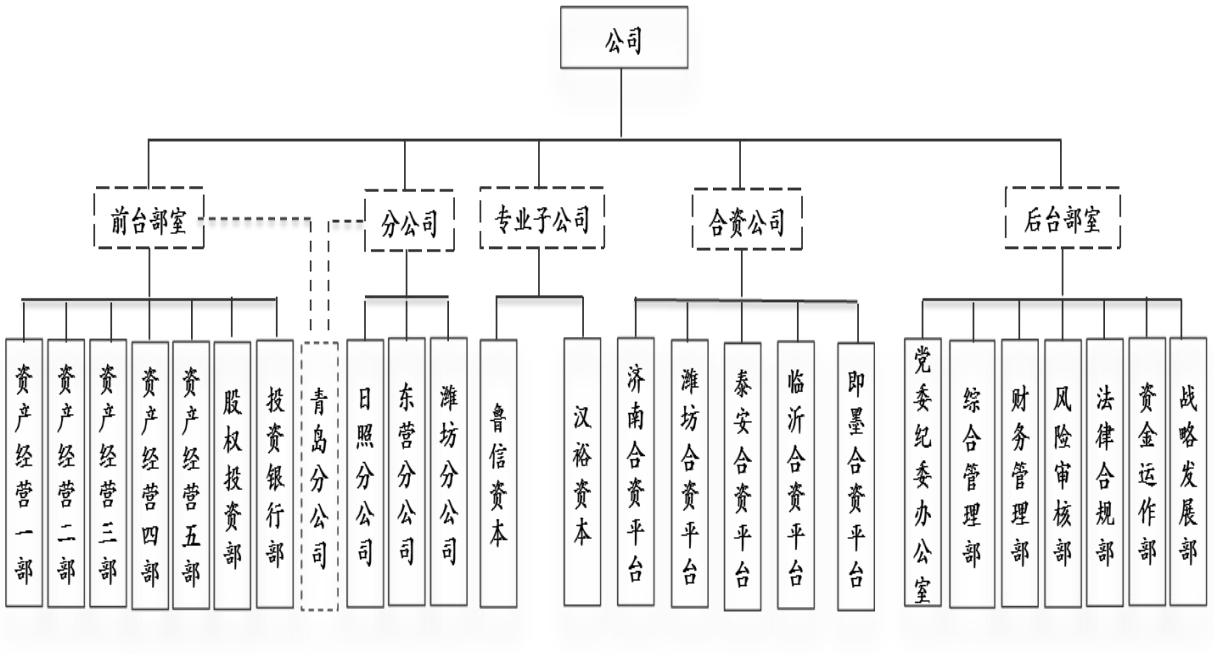


# 附录 1-2　2018 年末公司股权结构图（续）

| 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 | C | 31.20 | 30.86 |
| 山东省财政厅 | A | 10.00 | 9.89 |
| 济南财金投资有限公司 | C | 10.00 | 9.89 |
| 山东省国际信托股份有限公司 | C | 5.00 | 4.95 |
| 山东省社会保障基金理事会 | B | 5.00 | 4.95 |
| 中油资产管理有限公司 | C | 4.00 | 3.96 |
| 烟台信贞添盈股权投资中心（有限合伙） | C | 4.00 | 3.96 |
| 幸福人寿保险股份有限公司 | C | 3.20 | 3.17 |
| 青岛城市建设投资（集团）有限责任公司 | C | 3.20 | 3.17 |
| 山东国泰实业有限公司 | C | 3.20 | 3.17 |
| 威海市国有资本运营有限公司 | C | 3.00 | 2.97 |
| 日照市经济开发投资有限公司 | B | 3.00 | 2.97 |
| 东营市财金发展有限公司 | B | 3.00 | 2.97 |
| 潍坊市资产管理有限公司 | B | 2.50 | 2.47 |
| 滨州市资产管理有限公司 | B：1 亿元<br>C：1 亿元 | 2.00 | 1.98 |
| 济宁市财信资产管理有限公司 | B | 1.50 | 1.48 |
| 聊城市财金建设发展有限公司 | C | 1.00 | 0.99 |
| 枣庄同兴股权投资管理有限公司 | B | 1.00 | 0.99 |
| 泰安市东岳金财投资有限公司 | B | 1.00 | 0.99 |
| 淄博市金融控股有限公司 | B | 1.00 | 0.99 |
| 德州市财政局 | B | 1.00 | 0.99 |
| 菏泽市城市建设投资有限责任公司 | B | 1.00 | 0.99 |
| 烟台市财金投资有限公司 | B | 1.00 | 0.99 |
| 临沂城市建设投资集团有限公司 | C | 0.30 | 0.30 |
| **合计** | - | **101.10** | **100.00** |

注：根据发行人公司章程规定，公司发行的 A 类和 B 类股按照特定的股息率参与公司的利润分配，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 类股股息率为 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 类股权放弃除对于公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式、修改章程等重大事项外的表决权，且享有较 C 类股权更优先的发行人税后利润的分配顺序；C 类股权能够行使发行人章程规定的全部职权，并有权获配至少 50%的剩余股利

# 附录 2　2018 年末组织结构图



# 附录 3　主要财务数据及指标

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 现金类资产(亿元) | 74.76 | 21.34 | 15.76 |
| 资产总额(亿元) | 259.27 | 347.03 | 405.91 |
| 所有者权益(亿元) | 110.52 | 118.07 | 119.25 |
| 全部债务(亿元) | 141.42 | 217.25 | 268.78 |
| 营业收入(亿元) | 7.72 | 16.41 | 24.30 |
| 净利润(亿元) | 2.53 | 7.82 | 7.41 |
| EBITDA(亿元) | 6.53 | 14.66 | 21.83 |
| 经营性净现金流(亿元) | -49.70 | -126.40 | -18.35 |
| 费用收入比(%) | 47.34 | 35.00 | 52.51 |
| 资产负债率(%) | 57.37 | 65.98 | 70.62 |
| 平均总资本收益率(%) | 3.53 | 4.20 | 5.17 |
| 平均资产收益率(%) | 1.51 | 2.58 | 1.97 |
| 平均净资产收益率(%) | 3.83 | 6.84 | 6.24 |
| 流动比率(%) | 1209.14 | 181.79 | 275.43 |
| 经营现金流动负债比(%) | - | - | - |
| EBITDA 全部债务比(%) | 4.62 | 6.75 | 8.14 |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 2.10 | 3.24 | 1.94 |
| 全部债务资本化比率(%) | 56.13 | 64.79 | 69.27 |
| 长期债务资本化比率(%) | 55.76 | 61.51 | 67.74 |

注：以上财务数据及指标均为合并口径

数据来源：公司审计报告，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 |
|---|---|
| **盈利指标** | |
| 平均总资本收益率 | （净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部有息债务+期末所有者权益+期末全部有息债务）/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+投资费用+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 | 全部有息债务/（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/全部有息债务 |
| **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 | 经营活动现金流入量/流动负债合计×100% |

注：　现金类资产=货币资金

短期债务=短期借款+交易性金融负债+其他应付款

长期债务=长期借款+应付债券

全部有息债务=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

# 附录 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 |

# 附录 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。

# 附录 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 |