信用等级公告

联合〔2020〕2379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“18 山东金融 MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十一日

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
2020 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
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
18 山东金融 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 山东金融 MTN001	10 亿元	10 亿元	2021/8/20

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
地方资产管理公司信用评级模型	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	宏观和区域风险	1
			行业风险	2
		自身竞争力	企业管理	2
			未来发展	2
			经营分析	2
			风险管理	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
政府支持：公司实际控制人为山东省人民政府，能够在业务发展、政策支持及资本金补充等方面得到股东有力支持。				+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

分析师：秦永庆 余淼 盛世杰
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）

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为国内实缴资本规模最大的地方资产管理公司和山东省人民政府实际控制的企业，在业务拓展能力强、行业地位高、市场竞争力强以及政府支持力度大等方面所具有的优势。自成立以来，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。2019 年，公司第一大股东山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称为“鲁信集团”）向公司增资 360.00 亿元，同期公司以该项增资款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，成为恒丰银行第二大股东。此外，公司积极参与到恒丰银行不良资产处置工作中，这对公司业务规模扩张起到积极作用。同时，联合资信也关注到，山东地区的银行业不良贷款率较高，在增加公司业务规模的同时也加大了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；公司所收购的恒丰银行不良资产的未来处置进程及其对公司财务表现的影响需进一步关注。

未来，随着公司战略规划的进一步推进，盈利有望逐步释放，整体竞争实力将进一步增强。另一方面，随着监管政策的不断完善，公司内控管理和风险管理有待进一步完善，相关资产的信用风险需持续关注；不良资产收购和处置业务一定程度上受外部经济环境影响较大，需关注此类因素对其业务发展带来的影响。

综合评估，联合资信确定维持公司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. **在山东省内的行业地位高、市场竞争力强。**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. **增资扩股进一步提升资本实力。**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；2019 年增资后，公司资本实力

和业务拓展能力大幅提升。

3. **控股股东能够提供有力支持。**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。

4. **未来发展空间较为广阔。**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. **2019 年以来负债规模大幅上升。**2019 年以来，公司负债规模大幅上升，需关注上述因素对公司流动性产生的影响以及专项资金未来到期后的财务安排。

2. **关注收购恒丰银行不良资产的后续处置进程。**近年来公司业务规模快速扩张，尤其是 2019 年大规模收购恒丰银行不良资产使其业务规模迅速扩大，需关注上述资产后续的处置进展及对公司财务表现的影响。

3. **区域环境对信用风险管理提出更高要求。**山东地区的银行业不良贷款率较高，在增加公司业务规模的同时也加大了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。

主要财务数据：

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
资产总额（亿元）	347.03	405.91	1619.19
负债总额（亿元）	228.96	286.66	1138.61
所有者权益（亿元）	118.07	119.25	480.58
资产负债率（%）	65.98	70.62	70.32
不良资产业务余额（亿元）	451.00	438.42	1846.20
流动比率（%）	181.79	275.43	468.41
全部债务资本化比率（%）	64.79	69.27	68.03
项目	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**
营业收入（亿元）	16.41	24.30	22.82
利润总额（亿元）	10.13	10.56	9.02
净利润（亿元）	7.82	7.41	6.54
不良资产经营业务收入（亿元）	5.39	9.38	7.13
EBITDA 利息倍数（倍）	3.24	1.94	1.67
全部债务/EBITDA(倍)	14.82	12.31	45.48
平均资产收益率（%）	2.58	1.97	0.65
平均净资产收益率（%）	6.84	6.24	2.18

数据来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/6/28	卢司南 高鑫	地方资产管理公司信用评级方法	阅读原文
AAA	稳定	2018/8/13	葛成东卢司南王逸夫	地方资产管理公司信用评级方法	阅读原文

注：上述历史评级的评级报告通过链接可查询；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由山东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，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
2020 年跟踪评级报告

一、主体概况

山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“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 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。

2019 年，公司第一大股东山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称为“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，其余纳入资本公积；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。由于公司为恒丰银行非控股股东，达不到并表条件，因此上述增资计入长期股权投资。此次增资后，公司资本规模显著增长，公司长期股权投资同规模增长；由于公司进一步加大负债规模以推动业务发展，因此财务杠杆水平仍保持稳定。

截至 2020 年 3 月末，公司实收资本 366.39 亿元，公司实际控制人为山东省人民政府；前五大股东持股情况见表 1（股权结构图见附录 1-1、1-2）。

表 1　2020 年 3 月末公司股东及持股比例单位：%

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	80.92
山东省财政厅	A	2.73
济南财金投资有限公司	C	2.73
山东省国际信托股份有限公司	C	1.37
山东省社会保障基金理事会	B	1.36
合计		**100.00**

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

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 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共 7 家，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“即墨市资产”）、山金不动产投资有限公司、山东金纾投资合伙企业（有限合

伙）。

截至 2019 末，公司资产总额（合并口径）1619.19 亿元，负债总额 1138.61 亿元，所有者权益 480.58 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 22.82 亿元，净利润 6.54 亿元。

公司注册地址：山东省济南市高新区颖秀路 1237 号。

公司法定代表人：金同水。

二、存续期债券概况

截至本报告出具日，公司存续期内且经联合资信评级的债券为 2018 年发行的第一期中期票据，债券概况见表 2。

表 2　债券概况

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 山东金融 MTN001	100.00	100.00	2018-08-22	2021-08-21

数据来源：中国货币网，联合资信整理

2019 年，公司根据债券发行条款的规定，在中期票据付息日之前及时公布了债券付息公告，并按时足额支付了债券当期利息。

三、营运环境分析

1. 宏观经济与政策环境分析

（1）宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%，为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长（见表 3）。

表 32016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	18.4
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	-3.9
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
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，GDP 为不变价规模
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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对

劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

（2）宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

（3）宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六

稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

2. 区域经济发展概况

山东省经济保持增长但增速有所放缓，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，近年来山东省银行业金融机构不良贷款率和不良贷款规模均处于较高水平，为当地的资产管理行业带来了机遇和挑战。

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。2017—2019 年，山东省地区生产总值增速分别为 7.4%、6.4%和 5.5%，经济增速逐年放缓。2019 年，山东省实现地区生产总值 71067.5 亿元。其中，第一产业增加值 5116.4 亿元，增长 1.1%；第二产业增加值 28310.9 亿元，增长 2.6%；第三产业增加值 37640.2 亿元，增长 8.7%；三次产业比例由上年的 7.4：41.3：51.3 调整为 7.2：39.8：53.0；地方一般公共预算收入 6526.64 亿元，比上年增长 0.6%；地方一般公共预算支出 10736.82 亿元，增长 6.3%。

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。近年来，山东省银行业金融机构不良贷款率和不良贷款规模均处于较高水平，为当地的资产管理行业带来了机遇和挑战。截至 2019 年末，山东省银行业金融机构不良贷款率 3.28%，较上年末下降 0.45 个百分点，仍处于较高水平。

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。

三、行业政策分析

1．行业概况

资产管理公司（Asset Management Companies，简称 AMC）的主营业务是不良资产经营，并由此延伸到投资、资产管理、信托、担保、租赁等其他业务领域。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的接收处置作用，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、非银金融机构以及其他非金融机构。其中，银行不良资产主要指的是不良贷款，包括次级、可疑和损失贷款及其利息。随着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余额及不良贷款率持续攀升，风险化解需求增加。银保监会公布的数据显示，截至 2019 年末我国商业银行不良贷款余额 2.41 万亿元，不良贷款率为 1.86%，较上年末增长 0.03 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，近年来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。非金融企业不良资产，主要是指企业形成的各类坏账，最常见的就是企业被拖欠的各种货款、工程款等。国家统计局公布的数据显示，截至 2019 年末，我国工业企业应收票据和应收账款规模 14.34 万亿元，较上年末增长 6.41%，非金融企业应收账款逐步沉淀形成的坏账继续增厚不良资产储备。不良资产的下游投资者是不良资产的最终购买方，主要包括其他各类投资机构、工商企业及个人等。下游投资者通过购买、协议转让、参加法院拍卖获得不良资产，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。

2．行业竞争格局

目前随着国内地方 AMC 数量的不断增加，非持牌 AMC、银行系金融资产管理公司以及外资 AMC 的进入，不良资产管理行业格局逐步多元化，同时带来一定行业竞争加剧。但另一方面，市场竞争度的提升一定程度上有利于形成合理的市场价格，使不良资产的价值得到最大实现。

我国不良资产管理行业目前已形成“4+2+N+银行系”的格局，即华融、长城、东方、信达四大金融资产管理公司（以下简称“四大 AMC”），每省原则上不超过两家省级地方资产管理公司（以下简称“地方 AMC”），众多非持牌的资产管理公司（以下简称“非持牌 AMC”），以及银行设立的主要开展债转股业务的金融资产管理公司。

四大 AMC 由财政部出资，于 1999 年先后成立，最初分别用以管理和处置工、农、中、建四大国有商业银行剥离的不良资产，是我国不良资产管理行业探索发展的起点。2007 年，四大 AMC 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，且能够在全国范围内批量收购金融机构不良资产，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 AMC 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，经银保监会公布后，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。截至 2019 年末，银保监会批准的可以参与金融不良资产批量转让业务的地方 AMC 数量已经近 60 家，各省级行政区均设立了至少一家地方 AMC，多数省级行政区设有两家地方 AMC，广东、浙江、福建、山东四省份已设有三家地方 AMC。与四大 AMC 相比，地方 AMC 缺乏不良资产处置专业优势，在融资渠道、资金成本以及议价能力方面均有一定劣势。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。此外，地方 AMC 在处置体量小、数量多、且分散的不良资产方面更具优势，处理方式更加灵活且有针对性，和当地政府、司法部门的协作优势提高了处置效率，这有助于地方 AMC 形成差异化的竞争优势。

非持牌 AMC 指的是不具备开展金融企业不良资产批量转让资质的资产管理公司，主要包括由民间资本成立并专门从事不良资产管理业务的投资公司、大型企业集团设立并以处理企业集团内部不良资产为主的资产管理公司等。目前，在我国长三角、珠三角等经济发达地区，从事不良资产处置的非持牌 AMC 数量繁多。

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业务。2017 年 8 月，银保监会起草《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，银行系金融资产管理公司随之诞生。目前，中、农、工、建、交五家银行系金融资产管理公司均已正式开业经营不良资产处置业务，银行系金融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。

2018 年 9 月，银保监会发布《中国银行保险监督管理委员会关于废止和修改部分规章的决定》，取消外资投资入股金融资产管理公司的比例。2020 年 2 月，全球知名不良资产投资管理公司橡树资本的全资子公司—Oaktree（北京）投资管理公司在北京完成工商注册，成为我国首家外资不良资产管理公司。外资 AMC 的进入一方面代表国内金融市场对外开放及国际化并轨的进一步推进，另一方面或将为国内不良资产管理行业带来新的经营理念、经营模式和技术创新，并促进行业的健康发展。

3．不良资产经营模式

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。

不良资产管理公司在收购金融及非金融机构不良资产后需进行处置并从中获取收益，因此不良资产的经营处置能力也是衡量不良资产管理公司核心竞争力的重要标准。

目前，不良资产的传统经营模式主要包括收购处置及收购重组。收购处置模式下，不良资产管理公司通过公开竞标或协议转让方式承接不良资产包，并通过本息清收、诉讼追偿、处置抵押物等方式进行处置，最终获取不良资产的清收收益；也可采取二次出售的方式，将全部或部分收购的不良资产出售给其他不良资产投资者，最终获得买卖价差收益。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。收购重组模式下，不良资产管理公司与债权人及债务人三方达成协议，在向债权企业收购债权

的同时与债务企业及关联方达成重组协议条款，约定还款金额、方式、时间、抵押物等相关要素，因此收购重组模式下收益的确定性更强。此外，随着不良资产管理行业的不断发展成熟，市场化债转股、不良资产专项基金、不良资产证券化等创新经营模式应运而生，但由于上述经营模式及交易架构更为复杂，目前更多处于探索尝试阶段。

4．监管政策

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。

目前，四大 AMC 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 AMC 是否属于金融机构一直没有明确说法，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地区地方 AMC 的日常监管，包括机构设立、变更、终止、风险防范和处置等工作，并督促地方 AMC 严格遵守相关法律法规和监管规则。

2001—2008 年，财政部、银保监会等相继发布了多项监管政策，对四大 AMC 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、银保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，银保监会下发《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、银保监会下发《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，银保监会下发《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，银保监会办公厅下发《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”。

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，银保监会发布《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。

2019 年 7 月，银保监会下发《中国银保监会办公厅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“通知”），意在加强对地方资产管理公司的规范化管理。通知强调，地方 AMC 应加强公司治理体系建设，提升风险管理能力，建立并完善信息披露制度，以及业务需回归本源、专注主业、脱虚向实等方面。同时，通知进一步明确了地方 AMC 收购不良资产业务范围，地方 AMC 应协助地方政府有效防控区域金融风险，服务地方实体经济，更好地支持金融供给侧结构性改革。

5．未来发展

我国经济“三期叠加”效应逐步显现，实体经济持续累积了较大的偿债压力，地方政府债务降杠杆，金融体系风险化解需求增加，多重因素带来不良资产供给增长的持续动力，给不良资产管理公司带来较大的发展空间；随着金融创新和不良资产业务市场化手段的不断丰富，不良资产处置模式也愈发多样，不良资产管理行业也会更加成熟；随着监管规则的完善，行业也有望迎来规范发展。

与此同时，随着各类不良资产管理公司的进入，行业扩容将使得竞争加剧，优质资产的甄别获取能力和处置收益能力强弱在差异化竞争中愈发重要。此外，因不良资产管理的业务周期普遍较长，投资成本相对较高，对不良资产管理公司的流动性管理和融资能力提出更高要求。

四、公司治理及内部控制

1. 公司治理

公司已初步建立了“三会一层”的治理架构，各治理体系运作规范；公司员工综合素质较高，从业经验较为丰富，对公司经营及发展起到有利支撑；公司资本规模持续得到补充，股东支持力度强，为公司的业务发展提供较大空间。

公司的控股股东为鲁信集团，实际控制人为山东省人民政府，股权结构图见附录 1-1。近年来，公司在增资扩股中，引入各地市财政或平台公司等机构作为投资人，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。同时，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。

2019 年，公司以鲁信集团向公司增资的 360 亿元认购恒丰银行 360 亿元普通股，并积极参与到恒丰银行不良资产处置工作中；增资完成后，鲁信集团对公司的持股比例显著提升。截至 2020 年 3 月末，鲁信集团持有公司 80.92%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，实际控制人为山东省人民政府。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 2019 年末，鲁信集团总资产 2015.58 亿元，净资产 667.01 亿元；2019 年，鲁信集团实现营业总收入 122.85 亿元，净利润 17.06 亿元。

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。公司股份分为 A、B、C 三类，根据公司章程，公司在分配股利及剩余资产分配顺位按照 A、B、C 类顺序依次分配。此外，公司 A 类股和 B 类股的股东在职权方面少于 C 类股的股东，且利润分配比例亦有所差异。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，鲁信集团提名董事长及 2 名董事。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。公司董事长金同水先生，历任山东省国际信托投资公司高级业务经理、计划财务经理、基金财务部经理、风险管理部经理，鲁信集团投资发展部（产权管理部）副部长、投资发展部（产权管理部）部长，2014 年 12 月至今任公司董事长，拥有丰富的从业与管理经验。

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 4 名副总经理及风控总监、财务总监、董事会秘书各 1 名，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。公司总经理张贵言先生，历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；2017 年 10 月至今任公司总经理，拥有丰富的从业经验和管理经验。

截至 2020 年 3 月末，公司共有员工 115 名，其中 42 名具有本科学历，69 名具有硕士研究生及以上学历，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，精通各类投资交易操作，在兼并与收购、投资分析、风险投资、项目融资等业务领域具备丰富的实践经验，人员素质水平相对较高。

公司关联交易主要为应收和应付关联方款项。截至 2019 年末，公司关联交易资产余额 39.27 亿元，其中对恒丰银行的其他应收款余额 32.48 亿元；关联交易负债余额 91.91 亿元，其中对恒丰银行的其他应付款余额 89.57 亿元。

股权质押方面，截至 2020 年 3 月末，鲁信集团持有的公司股权不存在任何质押或其他有争议的情况。

2. 内部控制

公司内部控制体系不断完善，但随着公司业务规模的快速扩张，内部控制体系及审计稽核管理架构仍需进一步完善。

公司经营层下设 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。

公司制定了《审计与监督管理委员会工作细则》，成立了董事会审计与监督委员会,负责公司内、外部审计的沟通、监督和核查工作,审计与监督委员会成员由三名及以上董事组成。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。

五、业务经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括不良资产经营业务、综合性金融服务业务和资产管理业务，其中不良资产经营业务在地方资产管理公司中处于领先地位，2019 年增资后发展空间进一步提升。

公司自成立以来，以不良资产经营为依托，带动资产管理和综合性金融服务业务的发展，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。

2019 年之前，公司将业务类型主要分为不良资产经营业务、资产管理业务和特色投融资业务。2019 年，公司将部分业务板块进行收入分类调整和更名；原计入特色投融资业务的附重组类不良债权收入计入不良资产经营业务，特色投融资业务更名为综合性金融服务业务，其他主营业务收入分类和名称无变更。2018 年及 2019 年公司主营业务收入分类进行相应调整，2017 年度未追溯调整。本次变更为主营业务收入口径调整，公司主营业务经营模式、盈利模式和收入确认方式未发生重大变化。变更后，公司主营业务类型分为不良资产经营业务、资产管理业务以及综合性金融服务。

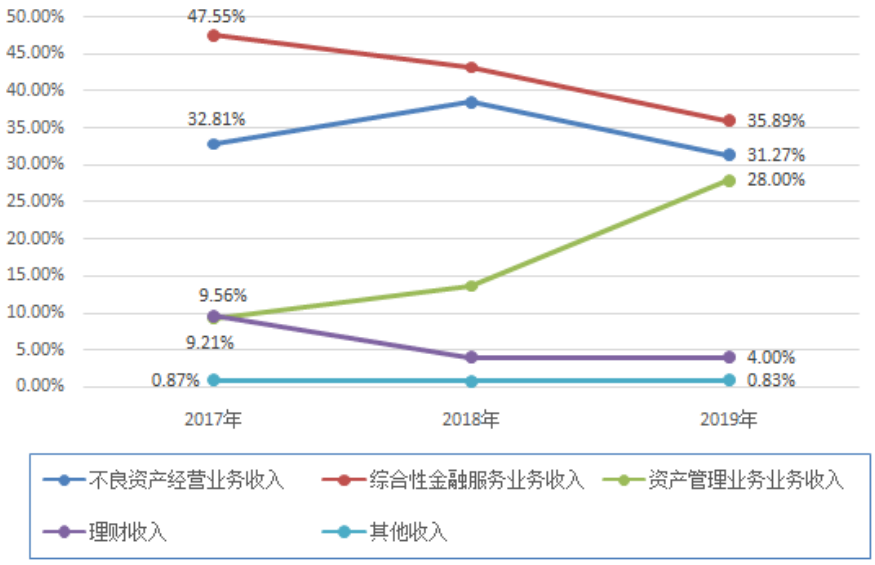
表 4　公司主营业务收入构成情况　　单位：亿元、%

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
不良资产经营业务收入	5.39	32.81	9.38	38.59	7.13	31.27
其中：收购处置类	5.39	--	7.16	--	4.27	--
收购重组类	--	--	2.21	--	2.87	--
综合性金融服务业务收入	7.80	47.55	10.48	43.15	8.19	35.89
资产管理业务业务收入	1.51	9.21	3.31	13.62	6.39	28.00
理财收入	1.57	9.56	0.95	3.93	0.91	4.00
其他收入	0.14	0.87	0.17	0.71	0.19	0.83
合计	**16.41**	**100.00**	**24.30**	**100.00**	**22.82**	**100.00**

数据来源：公司审计报告及提供资料，联合资信整理

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。公司先后设立了企业重组发展基金、金融资产投资基金、房地产重整基金以及三有企业扶持基金等 53 只基金，截至 2020 年 3 月末，公司基金认缴规模为 520.96 亿元，实缴规模 200.00 亿元。

图 1　公司主营业务收入占比变化趋势



数据来源：公司提供资料，联合资信整理

2. 业务经营分析

目前，公司的主营业务分为不良资产经营业务、资产管理业务和综合性金融服务业务。

（1）不良资产经营业务

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，2019 年增资后其发展空间进一步得到提升，不良资产经营业务有望在未来获得更为广阔的发展空间。但另一方面，公司收购的恒丰银行不良资产的未来处置进程及其对公司财务表现的影响需进一步关注。

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。

近年来，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。山东省农村信用社和公司通过引入地方政府作为农村信用社系统不良资产处置的协议方，将省政府要求的地方税收留成奖励、辅助不良贷款清收、协调农村信用社土地房产变现等帮扶措施逐一落实，保证了各地方农村信用社银行化改革的顺利推进。

公司在不良资产收购和处置业务方面，通过发挥地方性的不良资产经营资质和功能作用，联合其他金融机构、地方政府和社会等多方力量，采取灵活多样的方式，定制个性化的的不良资产处置解决方案，防范和化解地方金融风险。公司不良资产收购与处置业务的资产来源包括金融机构不良债权（主要来源为银行金融机构，包括国有商业银行、股份制银行、城市商业银行、农村商业银行、政策性银行）及非金融机构不良债权（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）。公司主要业务模式包括如下两种：一是收购处置类，即在尽职调查基础上通过参与公开竞价、协议转让等市场化方式收购不良债权资产，根据不良债权资产

特点制定相应管理处置策略，运用诉讼催收、债权转让等多种处置手段以最大化提升资产价值，将不良债权资产处置完毕实现债权现金回收并取得高于收购成本的资产处置收益。二是收购重组类，即针对出现暂时流动性风险有重组价值的企业、项目、债权等，在尽职调查及估值基础上收购债权，同时与原债务人及相关方达成重组协议，对还款金额、还款方式、还款时间、风控措施等作出重组安排，从而实现盘活和提升存量资产价值，修复债务人信用，实现债权回收并取得重组补偿金等固定收益收入。

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；截至 2019 年末公司已支付恒丰银行 710 亿元。主要受上述因素影响，2019 年公司收购金额和收购成本大幅上升，2019 年末不良资产余额 1846.20 亿元（见表 5）。整体看，公司自成立以来，对不良资产的处置能力不断增强，业务发展能力已有所显现，2019 年收购规模大幅增长，后续资产处置情况有待观察。

表5　不良资产经营业务开展情况　单位：亿元、%

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
收购金额	334.09	234.04	1752.92
收购成本	106.75	97.34	893.40
处置金额	327.56	246.63	381.94
不良资产余额	451.00	438.42	1846.20

注：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
数据来源：公司提供，联合资信整理

公司制定了《尽职调查工作管理办法》及其配套指南，在开展不良资产收购处置类业务中严格遵循相应规范的业务流程。公司在收购前期通过项目小组对资产包内的债务人、担保人逐一走访了解资产包详细情况，公司业务部门对项目背景、性质、交易结构、期限和风险点等方面进行分析判断，可行的项目报分管领导审核，分管领导认可的项目由业务部门撰写《项目立项报告》报公司总经理办公会立项。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，公司会根据具体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。

2019 年，公司不良资产经营业务实现收入 7.13 亿元，较上年有所下降，占营业总收入的比重为 31.27%，占比相对稳定。

（2）资产管理业务

公司资产管理业务主要通过基金化运作，2019年以来发展平稳。

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。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。依托公司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。

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。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。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53只基金，截至2020年3月末，公司基金认缴规模为520.96亿元，实缴规模200.00亿元。

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。截至2019年末，公司基金出资为115.78亿元；2019年资产管理业务板块实现收入6.39亿元，较上年增长93.01%。

截至2020年3月末，山东金管通过汉裕资本和鲁信资本所管理的基金数量为52只，通过即墨市资产管理基金1只。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。

2017年9月14日，中国证监会下发《证监会通报2017年私募基金专项检查执法情况》，指出汉裕资本等83家私募机构因涉及存在公开宣传推介、承诺保本保收益、未按合同约定进行信息披露等问题被采取行政监管措施。汉裕资本自接到监管措施之日起进行了相关整改，规范了存续在管的基金运作工作，并严格按照新规开展新设基金的募集及运作工作。该行政监管措施不涉及重大违法违规，对公司经营不构成实质性影响。

（3）综合性金融服务业务

公司综合性金融服务业务主要为依托不良资产经营业务而扩充的外延业务；2019 年以来受业务口径调整以及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影响下，公司综合性金融服务业务规模较之前年度大幅下降。

公司综合性金融服务业务是由依托不良资产经营的核心业务，差异化开展投资和融资业务，以进一步扩充业务边界，丰富收入来源。公司综合性金融服务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、困难企业救助业务和资产证券化业务等。

公司依托不良资产处置与经营所积累的经验与风险控制能力，对于一些行业成长性高、企业质地优良但短期内面临一定财务困境的企业通过股权投资、债权转股权等方式获得相应股权资产，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，充分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、重焕生机。同时公司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；为增强公司的流动性，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，公司一般投资按照设定权限进行审批，单笔金额超过 1 亿元的长期股权投资与处置业务需股东大会审议，单笔金额不超过 1 亿元的长期股权投资与处置业务经授权，由董事会业务决策委员会进行审批。

表6 公司综合性金融服务业务情况 单位：亿元

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
2017 年	127.93	39.20	142.28
2018 年	98.07	107.46	132.89
2019 年	69.39	95.57	70.91

注：2019 年公司业务口径发生调整，2017-2018 年数据为旧口径数据，2019 年数据为新口径数据。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。
数据来源：公司提供，联合资信整理

受业务口径调整以及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影响下，2019 年以来公司综合性金融服务业务规模较之前年度大幅下降。截至 2019 年末，公司综合性金融服务业务期末余额为 70.91 亿元，当期回收金额 95.57 亿元。公司综合性金融服务业务情况见表 6。

表7　公司综合性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 2020 年 3 月末余额	行业	投资期限
A 公司融资项目	委托贷款	20.00	房地产业	1.5 年
B 信托份额项目	次级信托	10.77	多行业	2.5 年
C 公司融资项目	委托贷款	5.00	房地产业	3 年
D 公司融资项目	委托贷款	5.00	房地产业	3 年
E 公司融资项目	委托贷款	3.99	房地产业	1 年
合计	--	**44.76**	--	--

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，实现在风险可控、收益可观的同时兼顾流动性需求。2019 年，公司综合性金融服务业务实现业务收入 8.19 亿元，较上年有所下降。

此外，为化解地方金融风险，防治担保圈风险的蔓延，公司积极与地方政府、金融机构和社会资本合作，通过建立“地方企业重组发展基金”，形成政府、银行、企业联手，各级国资公司为运作平台的合作经营“生态圈”。目前，公司利用淄博“破圈断链”试点经验，逐步推动潍坊、德州、滨州等地企业重组发展基金落地。通过一对多的债权收购、债务瘦身、结构化融资、企业重组、破产清算等一揽子方案，防治担保圈风险蔓延，维护区域金融信用环境，助力当地产业结构升级。

六、财务分析

公司提供了 2019 年财务报表，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对 2019 年财务报表进行审计并出具了标准无保留审计意见审计报告。截至 2019 年末，公司合并财务报表范围包括的 7 家子公司见表 8。

表 8　2019 年末公司合并子公司　　单位：%

子公司名称	简称	直接或间接持股比例
山东汉裕资本管理有限公司	汉裕资本	100.00
青岛汉裕金融资产投资重组基金合伙企业（有限合伙）	--	100.00
济南汉裕金信投资管理合伙企业（有限合伙）	--	100.00
鲁信资本管理有限公司	鲁信资本	35.00
即墨市资产管理有限公司	即墨资产	55.00
山东金纾投资合伙企业（有限合伙）	--	100.00
山金不动产投资有限公司	--	100.00

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

1. 资产质量

随着负债规模上升以及增资扩股对资金的持续补充，公司资产规模增长显著，不良资产规模较大，占资产总额比例较高，为不良资产经营业务发展奠定了良好基础；考虑到不良资产处置存在较大的周期性和不确定性，需持续关注资金回笼速度对流动性造成的影响。

公司资产结构以市场化收购的不良资产包、综合性金融服务业务投资资产和资产管理业务投资资产为主，另有部分可供出售金融资产和长期股权投资。近年来，随着股东增资对权益的补充以及多元化融资使得负债规模上升，公司资产规模呈快速增长态势。截至2019年末，

公司资产总额1619.19亿元（见表9）。

表 9　公司（合并）资产构成　　单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
货币资金	21.34	6.15	15.76	3.88	112.57	6.95
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	90.30	22.25	807.82	49.89
可供出售金融资产	40.68	11.72	70.73	17.43	116.25	7.18
长期股权投资	0.98	0.28	12.36	3.04	380.05	23.47
其他应收款	1.02	0.30	0.17	0.04	33.30	2.06
其他类资产	239.78	69.09	216.58	53.36	169.21	10.45
其中：一年内到期的非流动资产	58.69	16.91	55.28	13.62	79.23	4.89
其他流动资产	39.60	11.41	35.19	8.67	51.72	3.19
其他非流动资产	140.94	40.61	124.81	30.75	32.08	1.98
资产总额	**347.03**	**100.00**	**405.91**	**100.00**	**1619.19**	**100.00**

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

2019 年，公司加强了不良资产处置力度，货币资金余额显著增长。截至 2019 年末，公司货币资金余额 112.57 亿元。

公司将通过市场化收购的方式购入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。2019 年，公司参与恒丰银行不良资产收购项目，使公司当年不良资产业务规模较之前年度明显上升。截至 2019 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余额为 807.82 亿元。

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，差异化开展综合性金融服务业务，以拓展业务边界，丰富收入渠道，可供出售金融资产规模持续增长。截至 2019 年末，公司可供出售金融资产余额 116.56 亿元，计提减值准备 0.31 亿元。

公司长期股权投资主要为对联营和合营企业的投资。近年来，随着对泰安泰山金融资产管理有限公司、滨州市资产管理有限公司和恒丰银行等企业的增资，公司长期股权投资规模增长明显。截至 2019 年末，公司长期股权投资余额 380.05 亿元；其中对恒丰银行的投资余额 360.00 亿元。

公司其他应收款主要为往来款、保证金和信托业保障基金。2019 年，受与恒丰银行关联往来款增加导致期末其他应收款规模较 2018 年末增长明显。截至 2019 年末，公司其他应收款净额 33.30 亿元，计提减值准备余额 0.05 亿元。

公司其他类资产主要为应收款项类投资，为综合性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，其中综合性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，综合性金融服务规模有所下降。截至 2019 年末，公司其他类资产净额为 169.21 亿元。其中，应收款项类投资余额 160.34 亿元，计提减值准备余额 2.59 亿元。

2．资本与杠杆水平

公司负债渠道广泛，能够通过多种渠道扩充负债规模，加之政府支持力度较大，股东增资为其带来较大规模的资本补充，负债和所有

者权益规模显著增长；但需关注负债渠道资金补充的持续性和稳定性，以及未来专项资金到期后的财务安排。

公司负债主要来源于银行借款以及发行债券。近年来，公司持续拓展负债渠道，加大发行债券募集资金的力度；2019 年，公司其他应付款及长期应付款规模大幅上升，使得负债规模出现明显增长。截至 2019 年末，公司负债总额为 1138.61 亿元（见表 10），以借款、应付债券、长期应付款和其他应付款为主。

表 10　公司（合并）负债结构　　单位：亿元、%

项目	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
借款	217.25	94.88	218.78	76.32	207.57	18.23
其中：短期借款	28.59	12.49	18.42	6.43	1.24	0.11
长期借款	188.66	82.40	200.36	69.90	206.33	18.12
其中：一年内到期的长期借款	52.36	22.87	35.12	12.25	100.54	8.83
其他应付款	6.48	2.83	13.99	4.88	112.33	9.87
应付债券	0.00	0.00	50.00	17.44	115.00	10.10
其中：一年内到期的应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	14.00	1.23
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	700.26	61.50
其他类负债	5.24	2.29	3.89	1.36	3.45	0.30
负债总额	**228.96**	**100.00**	**286.66**	**100.00**	**1138.61**	**100.00**

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

近年来，公司借款规模保持相对平稳态势，2019 年随着股东增资款项到位以及其他负债渠道获取资金规模大幅上升，对借款的需求有所下降，使得年末借款规模较 2018 年末有所下降。从期限上看，公司加大对长期借款的配置力度，以匹配不良资产处置期间造成的长期资金占用。截至 2019 年末，公司借款余额 207.57 亿元，全部为信用借款。

近年来，公司通过发行债券的方式加大对中长期负债的配置力度。2019 年，公司发行公司债券 65.00 亿元，使得应付债券规模持续增长。截至 2019 年末，公司应付债券余额 115.00 亿元。公司其他应付款主要为应付不良资产收购款，另有部分受托收购特定资产包获取的押金保证金和少量员工风险抵押金和其他应付款项。2019 年，公司应付不良资产收购款规模较上年明显增长，主要系支付收购恒丰银行不良债权产生的应付款所致，使得 2019 年末其他应付款余额明显上升。截至 2019 年末，公司其他应付款余额 112.33 亿元。其中，应付不良资产收购款余额 95.01 亿元。

2019 年，公司新增长期应付款 700.26 亿元，年末长期应付款余额 700.26 亿元，全部为专项资金。

近年来，公司主要通过增资扩股及利润留存的方式补充资本。2019 年，控股股东鲁信集团向公司增资 360 亿元，其中 265.29 亿元计入实收资本，94.71 亿元计入资本公积，使得公司所有者权益规模出现明显增长。截至 2019 年末，公司所有者权益合计 480.58 亿元；其中，实收资本 366.39 亿元，资本公积 102.08 亿元，未分配利润 6.27 亿元。从杠杆水平来看，近年来，公司杠杆水平有所上升，主要系配置中长期负债使得负债规模上升所致。近年来，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率有所上升，主要系长期债务规模增长所致。截至 2019 年末，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率见表 11。

表11　资本实力及杠杆水平　单位：亿元、%

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
所有者权益	118.07	119.25	480.58

资产负债率	65.98	70.62	70.32
长期债务资本化比率	53.58	64.35	65.37
全部债务资本化比率	64.79	69.27	68.03

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

3. 盈利能力

随着营运资金的大幅补充，公司营业总收入整体上呈增长趋势，但受负债成本上升导致的营业总成本上升影响，加之资产规模的大幅扩张，盈利水平有所下降。

公司营业总收入主要由综合性金融服务业务、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。2017—2018年，随着业务规模的扩大，公司营业总收入出现明显增长，2019年受当期投资收益和手续费及佣金收入水平较上年有所下降的影响，以及新增不良贷款处置收入尚未得到体现，营业总收入较2018年有所下降。2019年，公司实现营业总收入22.82亿元（见表12）。

表12 收益指标 单位：亿元、%

项目	2017年末	2018年末	2019年末
营业总收入	16.41	24.30	22.82
其中：投资收益	10.22	15.58	14.63
不良资产处置	5.72	8.62	8.64
手续费及佣金	0.67	1.38	0.87
公允价值变动损	-0.34	-1.46	-1.51
其他业务	0.14	0.17	0.19
营业总成本	6.74	12.85	15.16
其中：管理费用	1.22	1.45	1.29
财务费用	4.52	11.31	13.45
资产减值损失	0.93	--	--
加：其他收益	0.00	0.74	0.25
投资收益	0.00	0.24	0.84
资产减值损失	--	-1.87	0.32
利润总额	10.13	10.56	9.02
净利润	7.82	7.41	6.54
平均资产收益率	2.58	1.97	0.65
平均净资产收益率	6.84	6.24	2.18

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

公司营业总成本主要由财务费用和管理费用组成。近年来，随着融资规模的上升，公司财务费用支出持续上升，进而推高营业总成本。2019年，公司营业总成本15.16亿元；其中，财务费用13.45亿元。

2019年以来，受营业总收入下降以及营业总成本上升影响，公司净利润有所下降，盈利水平有所下滑。2019年，公司实现净利润6.54亿元，平均资产收益率和平均净资产收益率分别为0.65%和2.18%。

4. 现金流量

随着股东增资以及专项资金的拨付，公司现金得到显著补充。但是，随着公司各项业务的持续开展对现金的持续消耗，未来需持续关注股东资金支持的持续性、负债渠道获取资金的稳定性以及资产端资金回笼对流动性造成的影响。

近年来，公司业务发展资金主要来自信用借款、发行债券和股东的增资扩股。2019年，公司经营活动产生的现金净流出规模较大，主要系参与不良资产收购所致；投资活动产生的现金流出量明显扩大，主要系增加各类投资的支出所致；筹资活动现金净流入规模大幅增长，系2019年股东增资和专项资金所致。2019年，公司筹资前现金流入量与全部债务的比例为110.01%，筹资前现金流入量对全部债务的覆盖度有所上升。截至2019年末，公司期末现金及现金等价物余额112.57亿元，现金流较充足。

表13 公司现金流情况 单位：亿元

项目	2017年	2018年	2019年
经营活动产生的现金流量净额	-126.40	-18.35	-632.25
投资活动产生的现金流量净额	-1.05	-19.87	-367.94
筹资活动产生的现金流量净额	74.03	32.64	1097.00
现金及现金等价物净增加额	-53.42	-5.58	96.80
期末现金及现金等价物余额	21.34	15.76	112.57
筹资前现金流入量/全部债务	71.23	85.03	110.01

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

5. 偿债能力分析

公司流动比率较高，短期流动性压力不大，资产负债率尚可，盈利对利息保障程度较好，

需持续关注未来负债资金集中偿还造成的流动性压力上升，进而对偿债能力造成的影响。

随着业务的快速发展，公司负债规模上升较快，考虑到公司能够获得股东增资以及自身留存收益积累，资产负债率保持相对稳定合理的水平；通过市场化收购不良资产规模的上升推动流动资产规模持续增长，流动比率明显上升。截至 2019 年末，公司流动比率 468.41%。从长期偿债指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 22.49 亿元，EBITDA 利息倍数为 1.67 倍，全部债务/EBITDA 为 45.48（见表 14），EBITDA 对利息支出的覆盖水平较好。考虑到公司通过配置大量中长期负债以提升与资产端各类资产的匹配度，且资产端待处置的不良资产具有处置周期的不确定性，未来需持续关注债务集中到期对流动性造成的压力。

表 14 公司主要偿债能力指标 单位：亿元、%、倍

项目	2017 年	2018 年	2019 年
流动比率	181.79	275.43	468.41
全部债务	217.25	268.78	1022.83
资产负债率	65.98	70.62	70.32
EBITDA	14.66	21.83	22.49
EBITDA利息倍数	3.24	1.94	1.67
全部债务/EBITDA	14.82	12.31	45.48

数据来源：公司审计报告，联合资信整理

6．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 2020 年 7 月 21 日，公司无未结清不良信贷信息记录；公司为其他借款人承担的还款责任总额为 10.00 亿元，担保标的均为流动资金贷款，目前尚未有代偿事件发生。

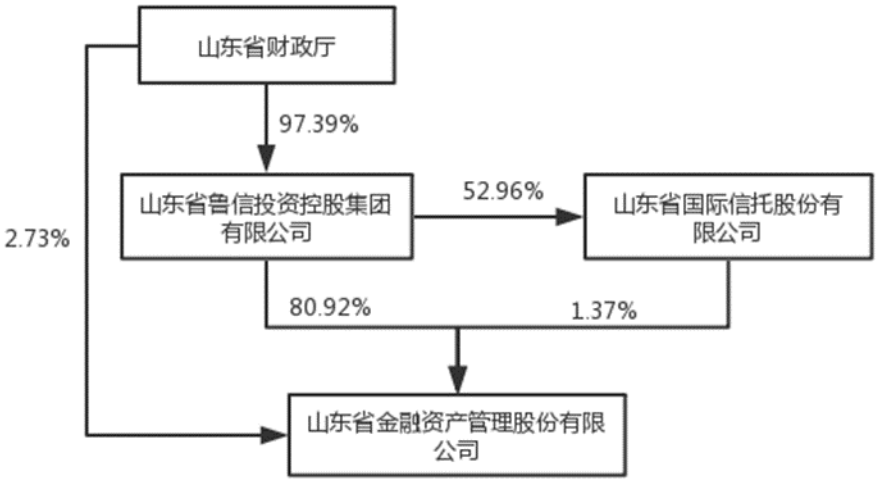
7．抗风险能力

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；2019 年增资进一步提升了公司的资本实力和业务拓展能力。综上，公司整体抗风险能力强。

七、结论

综合上述对公司的公司治理、内部控制、业务经营、风险管理以及财务状况等方面综合分析，联合资信认为，在未来一段时期内公司的信用水平将保持稳定。

附录 1-1　截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



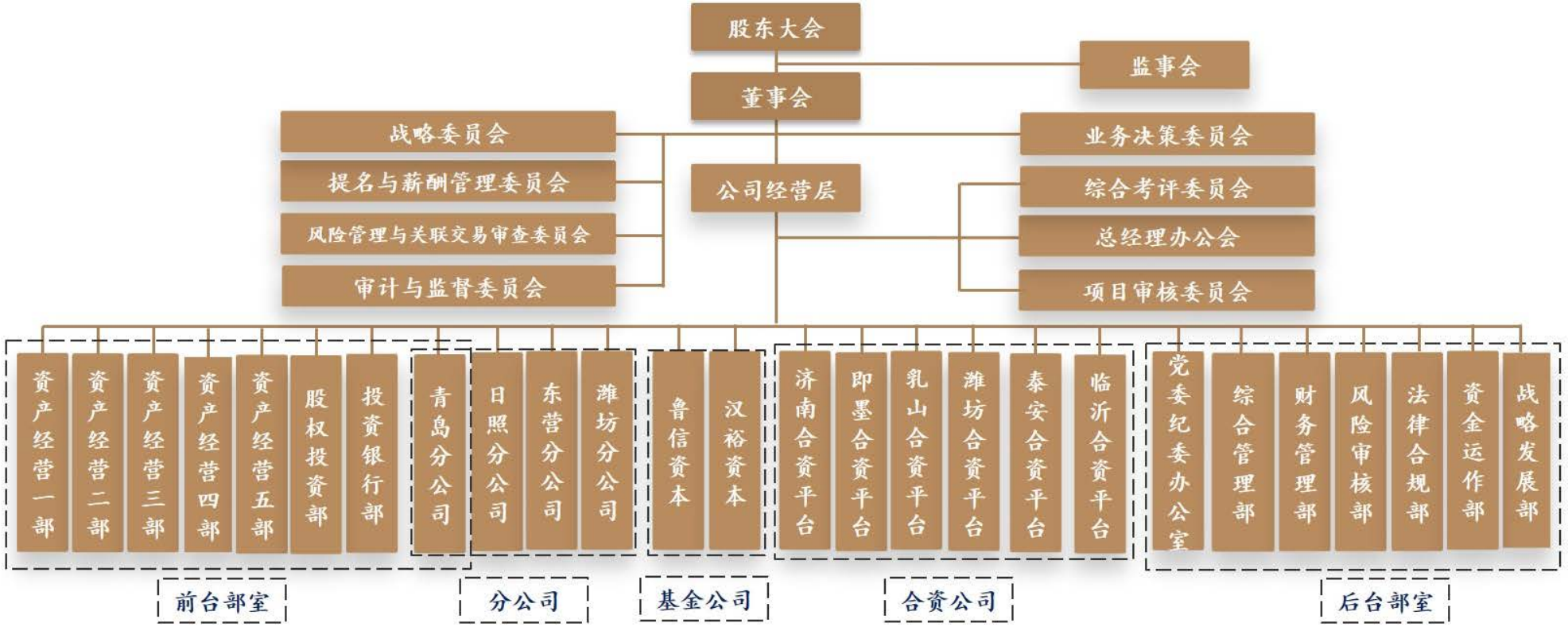
附录 1-2　2020 年 3 月末公司股权结构图（续）

单位：亿元、%

序号	股东名称	持股类型	金额	持股比例
1	山东省鲁信投资控股集团有限公司	C	296.49	80.92
2	山东省财政厅	A	10.00	2.73
3	济南财金投资有限公司	C	10.00	2.73
4	山东省社会保障基金理事会	B	5.00	1.36
5	山东省国际信托股份有限公司	C	5.00	1.37
6	中油资产管理有限公司	C	4.00	1.09
7	烟台信贞添盈股权投资中心（有限合伙）	C	4.00	1.09
8	幸福人寿保险股份有限公司	C	3.20	0.88
9	青岛城市建设投资（集团）有限责任公司	C	3.20	0.88
10	山东国泰实业有限公司	C	3.20	0.88
11	威海产业投资集团有限公司	C	3.00	0.82
12	日照市经济开发投资有限公司	B	3.00	0.82
13	东营市财金发展有限公司	B	3.00	0.82
14	潍坊市资产管理有限公司	B	2.50	0.68
15	黄河三角洲建设开发集团有限公司	B	1.00	0.55
		C	1.00	
16	济宁市惠达投资有限公司	B	1.50	0.41
17	聊城市财金建设发展有限公司	C	1.00	0.27
18	枣庄同兴股权投资管理有限公司	B	1.00	0.27
19	泰安市东岳金财投资有限公司	B	1.00	0.27
20	淄博市金融控股有限公司	B	1.00	0.27
21	德州市财金投资有限公司	B	1.00	0.27
22	菏泽城投控股集团有限公司	B	1.00	0.27
23	烟台市财金发展投资集团有限公司	B	1.00	0.27
24	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：根据山东资管公司章程规定，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 类股权更优先的山东资管税后利润的分配顺序；C 类股权能够行使山东资管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　2020 年 3 月末公司组织架构图



附录 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资本结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×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%
盈利指标	
平均资产收益率	当期净利润/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×100%
平均净资产收益率	当期净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
现金流量指标	
筹资前现金流量净额/流动负债	（经营活动现金流量净额+投资活动现金流量净额）/流动负债×100%
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×100%
偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附录 4-1　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 4-2　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 4-3　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