

# 信用等级公告

联合[2017]1249号

---

山东省鲁信投资控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对山东省鲁信投资控股集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**山东省鲁信投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**山东省鲁信投资控股集团有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年七月廿七日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 山东省鲁信投资控股集团有限公司

# 公开发行2017年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：10.00 亿元

债券期限：5+2 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 7 月 27 日

### 主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总计（亿元）	220.29	304.78	525.23	547.87
所有者权益（亿元）	132.27	156.26	238.82	257.59
长期债务（亿元）	46.84	96.67	214.11	215.66
全部债务（亿元）	70.15	124.05	255.53	269.24
营业总收入（亿元）	54.83	55.95	68.79	17.75
净利润（亿元）	12.35	15.77	17.84	4.06
经营性净现金流（亿元）	8.64	4.53	-43.09	-15.30
营业利润率（%）	29.50	38.66	34.27	30.47
总资产周转次数（次）	0.28	0.21	0.17	0.03
净资产收益率（%）	10.59	10.93	9.03	1.64
资产负债率（%）	39.96	48.73	54.53	52.98
全部债务资本化比率（%）	34.66	44.26	51.69	51.11
流动比率（倍）	2.75	3.22	3.45	3.52
速动比率（倍）	2.43	2.84	3.18	3.25
EBITDA（亿元）	21.35	28.49	33.21	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.19	4.88	3.93	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.30	0.23	0.13	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.14	2.85	3.32	--

注：1、本报告中部分合计数与各项相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据。3、2017 年一季度数据未经审计，相关指标未年化。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“鲁信集团”）的评级反映了公司作为山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，近年来，多元化业务发展良好，资产规模和盈利规模不断提升，基础设施、信托、创投三大业务行业地位突出，其他业务对整体收入实现较好补充，收入结构趋于均衡。同时，联合评级也关注到，经济周期变化、市场行情波动及相关政策变化等因素可能对公司创投、金融等核心业务造成不利影响。

2014 年以来，公司金融板块经营范围不断扩大，公司的金融控股地位进一步增强，综合实力持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用和本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

### 优势

1. 公司是山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，能够获得政府较大支持，在业务运营、外部融资等方面竞争优势明显。此外，山东省经济和财政实力较强，能够为公司发展提供良好的外部环境。

2. 近年来，公司收入和利润规模进一步增长，具有较好的盈利能力。公司基础设施业务作为公司第一大收入来源，具有一定区域垄断优势，未来收入可期。信托业务及创投业务具有较强区域竞争力，是公司利润的重要来源。

3. 2014 年以来，山东省政府批准公司入股济南市农商行和中援人寿保险股份有限公司，成立资产管理公司，公司金融业务范围进一步扩大，有利于公司金融板块的进一步发展。此外，2016 年，公司子公司山东资管完成增资扩股，资本实力得到大幅增强，随着未来业务规模扩

大，有望带动公司金融服务业务收入进一步增长。

#### 关注

1. 信托业务和创投业务对公司利润贡献较大，而这两个行业所面临的政策风险、市场风险等势必会给公司未来收益带来一定的不确定性。

2. 公司承担山东省转贷业务，转贷资金未在表内反映，虽有财政兜底偿还，但由于财政到位资金及债务偿还时间不匹配，公司存在一定的短期资金垫付风险。

3. 在宏观经济下行背景下，需关注公司担保、租赁等类金融业务资产质量下降引起的违约风险增加。

4. 公司债务规模增长较快，需对公司债务规模的快速增长带来的偿债压力保持关注。

#### 分析师

刘克东

电话：010-85172818

邮箱：liukd@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

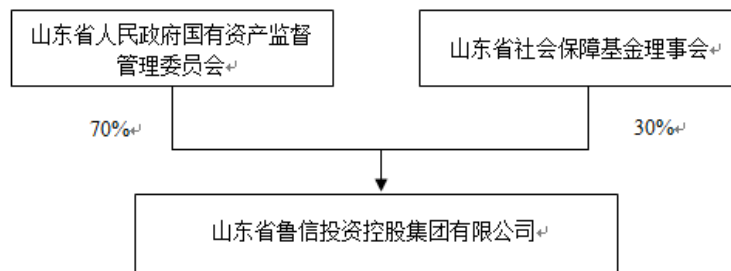


联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“鲁信集团”）原名山东省鲁信投资控股有限公司，成立于2002年1月，是经鲁经贸企字[2001]762号和鲁财国股[2001]53号文件批准，在原山东信托、山东省高新技术投资公司等企业基础上整合组建的大型国有投资控股公司，初始注册资本30亿元，由山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）全额出资，2005年8月公司更为现名。2015年5月，根据山东省政府鲁政字[2015]98号《关于划转省属企业部分国有资本的通知》，山东省国资委出具了《山东省国资委关于划转山东省鲁信投资控股集团有限公司等15户企业部分国家资本的函》（鲁国资产权字[2015]20号函），山东省国资委同意，以2014年12月31日经审计的财务报告数为基础，将公司的部分国有资本9亿元划转给山东省社会保障基金理事会，相关工商变更登记已于2016年2月完成。截至2017年3月底，公司注册资本30.00亿元，其中山东省国资委股权比例为70.00%，山东省社会保障基金理事会股权比例为30.00%，公司实际控制人为山东省国资委。

图1 截至2017年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：对外投资（不含法律法规限制行业）及管理，投资咨询（不含证券、期货的咨询），资产管理、托管经营，资本运营，担保；酒店管理，房屋出租，物业管理。截至2016年底，公司本部下设办公室、人力资源部、财务部管理部、投资发展部、运营管理部、资产管理部、风险合规部等10个部门。截至2016年底，公司纳入合并范围的子公司共有76家，二级子公司12家。

截至2016年末，公司合并资产总额525.23亿元，负债总额286.41亿元，所有者权益合计238.82亿元，其中归属于母公司的所有者权益124.56亿元；2016年公司实现营业总收入68.79亿元，净利润17.84亿元，其中归属于母公司所有者的净利润11.70亿元；2016年公司经营活动产生的现金流量净额-43.09亿元，现金及现金等价物增加额为58.35亿元。

截至2017年3月末，公司合并资产总额547.87亿元，负债总额290.28亿元，所有者权益合计257.59亿元，其中归属于母公司的所有者权益141.19亿元；2017年1~3月，公司实现营业总收入17.75亿元，净利润4.06亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为2.60亿元；2017年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额-15.30亿元，现金及现金等价物增加额为-6.59亿元。

公司注册地址：济南市历下区解放路166号；法定代表人：汲斌昌。

## 二、本期债券概况

### 1. 本期债券债券概况

本期债券名称为“山东省鲁信投资控股集团有限公司公开发行2017年公司债券（第一期）”，发

行总规模为10亿元，采用分期发行方式。本期债券票面金额为人民币100元，按票面金额平价发行。本期债券期限为7年，附债券发行后第5年末公司上调票面利率选择权、公司赎回选择权和投资者回售选择权。本期债券为固定利率债券，票面利率由公司和主承销商（簿记管理人）按照簿记建档结果共同协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券面向《公司债券发行与交易管理办法》规定的合格投资者公开发行。

## 2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还债务。

## 三、运营环境

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

### 1. 天然气供应

#### (1) 行业概况

近年来，随着中国城市化进程的不断加快，我国城市燃气输送与供应发展迅速，城市燃气普及率已达到90%以上。自2014年起，中国天然气的产量和消费量增速均有所放缓，但消费量的增速仍然持续高于产量的增速。随着中国城镇化过程中居民能源消费结构的变化，以及环保监管日趋严格的背景下燃气替代煤炭供电供热需求的提升，天然气下游消费有进一步增长的空间。开发国内非常规天然气、进口管道气、进口LNG<sup>1</sup>是解决中国天然气供需缺口的三大主要途径。

从市场需求来看，近年来，国内天然气下游市场呈现爆发式增长态势，天然气终端市场需求快速扩张，但随着我国经济增速放缓，新一轮天然气价格改革方案的推出，我国天然气消费量增速减缓。2015年，我国天然气消费量1,855亿立方米，同比增长2.8%，较2008年年均复合增速13.3%。2016年，我国天然气消费量达到2,058亿立方米，近十五年复合增长14%，天然气在一次能源消费比例由2005年2.4%上升到2016年5.9%，人均年用气量140立方米。天然气需求主要可以分为四大类，其中工业燃料占比38.2%，城镇燃气消费量占比32.5%，发电用量占比14.7%，化工用气占比14.6%。随着环境保护意识的增强，我国着力推进清洁能源的使用，2017年政府工作报告中明确提出优化能源结构，清洁能源消费比重提高1.7个百分点，煤炭消费比重下降2个百分点，预计天然气消费量会进一步增长。

市场供给看，我国天然气供给能力快速增长，天然气进口格局基本形成。近年来，我国天然气产量稳步增长，2015年我国天然气产量1,271亿立方米，较2014年小幅下降2.4%，2016年我国天然气产量为1,368亿立方米，较2015年增长其中煤层气抽采量44亿立方米，同比增长19%，页岩气产量约46亿立方米，同比增长近3倍。由于国内消费量剧增，我国天然气对外依存度由2008年的2%提高到2016年的34%，进口气已经形成管道气和LNG多渠道供应格局，主要资源进口国约10个。2015年，我国天然气进口数量617亿立方米，较2014年小幅增长3.4%。2016年，我国天然气进口量703亿立方米，其中管道气349亿立方米，LNG355亿立方米。

目前，我国天然气价格管理依然实行政府定价，执行“一省一价”的门站价格管理模式。2015年11月，发改委发布新的调价通知，降低非居民用气门站价格0.7元/立方米。终端价格的下调首先

<sup>1</sup> LNG指液化天然气。

带来下游需求市场规模的整体扩大，但上游企业盈利水平大幅缩水，同时加剧进口管道气的亏损。

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

### （2）行业政策

新版《天然气利用政策》自 2012 年 12 月 1 日起正式施行，新政策中被列入“优先类”的天然气用户种类明显增加。2014 年 3 月，国家发改委发布《关于建立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见》（发改价格[2014]467 号），决定在全国范围内推行居民阶梯气价制度。2015 年 2 月，国家发改委宣布，从 4 月 1 日起，我国天然气价格正式并轨，各省增量气最高门站价格每立方米下降 0.44 元，存量气最高门站价格每立方米上调 0.04 元，这是我国价格改革中，首次大幅下调天然气价格。2015 年 10 月发布的《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》，被认为是价格改革的纲领性文件，提出“尽快全面理顺天然气价格，加快放开天然气气源和销售价格”。2015 年 11 月，国家发改委发布新的调价通知，在降低非居民用气门站价格 0.7 元/立方米的基础上提出要进一步提高天然气价格市场化，同时提出基准门站价格管制，允许基准门站价格上浮 20%来实现有限的放松管制。2016 年 8 月 26 日，国家发改委发布通知，要求加强地方天然气输配价格监管，促进天然气行业持续健康发展。2017 年政府工作报告中提出，今年将全面实施散煤综合治理，推进北方地区冬季清洁取暖，完成以电代煤、以气代煤 300 万户以上。《天然气发展十三五规划》提出气化率要从 2015 年的 43%提高到 2020 年 57%，天然气气化人口预计达到 4.7 亿，用气量将从 207 亿立方米增加到 360 亿立方米，城镇燃料用气领域天然气消费量到 2020 年复合增速 10%以上。此外，《天然气发展十三五规划》提出，以京津冀、长三角、珠三角、东北地区为重点，推进重点城市“煤改气”工程，扩大城市高污染燃料禁燃区范围，大力推进天然气替代步伐，替代管网覆盖范围内的燃煤锅炉、工业窑炉、燃煤设施用煤和散煤，预计工业天然气需求将进一步提升。

### （3）行业关注

天然气行业改革。目前，价格问题是制约我国天然气工业发展的关键因素，进一步理顺和优化天然气定价方式势在必行。我国天然气价格改革的方向是实现市场化定价，改革的目标是“放开两头，管住中间”，即放开上游气源和终端销售价格，政府只监管自然垄断的管网输配气价格。目前国际上天然气库存很高，造成天然气短期价格疲弱。但因天然气钻井减少，供应量正在下降。未来天然气的价格短期内可能仍有较大波动性，长远来看有上升空间。

天然气行业增速放缓。油价因素、经济增长复苏艰难使国际天然气市场整体低迷。“十二五”后期，我国经济增长出现“新常态”，天然气市场发展相应放缓，“低速增长”将成为“十三五”期间我国天然气市场供需两侧发展的新形势。新形势下，从经济角度、资源供给、资源消费方面看，天然气市场都将存在诸多不确定性。

天然气进口量持续攀升。近年来我国天然气进口量不断增长，目前国内天然气市场已经出现区域性、阶段性的供大于求的局面。未来几年，全球天然气市场进入供应宽松时代，放缓的需求增速以及过快的供应增长，特别是进口量的增长，或将为市场带来供应过剩的风险，储气调峰能力不足，夏季限产，冬季限供的问题仍可能发生。

### （4）行业发展

天然气是唯一和可再生能源一样能够实现能源由高碳向低碳过渡的燃料。虽然当前世界天然气消费增速放缓，但天然气发展的前景依然乐观。据国际天然气联盟的预测，2020 年后，中国将成为能源需求的主要驱动力，中国天然气需求将超过现有水平的 3 倍。“十三五”期间，国家将在法律法规建设、行业管理体制、市场规则、市场监管等方面继续完善，构建以三大石油公司为主体、不

同所有制和不同规模的众多天然气产供销企业并存的“统一开放、竞争有序、诚信守法、监管有力”的现代市场体系，这是天然气行业改革的终极目标。

## 2. 创投行业

### (1) 行业概况

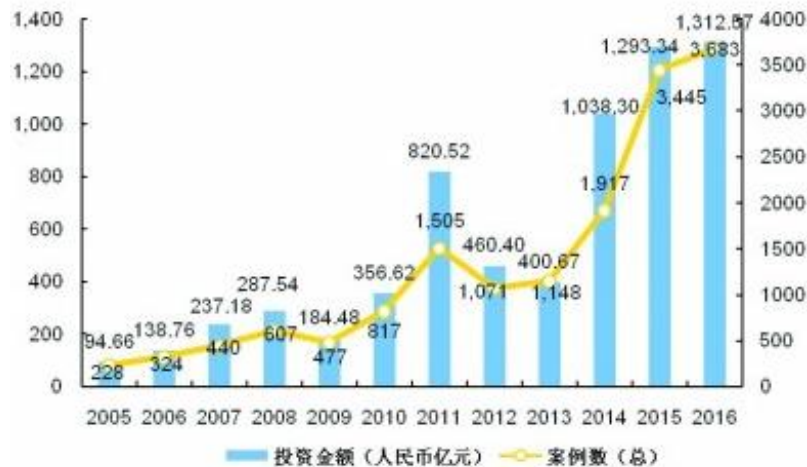
创业投资指向处于创业期企业进行股权投资，以期在企业发育成熟或相对成熟后通过股权转让获得资本增值收益的一种以权益资本方式存在的私募股权投资形式。创业投资基金的运作包括融资、投资、管理和退出四个阶段。从募集资金来源看，民营资金、个人富裕资金、地方政府引导资金和海外资金是创业投资基金的主要融资渠道；退出方式上，IPO仍然是创业投资基金最主要的退出方式，特别是在2009年创业板推出后，在创业板市场高溢价退出成为创业投资基金最青睐的退出方式。创业投资一方面具有较高的风险和不确定性，但另一方面又因其高回报率吸引了大量的资金，进而带动行业的快速发展。

2014年随着国务院坚决实行简政放权改革，鼓励创新创业；新国九条发布，IPO重新开闸等利好政策的出台，中国创投市场基金募资情况出现好转，尤其表现在募集规模上面。2014年共完成募资258支基金，同比增长29.6%；而披露募资金额的253支基金共募集到位190.22亿美元，大幅超过2013年同期的69.19亿美元，同比涨幅高达174.9%；单支基金平均募集规模达到7,488.89万美元。

2015年中国创业投资市场募基金募资数目翻倍，平均募资规模下降，投资再创新高。2015年中国创投市场共发生投资3,445起，同比上升79.7%；其中披露金额的3,113起投资交易共计涉及金额1,293.34亿元人民币，同比上升24.6%；在披露案例的全部投资交易中，平均投资规模达4,154.64万元人民币。自2014年开始，创业投资机构投资阶段逐渐前移，VC投资种子期和初创期的比例逐渐加大，平均投资金额下降，另外2015年中国创投市场投资有明显的季节性，第四季度投资事件数量和投资金额明显下降，创投市场经过疯狂上涨后，创投机构和创业者也趋于理性。

2016年，我国创业投资市场基金募资处于较高水平，基金募资数和募集金额均创历史新高。2016年中外创投机构共新募集636支可投资于中国大陆的基金，同比微升6.5%；已知募资规模的545支基金新增可投资于中国大陆的资本量为3,581.94亿元人民币，同比上升79.4%；2016年基金平均募资规模为6.74亿元人民币，平均募集金额达到历史最高点。2016年中国创业投资募资市场十分活跃，大额基金频频设立，如中国国新控股有限责任公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司、深圳市投资控股有限公司共同出资设立了中国国有资本风险投资基金，基金目标总规模高达2,000亿。

图2 我国创业投资市场投资规模变化情况



资料来源：清科研究所

从基金募集币种来看，2014年，人民币基金募集数量依然保持领先地位，期间共有228支新募集完成的基金，募资总额为108.43亿美元，其中外币基金仅为30支，募资总额81.79亿美元，平均规模高达2.73亿美元。2015年创投市场在募集数量方面，人民币基金仍占据绝对优势，共新募集完成552支基金，约占全部新募集基金支数的92.5%，外币基金仅募集完成45支，占比仅为7.5%。2016年中国创投市场在募集数量方面，人民币基金仍然比较活跃，共新募集完成596支基金，约占全部新募集基金数量的93.7%，其中外币基金仅募集完成40支，占比仅为6.3%。从募集金额来看，2015年创投市场共募集完成的资金达1,996.95亿元人民币，其中，人民币基金达1,396.42亿元人民币，占比为69.9%；外币基金募集金额共599.95亿元人民币，占比为30.1%；平均募资规模方面，外币基金远远高于人民币基金，单支外币基金募资金额达到13.33亿元人民币，远大于单支人民币基金的2.75亿元人民币。2016年中国创投市场共募集完成的资金达3,581.94亿元人民币，其中人民币基金达2,888.05亿元人民币，占比为80.6%；外币基金募集金额共693.89亿元人民币，占比为19.4%；平均募资规模方面，人民币基金平均募集金额是5.83亿元人民币，外币基金平均募集金额是17.79亿元人民币。

从行业布局看，2014年中国创投市场分布于24个一级行业，其中互联网、电信及增值业务、IT行业获得投资案例数最多，分别为503起、338起和181起，投资金额方面互联网、电信及增值业务和半导体分别为35.96、28.52和15.56亿美元，位居前三位。2015年中国创投市场分布于23个一级行业，其中互联网、电信及增值业务、IT行业获得投资案例数最多，分别为1,051起、481起和441起，从投资金额方面看，互联网依旧以396.94亿元人民币的成绩稳居首位。2016年，中国创投市场所发生的3,683起投资分布于23个一级行业中，从投资案例数方面看，互联网行业以843起交易继续位列第一，第二名IT行业其间共发生564起交易，第三名为生物技术/医疗健康行业，共发生投资440起；从投资金额方面看，互联网以321.37亿元人民币的成绩稳居首位；紧随其后的是生物技术/医疗健康行业，共涉及投资金额182.56亿元人民币；其次是IT行业，共产生169.44亿元人民币的投资金额。

从退出方式看，2014年中国创投市场共发生444笔退出交易，较上年同期的230笔交易大涨93.0%。从退出方式上来看，2014年共发生172笔IPO退出，占比38.7%，为2014年的主要退出方式；并购退出紧随其后，全年共计实现111笔，占比25.0%；排名第三的是股权转让退出方式，本年度共涉及70笔，占比15.8%；此外，2014年创业投资市场有20笔退出交易，通过借壳上市的方式退出。2015年中国中外创投共发生1813笔退出交易，是2014年全年的4.09倍。从退出方式上来看，2015年共发生929笔新三板挂牌退出，占比51.2%，为当期的主要退出方式；并购退出紧随其后，实现280笔退出，占比15.4%；

排名第三的是IPO退出方式，共涉及257笔退出，占比14.2%。2015年退出案例数再创历史新高，退出方式也更加多样化；另外随着新三板流动性的改善，大量中小企业选择挂牌，创投机构也积极推动已投企业挂牌，并参与新三板方面的投资，新三板挂牌退出占据退出市场“半壁江山”。2016年创投行业退出案例数创历史新高，新三板挂牌仍是VC投资最主要的退出方式。2016年，中国中外创投共发生2,001笔退出交易，退出案例数再创市场新高，同比上升10.4%。从退出方式上来看，2016年共发生1,230笔新三板挂牌退出，占比高达61.5%，为当前的主要退出方式；IPO退出紧随其后，实现277笔退出，占比13.8%；排名第三的是股权转让退出方式，共涉及223笔退出，占比11.1%。此外，2016年共有227家企业上市，其中有VC/PE支持的企业有174家，新三板和IPO的退出方式值得进一步关注。

## （2）政策与监管

2014年8月21日，中国证监会发布了《私募投资基金监督管理暂行办法》（以下简称《办法》），一方面，确立《办法》符合私募基金行业运作特点的适度监管制度，促进各类私募投资基金健康规范发展，保护投资者合法权益；另一方面，为建立健全促进各类私募基金特别是创业投资基金发展的政策体系奠定法律基础。股权投资行业监管体系逐步完善，行为规范确立，加之经过优胜劣汰后市场集中度上升，市场步入健康、有序发展阶段。2015年11月12日，财政部发布《政府投资基金暂行管理办法》，要求政府投资基金募资、投资、投后管理、清算、退出等通过市场化运作；投资基金各出资方应当按照“利益共享、风险共担”的原则，明确约定收益处理和亏损负担方式，亏损应由出资方共同承担。2016年4月15日，中国基金业协会正式发布《私募投资基金募集行为管理办法》，首次系统地构建了一整套专业、具有操作性、适应我国私募基金行业发展阶段和各类型基金差异化特点的行业标准和业务规范，对切实保护投资者合法权益、规范行业募集行为、塑造私募投资基金“买者自负、卖者尽责”的信托文化具有里程碑的意义。

总体看，监管部门发布的一系列相关文件，从政策层面对创投行业起到了指引作用，随着国内政策环境的日趋完善，创投行业有望持续健康发展。

## （3）行业关注

### 宏观经济和资本市场波动，创投项目退出难度增加

中国宏观经济增长放缓，经济转型，国内外经济环境变化，生产要素也发生了很大变化，使得创投行业市场环境波动性增加。此外，资本市场振荡，国家政策调整，增加了企业上市及并购的变数，投资机构的退出难度增加。从去年开始，包括新三板、战略新兴板和注册制在内的政策增加了资本市场不确定性，价值型投资在短期内很难得到体现和认可，上市公司的股票跟价值投资难以产生很大关联度，进一步增加了创投项目退出的难度。

### 创业投资项目和资本市场的估值长期处在高位

由于过去几年天使基金、VC和PE，战略投资，增长比较快，创业项目的估值被推高。今年第一季度，美国创业公司估值Down Round的比例超过了30%，中国现在C轮、D轮、E轮这些阶段项目估值有一定下调，但是在天使、A轮阶段仍然长期处在高估值区间，一级市场确实存在很大的估值泡沫。创业投资项目的高估值状况日后不会一直持续下去，创投机构在行业竞争中会面临优胜劣汰的形势，市场或面临重新洗牌。

### 行业本身发展不成熟，相关法律法规建设有待完善

中国资本市场整体而言起步较晚，相关法律法规建设仍然不太完善，制约了创业投资行业进一步快速、稳定发展。从西方发达市场的经验看，创业投资机构在组织形式上大体可以分为有限合伙制、信托制和公司制，其中成功的创业投资机构又大多采取有限合伙的方式。这种企业组织方式的优势在于既避免了公司制的双重课税，又保证了无限合伙人对于投资者资金的连带责任，增强了投

投资者的资金安全保障。有限合伙制这种企业组织形式未能在中国市场环境中得到普遍发展，现实情况中大多创投企业仍广泛采用有限公司制，这既影响了广大创业投资机构经营的灵活性，也是税收方面的巨大负担。

#### （4）未来发展

当前，中国股权投资行业仍处在发展的黄金时期，环境因素、政策因素、市场因素、投融资供求因素等都为行业发展提供了有利的条件。国家对股权投资的管理、扶持与发展政策日益完善，经过修订的《证券法》、《公司法》、《合伙企业法》等为股权投资机构的设立、管理、运作提供了必要的法律依据；2010年国务院颁布的“国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见”（共36条，简称“新36条”）扩大了民间投资的领域和范围，《国务院关于促进企业兼并重组的意见》明确鼓励各类投资基金参与企业的兼并重组。中央政府提出七大新兴产业将带来众多投资机会。国内外企业兼并和重组的浪潮带来了市场机会，吸引社会资金流向创投行业，这无疑为创业投资提供了持续的动力与发展的空间。2013年11月15日，十八届三中全会指出要深化经济体制改革、积极发展混合所有制经济、推动国有企业改革、完善现有的金融市场体系等一系列制度，随着中国经济市场化不断深入，创投行业的投资空间将不断扩大。

国家“十三五”规划明确提出了发展天使和创业投资，对资本市场发展提出了“积极培育公开透明、健康发展的资本市场”、“提高直接融资比重”、“推进资本市场双向开放”等目标，并涉及包括股票及债券发行交易制度改革、创业板和新三板市场改革、降低杠杆率等多项具体工作。这表明未来五年的我国资本市场，不仅要完善基础功能、提升市场效率，还须实现协调发展和健康运行，建设一个内在稳定性更强的“阳光市场”。

总体看，展望我国创业投资行业发展趋势，伴随着我国经济的持续增长、国内政策环境的日趋完善、创业投资公司的逐步成熟以及人才队伍的壮大，我国的创业投资行业将会保持持续、健康的成长态势。

### 3. 信托行业

#### （1）行业概况

信托行业近年来发展迅速，2010年全行业的信托资产规模首次超过公募基金规模，2012年超过保险业规模，一跃成为仅次于银行业的第二大金融业务。截至2015年末，信托公司信托资产总规模为16.30万亿元，较2014年末13.98万亿元增长16.60%，较2014年28.14%的增速下降11.54个百分点。截至2016年末，全国68家信托公司管理的信托资产规模继三季度突破18万亿后，达到20.22万亿，同比增长24.01%，环比增长11.29%。2016年，信托资产规模增速快速增长，信托业跨入了“20万亿时代”，信托已经成为服务实体经济的重要力量。

从季度环比增速看，2016年4个季度环比增速分别是1.70%、4.25%、5.11%和11.29%，是行业进入增长态势的实际信号，自2015年2季度以来，信托资产同比增速是逐季下降的，从2016年3季度开始则呈现增长态势。信托资产增幅放缓有两方面原因，一是弱经济周期和强市场竞争对信托业传统融资信托业务的冲击效应明显加大；二是旧增长方式的萎缩速度与新增长方式的培育速度之间的“时间落差”，即新业务培育需要一个过程，其培育速度目前尚滞后于旧业务萎缩速度。如何加快转型进程，是信托业未来发展的一大挑战。

表1 2014~2016年信托行业业务统计情况（单位：万亿元，%）

项目	2014 年底		2015 年底		2016 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>资金来源：</b>						
集合资金信托	4.29	30.70	5.34	32.78	7.34	36.28
单一资金信托	8.75	62.58	9.35	57.36	10.12	50.07
管理财产信托	0.94	6.72	1.61	9.87	2.76	13.65
<b>功能：</b>						
融资类	4.70	33.65	3.96	24.32	4.16	20.59
投资类	4.71	33.70	6.03	37.00	5.99	29.62
事务管理类	4.56	32.65	6.31	38.69	10.07	49.79
<b>合计：</b>	<b>13.97</b>	<b>100.00</b>	<b>16.30</b>	<b>100.00</b>	<b>20.22</b>	<b>100.00</b>

资料来源：中国信托业协会，联合评级整理。

从信托财产来源看，2014年以来信托资金来源变动的基本态势呈现两大特点：一是单一资金信托占比一直处于持续下降过程，2014~2015年单一资金信托占比分别为62.58%、57.36%和50.07%。二是集合资金类信托和财产管理类信托占比稳定上升，信托公司在信托业务中的主动管理能力逐步增强。截至2016年末，单一资金信托余额为101,231亿元，占比50.07%；集合资金信托余额为73,353.32亿元，占比36.28%，集合资金信托占比在2016年呈现波动上升趋势；管理财产信托余额为27,601.75亿元，占比13.65%。集合资金信托和管理财产信托余额占比已接近50%，表明信托资产来源呈多样化分布趋势，业务结构不断优化。

从信托功能看，2014年以来融资类信托占比持续下降，由2014年的33.65%逐渐降至20.59%。2015年，过去融资信托一枝独秀的局面已经得到根本扭转，融资信托、投资信托和事务管理信托“三分天下”的格局得以形成，2015年投资类信托占比为37.00%，事务管理类信托占比为38.69%。2016年，事务管理类信托占比呈现上升趋势，截至2016年末，事务管理类信托余额为100,667.84亿元，占比49.79%；投资类信托余额为59,893.74亿元，占比29.62%；融资类信托余额为41,624.49亿元，占比20.59%。2016年，投资类、融资类和事务管理类信托产品“三分天下”局面进一步改变，事务管理类信托产品发展速度明显快于其他两类产品。

从信托资金的投向来，2015年末信托公司主要业务数据表明，14.69万亿元的资金信托主要投向工商企业、基础产业、金融机构、证券投资和房地产五大领域，但资金信托投向在上述领域的占比有较大程度的变化，市场化对信托资产配置领域变化的驱动非常明显。2016年信托财产的投向依旧是在工商企业、基础产业、证券投资、金融机构和房地产五大领域。2016年，信托资产投向工商企业占比24.82%，基础产业占比15.64%，证券投资占比16.2%，金融机构占比20.71%，房地产占比8.19%，其他占比14.44%。相较于2015年工商企业占比上升2.31个百分点，证券投资下降4.15个百分点，金融机构上升2.78个百分点，基础产业下降2.25个百分点。

## （2）政策与监管

我国目前信托公司的准入资格都是由银监会审批的，发展和运作都接受银监会的监督。早在2008年，监管层就曾颁布《信托公司监管评级与分类监管指引》，随后在2010年4月，监管层再次对该指引进行修订。2014年4月8日，银监会办公厅发布的《关于信托公司风险监管的指导意见》。2015年5月，银监会代国务院起草了《信托公司条例（征求意见稿）》（以下简称《条例》）。《条例》的出台融合了近两年银监会提出的“八项机制”，将完善信托配套制度、分类经营机制，明确信托公司股东责任和信托行业稳定机制；同时对信托公司终止、重组安排、新受托人接收等方面做出严格规定；

另外，首次明确了分类经营的具体标准以及相对应的业务范畴。2016年监管层相继出台《关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》、《银行业金融机构全面风险管理指引》，从强调实质风险化解、引导配资业务、加大非标资金池清理力度、强化资本管理等方面明确提出信托公司要严守风险底线，促进行业稳健发展。其次，信托行业评级体系和信托监管评级体系分别建立，信托公司风险控制、资产质量、合规经营全面纳入监管体系。最后，中国信托登记有限责任公司的成立使信托业“一体三翼”监管框架建成，信托产品统一的交易、流转平台的出现将极大促进行业健康发展。未来信托业发展将更加关注于风险防控与监管，伴随较大的信托资产存量，预计未来信托业资产规模增速将有所放缓。从大资管市场背景来看，大资管市场行业竞争加剧，挤压了信托业的市场占有率，影响了信托公司的规模扩张，信托业未来将继续面临深化转型的压力。

### (3) 行业关注

信托行业目前步入到转型发展阶段。一方面，信托行业自身法律法规仍需进一步健全，明确信托行业的准入制度和市场监管制度；信托公司内部治理水平仍有待提升，风险管控措施仍需完善。另一方面，信托行业面临一定的外部风险，经济下行的背景下，传统实业面临的经营风险加大，信托产品的不良率有所提升；政策层面上的调整加大了银信合作的不确定性，信托公司主动管理的能力提出了更高的要求。

### (4) 未来发展

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

## 4. 文化旅游

### (1) 文化行业

文化产业本质上是文化生产及再生产过程，主要包括文化内容生产、文化传播渠道、文化生产服务（印刷复制、文化产权交易所、评估鉴定等）三个类别。文化产业被称为21世纪的朝阳产业，是最有发展潜力的优势产业，从国际上看，文化产业已成为世界经济的支柱产业之一。

文化产业与国民经济和社会发展相辅相成、相互促进。2015年全国文化及相关产业增加值27235亿元，同比增长11%（未扣除价格因素），比同期GDP名义增速高4.6个百分点，在2014年增长12.2%的基础上继续保持两位数增长，同时增速远高于同期GDP增长，呈快速增长态势；文化产业对GDP增量的贡献达6.5%，比上年提高1个百分点，文化产业增加值占GDP的比重为3.97%，比上年提高0.16个百分点；文化产业区域发展呈现东部领先、中部追赶、西部快跑的梯度发展态势。2016年，我国文化及相关产业增加值达到30,254亿元，首次突破3万亿元，占GDP的比重为4.07%，首次突破4.00%。2016年，文化产业固定资产投资活跃，由2015年的2.80万亿元增至3.20万亿元；文化消费也持续增加，全国人均文化娱乐消费支出，由2015年的760元增至800元。2016年，文化及相关产业10个行业的营业收入均保持增长，文化服务业快速增长，其中，实现两位数以上增长的3个行业分别是：以“互联网+”为主要形式的文化信息传输服务业营业收入5,752亿元、增长30.3%，文化艺术服务业312亿元、增长22.8%，文化休闲娱乐服务业1242亿元、增长19.3%。2016年，文化产业对GDP增量的贡献为5.5%，文化产业在经济增长中的地位和作用日益上升，文化产业发展活力突显。

近年来，我国文化政策体系不断完善。2014年3月，国务院发布《关于推进文化创意和设计服

务与相关产业融合发展的若干意见》，提出培育一批具有核心竞争力的企业，形成一批拥有自主知识产权的产品；同月，国务院发布《关于加快发展对外文化贸易的意见》指出，要加快发展传统文化产业和新兴文化产业，扩大文化产品和服务出口。2014年4月，国务院发布《进一步支持文化企业发展的规定》提出，对国家重点鼓励的文化产品、文化服务出口分别实行增值税零税率、营业税免税。2014年8月，文化部、工信部、财政部发布《关于大力支持小微文化企业发展的实施意见》，鼓励小微文化企业参与公共文化服务的政府采购。2015年1月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于加快构建现代公共文化服务体系的意见》，全面部署构建现代公共文化服务体系；2015年3月，我国博物馆行业第一个全国性法规文件《博物馆条例》正式实施，用制度保障来推进博物馆事业规范化、专业化发展，充分挖掘其文化价值。2015年5月，《公共文化服务保障法（草案）》的出台为推进基本公共文化服务标准化均等化发展，保障人民群众基本文化权益提供了更加有力的法律依据和制度保障，对基层文化工作的推进具有里程碑意义。十三五”规划纲要提出，“十三五”期间要实现“公共文化服务体系基本建成，文化产业成为国民经济支柱性产业”的目标，表明中央在“十三五”时期大力推进文化产业发展的决心和信心。根据文化部报告，2016年，扩大文化消费试点工作逐步推进，第一批第一次26个试点城市因地制宜，有效拓展了居民文化消费空间。国办转发文化部等部门的关于推动文化文物单位文化创意产品开发的若干意见，试点单位积极开发文创产品。对文化产业的扶持力度不断加大，186个产业项目获得5.4亿元中央财政资金扶持。

电影产业方面，中国电影市场需求旺盛，电影产业高速发展。截至2015年末，全国共有电影银幕3.25万块，较2014年末增长33.67%；2015年电影产量686部，同比增长11.00%；观影人次12.60亿人，增长51.85%；城市电影票房收入440.69亿元，增长48.69%。2015年10月，《中华人民共和国电影产业促进法（草案）》的出台意味着国家已将电影产业发展纳入战略层面，推进中国由电影大国向强国跨越，而中国电影产业也将在更加法治化的环境中迎来新的机遇。截至2016年末，我国全国电影总票房达457.12亿元，同比增长3.73%，观影人次为13.72亿，同比增长8.89%，国产电影票房占票房总额的58.33%，国产电影海外票房和销售收入38.25亿元，同比增长38.09%。2016年全年共生产电影故事片772部，动画电影49部；全年票房过亿影片84部，其中国产电影43部。与此同时，2016年全国新增影院1,612家，新增银幕9,552块，银幕总数达到41,179块，中国电影产业在国民经济新的发展形势下实现了稳健增长。

## （2）旅游行业

中国旅游业自1978年作为一个经济产业起步以来，经过30多年的发展，产业形象日益鲜明，规模不断壮大，已成为国民经济中发展速度最快，最具国际竞争优势的产业之一。旅游消费作为一种享受型、发展型的消费形态，是以居民消费升级为基础的，而消费升级来自于宏观经济持续稳定增长带来的国内居民收入水平不断提升。旅游业关联国民经济的109个产业、行业和39个部门，据世界旅游组织测算，旅游收入每增加1元，可带动相关行业增收4.30元。

中国的旅游行业正处于高速发展的黄金时期，近年来旅游业保持了平稳较快发展的良好势头，旅游行业占GDP的比重呈上升趋势。2015年，国内旅游收入3.42万亿元，同比增长12.81%；旅游业总收入4.00万亿元，同比增长7.24%；国内旅游人数达40.00亿人次，同比增长10.77%；出入境人数5.23亿人次，增长6.73%；人均旅游花费854.86元，增长1.81%。2016年国内旅游总收入3.9万亿元，同比增长14%。入境旅游人数1.38亿人次，同比增长3.8%，其中外国人入境2,814.2万人次，同比增长8.3%；国际旅游收入1,200亿美元，同比增长5.6%；出境旅游人数1.22亿人次，同比增长4.3%；旅游服务贸易顺差102亿美元，较上年扩大11.5%。

2014年8月，《国务院关于促进旅游业改革发展的若干意见》（国发〔2014〕31号）提出要加快

旅游业改革发展。2015年8月，国务院发布《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》（国办发〔2015〕62号），着力改善旅游消费软环境，实施旅游投资促进计划，开辟旅游消费市场。2015年9月，工业和信息化部、发展改革委等六部委联合发布《关于促进旅游装备制造业发展的实施意见》（工信部联装〔2015〕331号），提出加快推动我国旅游装备制造业发展，有力支撑我国旅游业改革和发展。2016年5月，国家旅游局发布了《关于开展导游自由执业试点工作的通知》，在江苏、浙江、上海等9个省市的旅游委(局)正式启动导游自由执业试点工作。2016年11月，国家旅游局联合公安部、交通运输部、国土资源部、住房和城乡建设部等六部委印发《关于促进自驾车旅居车旅游发展的若干意见》，其中提出一系列解决自驾车旅居车旅游发展的政策与措施，包括加快营地建设、提高经营服务水平、加强科学管理、推广旅居生活新方式等。2016年，多家旅游景区盈利模式进入转型升级阶段，即由景区旅游向城市旅游、由门票经济向旅游经济转变。随着国民经济进一步发展，旅游业将呈现由大到强的发展势头，特别是“旅游+”战略、全域旅游战略、“一带一路”旅游合作的进一步实施，让中国旅游业迎来提质增效阶段，世界将充分分享到中国旅游市场带来的巨大红利。

近年来，山东省旅游产业迅猛发展。2015年全省旅游消费总额7,062亿元，同比增长14%，旅游投资1400亿元，入境旅游回暖，接待海外游客461万人次。2016年，山东省旅游产业实现较好发展，全年山东省完成旅游投资2,007.4亿元，同比增长27%。旅游消费总额达到8,020亿元，同比增长13.6%，其中国内游客消费增长13.8%，入境游客消费增长5.8%；旅游接待总数达到7.1亿人次，同比增长8.7%；入境游客接待485万人次，同比增长5%，韩国市场增长7%，接待韩国游客占到全国的四分之一，居全国首位。截至2016年末，山东省共有A级旅游景区1,054家，省级以上旅游度假区45家，分别比上年增加133家和3家；省级旅游强乡镇527个，省级旅游特色村1,180个，分别比上年增加69个和273个。受益于国家扩大内需、促进经济增长的产业振兴计划，山东省旅游业面临良好的发展机遇。旅游业在山东省国民经济中的地位日益突出。受益于国家扩大内需、促进经济增长的产业振兴计划，山东省旅游业面临良好的发展机遇。

总体看，随着我国经济的持续稳定发展，文化旅游需求快速增加，文化旅游业面临的发展机遇良好。

#### 5. 山东省经济环境及财政实力

公司业务主要集中在山东省范围内，山东省经济发展对公司经营产生直接影响。据山东省统计局公布的《2016年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2016年，山东省实现生产总值（GDP）67,008.2亿元，按可比价格计算，比上年增长7.6%。其中，第一产业增加值4,929.1亿元，增长3.9%；第二产业增加值30,410.0亿元，增长6.5%；第三产业增加值31,669.0亿元，增长9.3%。三次产业比例由上年的7.9：46.8：45.3调整为7.3：45.4：47.3，产业结构实现了由“二三一”向“三二一”的历史性转变；人均生产总值67,706元，同比增长5.5%。

财政收支方面持续平稳增长。2016年，山东省地方一般公共预算收入5,860.2亿元，同比增长8.5%，其中税收收入4,212.6亿元，增长4.6%；地方一般公共预算支出8,749.6亿元，增长6.1%，其中社会保障和就业支出增长9.9%，节能环保支出增长10.3%，城乡社区支出增长10.6%，住房保障支出增长21.6%。

工业发展方面，工业企业数量有所增长，规模以上工业法人企业40,600家，比上年末增加253家，其中主营业务收入过10亿元、100亿元、1000亿元的企业分别为1,935家、145家和2家。工业生产平稳增长，全部工业增加值26,648.6亿元，比上年增长6.6%，规模以上工业增加值增长6.8%，其中轻工业增长5.5%，重工业增长7.5%。规模以上工业主营业务收入合计150,034.9亿元，比上年增长3.7%，

实现利润8,643.1亿元，增长1.2%，实现利税13,312.9亿元，增长0.4%，利润、利税由上年负增长转为正增长。工业产销率为98.8%，全员劳动生产率为38.7万元，比上年增加3.2万元。

固定投资方面，固定资产投资（不含农户）52,364.5亿元，比上年增长10.5%；新开工项目43,760个，增长7.1%，其中亿元以上新开工项目5,157个，增长10.2%。房地产开发投资增势稳定，房地产开发投资6,323.4亿元，比上年增长7.3%，其中住宅投资4,690.2亿元，增长6.6%。商品房销售面积11,789.9万平方米，比上年增长21.2%，其中住宅销售面积10,598.6万平方米，增长24.3%。保障性安居工程加快推进，新开工各类保障性安居工程54.7万套，基本建成52.4万套，年度任务完成率分别为111.0%和232.5%。建筑业平稳发展，具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业6,171家，比上年增加97家，其中特级和一级建筑企业580家，增加23家。建筑业总产值10,087.4亿元，增长7.5%，其中国有及国有控股企业产值2,557.5亿元，增长10.6%，非国有建筑企业产值7,529.9亿元，增长6.5%。

资本市场发展加快，股票、债券直接融资 5,794.7 亿元，比上年增长 26.2%。截至 2016 年末，山东省上市公司 268 家，较上年末增加 17 家，其中境内上市公司 173 家，增加 12 家，“新三板”、齐鲁股权交易中心、蓝海股权交易中心挂牌企业分别为 570 家、1,811 家和 570 家，分别比上年增长 234 家、1,200 家和 252 家。证券公司代理买卖证券交易金额 11.7 万亿元，同比下降 39.6%。截至 2016 年末，私募基金机构共 277 家，管理基金规模 1,789 亿元，比上年增长 2.1 倍。保险业快速发展，保费收入 2,302.2 亿元，比上年增长 28.8%，其中财产险保费收入 626.3 亿元，增长 10.5%，人身险保费收入 1,675.9 亿元，增长 37.3%。

城乡居民生活继续改善。城镇居民人均可支配收入34,012元，比上年增长7.8%；人均消费支出21,495元，增长8.3%。农村居民人均可支配收入13,954元，比上年增长7.9%；人均消费支出9,519元，增长8.8%。城镇、农村居民人均现住房建筑面积分别为37.5平方米和42.1平方米。

总体看，2016年，山东省经济快速发展，产业结构得到进一步优化；公司作为山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，外部经营环境较好。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司是山东省国有资产投融资管理的重要主体，拥有多年金融服务及投资管理经验，已形成了以基础设施、创业投资、金融服务及文化旅游为主的产业格局，截至 2016 年底，公司纳入合并范围的子公司共 76 家。

基础设施方面，公司基础设施业务主要通过与中石化合作开展天然气管网的建设和运营工作，以及山东省及周边地区天然气市场的开发、管理天然气销售、分支管道建设工作。2014年11月15日，公司与山东省国资委签订托管协议，公司将托管山东省石油天然气开发总公司和山东石油天然气股份有限公司，代表省政府与中石油、中石化和中海油开展合作，公司在区域内天然气板块领域具备较强的竞争优势。2016年，公司完成输气量24.17亿立方米，天然气销量14.60亿立方米。

创业投资方面，公司是国内最早开展创业投资业务的企业之一，经营主体为子公司鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”）。截至 2016 年底，鲁信创投累计投资项目 98 个，总投资额 33.99 亿元，项目储备较为充足。鲁信创投托管了山东省科技风险投资基金等 2 支政府专项基金，并参与了山东半岛蓝色经济发展投资基金、黄河三角洲产业投资基金、深圳华信一号创业投资基金、深圳华信二号创业投资基金等多个区域性基金的运作，截至 2016 年底，鲁信创投管理运作市场化基金和专项基金 31 只，总规模 120 亿元。

金融服务方面，公司金融服务业务涵盖信托、资管、基金、担保、融资租赁、小额贷款、典当等业务，金融服务种类丰富，其中信托是公司的传统核心业务。公司信托业务运营主体山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东信托”），是山东省唯一一家被保留的地方性信托公司。截至2016年末，山东信托存续信托余额为2,550.17亿元。公司子公司山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“山东资管”）是山东省唯一一家省级资产管理公司，主营业务为收购、受托经营金融机构不良资产。2016年，山东资管增资扩股后，注册资本由2015年的20.03亿元进一步增至101.01亿元，资本实力大幅增强。2014年以来，山东省政府批准公司入股济南市农商行和中援人寿保险股份有限公司，有利于公司金融板块的进一步发展。

文化旅游方面，公司以旅游产业开发、影院投资为切入点，对旅游、出版、文化娱乐、广告等领域进行投资。旅游产业方面，公司与青岛海洋科技馆等单位合作，投建了青岛海底世界、青岛欢动世界等项目。旅游产业开发方面，2016年，各园区、景点接待游客数量达到288万人次，实现收入1.86亿元。文化产业方面，公司自2008年起投资布局山东省电影院线连锁网络，从济南试点，逐步规范影院建设和经营，初步形成了一套影院网络快速发展的模式，截至2016年底，公司下属自建影院家数达16家，座位数达12,668个。

总体看，公司围绕山东经济发展战略和产业政策开展投资业务，充分发挥国有投资控股公司在投资和结构调整等方面的重要导向作用，促进地方经济的发展。公司业务板块较多，天然气运输业务在山东省内居于垄断地位，创投和信托业务的行业地位较高，山东资管资本实力增强有望进一步带动金融服务业务收入增长，此外金融板块经营范围的扩大有利于增强公司的金融控股地位。

## 2. 人员素质

截至2016年底，公司共有高层管理人员3人，包括总经理1人，副总经理1人，首席财务官1人，均具有研究生以上学历，具有丰富的管理经验和较高的专业水平。

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

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

公司副总经理崔剑波，1963年出生，高级会计师，高级管理人员工商管理硕士。历任山东省计委外资处副处长，山东省国际信托投资有限公司总经理，山东省鲁信投资控股有限公司总经理助理，山东省鲁信投资控股有限公司党组成员、董事、副总经理，2005年7月起任鲁信集团董事、党委委员、副总经理、总法律顾问。

截至2016年底，公司主业从业人员<sup>2</sup>共662人。从教育背景看，大学专科及以下54人，占比8.16%；大学本科学历282人，占比42.60%；研究生及以上学历326人，占比49.24%；从职称上看，公司高级职称94人，中级职称134人，初级职称81人，具有中高级职称人员占34.44%。

总体看，公司高级管理人员整体素质高，且拥有丰富的管理经验，现有人员学历水平较高，高管及从业人员构成可以满足公司日常经营管理的需要。

<sup>2</sup> 主业从业人员为公司招聘或引进，签订正式劳动合同的员工（不含劳务派遣、临时工等），主要从事金融、投资、资产管理等方面的在职职工。

## 五、管理分析

### 1. 公司治理

公司自2015年6月经山东省国资委批准改建为国有资本投资公司以来，不断建立健全了股东会、董事会、监事会及经营管理团队等决策和监督机构，持续推进适应现代企业制度要求的法人治理结构。公司根据《公司法》及《公司章程》的要求，建立健全法人治理结构，建立了董事会、监事会及在董事会领导下的经营管理团队。公司按照权责明确、有效制衡的原则，制定了《党政联席会议事规则》、《党委会议事规则》、《董事会议事规则》、《总经理办公会议事规则》及《专题会会议制度》等一系列治理制度，就董事会、党委会、监事会及经理层的权利与责任等做出明确的规定，从制度上形成有效制约、相互制衡的监督约束机制。

公司与国资委之间业务、资产独立，公司机构完整、财务独立，在经营管理的各个环节均保持独立性。

公司股东会是公司的权力机构，山东省国资委和山东省社保基金理事会依法对公司履行股东职责。根据公司章程，公司董事会成员7名，由3名执行董事、3名外部董事和1名职工董事构成，设董事长1名。董事长和其他执行董事的任免按照企业领导人员管理权限审批；外部董事人选由股东委派；职工董事由职工代表大会等民主选举产生。董事会下设战略决策委员会、提名委员会、风险控制委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会等5个专门委员会，进一步规范董事会运行。公司监事会由5名监事组成，其中股东代表监事2名、专职监事1名、职工代表监事2名。股东代表监事人选由省国资委提名；专职监事由股东协商提名，股东会决定聘任和解聘；职工代表监事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。公司高级管理人员经山东省国资委批准后由董事会聘任，大多在政府相关部门或大型国企工作多年，具有较为丰富的经营管理经验。目前，公司董事会成员人数较《公司章程》规定人数缺少1名执行董事，高级管理人员较《公司章程》规定缺少3名，该等情况未对公司正常经营及组织结构的运行产生实质性不利影响。近年来，公司管理团队较为稳定，能够保障公司的持续稳定运作。

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

总体看，公司治理结构较为完善，组织内部分工明确，运行情况良好。

### 2. 管理及内控

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

子公司管理方面，公司对主要控股子公司主要高级管理人员实行委派，同时对其实行目标管理，通过制定年度生产经营考核目标，利用全面预算管理等方式加以管控。子公司重大投资及业务决策，应按照国家各项管理制度，报送公司审核批准。

资金管理方面，公司将资金管理分为现金、银行存款管理、筹资管理、应收及往来款项管理、投资管理、向外部单位贷款或拆出资金管理流程。其中，筹资管理又细分为内部资金调剂管理、

外部金融机构借款管理、对外权益性筹资管理和发行债券管理等内容。公司的资金管理制度有助于提高资金的利用效率，降低融资风险。

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

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

对外担保管理方面，公司为规范对外担保行为，有效控制风险，制定并执行《担保管理办法》，规定在经营过程中，原则上不为公司外部企业提供担保，同时不对私营企业、外商独资企业、不含国有股的中外合资和中外合作企业以及个人提供担保；不为风险投资项目（包括任何形式的委托理财、买卖股票、期货、期权）以及不符合国家产业政策的项目提供担保。

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

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司是山东省国有资产投融资管理的重要主体，拥有多年的金融服务、投资管理经验，控股、参股企业超过100家。多年来，公司以产权为纽带，实施专业化经营战略，大力发展以基础设施、创业投资、金融服务、文化旅游四大板块为代表的业务，形成了较为稳定的多元化经营格局。创业投资业务对公司盈利贡献主要以投资收益的形式体现，对营业收入的贡献较小。2014~2016年，受益于金融服务板块投资规模的扩大、创投业务良好发展，公司营业收入和投资收益有所增长，年均复合增长率分别为12.01%和23.57%。2016年，公司实现营业总收入68.79亿元，同比增长22.96%，主要系金融服务板块收入及房地产业务收入增长带动；实现投资收益13.62亿元，同比下降4.52%，主要系对联营企业和合营企业的投资收益减少所致。受营业总收入增加影响，2014~2016年，公司净利润逐年增长，年均复合增长20.17%，2016年净利润为17.84亿元，同比增长13.12%。

表2 2014~2016年公司收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项 目	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施业务	32.59	59.44	4.39	28.47	50.89	3.11	28.86	41.95	3.22
金融服务业务	15.36	28.02	97.68	20.96	37.47	98.52	27.50	39.97	99.12
文化旅游业务	1.64	3.00	21.96	2.18	3.89	31.15	2.01	2.92	27.71
其他业务	5.23	9.55	33.53	4.34	7.76	24.32	10.43	15.16	15.84
其中：房地产业务	0.65	1.18	41.14	0.37	0.66	29.30	6.03	8.76	6.84
磨料、磨具	2.03	3.71	24.84	1.69	3.02	18.58	1.71	2.48	22.03
印刷	2.13	3.88	29.14	2.27	4.06	28.79	2.46	3.58	29.53
<b>营业总收入合计</b>	<b>54.83</b>	<b>100.00</b>	<b>33.84</b>	<b>55.95</b>	<b>100.00</b>	<b>41.59</b>	<b>68.79</b>	<b>100.00</b>	<b>44.18</b>
<b>投资收益</b>	<b>8.92</b>	--	--	<b>14.26</b>	--	--	<b>13.62</b>	--	--

资料来源：公司提供

从收入结构来看，基础设施业务和金融服务业务是公司收入的主要来源。2014~2016年，公司基础设施业务收入波动下降，年均复合下降5.90%，主要系受2015年发改委调控天然气价格，天然气价格下降所致，2016年公司基础设施业务收入为28.86亿元，较上年变化不大；随着营业总收入增长，基础设施业务收入占营业收入比重逐年下降，由2014年的59.44%降至2016年的41.95%。2014~2016年，公司金融服务业务收入逐年增长，年均增长33.78%，2016年为27.50亿元，同比增长31.19%，主要系信托业务和不良资产管理业务发展较快所致，占营业总收入比重由2014年的28.02%增至2016年的39.97%。2014~2016年，公司文化旅游业务收入波动增长，年均复合增长10.63%，2016年为2.01亿元，同比下降7.79%，近三年对营业总收入的贡献度均较小。2014~2016年，公司其他业务收入波动增长，年均复合增长205.16%，主要系2016年鲁信和璧花园一期项目结转收入约5.90亿元，带动2016年房地产业务收入大幅增长所致，2016年其他收入为10.43亿元，同比增长140.30%，其中房地产业务收入为6.03亿元，较上年大幅增长1,528.42%；其他业务收入占营业总收入比重由2014年的9.55%增至2016年的15.16%，对营业总收入的贡献度有所提升。

从毛利率来看，随着金融服务业务规模扩大，公司整体毛利率水平有所提升，由2014年的33.84%增至2016年的44.18%。公司基础设施板块毛利率较低，受2015年发改委调控天然气价格的影响，基础设施板块毛利率由2013年的6.47%下降至2015年的3.11%，2016年基础设施板块毛利率为3.22%，仍处于较低水平。金融服务板块毛利率一直处于较高水平，2014~2016年毛利率分别为97.68%、98.52%和99.12%；文化旅游板块毛利率波动增长，2016年毛利率为27.71%。公司其他业务毛利率受房地产业务影响，由2014年的33.53%降至2016年的15.84%，主要系由于2014年、2015年房地产收入规模较小，其中毛利率较高的咨询收入占比较高，但2016年随着房地产项目收入结转，导致房地产业务毛利率大幅下降。

公司投资收益主要来自联营企业投资收益和创投业务股权持有及转让收益，2014~2016年，公司投资收益持续增加，分别为8.92亿元、14.26亿元和13.62亿元，年均复合增长23.57%。公司投资收益对营业利润的贡献较大，2014~2016年，投资收益占营业利润的比重分别为55.12%、65.92%和57.75%。公司投资收益受宏观环境、投资企业经营状况以及退出政策等因素影响，面临一定波动风险。

2017年1~3月，公司实现营业总收入17.75亿元，同比增长7.48%；其中基础设施业务收入9.57亿元（占比53.94%），金融服务业务收入6.64亿元（占比37.42%），文化旅游业务收入0.44亿元（占比2.46%），其他业务收入1.10亿元（占比6.18%）。2017年1~3月，公司实现投资收益1.79亿元，同比增长4.72%；实现净利润4.06亿元，同比增长25.76%。

总体看，近年来，公司营业总收入逐年增长，主要来源于基础设施业务和金融服务业务，基础设施、金融服务和创投业务对公司业绩形成良好支撑，收入结构更趋均衡，公司整体毛利率仍处于较高水平。公司投资收益对营业利润贡献仍属较大，受市场环境等因素影响较大，面临一定波动风险。

## 2. 业务运营

### （1）基础设施

基础设施板块是公司重要的收入来源，公司于2014年将热电业务转让，目前该板块主要经营天然气业务，经营主体是子公司山东鲁信实业集团有限公司（以下简称“实业集团”）。截至2016年底，实业集团合并资产总额55.64亿元，所有者权益20.40亿元，其中归属于母公司所有者权益17.47亿元；2016年，实业集团实现营业总收入34.12亿元，净利润0.71亿元，盈利能力一般。现阶段公司基础设施投资板块的收入主要由实业集团在天然气领域实现的收入组成。

2003年1月，实业集团代表省政府与中石化股份公司（以下简称“中石化”）合资成立了山东省天然气管道有限责任公司（以下简称“管道公司”）和山东实华天然气有限公司（以下简称“实华公司”），主要负责山东省内天然气管网项目的建设和运营。其中，管道公司为实业集团参股公司（公司持股35.00%），主要从事天然气管道建设、维护及相关配套业务，并按照国家及地方发改委相关定价，收取天然气管道运输费用（目前收费标准为0.27元/立方米）；实华公司为实业集团控股子公司，主要负责山东省及周边地区天然气市场的开发、管道天然气销售及分支管道建设。截至2017年3月底，管道公司和实华公司合计拥有天然气管道约1,542公里。

目前，管道公司已基本整合了中石化在山东省境内的全部天然气管网资源，2003年至今，管道公司已基本整合了中石化在山东省境内的全部天然气管网资源，2016年完成输气量24.17亿立方米，实现营业收入6.13亿元。实华公司实施“以资源促合作”的市场开发策略，巩固和开发终端市场，近年以控股、参股方式在莱州、博兴、日照等地成立子公司，并确定了莱州、胶南、博兴、高密等液化天然气（LNG）加气储备站项目，为青岛LNG资源登陆做了前期市场培育。2016年，实华公司完成天然气销售14.60亿立方米，实现营业收入28.10亿元。2017年1~3月，管道公司完成输气量11.21亿立方米，实现营业收入2.47亿元，利润总额1.24亿元；同期，实华公司完成天然气销售5.78亿立方米，实现营业收入9.43亿元，利润总额0.08亿元。

表3 2014~2016年管道公司、实华公司收入情况（单位：亿元）

项目	2014年	2015年	2016年
管道公司	5.90	5.47	6.13
实华公司	30.81	27.54	28.10
合计	36.71	33.01	34.23

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2014年11月15日，公司与山东省国资委签订托管协议，公司将托管山东省石油天然气开发总公司和山东石油天然气股份有限公司，代表省政府与中石油、中石化和中海油开展合作。实业集团在山东省内天然气领域具有一定垄断竞争地位，其与中石化共同投资建设的中石化山东LNG项目和天然气管道济青复线项目，对保障山东天然气供应安全具有重大意义。

LNG项目将引进海外天然气资源以供应山东省及周边地区，该项目分多期完成，目前正在进行的为输气干线一期配套工程（以下简称“一期配套工程”）。一期配套工程自2011年开始建设，计划总投资21.10亿元，实际投资20.55亿元，其中，实业集团对该项目的投资额为35%。该项目已于2014年12月完成投产条件确认，2015年9月完成竣工验收，管道全长概算214.70公里，目前已逐步投入使用。济青复线项目是将天津、新疆等地的气源引入山东省，计划总投资36.22亿元，实际投资26.00亿元，其中，实业集团对该项目的投资额为35%。该项目已于2014年8月开工建设，2015年9月实现全线贯通，管道全长360.30公里，目前已逐步投入使用。

上述项目目前可接收山东LNG、天津管道、榆济管道来气，主要下气点包括泊里站、平度站、博兴站、齐河站，沿线包含12座场站，23座阀室。其中，LNG干线目前输量1,150万方/天，运行压力控制在6.8MPa~7.5MPa，管存量700万方左右；济青二线输量630万方/天，运行压力控制在5.5MPa~7.0MPa，管存量1,350万方左右，运行状况良好。预计山东LNG输气干线和济青复线项目全面运行后，公司天然气输送能力将大幅提升，基础设施业务板块收入规模可进一步扩大。

总体看，基础设施业务作为公司重要的收入来源，收入规模较大，具有一定区域垄断优势，前

景和业务持续性较好，但毛利率较低，盈利能力一般。

## (2) 创业投资

公司创业投资业务以扶持被投资企业上市获得投资收益为主要盈利模式，经营主体为子公司鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”）。鲁信创投为上交所主板上市公司，股票代码“600783.SH”。鲁信创投目前大力实施基金化转型并取得一定成效。公司实施转型战略，由过去单纯的VC/PE投资机构向致力于成为国内一流类资产管理平台转型，且定位是上市公司中国有控股的母基金+并购平台。因此，鲁信创投自有资金主要用于投资设立基金和基金管理公司，由所设立的基金对项目进行直接投资。截至2016年底，鲁信创投资产总额56.33亿元，所有者权益38.60亿元；2016年实现营业收入1.86亿元，投资收益7.19亿元，实现净利润3.76亿元。

鲁信创投在投、融、管、退各流程均较通畅，基本形成良性循环。从投资情况看，鲁信创投具有以下几个特点：（1）投资项目多为处于成长期和扩张期的高新技术企业，在行业内具有一定的竞争实力和发展潜力；（2）把对民营高科技企业的投资作为重点，注重对民营经济发展的支持；（3）较好的行业地位使公司能够以较低成本获得较高持股比例，早期所投项目大多拥有相对或绝对控股地位。

投资策略方面，鲁信创投秉承“与创业企业共同成长”的核心价值理念，继续稳步推进对长期项目的投资，并在此基础上向两端拓展，同时积极推进投资与投行相融合的业务模式创新，不断提高整体盈利水平和盈利的可持续性。随着投资部门基金化转型稳步推进，鲁信创投积极创新私募基金管理和运作模式，进一步明确母子基金管理架构和角色定位，推动专业化与区域化基金共同发展。鲁信创投通过实施投资体系和投资模式转型，构建本部母基金和区域性专业化子基金协同投资体系，推动自身向类资产管理平台进行转变。2016年，鲁信创投基金化转型取得一定成效，前台投资部门基金化转型第一阶段工作基本完成，各前台投资部门在继续做好项目考察与建设的基础上，加快向专业化投资基金转型，新设立了西安鲁信投资中心、鲁信交银基金、工业转型投资企业、新材料基金、大健康基金、成都基金等基金。同时，积极拓展海外投资业务，在资金出境投资海外项目方面取得积极进展，通过在开曼设立的SPV完成了对美国公司Intarcia Therapeutics Inc.的3,000万美元投资，联合美国中经合集团以及领锐基金签订合作设立中经合-鲁信创业投资基金框架协议。

截至2016年底，鲁信创投管理运作市场化基金和专项基金31只，总规模120亿元，具体情况如下表所示。未来，鲁信创投将进一步推进基金化转型，全面实施基金化运营体系，加强基金内控与支撑体系建设，推动自身向类资产管理平台进行转型。同时积极做好与政府部门合作设立基金工作，稳步推进全国区域性布局。

表4 截至2016年底鲁信创投设立基金和基金管理公司情况（单位：%）

投资对象	业务类型	持股比例
潍坊鲁信康大创业投资中心（有限合伙）	省内区域投资基金	35.00
潍坊鲁信厚源创业投资中心（有限合伙）	省内区域投资基金	35.00
济南科信创业投资有限公司	省内区域投资基金	40.00
济宁通泰股权投资中心（有限合伙）	省内区域投资基金	39.55
济宁海达信科技创业投资公司	省内区域投资基金	49.18
烟台鲁信创业投资有限公司	省内区域投资基金	70.00
深圳市华信创业投资有限公司	省外区域投资基金	60.00
深圳华信嘉诚创业投资基金合伙企业（有限合伙）	省外区域投资基金	44.00

深圳华信睿诚创业投资中心（有限合伙）	省外区域投资基金	47.00
山东省鲁信资本市场发展股权投资基合伙企业（有限合伙）	省内区域投资基金	35.00
山东省科技创业投资有限公司	省内区域投资基金	20.00
烟台鲁创恒富创业投资中心（有限合伙）	省内区域投资基金	47.33
淄博市高新技术创业投资有限公司	省内区域投资基金	40.00
淄博齐鲁股权投资基金合伙企业（有限合伙）	省内区域投资基金	35.00
山东鲁信投资管理有限公司	省内区域投资基金	100.00
新疆广发鲁信股权投资有限公司	平台投资基金	49.00
威海联信投资有限公司	平台投资基金	49.00
鲁信创晟股权投资有限公司	平台投资基金	100.00
山东洛克利鲁信创业投资有限公司	平台投资基金	37.50
青岛鲁信交银投资企业（有限合伙）	平台投资基金	44.99
上海隆奕投资管理有限公司	专业化基金	50.00
青岛创信蓝色经济创业投资基金(有限合伙)	专业化基金	35.00
云南华信润城生物医药产业创业投资基金（有限合伙）	专业化基金	36.60
西安鲁信尤洛卡股权投资中心合伙企业（有限合伙）	专业化基金	40.00
山东省鲁信工业转型升级投资企业（有限合伙）	专业化基金	12.00
威海鲁信福威股权投资基金合伙企业（有限合伙）	专业化基金	35.00
聊城鲁信新材料创业投资中心（有限合伙）	专业化基金	35.00
鲁信新北洋智能装备基金合伙企业（有限合伙）	专业化基金	35.00
成都鲁信菁蓉创业投资中心（有限合伙）	专业化基金	35.00
山东黄河三角洲产业投资基金合伙企业（有限合伙）	产业投资基金	31.94
山东半岛蓝色经济投资基金有限公司	产业投资基金	27.27

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，鲁信创投累计投资项目 98 个，总投资额 33.99 亿元，项目储备充足，投资规模较大。截至 2016 年底，鲁信创投的投资项目中，已经上市公司 8 家，新三板挂牌 9 家。上市公司中包括主板 1 家、中小板 6 家及创业板 1 家，分别为华东数控（002248）、新北洋（002376）、宝莫股份（002476）、通裕重工（300185）、龙力股份（002604）、华邦健康（002004）、信威集团（600485）、恒基达鑫（002492）。2016 年，上述公司为鲁信创投带来投资收益 5.52 亿元，其中股票出让收益 3.06 亿元。截至 2016 年底，鲁信创投持有的上市公司股票总市值为 27.28 亿元。

表5 截至2016年底鲁信创投已上市项目情况（单位：%、万元）

已上市公司名称	持股比例	总市值		投资收益	
		2015年底	2016年底	2015年	2016年
新北洋	4.01	44,085.09	31,386.86	1,819.81	27,231.62
华东数控	10.88	66,188.97	38,570.14	12,075.37	3,250.69
宝莫股份	0.22	17,904.12	1,405.82	20,387.66	1,757.98
龙力生物	11.06	94,140.12	75,401.55	14,790.95	1,179.63
通裕重工	10.39	122,022.88	104,898.15	1,758.74	19,504.70
华邦健康	0.48	22,360.54	8,799.08	189.63	2,231.51
信威集团	0.14	10,960.78	5,989.05	2.46	3.04
恒基达鑫	1.85	--	6,330.00	--	20.00
合计	--	<b>377,662.50</b>	<b>272,780.66</b>	<b>51,024.62</b>	<b>55,179.17</b>

资料来源：公司提供

退出方面，公司拓展多元化的退出方式，除二级市场退出之外，对于效益不佳或短期内不具备上市条件的项目，公司计划通过股权转让或并购等方式退出。截至 2016 年底，公司已有 29 个项目以协议转让等方式实现退出，累计投资额 9.36 亿元，收回资金 15.06 亿元，此外还有 14 个项目拟退出，累计投资额 2.56 亿元。截至 2016 年底，公司部分未上市项目情况如下。

表6 截至2016年底公司部分未上市项目情况（单位：%）

投资对象	业务范围	持股比例
青湖电子	主要从事压电晶体系列产品及自动柜员机(ATM机)的开发、生产和经营	35.50%
天一化学	从事溴系列产品和各种分离膜及膜过程的生产和销售	25.34%
高新润农	专业生产茛亭酸甲酯、3-戊酮、甲基异丙基酮、功夫菊酯、功夫酸、DV 菊酸甲酯等精细化工产品，部分产品填补国内空白	16.42%
泰华智慧	以数字城市和移动互联网应用为核心，从事数字市政、城市照明智能管理，基于 3G 的移动互联网应用软件开发等业务	16.67%
东岳氟硅	二氯甲烷、三氯甲烷、离子膜烧碱、液氯、合成盐酸等非金属矿物制品制造	16.78%
星华氨纶	专业生产氨纶丝产品	45.00%
华芯半导体	生产大容量动态随机存储器(DRAM)芯片、相关产品的设计研发及封装测试服务	33.33%
福瑞达生物	致力于生物多糖、抗菌肽及生物大分子聚合物等绿色食品添加剂和药品原料类产品的研发、生产和销售。	29.97%
山东信托	管理省基建基金、资金信托、财产信托、投资银行、融资租赁、资产管理、证券投资基金等	6.25%
民生证券	证券代理交易、B 股发行和交易、外汇经营、网上证券委托、客户资产管理、保荐机构、债券代理发行主承销、证券投资咨询、基金代理销售等	4.535%

资料来源：公司提供

截至 2017 年 6 月底，鲁信创投管理运作市场化基金和专项基金共计 34 只，累计管理资金规模已超过 120 亿元；鲁信创投累计投资项目达到 126 个，总投资额 45.29 亿元。

总体看，公司创业投资业务发展较好，投资策略稳健，投资项目收益较好，业务规模较大。但同时联合评级也关注到，创投业务受经济周期、市场行情及相关政策等因素影响较大，未来收入存在一定不稳定性。

### (3) 金融服务

公司金融服务业务包括信托、基金、担保、融资租赁、小额贷款、典当等业务，其中，信托是公司的传统核心业务。2013 年，公司整合下属类金融服务子公司（除山东信托外），发起设立山东省鲁信金融控股有限公司（以下简称“金控公司”），并完成对北京金鼎租赁有限公司的收购，金融服务业务门类更加齐全，板块内协同效应有望逐步显现。近年来，在信托业务快速发展的带动下，公司金融服务板块收入持续上升。2014~2016 年，公司金融服务板块收入快速增长，年复合增长率 33.78%，2016 年为 27.50 亿元，同比增长 31.19%。2017 年 1~3 月，公司金融服务板块实现收入 6.64 亿元，占营业总收入的 37.42%。

#### 信托<sup>3</sup>

公司信托业务由山东信托运营。山东信托初创于 1987 年 3 月，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。2002 年 8 月，完成了增资改制和重新登记工作，由国有独资公司

<sup>3</sup> 2016 年山东信托数据由公司提供，因山东信托公开披露的 2016 年报口径与内地监管口径不一致，文中数据与公开披露的信托年报数据存在部分差异。

转变为有限责任公司。2007年6月，获得中国银监会批复同意换发新的金融许可证，名称变更为“山东省国际信托有限公司”。2015年7月，山东信托顺利完成股份制改造工作和工商登记变更相关手续，正式更名为“山东省国际信托股份有限公司”。历经多次增资，截至2016年底，山东信托注册资本为20.00亿元，公司为山东信托第一大股东，直接持股比例为63.02%。截至2016年底，山东信托总资产67.19亿元，所有者权益60.39亿元；2016年实现营业总收入18.92亿元，净利润11.65亿元。

从信托业务近几年的收入构成看，佣金及手续费净收入和其他业务收入是山东信托的主要收入来源。2014~2016年，山东信托佣金及手续费净收入逐年增长，2016年为16.72亿元，同比增长25.06%，占信托业务收入比重由2014年的75.69%升至2016年的87.31%。山东信托其他收入主要包括金融机构往来收入、证券销售差价收入、汇兑损益等。2014~2016年，山东信托其他收入呈波动下降趋势，2015年为4.77亿元，同比增长112.95%，主要系证券销售差价收入增长所致，2016年受证券市场波动影响，山东信托其他收入降至2.14亿元，占营业总收入比重降至11.17%。2014~2016年，山东信托公允价值变动损益波动较大，分别为1.35亿元、-0.28亿元和-1.34亿元。

表7 山东信托业务收入构成（单位：亿元，%）

项目	2014年		2015年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
利息净收入	0.02	0.13	0.13	0.71	0.06	0.31
佣金及手续费净收入	11.52	75.69	13.37	72.70	16.72	87.31
投资收益	0.09	0.59	0.40	2.18	1.57	8.20
公允价值变动损益	1.35	8.87	-0.28	-1.52	-1.34	-7.00
其他收入	2.24	14.72	4.77	25.94	2.14	11.17
合计	15.22	100.00	18.39	100.00	19.15	100.00

资料来源：公司提供

山东信托围绕《信托法》、《信托公司管理办法》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》及银监会的有关规定开展信托业务。在固有资产方面，山东信托主要业务包括开展流动资金贷款和固定资产贷款、金融股权投资和证券投资等。山东信托自有资金主要用于投资业务，受2016年资本市场行情波动影响，山东信托减少自营投资规模，截至2016年底，山东信托自营投资总规模由2015年底的15.35亿元下降至7.60亿元，其中股票投资余额0.63亿元，占比8.29%，基金投资金额3.08亿元，占比40.53%，债券投资金额2.99亿元，占比39.34%，长期股权投资0.90亿元，占比11.84%。

表8 山东信托固有业务投资资产情况（单位：亿元，%）

项目	2014年		2015年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
股票	1.58	10.54	1.77	11.53	0.63	8.29
基金	6.53	43.56	8.30	54.07	3.08	40.53
债券	5.96	39.76	4.24	27.62	2.99	39.34
长期股权投资	0.92	6.14	1.04	6.78	0.90	11.84
合计	14.99	100.00	15.35	100.00	7.60	100.00

资料来源：公司提供

信托业务方面，在资产管理市场竞争加剧的情况下，2015年山东信托信托产品发行速度有所降低，新增信托业务规模增速明显放缓，信托存续信托余额较2014年出现明显下滑；2015年，山

东信托发行信托产品 382 支，募集资金规模 822 亿元；截至 2015 年底，山东信托存续信托余额 2,413.50 亿元，存续产品 827 支。2016 年，随着信托市场回暖，山东信托信托产品发行速度有所增长，新增发行信托产品 449 只，同比增长 17.54%，新增信托业务规模 1,895.95 亿元，同比增长 28.07%。截至 2016 年底，山东信托存续信托余额为 2,550.17 亿元，较年初增长 5.66%。

从产品类型看，山东信托信托产品以单一资金信托为主和集合资金信托为主。2015 年，新增单一资金信托 1,168.17 亿元，占比 78.91%，集合信托 306.33 亿元，占比 20.69%，集合信托产品占比较 2014 略有下降。2016 年，新增单一资金信托 1,296.43 亿元，占比 68.38%；新增集合资金信托 590.24 亿元，占比 31.13%，集合信托产品占比有所增长。单一信托报酬率较低，高比例的单一信托在一定程度上影响了公司信托报酬水平。从信托报酬收入看，2014~2016 年，信托报酬收入逐年增长，2016 年山东信托实现信托报酬收入 16.65 亿元，同比增长 24.53%。

表 9 2013~2015 年信托业务情况（单位：亿元，支）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
<b>新增信托业务规模</b>	<b>1,909.24</b>	<b>1,480.44</b>	<b>1,895.95</b>
其中：单一资金信托	1,489.92	1,168.17	1,296.43
单一资产信托	12.08	5.94	9.28
集合资金信托	407.24	306.33	590.24
<b>新增信托产品数量</b>	<b>547</b>	<b>382</b>	<b>449</b>
其中：单一资金信托	397	211	327
单一资产信托	3	0	3
集合资金信托	147	171	119
<b>存续信托余额</b>	<b>3,276.91</b>	<b>2,413.50</b>	<b>2,550.17</b>
<b>信托报酬收入</b>	<b>11.52</b>	<b>13.37</b>	<b>16.65</b>

资料来源：公司提供

从结构上看，近三年山东信托对于受托资产管理方式以被动管理为主，但主动管理型信托资产占比逐年上升。截至 2015 年底，山东信托主动管理型信托资产余额 513.34 亿元，被动管理型信托资产余额 1,950.25 亿元。截至 2016 年底，山东信托信托资产总额为 2,615.73 亿元，其中主动管理型信托资产余额 707.33 亿元，占比 27.04%，被动管理型信托资产余额 1,908.40 亿元，占比 72.96%，主动管理型信托资产占比逐年增长，业务结构有所优化。

表 10 山东信托受托资产管理方式明细表（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比
主动管理型信托资产	538.37	16.30	513.34	20.84	707.33	27.04
被动管理型信托资产	2,763.53	83.70	1,950.25	79.16	1,908.40	72.96
<b>合计</b>	<b>3,301.90</b>	<b>100.00</b>	<b>2,463.59</b>	<b>100.00</b>	<b>2,615.73</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

从资金投向看，2014~2016 年，信托资金投向主要投向实业、房地产、基础投资和证券市场，公司信托资金投向趋向均衡，其中投向房地产领域资金逐年下降，投向金融领域、基础投资、实业领域资金比重整体呈上升趋势。2015 年，由于我国经济下行压力较重且国内证券市场行情较好，山东信托在投资结构上减少实业投资，同时加大了对证券市场的投资。但 2016 年，受信托业持续推进供给侧结构性改革，同时证券市场行情低迷影响，山东信托调整了投资策略，投向金融和实

业的比重显著增加，减少了对证券市场的投资，投向证券领域和其他领域的资金比重降幅较大。从产品结构上看，山东信托产品以贷款类为主，近三年占比呈波动增长趋势，截至 2016 年末，贷款类占比 47.50%。交易性金融资产呈波动增长趋势，2016 年为 16.60%，可供出售金融资产及持有至到期投资占比波动下降，2016 年为 19.25%，权益投资逐年下降，2016 年为 6.93%。不良资产方面，截至 2016 年底，山东信托不良资产共 1 笔，系“弘毅 42 号”，涉及金额为 0.56 亿元，目前山东信托正积极追偿。

表 11 2013~2015 年公司信托资金投向及产品结构（单位：%）

资金投向	2014 年	2015 年	2016 年	产品结构	2014 年	2015 年	2016 年
房地产	16.57	13.73	13.31	权益投资	13.58	8.30	6.93
金融	3.33	5.74	13.15	贷款	45.74	44.73	47.50
基础投资	15.48	16.36	16.89	债券投资	9.61	--	--
实业	28.91	25.57	36.15	交易性金融资产	8.94	20.38	16.60
证券类	11.34	21.30	12.73	可供出售金融资产及持有至到期投资	19.31	17.59	19.25
其他	24.37	17.29	7.77	其他	2.81	8.99	9.72

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从山东信托净资本和风险资产情况看，近三年，山东信托净资本规模不断上升，截至 2016 年底，山东信托净资本 55.24 亿元；受整体存续信托余额规模波动影响，近三年各项业务风险资本之和呈波动下降态势，截至 2016 年底，山东信托各项业务风险资本之和为 21.99 亿元。2014~2016 年，山东信托净资本与各项业务风险资本之和的比例均处于较高水平，2016 年末为 251.24%，未来业务发展空间较大。近年来，山东信托净资本充足，各项指标均符合《信托公司管理办法》、《信托公司净资本管理办法》等行业规章制度。

表 12 山东信托净资本和风险资产情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年	2015 年	2015 年	监管标准
净资本	39.63	43.25	55.24	≥2
各项业务风险资本之和	25.90	16.41	21.99	--
净资本/各项业务风险资本之和	153.01	263.53	251.24	≥100
净资本/净资产	91.15	86.34	88.05	≥40

资料来源：公司提供，联合评级整理。

风险控制方面，山东信托制订了《集合信托融资类业务评级授信实施细则》、《抵押担保管理办法》、《评级授信操作流程》等制度规范，修改完善了《集合信托融资类业务合作企业综合考核评价实施细则》；开展了抵（质）押物、合同执行、信托档案管理等专项检查；设合规审计部和风险控制部，其中，合规审计部负责合规、审计、纪检监察等职责，风险控制部负责信托项目的全流程风险管理和法律事务工作。公司信托业务风险控制制度完善，职能部门分工明确。

山东信托根据《信托公司管理办法》等法规规定，每年根据资产质量调整资产减值准备，以当年净利润为基数提取信托赔偿准备，以调整后的风险资产为基数提取一般风险准备。2016 年，山东信托提取信托赔偿准备 1.23 亿元，提取一般风险准备 0.11 亿元。截至 2016 年底，信托赔偿准备余额 4.17 亿元，一般风险准备余额 0.93 亿元。

总体看，近三年山东信托新增信托业务规模波动下降，信托产品结构中贷款占比较高，信托资金金融领域投资逐年增长，信托资金投向趋向均衡。

## 其他

除信托业务外，公司金融服务业务资质较齐全，各金融业务运营主体主要是泰信基金管理有限公司（持股 45.00%，以下简称“泰信基金”）、山东省投资担保有限公司（持股 60.00%，以下简称“山东担保”）、鲁信小额贷款股份有限公司、山东省鲁信典当有限责任公司、金鼎租赁有限公司（持股 51.00%，以下简称“金鼎租赁”）和山东资管（持股 30.54%）。2013 年，公司发起设立山东省鲁信金融控股有限公司（以下简称“鲁信金控”），整合下属类金融服务子公司。截至 2016 年底，鲁信金控总资产 21.00 亿元，总负债 10.71 亿元；2016 年实现营业收入 1.01 亿元，净利润 0.36 亿元。

泰信基金是国内第一家以信托机构为主发起人的基金管理公司。2016 年，泰信基金新发行专户理财产品 19 只。截至 2016 年底，泰信基金共拥有 19 只基金产品，基金总净值 62.09 亿元，全年实现营业收入 1.08 亿元，同比下降 46%，主要是由于管理的基金规模缩小导致。

山东担保主要从事省内中小企业融资性担保业务，整体业务规模不大。截至 2016 年底，山东担保资产总额 11,890 万元，净资产 9,198 万元；2016 年实现营业收入 646 万元。截至 2016 年底，山东担保已与 9 家银行建立合作关系，累计为 91 家企业提供担保服务，期末担保责任余额 1.2 亿元，计提未到期责任准备金和担保赔偿准备 0.12 亿元。从代偿情况来看，截至 2017 年 3 月底，担保业务共发生 6 项代偿事项，累计代偿 3,083 万元，追偿回款 340 万元。在宏观经济下行背景下，担保资产质量的下降或有可能增加代偿风险。

金鼎租赁成立于 2011 年 1 月，初始注册资本 2 亿元，2013 年由鲁信金控收购，注册资本增至 5 亿元。金鼎租赁业务模式以售后回租为主，2016 年租赁业务保持扩张，新增租赁合同 6 个，合同金额 6.57 亿元，较年初增长 12%，全年实现营业总收入 0.61 亿元，净利润 0.31 亿元，净利润由负转正。截至 2016 年底，金鼎租赁应收租赁款余额为 12.6 亿元，存量租赁合同 17 个，其中单笔租赁款在 1 亿元以上的共 4 个；不良应收融资租赁款为 2.39 亿元，不良率为 16.42%，处于较高水平。截至 2016 年底，金鼎租赁前五大客户为滨州高新铝电股份有限公司、山东鲁信置业有限公司、新疆蓝山屯河能源有限公司、威海港集团有限公司和中电华通通信有限公司，合计租赁款占比 73.22%。2017 年 1~3 月，金鼎租赁实现营业总收入 1,400.02 万元，净利润 380.7 万元；无新增租赁合同。截至 2017 年 3 月末，金鼎租赁公司应收租赁款余额为 11.71 亿元，存量租赁合同 17 个，其中单笔租赁款在 1 亿元以上的共 3 个；不良应收融资租赁款为 2.22 亿元，不良率为 15.82%。整体看，金鼎租赁业务规模逐步扩大，但仍处于起步阶段，刚实现盈利，规模仍偏小，且不良率较高，对公司收入和盈利贡献度有限。后续公司计划引入外部投资者，增强金鼎租赁的资本实力和扩展客户资源。

山东资管成立于 2014 年 12 月，初始注册资本 10 亿元，公司出资 6.20 亿元。2015 年，山东资管完成增资，注册资本增至 20.30 亿元。2016 年下半年，山东资管进行增资扩股工作，截至 2016 年底，山东资管注册资本由 2015 年的 20.30 亿元增至 101.10 亿元，资本实力大幅增长，其中公司出资 31.20 亿元，直接持股比例为 30.86%，对其有实际经营权。截至 2016 年底，山东资管总资产为 259.27 亿元，较年初大幅增长 240.83%，所有者权益 110.52 亿元，较年初大幅增长 410.24%；2016 年实现营业收入 7.72 亿元，同比增长 581.01%，实现净利润 2.53 亿元，同比增长 78.32%。山东资管是山东省唯一的省级资产管理公司，主营业务为收购、受托经营金融机构不良资产，对不良资产进行管理、投资、处置及资产证券化等业务。目前山东资管公司业务分为指定收购与处置业务、商定收购与处置业务、商业收购与处置业务三种类型。截至 2016 年底，山东资管累计收购、受托管理各类不良资产 683.83 亿元，较年初增长 33.5%；累计收购原值 179.77 亿元，较年初

增长 49.6%；累计回收现金 74.12 亿元，较年初大幅增长 215.67%，现金回收率为 30.97%，回收状况较好。截至 2016 年底，山东资管剩余未处置资产 444.48 亿元，其中商定收购与合作清收类不良资产 406.73 亿元，占比 91.50%，商业收购与分类处置类不良资产 36.30 亿元，占比 8.17%，指定收购与处置类不良资产 1.45 亿元，占比 0.33%，商定收购与合作清收类不良资产占比较年初进一步增加。整体看，山东资管作为省级不良资产管理公司，具有一定的区域竞争地位和政府合作关系优势，未来具有一定发展空间。

根据《山东省国资委关于落实省政府关于贯彻省管企业出资农村信用社专题会议精神的通知》（鲁国资收益字[2014]23 号），公司出资 5.6 亿元，作为并列第一大股东入股济南市农商行，持股 10%，出资工作已于 2014 年 11 月全部完成，2015 年 2 月完成登记手续（未纳入合并范围，按权益法核算）。另外，公司还计划参与出资设立中援人寿保险股份有限公司，截至目前，已与其他股东签订了发起人股权认购意向书，公司拟出资 2.4 亿元，持股比例约 20%。

总体看，公司金融服务种类逐步丰富，业务种类较为齐全，2016 年山东资管增资扩股后，资本实力显著增强，公司金融金融板块经营实力有望进一步增强。随着担保和租赁业务发展，需关注宏观环境下行导致业务风险增加。

#### （4）文化旅游

公司文化旅游板块主要以旅游产业开发、影院投资为切入点，对旅游、出版、文化娱乐、广告等领域进行投资。2014~2016 年，公司文化旅游业务收入分别为 1.64 亿元、2.18 亿元和 2.01 亿元，业务收入规模呈波动上升趋势，近三年对营业总收入的贡献度均较小。2017 年 1~3 月，公司文化旅游业务实现收入 0.44 亿元。

旅游产业方面，公司主要通过山东鲁信投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信投资”）及其下属全资子公司山东鲁信远致旅游有限公司（以下简称“远致旅游”）从事旅游业务。公司与青岛海洋科技馆等单位合作，以非控股形式投资青岛海底世界、青岛欢动世界等项目。2016 年，上述项目运营良好，具有较高品牌知名度，各园区区、景点接待游客数量达到 288 万人次，实现收入 1.86 亿元。投资集团在不断促进现有文化、旅游项目蓬勃发展的同时，将通过青岛动漫数字文化体验项目以及济南综合性旅游项目的开展进一步拓展自身旅游业务。投资集团将以下属山东鲁信远致旅游有限公司为主体对旗下旅游资产进行整合，搭建旅游地产板块上市平台，逐步形成以投资集团为主进行旅游新项目培育，培育成熟后将资产注入旅游上市平台的发展格局。

文化产业方面，公司主要通过山东鲁信文化传媒投资集团有限公司（以下简称“鲁信传媒”）运营，鲁信传媒业务涉及文化产业投资、影视服务、广告服务等领域，是目前山东省规模最大的文化传媒投资公司之一。公司自 2008 年起在山东省内布局电影院线连锁网络。截至 2016 年底，公司下属自建影院 16 家，座位数达 12,668 个，实现电影票房收入 11,487.52 万元，营业收入 13,553.84 万元，毛利润 1,776.43 万元。2016 年，电影票房贡献了公司文化旅游业务板块 72% 的营业收入和 13% 的毛利润。对比同行业，电影票房业务毛利率相对偏低，主要由于部分影院建设于收入水平较低的省内地区，包含一定公益性质。为进一步提高盈利能力，鲁信传媒一方面将通过加盟影院的方式推动院线建设，并整合并购其他院线和影院，扩大规模效应；另一方面将探索更多的影视产业运作模式，发挥自身在山东境内的院线网络优势，例如联合上游影视剧制作企业进行业务拓展等。

总体看，公司文化旅游业务收入呈波动上升趋势，但在营业总收入中占比较小，投资回报一般。

#### （5）其他业务

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

益的影响尚不明显。

磨料磨具业务为鲁信创投旗下产业，主营业务为磨料磨具产品的生产销售。鲁信创投磨料磨具产业拥有六个控股子公司、一个参股公司，一个参股子公司，拥有 16,000 吨磨料、3,800 吨磨具、2 亿张涂附磨具的年生产能力，主要销售“泰山”和“MT”牌磨料磨具产品，均被认定为山东名牌产品，广泛应用于航天、航空、国防、汽车、船舶、机床、化工、建筑、冶金、能源设备等众多工业领域。2016 年，公司磨料磨具业务实现营业收入 1.70 亿元。

印刷包装业务的经营主体为山东鲁信天一印务有限公司（以下简称“天一印务”），天一印务系由鲁信集团和山东省高新技术创业投资有限公司共同出资设立，主要从事医药、食品包装盒、各种高档画册、宣传品等印刷包装业务。天一印务已拥有系统的印前数字化作业流程及较先进的印刷生产线，医药包装盒产品年生产能力可达 26 亿只纸制包装盒，在全国具领先地位。2016 年，天一印务完成印量 2.35 亿印，糊盒 16.90 亿个，实现营业收入 2.46 亿元，净利润 0.34 亿元。其主要客户包括山东步长制药股份有限公司、悦康药业集团有限公司、山东丹红制药有限公司、瑞阳制药有限公司、神威药业集团有限公司等。

房地产业务经营主体为公司山东鲁信房地产开发有限公司和山东鲁信金山投资有限公司。2016 年，公司房地产业务收入为 6.03 亿元，较上年大幅增长 5.66 亿元，主要系鲁信和璧花园一期项目结转收入约 5.90 亿元所致。公司房地产业务规模较小，目前在建项目主要为青岛鲁信和璧花园项目，位于山东省即墨市蓝色硅谷核心区，占地面积约 2.32 万平方米，定位于中低价位普通商品住宅。该项目计划总投资 22.80 亿元，截至 2016 年底，已累计投入 18.66 亿元，项目一期已全部完工，已办理竣工验收备案，项目二期 1.1 期 7 栋地下车库已建设完成，目前正在进行主体建设，另 4 栋正在进行地下车库施工；2017 年计划投资 2.20 亿元。从销售情况看，鲁信和璧花园项目已于 2015 年 4 月份开始销售，预售状况良好，截至 2016 年底，已完成预售 13.85 亿元。

另外，2009 年以来，公司作为山东省国有资产投融资管理的重要主体，承担了省政府赋予的调控资金融入及转贷职能。调控资金的用款单位为还款的直接责任人，用款单位不能按时足额还本付息时，由用款单位的同级政府负责偿还；同级政府不能偿还时，由省级财政依据地方政府还款承诺书，予以扣款偿还。公司为名义借款方，虽然不承担实际的还款责任，但考虑到财政到位资金及债务偿还时间的匹配度可能存在差异，公司存在一定的短期资金垫付风险。由于公司仅承担转贷职能，转贷资金不在公司财务报表中反映。截至 2016 年底，公司实际承担的转贷余额为 8.28 亿元。

总体看，其他业务收入对公司整体收入的贡献度有所增加，对营业总收入来源形成较好补充。

### 3. 经营效率

2014~2016 年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 54.41% 和 34.37%，均呈增长态势；营业总收入和净利润复合增长率分别为 12.01% 和 20.17%，公司经营规模呈持续增长态势，受投资收益等大幅增长影响，净利润增速略高于营业总收入增速。

2014~2016 年，公司应收账款周转率呈波动下降态势，分别为 25.93 次、25.20 次和 24.84 次，仍处于较高水平；存货周转率呈波动下降趋势，分别为 3.85 次、2.17 次和 2.13 次，2015 年下降幅度较大的原因系公司房地产开发规模扩大导致存货开发成本增加所致；总资产周转率持续下降，分别为 0.28 次、0.21 次和 0.17 次。

总体看，公司经营效率尚可。

#### 4. 经营关注

(1) 公司收入重要组成部分的基础设施板块毛利率较低，盈利能力偏弱。

(2) 经济周期变化、市场行情波动及相关政策变化等因素可能对公司创投、金融等业务造成不利影响。

(3) 公司承担山东省转贷业务，转贷资金未在表内反映，虽有财政兜底偿还，但由于财政到位资金及债务偿还时间不匹配，公司存在一定的短期资金垫付风险。

#### 5. 未来发展

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

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

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

金融服务业务方面，对于信托业务，公司将积极开展各种法定信托业务，在风险可控的前提下做大信托规模，在努力扩大资本规模的同时积极向全牌照公司迈进。基金业务的发展重点是做全品种，做大规模，不断提高盈利能力。同时，公司将不断加大类金融企业投资力度，丰富金融综合服务的业务门类。

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

其他业务方面，公司将完成房地产业务整合和平台搭建，不断缩小房地产业务经营规模，适度加大旅游地产项目的扩张步伐；将与国内知名大学联合申报国家级工程技术研发中心，借助大学的技术实力帮助公司开发研制磨料磨具行业新产品和新技术；通过内部新增设备及外部的项目兼并，不断扩大印刷业务产能，进一步增加市场占有率。

总体看，公司发展规划涉及各个业务板块，目标较为清晰，发展前景良好。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司2014年和2015年度财务报告由中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2016年度财务报告由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具标准无保留意见的审计结论，2017年一季度数据未经审计。2015年纳入合并范围的子公司共有69家，较2014年新增4家新设公司，同时因出售、丧失控制权等原因而减少3家；2016年，公司纳入合并范围的子公司共76家，其中新增纳入合并范围的子公司8家，不再纳入合并范围子公司1家；考虑到合并范围变化对公司财务数据影响较小，公司财务数据可比性较强。

截至2016年末，公司合并资产总额525.23亿元，负债总额286.41亿元，所有者权益合计238.82亿元，其中归属于母公司的所有者权益124.56亿元；2016年公司实现营业总收入68.79亿元，净利润17.84亿元，其中归属于母公司所有者的净利润11.70亿元；2016年公司经营活动产生的现金流量净额-43.09亿元，现金及现金等价物增加额为58.35亿元。

截至2017年3月末，公司合并资产总额547.87亿元，负债总额290.28亿元，所有者权益合计257.59亿元，其中归属于母公司的所有者权益141.19亿元；2017年1~3月，公司实现营业总收入17.75亿元，净利润4.06亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为2.60亿元；2017年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额-15.30亿元，现金及现金等价物增加额为-6.59亿元。

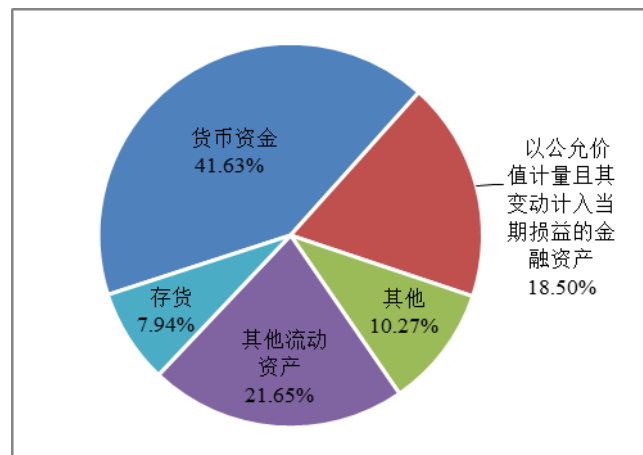
### 2. 资产质量

近三年来，公司业务发展良好，资产规模较快扩张。2014~2016年，公司合并资产总额稳步增长，年均复合增长率54.41%。截至2016年底，公司资产总额合计525.23亿元，较年初大幅增长72.33%，主要系子公司山东资管增资以及整体业务规模扩大所致，其中流动资产占比43.07%，非流动资产占比56.93%，资产结构转变为以非流动资产为主。

#### （1）流动资产

2014年~2016年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长率48.10%。截至2016年末，公司流动资产为226.20亿元，较年初增长48.44%，主要系子公司山东资管增资扩股导致货币资金大幅增长带动；公司流动资产主要由货币资金（占比41.63%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比18.50%）、存货（占比7.94%）和其他流动资产构成（占比21.65%）。

图3 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2014年~2016年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长58.15%。截至2016年末，公司货币资金为94.18亿元，较年初大幅增长125.36%，主要系子公司山东资管增资扩股使得货币资金大幅增长。公司货币资金主要由银行存款（占比35.65%）和其他货币资金构成（占比64.34%），其他货币资金主要系购买的短期理财产品和一个月定期存款，无抵押、冻结等对变现有限制或存放在境外、或有潜在回收风险的款项。

2014年~2016年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产逐年快速增长，年均复合增长69.01%。截至2016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为41.86亿元，较年初增长37.48%，主要系债券及理财产品投资规模增加所致；其中债券投资占比36.41%、权益工具投资占比13.51%、理财产品占比23.89%、其他指定以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比26.19%。

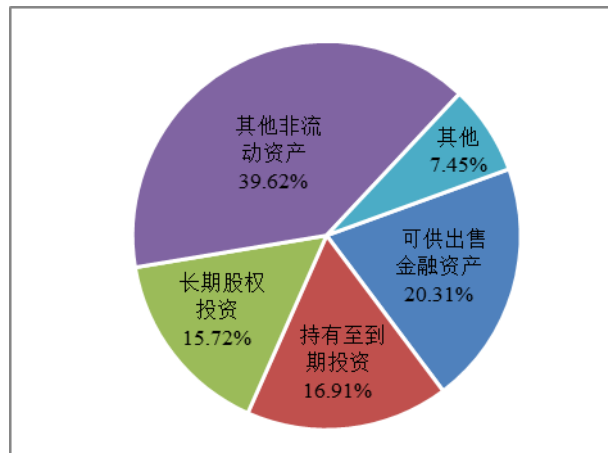
2014年~2016年，公司存货账面价值波动增长，年均复合增长21.97%。截至2016年末，公司存货账面为17.95亿元，较年初变化不大，主要系公司房地产业务中的开发成本和库存商品，其中开发成本占存货余额比重为90.53%，库存商品占存货余额比重6.33%，共计提跌价准备0.13亿元，计提比例为0.73%。

2014年~2016年，公司其他流动资产逐年快速增长，年均复合增长87.03%。截至2016年末，公司其他流动资产账面价值为48.98亿元，较年初增长42.90%，主要系持有的1年内（含1年）的应收款项类投资和信托计划增加所致。公司其他流动资产主要系期限在1年内的发放的贷款（占比14.91%）、投资的信托计划（占比27.33%）、应收款项类投资（占比47.12%）；计提减值准备2.23亿元，计提比例为4.37%。

## （2）非流动资产

2014年~2016年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长59.76%三年分别为117.15亿元、152.39亿元和299.03亿元，复合增59.76%。截至2016年底，公司非流动资产为299.03亿元，较年初大幅增长96.23%，主要系创投、资管等业务发展，导致可供出售金融资产、持有至到期投资和其他非流动资产增长所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比20.31%）、持有至到期投资（占比16.91%）、长期股权投资（占比15.72%）和其他非流动资产（占比39.62%）构成。

图 4 截至 2016 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2014年~2016年，公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长54.81%。截至2016年底，公司可供出售金融资产账面价值合计60.73亿元，较年初增长50.88%，主要系公司股权投资等可供出售权益工具大幅增加所致。可供出售金融资产主要是权益工具投资，以按成本计量的权益工具为主，占比86.34%；共计提减值准备2.01亿元，计提比例3.31%。

2014年~2016年，公司持有至到期投资波动增长，年均复合增长54.53%。截至2016年底，公司持有至到期投资账面价值为50.55亿元，较年初大幅增长223.68%，主要系信托计划投资规模以及投资契约型私募基金增加所致；其中信托计划占比69.77%、契约型私募基金占比29.70%；共计提减值准备0.63亿元，计提比例为1.23%。

2014年~2016年，公司长期股权投资基本保持稳定，年均复合增长0.61%。截至2016年底，公司长期股权投资账面价值为46.99亿元，较年初变化不大，主要系对联营企业的投资，占比97.96%；公司长期股权共计提减值准备1.18亿元，计提比例为2.52%。公司作为多领域投资控股类集团公司，联营企业众多，其中前十大联营企业投资占全部联营企业投资的75.84%。

表 13 截至 2016 年末公司前十大联营企业投资情况（单位：亿元）

被投资单位名称	账面价值
山东省天然气管道有限责任公司	9.74
民生证券股份有限公司	9.15
通裕重工股份有限公司	5.19
山东龙力生物科技股份有限公司	3.56
上海隆奕投资管理有限公司	2.11
山东东岳氟硅材料有限公司	1.62
山东半岛蓝色经济投资基金有限公司	1.58
烟台星华氨纶有限公司	1.20
山东耀华鲁信节能投资有限公司	0.83
威海华东数控股份有限公司	0.81
<b>合计</b>	<b>35.79</b>

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2014~2016年，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长621.07%，主要系2016年大幅增长带动。截至2016年底，公司其他非流动资产账面价值为118.49亿元，较年初大幅增长114.68%

亿元，主要系子公司山东资管扩大不良资产及特色投融资业务规模，新增持有 117.66 亿元一年以上的应收款项类投资所致。截至 2016 年底，公司其他非流动资产主要为应收款项类投资，占比 98.22%；共计提减值准备 1.31 亿元，计提比例 1.09%。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 547.87 亿元，较年初增长 4.31%，其中流动资产 237.56 亿元，占比 43.36%，非流动资产 310.31 亿元，占比 56.64%，资产构成较年初变化不大。

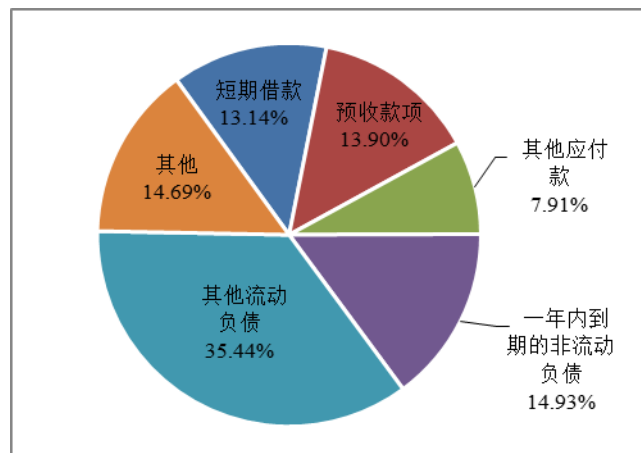
总体看，近三年，随着公司业务规模扩大，公司资产总额增长较快，资产结构逐渐转变为以非流动资产为主，流动资产中货币资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产占比较大，资产流动性较好，整体资产质量较高。

### 3. 负债和所有者权益

2014~2016年，随着公司业务规模的扩大，负债总额逐年快速增长，年均复合增长80.38%。截至2016年底，公司负债总额为286.41亿元，较年初大幅增长92.84%；公司负债结构以非流动负债为主，其中流动负债占比22.88%，非流动负债占比77.12%，非流动负债占比较年初有所上升。

2014~2016年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长32.18%。截至2016年底，公司流动负债合计65.54亿元，较年初增长38.53%，主要系2016年公司新增发行超短融资券及新增信托借款导致其他流动负债大幅增长带动。公司流动负债主要由短期借款（占比13.14%）、预收款项（占比13.90%）、其他应付款（占比7.91%）、一年内到期的非流动负债（占比14.93%）和其他流动负债（占比35.44%）构成。

图 5 截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2014年~2016年，公司短期借款波动增长，年均复合增长29.55%。截至2016年底，公司短期借款合计8.61亿元，较年初下降44.02%，主要系信用借款下降所致；其中保证借款占比70.03%，信用借款占比24.74%，抵押借款占比5.23%。

公司预收款项主要是房地产业务产生的房屋预售款和天然气业务预收的运气运输款项。2014~2016年，公司预收款项逐年大幅增长，年均复合增长131.55%。截至2016年底，公司预收款项为9.11亿元，较年初大幅增长89.91%，主要系房屋预售款增长所致；从账龄来看，公司预收款项期限主要在一年以内，占比97.12%。

公司其他应付款主要系关联方往来款和应付交易对手的保证金。2014年~2016年，公司其他应付款逐年下降，年均复合下降17.35%。截至2016年底，公司其他应付款为5.18亿元，较年初下降25.15%，

主要系偿还部分往来款所致；公司其他应付款主要分布在1年以内（占比83.41%）、1~2年（占比5.23%）和3年以上（占比10.21%）。

截至2014年底，公司一年内到期的非流动负债为6.18亿元。截至2015年底，公司无一年内到期的非流动负债。截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债为9.78亿元，均系从非流动负债新增转入，包括一年内到期的长期借款（占比59.12%）和一年内到期的应付债券（占比40.88%）。

2014~2016年，公司其他流动负债逐年增长，年均复合增长52.40%。截至2016年底，公司其他流动负债合计23.23亿元，同比大幅增长93.54%，主要系公司2016年新增发行超短融资券和信托保障基金流动性借款所致；主要由超短融资券13.00亿元（占比55.97%）、短期融资券5.00亿元（占比21.53%）、信托借款5.00亿元（占比21.53%）构成。

2014年~2016年，公司非流动负债逐年大幅增长，年均复合增长109.12%。截至2016年底，公司非流动负债合计220.87亿元，较年初大幅增长118.24%，主要系长期借款大幅增长带动；公司非流动负债主要由长期借款（占比74.78%）和应付债券（占比22.16%）构成。

2014~2016年，公司长期借款大幅增长，年均复合增长187.88%。截至2016年底，公司长期借款合计165.17亿元，较年初大幅增长155.11%，主要系信用借款大幅增加所致，其中信用借款为135.72亿元（占比82.17%），保证借款为20.88亿元（占比12.64%）。

2014~2016年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长34.87%。截至2016年底，公司应付债券合计48.94亿元，较年初增长53.31%，主要系2016年新发行6亿元企业债和15亿元公司债所致。

从有息债务来看，随着公司外部融资规模增加，公司债务规模尤其是长期债务增长较快。2014~2016年，公司全部债务、长期债务和短期债务年均复合增长率分别为90.85%、113.81%和33.29%。截至2016年底，公司全部债务合计255.53亿元，较年初大幅增长105.98%；其中短期债务占比16.21%，长期债务占比83.79%，公司债务结构以长期债务为主。

从债务指标来看，2014~2016年，公司资产负债率逐年上升，分别为39.96%、48.73%和54.53%；全部债务资本化率逐年上升，分别为34.66%、44.26%和51.69%；长期债务资本化比率逐年上升，分别为26.15%、38.22%和47.27%；公司债务水平持续上升，但仍处于合理区间。

截至2017年3月底，公司负债总额为290.28亿元，较年初变化不大，其中流动负债67.40亿元，占比23.22%，非流动负债222.88亿元，占比76.78%；公司全部债务269.24亿元，其中短期债务53.58亿元，长期债务215.66亿元，负债构成和债务结构均与年初基本保持稳定。截至2017年3月底，公司资产负债率为52.98%，较年初下降1.55个百分点。

总体看，随着公司对外融资力度的加大，公司负债规模快速增长，有息债务规模大幅增加，债务结构仍以长期债务为主，但总体债务负担适中。

### （3）所有者权益

2014~2016年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长34.37%。截至2016年底，公司所有者权益合计238.82亿元，较年初增长52.84%；其中归属于母公司所有者权益为124.56亿元，较年初增长25.82%，主要系受留存利润增加以及公司发行15.00亿元永续中期票据所致；少数股东权益为114.26亿元，较年初增长99.55%，主要系子公司山东资管增资扩股所致，公司少数股东权益规模较大。从母公司所有者权益的构成看，近三年公司实收资本、资本公积和未分配利润占比逐年减小，其他权益占比有所增加。截至2016年底，归属于母公司所有者权益中，公司实收资本为30.00亿元（占比24.09%），较年初持平，其他权益工具为14.83亿元（占比11.91%），均系2016年新增发行的永续债，资本公积为19.76亿元（占比15.86%），较年初变化不大，未分配利润为56.14亿元（占比45.07%），较年初增长21.79%。公司未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 257.59 亿元，较年初增长 7.86%，其中归属于母公司所有者权益合计 141.19 亿元，少数股东权益为 116.40 亿元。

总体看，公司所有者权益实现较快增长，公司所有者权益中少数股权权益占比较大，由于未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

公司多元化业务共同发展，收入构成较为分散，较大程度上回避了单一业务占比过高所形成的风险。随着公司金融服务、房地产等业务快速发展，2014~2016年，公司营业总收入逐年增长，年均复合增长12.01%。近三年，公司营业总收入结构较为稳定，主要来自营业收入和手续费及佣金收入，其余有少量利息收入和保费收入。公司营业收入主要来源于天然气销售及管道输送、部分金融业务、印刷包装等业务，手续费及佣金收入主要来自于金融业务的相关收入。2016年，公司实现营业总收入68.79亿元，同比增长22.95%，其中营业收入为51.64亿元，占比75.06%，手续费及佣金收入为16.74亿元，占比24.34%，占比均较年初变化不大。

表 14 公司收入成本及其主要构成情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年
<b>营业总收入</b>	<b>54.83</b>	<b>55.95</b>	<b>68.79</b>
其中：营业收入	42.76	41.99	51.64
手续费及佣金收入	11.57	13.42	16.74
<b>营业总成本</b>	<b>48.91</b>	<b>48.30</b>	<b>57.48</b>
其中：营业成本	36.28	32.68	38.40
期间费用	9.41	11.24	14.69
<b>投资收益</b>	<b>8.92</b>	<b>14.26</b>	<b>13.62</b>
<b>费用收入比</b>	<b>17.16</b>	<b>20.09</b>	<b>21.35</b>

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2014年~2016年，公司营业总成本波动增长，年均复合增长8.41%，主要由营业成本、期间费用构成。2016年，公司营业总成本为57.48亿元，同比增长19.01%，其中营业成本占比66.81%，期间费用占比25.55%。2014~2016年，营业成本波动增长，年均复合增长2.88%；2016年公司营业成本为38.40亿元，同比增长17.51%，主要系天然气销售及管道输送业务产生的成本。从期间费用来看，2014~2016年，公司期间费用逐年上升，年均复合增长24.95%；2016年公司费用总额为14.69亿元，同比增长30.68%，主要系随着对外融资规模扩大，公司利息支出增多，使得财务费用增长较快所致；其中，财务费用、管理费用和销售费用占比分别为47.56%、29.18%和23.26%。2014~2016年，公司费用收入比分别为17.16%、20.09%和21.35%，费用控制能力一般。

从盈利情况来看，在营业总收入增长带动下，公司盈利规模进一步增长。2014~2016年，公司营业利润和净利润规模逐年增长，年均复合增长率分别为20.72%和20.17%；2016年，公司实现营业利润23.58亿元，同比增长9.00%，实现净利润17.84亿元，同比增长13.12%。公司营业利润主要来源于经营收入及投资收益。作为以产权运作为主要经营内容的企业，公司投资收益对营业利润的贡献较大。2014~2016年，公司获得的投资收益呈波动增长态势，年均复合增长23.57%。2016年公司投资收益为13.62亿元，占营业利润的57.75%。受长期股权投资收益下降影响，公司投资收益较上年下降4.52%。公司营业外收入对利润的贡献非常有限，2014~2016年，公司分别取得营业外收入0.54亿元、0.53亿元和0.47亿元，主要为政府补助。

从盈利指标来看，2014~2016年，公司营业利润率波动上升，分别为29.50%、38.66%和34.27%，2015年金融板块比重提升，拉升了整体营业利润率。由于公司总资产和净资产增幅大于净利润，2014~2016年，公司总资产报酬率呈逐年下降趋势，分别为10.30%、9.79%和7.47%，净资产收益率呈波动下降趋势，分别10.59%、10.93%和9.03%。近三年公司盈利能力有所下降，但仍属较好水平。

2017年1~3月，公司实现营业总收入17.75亿元，同比增长7.48%，净利润4.06亿元，同比增长25.76%，其中归属于母公司所有者的净利润为2.06亿元。

总体看，公司各类业务开展较好，收入和利润规模逐年增长，投资收益的利润贡献度较大，成本控制能力有待加强，整体盈利能力有所下降但仍属较强。

## 5. 现金流

从经营活动来看，2014~2016年，公司经营活动现金流净额分别为8.64亿元、4.53亿元和-43.09亿元，2016年由净流入转为净流出状态，主要系子公司山东资管不良资产收购业务流出现金较多所致。2016年，公司经营活动现金流入244.91亿元，同比大幅增长111.16%，经营活动现金流出288.00亿元，同比大幅增长158.41%，经营活动现金流入和流出规模均较上年大幅增长，主要系收到/支付的其他与经营活动有关的现金大幅增长带动。公司收到/支付的其他与经营活动有关的现金主要系子公司山东资管开展不良资产业务产生的收支款项等，2016年分别为177.21亿元和234.08亿元。2014~2016年，公司现金收入比逐年下降，分别为105.79%、101.37%和98.91%，现金收入实现质量仍较好。

从投资活动来看，2014~2015年，公司投资活动现金流量均为净流出状态，分别为-9.02亿元、-58.41亿元和-17.26亿元。2015年，公司收回前期部分投资，投资活动现金流入量较上年大幅增长155.93%至68.12亿元；同时，因金融资产管理公司2015年开展业务，投资活动较多，导致投资活动现金流出量较上年大幅增长255.02%至126.53亿元。2016年，公司投资活动现金流净额为-17.26亿元，净流出规模较上年下降70.45%，主要系投资支付的现金减少所致。2016年，公司投资活动现金流入58.14亿元，同比下降14.65%，主要系公司各项投资收回现金减少所致。2016年，公司投资活动现金流出75.40亿元，同比下降40.41%。

从筹资活动来看，随着对外融资规模的增加，2014~2016年，公司筹资活动现金流净额逐年大幅增长，年均复合增长147.58%，分别为19.35亿元、56.00亿元和118.60亿元，筹资活动现金流量保持较大规模净流入状态。2016年，公司筹资活动现金流入为244.48亿元，同比增长91.09%，其中取得借款收到的现金为168.39亿元，同比增长40.92%，子公司吸收少数股东权益投资收到的现金为46.62亿元，同比增长586.66%。2016年，公司筹资活动现金流出为125.88亿元，同比增长74.99%，主要系随着融资规模增加，偿还债务支付的现金相应增长所致；2016年公司偿还债务支付现金为113.90亿元，同比增长78.41%。

表 15 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2014年	2015年	2016年
经营性现金流量净额	8.64	4.53	-43.09
投资性现金流量净额	-9.02	-58.41	-17.26
筹资性现金流量净额	19.35	56.00	118.60
现金及现金等价物净增加额	18.97	2.14	58.35
年末现金及现金等价物余额	45.12	47.26	105.61

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2016年,受筹资活动现金净流入规模增长影响,公司现金及现金等价物净增加额由2015年的2.14亿元大幅增至58.35亿元。截至2016年底,公司现金及现金等价物余额为105.61亿元,较年初大幅增长123.47%,现金及现金等价物充足。

2017年1~3月,公司经营活动现金流净额为-15.30亿元,投资活动现金流净额为-5.97亿元,筹资活动现金流净额14.74亿元。

总体来看,近年来,随着公司业务拓展,公司经营性现金净流量由正转负,投资活动规模有所增加,目前主要依靠取得筹资来补充现金流,近年来债务大量增加带来较重的未来偿还压力。

## 6. 偿债能力

短期偿债能力方面,2014~2016年,公司流动比率逐年上升,分别为2.75倍、3.22倍和3.45倍,速动比率逐年上升,分别为2.43倍、2.84倍和3.18倍,公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面,2014~2016年,公司EBITDA逐年增长,年均复合增长24.72%。截至2016年末,公司EBITDA为33.21亿元,同比增长16.59%,其中利润总额占比71.33%,利息支出占比25.42%。由于债务及利息规模增加,2014~2016年,公司EBITDA利息倍数逐年下降,截至2016年底,公司EBITDA利息倍数为3.93倍,较上年下降0.94倍,EBITDA对于利息覆盖倍数较好;EBITDA全部债务逐年下降,2016年比为0.13倍,较上年下降0.10倍,对全部债务的覆盖程度较低。

表 16 公司偿债能力(单位:倍,%)

项目	2014年	2015年	2016年
流动比率	2.75	3.22	3.45
速动比率	2.43	2.84	3.18
全部债务资本化比率	34.66	44.26	51.69
长期债务资本化比率	26.15	38.22	47.27
EBITDA	21.35	28.49	33.21
EBITDA 利息倍数	6.19	4.88	3.93
EBITDA 全部债务比	0.30	0.23	0.13

资料来源:公司审计报告,联合评级整理。

公司对外担保情况方面,截至2017年3月底,公司合并范围提供对外担保共计16.12亿元,其中1.06亿元为担保公司对外担保,其余主要系对参股公司的担保,公司存在一定的或有负债风险。

截至2017年3月底,公司取得各银行授信总额283.80亿元,未使用额度208.71亿元,公司间接融资能力较强、融资渠道通畅;另外,公司作为山东省属大型国有独资企业,直接融资能力很强。

根据中国人民银行企业信用报告,截至2017年6月7日,公司无不良信息记录,过往债务履约情况良好。

总体看,公司短期偿债能力强,受债务负担增加影响,长期偿债能力有所减弱,考虑到公司作为山东省属大型国有独资企业,具有一定区域垄断优势,区域竞争力较强,资产规模较大,融资渠道畅通,整体偿债能力极强。

## 八、本期公司债券偿债能力分析

### 1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2016年末,公司负债合计286.41亿元,全部债务255.53亿元,长期债务214.11亿元。截

至 2017 年 3 月末，公司负债合计 290.28 亿元，全部债务 269.24 亿元，长期债务 215.66 亿元。本期债券发行规模为 10.00 亿元，发行后公司债务负担将进一步增加。

以 2016 年末财务数据为基础，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 55.38%、52.65% 和 48.41%，分别较发债前增加 0.85 个、0.96 个和 1.14 个百分点。

以 2017 年 3 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 53.83%、52.02% 和 46.70%，分别较发债前增加 0.84、0.91 和 1.13 个百分点。

整体看，本期公司债发行后公司债务负担加重，但仍属适中水平。

## 2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2016 年末的财务数据为基础，按照公司发行 10.00 亿元公司债券估算相关指标对本期债券的保障倍数如下表，公司的资产总额、所有者权益、净利润、EBITDA 分别为本期债券额度的 52.52 倍、23.88 倍、1.78 倍和 3.32 倍，对本期债券的覆盖程度很高，公司经营活动产生的现金净额为负，无法对本期债券形成覆盖，整体看公司对本期债券偿付能力极强。

表 17 本期债券偿付能力指标（单位：倍）

项目	2015 年
资产总额/本期债券额度	52.52
所有者权益/本期债券额度	23.88
净利润/本期债券额度	1.78
EBITDA/本期债券额度	3.32
经营活动产生的现金净额/本期债券额度	-4.31

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

综合以上分析，并考虑到公司作为山东省综合类大型国有集团公司，多元化业务发展良好，政府支持力度大，直接和间接融资能力很强；未来随着公司业务进一步发展，盈利能力有望持续上升，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

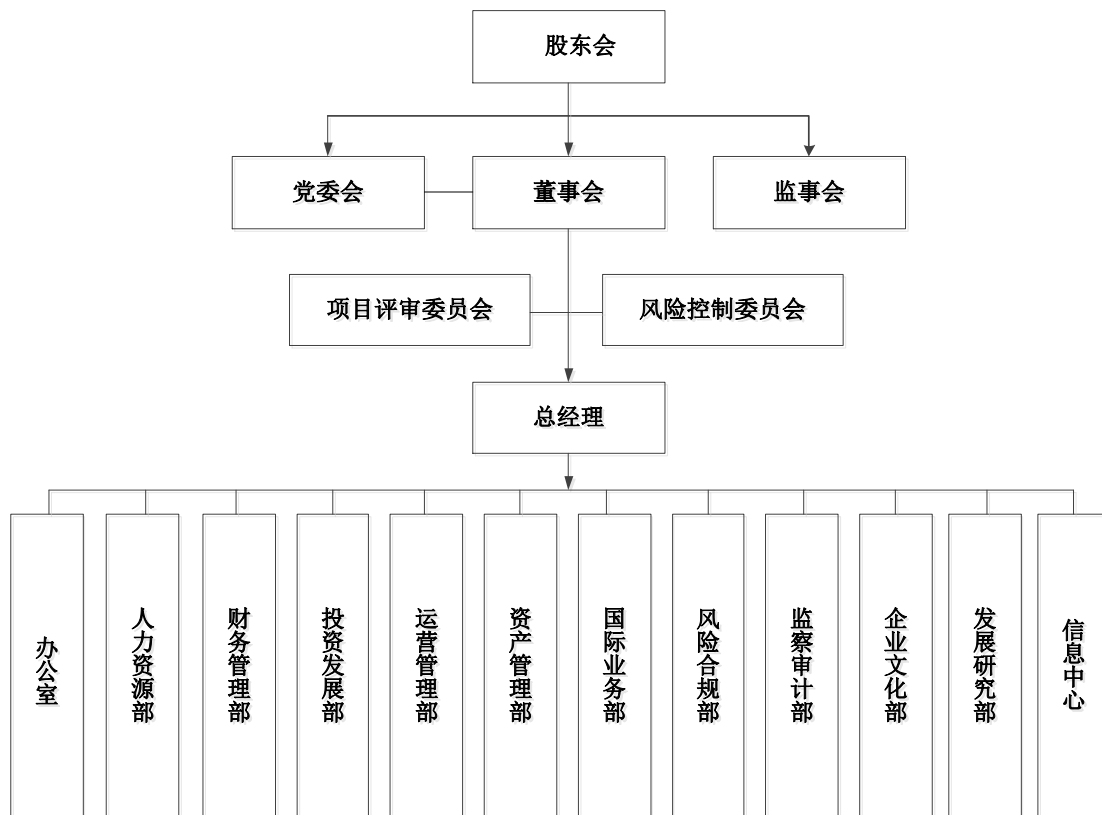
## 九、综合评价

公司作为山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，近年来，多元化业务发展良好，资产规模和盈利规模不断提升，基础设施、信托、创投三大业务行业地位突出，其他业务对整体收入实现较好补充，收入结构趋于均衡。同时，联合评级也关注到，经济周期变化、市场行情波动及相关政策变化等因素可能对公司创投、金融等核心业务造成不利影响。

2014 年以来，公司金融板块经营范围不断扩大，公司的金融控股地位进一步增强，综合实力持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用和本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

### 附件 1 公司组织结构图



附件 2 截至 2016 年底公司合并范围二级子公司情况

序号	企业	业务性质	注册资本 (万元)	持股比例 (%)
1	鲁信创业投资集团股份有限公司	生产销售磨具、磨料、投资	74,435.93	68.53
2	山东省国际信托有限公司	金融	200,000.00	69.27
3	山东鲁信实业集团有限公司	投资	70,000.00	100.00
4	山东鲁信恒基投资有限公司	投资与管理	6,000.00	100.00
5	山东鲁信投资集团股份有限公司	实业投资	31,000.00	74.37
6	山东鲁信文化传媒投资有限公司	投资与资产管理	62,000.00	100.00
7	鲁信海外投资有限公司	投资与资产管理	2,339.00 (美元)	100.00
8	山东省投资有限公司	投资与资产管理	30,000.00	100.00
9	山东省鲁信金融控股有限公司	金融控股	50,000.00	100.00
10	山东省金融资产管理股份有限公司	金融资产管理	1,010,100.00	30.86
11	鲁信投资有限公司	投资	23,800.00 (港币)	100.00
12	鲁信科技股份有限公司	互联网信息服务	10,000.00	40.00

### 附件 3 山东省鲁信投资控股集团有限公司 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额 (亿元)	220.29	304.78	525.23	547.87
所有者权益 (亿元)	132.27	156.26	238.82	257.59
短期债务 (亿元)	23.31	27.38	41.41	53.58
长期债务 (亿元)	46.84	96.67	214.11	215.66
全部债务 (亿元)	70.15	124.05	255.53	269.24
营业总收入 (亿元)	54.83	55.95	68.79	17.75
净利润 (亿元)	12.35	15.77	17.84	4.06
经营性净现金流 (亿元)	8.64	4.53	-43.09	-15.30
总资产报酬率 (%)	10.30	9.79	7.47	--
净资产收益率 (%)	10.59	10.93	9.03	1.64
营业利润率 (%)	29.50	38.66	34.27	30.47
费用收入比 (%)	17.16	20.09	21.35	19.54
现金收入比率 (%)	105.79	101.37	98.91	78.42
应收账款周转次数 (次)	25.93	25.20	24.84	3.49
存货周转次数 (次)	3.85	2.17	2.13	0.58
总资产周转次数 (次)	0.28	0.21	0.17	0.03
资产负债率 (%)	39.96	48.73	54.53	52.98
全部债务资本化比率 (%)	34.66	44.26	51.69	51.11
长期债务资本化比率 (%)	26.15	38.22	47.27	45.57
流动比率 (倍)	2.75	3.22	3.45	3.52
速动比率 (倍)	2.43	2.84	3.18	3.25
EBITDA (亿元)	21.35	28.49	33.21	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.19	4.88	3.93	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.30	0.23	0.13	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.14	2.85	3.32	--

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本次/前n年)^(1/(n-1))-1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销  
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 山东省鲁信投资控股集团有限公司 公开发行 2017 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年山东省鲁信投资控股集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山东省鲁信投资控股集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山东省鲁信投资控股集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注山东省鲁信投资控股集团有限公司的相关状况，如发现山东省鲁信投资控股集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如山东省鲁信投资控股集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至山东省鲁信投资控股集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山东省鲁信投资控股集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一七年七月二十七日