

跟踪评级公告

联合〔2019〕1310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贵公司主体长期信用状况及贵公司公开发行公司债券进行跟踪评级，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公开发行公司债券“16鲁信 01”和“17鲁信 01”债项信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-8517 2818

传真：010-8517 1273

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

山东省鲁信投资控股集团有限公司

公司债券 2019 年跟踪评级报告

发行人主体信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
16 鲁信 01	15.00 亿元	10(7+3) 年	AAA	AAA	2018/6/28
17 鲁信 01	10.00 亿元	7(5+2) 年	AAA	AAA	2018/6/28

本次评级时间：2019 年 6 月 20 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	697.50	794.52
负债总额（亿元）	404.66	493.50
所有者权益（亿元）	292.85	301.02
全部债务（亿元）	332.60	399.85
长期债务（亿元）	238.48	305.57
营业总收入（亿元）	91.83	120.69
投资收益（亿元）	15.66	18.40
净利润（亿元）	20.00	20.33
资产负债率（%）	58.02	62.11
全部债务资本化比率（%）	53.18	57.05
长期债务资本化比率（%）	44.88	50.38
营业利润率（%）	27.92	23.48
净资产收益率（%）	7.49	6.85
归母净资产收益率（%）	9.04	6.90
流动比率（倍）	2.08	2.24
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.61	0.59
EBITDA（亿元）	38.60	48.92
EBITDA 利息倍数（倍）	3.20	2.44
EBITDA 全部债务比（倍）	0.12	0.12
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.54	1.96

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。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，均指人民币。3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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”）的跟踪评级反映了其作为山东省政府授权的大型投资主体和国有资产运营机构，2018年资产和盈利规模稳步增长，多元化业务持续发展，其中基础设施及金融服务板块收入取得较好增长，整体偿债指标保持良好水平。

联合评级也关注到，公司金融服务和创投业务板块易受经济周期变化、市场行情波动及相关政策变化等因素影响；基础设施板块毛利率低且进一步下降等因素可能对公司经营业绩造成的不利影响。

随着公司基础设施、信托、资管等业务的进一步发展，公司整体经营状况有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为AAA，评级展望“稳定”；同时维持“16 鲁信 01”和“17 鲁信 01”的债项信用等级为AAA。

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，2018年在业务运营、外部融资等方面继续保持省内竞争优势。

2. 2018年，公司多元化经营格局发展良好，基础设施及金融服务板块收入取得较好增长，带动公司盈利规模进一步增长；其中，基础设施业务继续保持区域垄断优势，信托和不良资产管理子公司发展良好。

3. 2018年，公司资产和盈利规模稳步增长，偿债指标保持良好水平。

关注

1. 公司创投及金融服务业务对公司利润贡献度较高，需关注经济周期变化、市场行情波动及相关政策变化等因素可能对创投及金融服务

业务造成的不利影响。

2. 作为公司第一大收入来源的基础设施板块毛利率低,且2018年进一步下降,需关注天然气行业外部环境和政策调控可能对公司基础设施板块收入造成的不利影响。

分析师

卢芮欣

电话: 010-8517 2818

邮箱: lurx@unitedratings.com.cn

张晨露

电话: 010-8517 2818

邮箱: zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真: 010-8517 1273

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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：



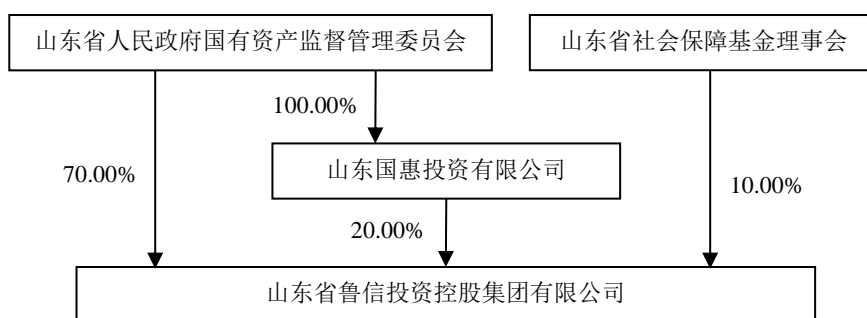
张晨露

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，是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”）全额出资组建的大型国有投资控股公司，初始注册资本 30.00 亿元，2005 年更为现名。2015 年，公司的 30.00% 股权划转至山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东省社保”）。2018 年，山东省社保持有的公司 20% 股权被划转至山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠”）。山东国惠于 2016 年成立，为山东省国资委全资控股企业。截至 2018 年末，公司注册资本为 30.00 亿元，其中山东省国资委持股 70.00%，山东省社保持股 10.00%，山东国惠持股 20.00%；公司实际控制人仍为山东省国资委。

图 1 截至 2018 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供，联合评级整理

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（不含融资性担保业务）；酒店管理，房屋出租，物业管理。近年来，公司主要业务涉及天然气、创业投资、金融服务和文化旅游等领域。

截至 2018 年末，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、风险合规部等部门；公司本部有员工 94 人；纳入合并范围的子公司共 74 家，其中二级子公司 13 家，重要的子公司有山东鲁信实业集团有限公司（以下简称“鲁信实业”，公司全资控股）、鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”，公司持股 69.57%）、山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国信”，公司直接和间接合计持股 51.95%）和山东省金融资产管理有限公司（以下简称“山东资管”，公司直接和间接合计持股 35.81%）。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 794.52 亿元，负债总额 493.50 亿元，所有者权益合计 301.02 亿元，其中归属于母公司所有者权益 155.74 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 120.69 亿元，净利润 20.33 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 10.57 亿元；筹资活动前现金流量净额为-40.65 亿元，期末现金及现金等价物余额 55.31 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区解放路 166 号；法定代表人：李玮。

二、跟踪债券概况

本报告所跟踪的公司债券有“16 鲁信 01”和“17 鲁信 01”，规模合计 25.00 亿元，均为面向合格投资者公开发行，均在上海证券交易所挂牌交易，均无担保；其中“16 鲁信 01”期限为 10（7+3）年，第 7 年末附发行人上调票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权，票面利率 3.70%；

“17 鲁信 01”期限为 7（5+2）年，第 5 年末发行人上调票面利率选择权、发行人赎回选择权和投资者回售选择权，票面利率 4.77%；以上债券均为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。以上债券的募集资金均已按照募集说明书的约定使用完毕，应于 2018 年度支付的利息均已按时足额支付。

表1 本报告跟踪债券相关情况（单位：亿元，%，年）

简称	债券代码	发行规模	票面利率	期限	起息日	到期日	募集资金用途
16 鲁信 01	136836.SH	15.00	3.70	7+3	2016/11/25	2026/11/25	偿还债务，补充流动资金
17 鲁信 01	143236.SH	10.00	4.77	5+2	2017/8/4	2024/8/4	偿还债务

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

三、行业分析

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；公司现有业务中基础设施业务、金融服务业务和创业投资业务对利润贡献度较高，其中基础设施板块以天然气供应业务为主，金融服务以信托、私募股权投资和不良资产管理业务为核心。

1. 山东省区域经济

根据山东省统计局公布数据，2018 年，山东省全省实现生产总值（GDP）合计 7.65 万亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.4%；其中，三次产业分别增长 2.6%、5.1%和 8.3%；三次产业结构成为 6.5：44.0：49.5。人均生产总值 7.63 万元，增长 5.9%，年末常住人口 1.00 亿人。居民消费价格比上年上涨 2.5%。固定资产投资（不含农户）比上年增长 4.1%。社会消费品零售总额比上年增长 8.8%。货物进出口总额 1.93 万亿元，比上年增长 7.7%。地方一般公共预算收入 6485.4 亿元，比上年增长 6.3%；其中，税收收入增长 10.8%。地方一般公共预算支出 1.01 万亿元，增长 9.1%。年末上市公司 296 家，比上年末增加 8 家。年末金融机构本外币存款余额 9.64 万亿元，增长 5.93%。年末金融机构本外币贷款余额 7.78 万亿元，增长 9.60%。

总体看，2018 年山东省经济运行整体稳中有进；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。

2. 天然气行业

城市燃气（包括民用、商业和工业燃气）是由几种气体组成的混合气体，目前主要使用的城市燃气种类包括天然气（NG）、人工燃气（MG）和液化石油气（LPG），三种业态并存是我国城市燃气的主要特点，其中天然气约占 60~70%。

我国天然气上游气源包括国产气和进口气，以 2018 年数据为例，国产气占总供给比重为 57.1%，进口气占比 42.9%。根据国家统计局的数据，2018 年我国天然气产量共实现 1,610 亿方，其中陕西省、四川省、新疆地区产量分别为 445 亿方、409 亿方、321 亿方，分别占比 27.6%、25.4%、20.0%。2018 年，天然气进口量持续增加，全年天然气进口量达到 1,266 亿立方米，同比增长 31.9%，对外依存度上升为 45.3%，其中 LNG 进口量占比 59%，较上年提高 4 个百分点，管道气占比 41%。

2018 年国家环保政策为促进天然气市场发展，提出了“清洁供暖”及“蓝天保卫战”等行动计划。计划推动了国内天然气需求持续快速增长，对民用、交通、工业、发电等领域的污染治理和防护，使得本年度天然气消费量显著增加，2018 年达到了 2,787 亿方，同比增速 17.5%。未来随着“煤

改气”政策的深入推进，天然气的消费量仍将持续高速增长。但我国天然气消费量主要集中在长三角、珠三角和京津冀等经济较为发达的地区，与天然气供气地区存在地域错配的问题。

天然气价格方面，由于天然气行业的特许经营性质，其出厂基准价格、管道运输价格及终端销售价格由相关部门制定，前端出厂基价及管道运输价由国家发改委制定，而终端销售价因地区各异，由省级发改委与物价相关部门协同制定。跟踪期内，国家大力推进天然气价格改革，逐步推进天然气价格市场化进程，全面放开化肥用天然气价格，除少量涉及民生的居民用气外，由市场主导价格的气量已占到我国天然气消费总量的80%以上。

总体看，2018年，受国家能源结构调整、环保政策影响，天然气消费量增长较快，进口量大幅上升，行业供需矛盾仍较突出；天然气定价机制不断完善，天然气价改持续推进。未来，根据“能源发展十三五规划”，未来两年国内天然气需求仍有望保持较快增速；在供给端，由于国产气产量和进口管道气供应量增长相对较为稳定，未来国内天然气需求的增量主要还是由海外进口LNG来满足。

3. 信托行业

金融去杠杆政策对信托业务的影响开始显现，信托资产规模有所回落，信托行业面临较大业务转型压力

2018年以来，监管部门持续加强对通道业务的监管，资管新规出台加速推动信托行业破除刚性兑付，压缩通道规模，向主动管理业务转型，最终回归信托本源，多数信托公司主动控制规模和增速，通道业务收缩使得信托资产规模下降，截至2018年底，我国信托公司共计68家，行业信托资产规模为22.70万亿元，较上年末下降13.50%；其中单一资金信托占比持续下降，集合资金类信托和财产管理类信托占比逐步上升，信托资金来源持续向多样化和均衡化发展；2018年末单一资金信托占比43.33%，集合类信托占比40.12%，财产管理类信托占比16.55%；受通道业务受限影响，事务管理类信托占比有所下降，2018年末占比58.36%，较上年的59.62%小幅下降。

2018年以来，信托行业风险资产规模明显增长，信托业务不良率有所上升，但与其他行业相比仍处于较低水平。截至2018年末，我国信托业的风险项目个数为872个，较2017年末新增231个，风险资产规模为2,221.89亿元，较2017年末增长69.05%。从净资产覆盖倍数来看，2018年末信托公司净资产对风险资产的覆盖倍数为2.59倍，行业抗风险能力较强。

从信托行业平均报酬率来看，近年来，受市场竞争激烈、资产收益率下行以及费率较低的通道业务规模较大的影响，信托行业平均报酬率呈下降趋势。2018年平均年化信托报酬率0.35%，较上年的0.42%进一步下滑。

信托公司固有资产规模持续增长，资本实力稳步提升，行业的风险防范能力逐步提高，财务杠杆保持较低水平

近年来，信托公司资本实力的提升和杠杆水平的上升，使得固有资产规模持续增长，截至2018年末，信托行业固有资产规模为7,193.15亿元，较年初增长9.34%；其中，信托公司货币类资产、贷款和投资类资产分别占固有资产总额的8.48%、4.93%和77.79%，投资类资产的投资品种主要包括信托产品投资、股权投资、基金和资产管理计划等。

从资本实力来看，信托公司资本的增长主要依靠资本内生增长机制和股东的增资扩股，2018年末信托行业实收资本总额2,654.15亿元，占净资产的46.16%。此外，《信托公司管理办法》要求信托公司每年提取税后利润的5%作为赔偿准备金，近年来信托赔偿准备规模不断扩大，占实收资本的比重持续提升，行业的风险防范能力逐步提高，2018年末信托赔偿准备余额260.71亿元，占实收资本的9.82%。

从杠杆水平来看，信托公司整体财务杠杆处于较低水平，风险可控。截至 2018 年末，信托公司固有负债总额为 1,443.85 亿元，资产负债率为 20.07%。

信托行业收入结构相对单一，经营收入与信托资产规模和业务产品结构的关联性较大，同业竞争加剧、行业监管的加强以及资本市场的低迷制约了行业整体盈利能力

信托行业处于转型发展阶段，新型业务尚未形成规模化收入，信托行业经营收入有所下滑，2018 年信托公司营业收入 1140.63 亿元，同比减少 4.20%。从收入结构来看，在信托逐步回归主业的趋势下，信托业务收入占经营收入的比重近年来呈上升趋势；固有业务利息收入占比较小，投资收益占比有所下降。2018 年，信托公司信托业务收入、投资收益和利息收入分别占经营收入的 68.54%、21.43% 和 5.78%。

总体看，2018 年，在监管政策持续收紧下，信托业回归本源与加强主动管理逐步成为主基调，信托公司面临较大业务转型压力，尤其是以通道业务为主的信托公司，在强监管的环境下，通过压低费率、扩大业务规模来提高绝对收益的手段将受到制约，未来盈利水平存在一定的不确定性。受宏观经济下行压力较大影响，固有业务面临信用风险增大，未来固有业务资产质量变化情况值得关注。

4. 私募股权投资行业

2018 年，面对国际局势紧张，国内经济步入调整期，行业监管趋严，私募股权投资市场面临较大挑战。根据清科研究中心的数据，截至 2018 年末，PE 市场可投资本量为 20,035.28 亿元，较上年末增长 8.58%，增速较上年度继续放缓。2018 年 4 月，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”），提高了银行理财资金参与私募股权投资基金的要求，同时受全球局势多变、国内经济改革的影响，PE 市场募资压力增大。根据清科研究中心数据，2018 年，中国 PE 市场总募资 10,110.55 亿元，同比下降 28.86%，其中人民币基金募资下滑明显，共募得 8,699.69 亿元，同比下降 35.76%；另一方面，外币基金强势回归，募资金额 1,410.86 亿元，同比增长 110.51%。随着 PE 市场整体的调整，募资端的收紧，股权市场投资也略有放缓。2018 年，中国股权投资市场共发生投资案例数 3,905 笔，投资金额 8,527.64 亿元，同比下降 14.19%。投向方面，金融、互联网和物流行业为投资金额前三大行业。2018 年，PE 退出市场同比变化不大，共发生 1,441 笔退出案例，同比下降 20.20%，主要源于新三板挂牌退出的锐减。从退出方式上看，被投资企业 IPO 公司 585 笔（占比 40.60%），并购退出共 296 笔（占比 20.50%），股权转让 232 笔（占比 16.10%）。监管方面，2018 年，行业监管不断完善，引导市场规范化运作，《私募投资基金备案须知》《私募投资基金非上市股权投资估值指引（试行）》《私募投资基金命名指引》等一系列规范文件相继出台，证监会、中基协开展行业自查工作，引导行业健康可持续发展。

总体看，在全球局势多变、国内经济改革、行业监管趋严的背景下，2018 年私募股权投资市场面临较大挑战；未来行业分化将进一步加剧，“强者恒强”的局面将进一步凸显；科创板的设立将为中小型企业的上市以及股权投资机构的项目退出提供有力补充。

5. 不良资产管理行业

我国不良资产管理公司（Asset Management Companies，以下简称 AMC）已形成“4+2+N+银行系”的多元化市场格局，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，是经济下行期盘活地方金融机构、非金融机构的不良资产，促进地方经济出清的重要机构。截至 2018 年

末，获得银监会认可的地方AMC有近60家，全国内陆31个省级行政区均设立了本地的地方AMC。

不良资产市场供给持续增加，地方AMC前景广阔

随着国内宏观经济低位运行和结构调整的深化，国内商业银行不良率持续攀升，不良资产规模上升较为明显；截至2018年末，商业银行全行业不良贷款余额升至1.71万亿元，较上年末增长18.71%，增速较上年有所抬升；不良贷款率1.83%，较上年末增加0.09个百分点。非金融机构应收账款规模也不断攀升，回收周期不断延长，对于资产及债务重组的需求日益高涨，其不良资产规模也在飞速扩张；截至2018年末，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%，增速较上年的7.14%有所放缓。

地方AMC首份规范性文件开始征求意见，行业有望迎来统一监管

2019年2月，银保监会就《关于加强地方资产管理公司监督管理有关工作的通知（征求意见稿）》（以下简称“征求意见稿”）向地方金融监管局和地方AMC征求意见。征求意见稿对地方AMC的资产端、资金来源、负面清单、监管主体等作了进一步规范，地方AMC行业有望进入规范经营阶段。征求意见稿对地方AMC的身份界定和经营范围界定方面显示了支持和鼓励的态度。此前，地方AMC虽然获得了银监会的设立批准，但是否属于金融机构一直没有明确说法，征求意见稿首次将地方AMC界定为“地方金融机构”，并对其经营范围进行了明确，规定地方AMC可以从事本地区金融企业和非金融企业的不良资产处置业务，还明确地方AMC开展债转股业务涉及收购金融企业不良资产，不受区域限制，可见监管对债转股的支持意图较明显。

总体看，在宏观经济持续下行影响下，不良资产管理行业未来发展空间较大；随着监管规则的完善，行业有望迎来规范发展。

四、管理与内控分析

管理团队方面，2018年，山东省国资委、山东省社保先后委派王飏为董事；委派董先军、王涛为监事，毕思春、徐磊不再担任监事职务；委派孙中辉为外部董事，高歌不再担任外部董事职务；此外，公司原董事长汲斌昌因工作调整离任。2019年4月，根据《中共山东省委山东省人民政府关于山东省省级机构改革的实施意见》（鲁发〔2018〕42号），山东省国资委省属企业监事会职责划入山东省审计厅，不再设立省属企业监事会，因此公司监事会主席韩斌及监事董先军、王涛职务自然免除。另外，根据山东省委、省政府任免决定，汲斌昌不再担任公司党委书记、董事长职务，由李玮任公司党委书记、董事长。

组织机构和内控方面，除根据山东省委、省政府文件要求取消监事会外，其他部门设置无变化，内部管理在延续以往机制的基础上加强管理。

总体看，公司根据省委、省政府文件要求取消监事会，董事会成员也有所调整，但高管层保持稳定，公司内部管理情况稳定。

五、业务经营分析

1. 经营概况

2018年，公司多元化经营格局继续稳步发展，业务仍以基础设施、创业投资、金融服务及文化旅游四大板块为主，其中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。2018年，公司实现营业总收入120.69亿元，同比增长31.42%，主要系基础设施及金融服务业务收入增长带动。2018

年，公司实现净利润20.33亿元，同比增长1.65%。

表2 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务板块	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
基础设施业务	46.52	50.66	3.29	71.17	58.97	2.42
金融服务业务	33.45	36.42	95.08	40.53	33.59	96.41
文化旅游业务	1.94	2.12	23.95	2.06	1.71	28.04
其他业务	9.92	10.81	21.84	6.92	5.73	24.60
其中：房地产业务	4.88	5.31	15.66	0.44	0.37	46.36
磨料、磨具	1.84	2.01	25.12	2.03	1.68	24.95
印刷	2.72	2.96	25.84	4.06	3.36	21.18
营业总收入	91.83	100.00	39.16	120.69	100.00	35.70
投资收益	15.66	--	--	18.40	--	--

资料来源：公司提供

从营业总收入结构来看，2018年公司营业总收入仍主要由基础设施业务和金融服务业务收入构成，分别占比58.97%和33.59%，占比分别较上年增加8.31个百分点和下降2.83个百分点，其余业务占比较低。基础设施业务收入主要来自天然气业务，2018年基础设施业务实现收入71.17亿元，同比大幅增长52.99%，主要系受市场转暖、“煤改气”环保政策等因素影响，天然气业务收入大幅增长所致。2018年，金融服务业务收入40.53亿元，同比增长21.20%，主要系子公司山东资管投融资规模增加，带动收入规模增加所致。文化旅游业务收入规模一直不大，2018年占营业总收入的比例仅为1.71%。其他业务对公司收入形成一定补充作用，其他业务主要包括房地产业务、磨料磨具业务和印刷业务，其中磨料、磨具业务系自鲁信创投的投资项目，2018年公司共实现其他收入合计6.92亿元，同比下降30.26%，系房地产业务受建设周期及尚未结转交付的影响而收入大幅下降所致，占营业总收入的比重降至5.73%。

从毛利率来看，2018年，公司整体毛利率有所下降，由上年的39.16%降至35.70%，系基础设施板块受国家调控政策影响而下调管输费率导致毛利率进一步下滑所致，其他主要业务的毛利率整体均有所提升。

公司投资收益主要来自于联营企业投资收益和创投业务股权持有及转让收益。2018，公司实现投资收益18.40亿元，同比增长17.46%，其占营业利润的比重为64.92%，占比同比提升3.83个百分点，对营业利润的贡献很高。

总体看，2018年，受益于基础设施和金融服务板块的良好发展，公司经营业绩实现较好增长，基础设施、金融服务和创投业务对公司业绩形成良好支撑，其他板块对整体收入来源形成较好补充；但公司投资收益对营业利润贡献很大，受市场环境影响较大，面临一定波动风险。

2. 业务运营

（1）基础设施业务

基础设施板块是公司重要的收入来源，主要经营天然气业务，经营主体是子公司鲁信实业控股的山东实华天然气有限公司（以下简称“实华公司”，2018年末鲁信实业持股50.00%）和参股的山东省天然气管道有限责任公司（以下简称“管道公司”，2018年末鲁信实业持股35.00%，对其进行权益法核算，能贡献稳定的投资收益），鲁信实业本部无实际业务，仅负责管控下属企业。截至2018年末，

鲁信实业注册资本12.46亿元，公司直接持股67.89%，直接和间接合计可实现全资控股；合并资产总额82.10亿元，所有者权益30.62亿元；2018年，鲁信实业实现营业总收入71.36亿元，利润总额2.69亿元。

鲁信实业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，基本担负了整个山东管网的供气任务。其中，管道公司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，管道公司已整合了中石化在山东省境内的全部天然气管网资源。实华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2018年末，实华公司和管道公司合计拥有天然气管道约1,760公里。2018年，受益于市场转暖、“煤改气”环保政策等，实华公司合并口径完成天然气销售34.27亿立方米，同比增长33.64%，实现营业收入70.75亿元，同比增长54.47%；随着LNG干线逐步投入使用，管道公司完成输气量71.71亿立方米，同比增长57.43%，实现营业收入12.61亿元，同比增长16.71%。

表3 实华公司、管道公司情况（单位：亿元，亿立方米）

项目	2017年	2018年
实华公司营业收入	45.80	70.75
实华公司天然气销售量	25.64	34.27
管道公司营业收入	10.80	12.61
管道公司天然气输气量	45.55	71.71

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司基础设施业务继续保持区域垄断优势，业务规模和收入规模较好增长，业务收入稳定性较好，但毛利率较低，盈利能力一般。

（2）创业投资业务

公司创业投资业务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A股上市公司，股票代码“600783.SH”，股票简称“鲁信创投”。截至2018年末，鲁信创投注册资本7.44亿元，公司持股69.57%，是其控股股东，其他股东持股比例非常分散。截至2018年末，鲁信创投资产总额57.35亿元，所有者权益37.39亿元，较年初分别增长2.25%和2.36%。2018年，鲁信创投实现营业收入2.07亿元，同比下降4.12%，系其管理的2只基金进入清算期导致计提的管理费收入减少所致；取得投资收益4.67亿元，同比下降16.63%，系年内股票市场不利行情影响调整项目减持进度所致；实现净利润1.89亿元，同比增长3.34倍，主要系2017年对出现风险的股权投资项目龙力生物全额计提了3.27亿元资产减值损失，2018年资产减值损失同比减少导致当年营业总成本大幅减少所致。

目前鲁信创投主要以自有资金参与海外项目的投资，以发起设立的市场化私募股权投资基金（以下简称“基金”）或投资平台进行国内股权投资，投资方向以推动战略新兴产业发展、促进经济结构转型升级为主导，投资阶段以成长期、扩张期项目为重点，同时对初创期项目和Pre-IPO项目进行投资。自基金化转型以来，2018年，鲁信创投转型第一阶段工作已顺利完成，年内重点聚焦基金化转型第二阶段“5+3”区域布局 and 专业化布局工作思路，重点拓展深圳、上海、北京、西南（成都+重庆）、安徽5大国内区域投资业务，重点开拓北美、欧洲、以色列3大境外市场，并在生物技术及医疗器械、信息科技和人工智能、新能源新材料、高端装备四个重点方向进行专业化投资业务布局。

境内投资方面，2018年，鲁信创投旗下新成立基金2个，新增管理基金规模14.00亿元，无结束

清算的基金：全年完成基金投资项目25个，投资金额5.60亿元；全年通过减持上市公司股票全部或部分退出项目4个，回收资金3.10亿元，其中退出收益（减持回款-初始投资本金，下同）2.81亿元；全年累计通过股权转让方式全部或部分退出项目2个，回收资金2.56亿元，其中退出收益2.01亿元。截至2018年末，鲁信创投及其作为主发起人出资设立的基金及投资平台达41个，管理基金规模152.00亿元；在投项目149个，在投金额75.00亿元，在投资项目中有A股上市公司13家、H股上市公司1家、新三板挂牌公司32家，此外还有拟IPO项目15个。截至2019年3月末鲁信创投旗下基金及投资平台的在投项目152个，投资总金额76.28亿元，行业以信息服务、新能源新材料、智能制造等为主，行业分布相对分散。

表4 截至2019年3月末鲁信创投旗下基金及投资平台的在投资项目行业分布（单位：个，亿元，%）

行业	企业个数	投资金额	投资金额占比
信息服务	24	19.27	25.26
新材料新能源	14	12.87	16.87
智能制造	31	9.28	12.17
化工类	18	7.12	9.33
房地产	2	5.90	7.73
生物医药	14	5.33	6.99
电子	20	5.15	6.75
金融类	5	4.61	6.04
农业及农副产品加工	12	3.22	4.22
节能服务	1	0.27	0.36
其他	11	3.27	4.29
合计	152	76.28	100.00

资料来源：公司提供

境外投资方面，2018年，鲁信创投继续布局国际前沿领域和技术平台，完成对美国TCR² Therapeutics Inc公司的出资0.34亿元和以色列XJet Limited公司尽调谈判，TCR² Therapeutics Inc已于2019年2月在纳斯达克上市；同时与美国中经合集团合作发起设立中经合基金共同对外投资，跟进山东省美国硅谷科技创新交流平台设立工作等，拓展海外投资业务版图。

此外，鲁信创投受托管理运作两只政府委托管理的投资基金，截至2018年末规模6.19亿元，未纳入资产负债表。

总体看，2018年，公司创业投资业务稳步发展；但创投业务受经济周期、市场行情、相关政策及项目质量等多方面因素影响，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、不良资产管理、基金、担保、融资租赁、小额贷款、典当等业务，其中以信托和资产管理为核心。2018年，公司金融服务板块实现业务收入40.53亿元，同比增长21.20%，主要系子公司山东资管于2016年下半年增资至101.10亿元后，资本实力显著增强，2017年和2018年业务规模持续快速增加，带动收入规模持续增加所致。

信托业务

公司信托业务的运营主体是山东国信。山东国信于2017年12月在港股上市，股票代码1697.HK，股票简称“山东国信”。截至2018年末，山东国信注册资本为25.88亿元；2019年1月，山东国信以资本公积转增股本的方式发行新股共20.71亿股，转增后注册资本增至46.59亿元，公司直接持股47.12%，直接和间接合计持股51.95%，为山东国信的第一大股东和控股股东。截至2018年

末¹，山东国信总资产 136.12 亿元、所有者权益 95.41 亿元，分别较年初增长 5.50% 和 4.30%。

从经营业绩来看，2018 年，山东国信实现总收入 18.27 亿元，同比微幅增长 0.61%，其中信托业务收入下降 16.80% 系信托资产规模减少及收到的浮动信托报酬减少导致手续费及佣金收入减少所致，固有业务收入增长 29.59% 系利息收入和处置合并结构性实体持有的联营企业净收益增加所致；收入构成仍以信托业务收入为主，2018 年信托业务收入占比 51.66%，同比下降 10.81 个百分点。2018 年，山东国信实现净利润 8.72 亿元，同比下降 2.52%，系所得税费用增加所致。

表 5 山东国信分部收入（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
信托业务收入	11.34	62.47	9.44	51.66
固有业务收入	6.81	37.53	8.83	48.34
总收入	18.16	100.00	18.27	100.00

资料来源：山东国信公开披露的年报，联合评级整理

注：总收入=山东国信利润表总营业收入+分占以权益法计量的投资的利润

信托业务方面，2018 年，山东国信新增信托规模 865.90 亿元，同比下降 15.28%。截至 2018 年末，山东国信共管理信托资产 2,319.22 亿元，较年初下降 11.95%，系压缩通道类业务所致；信托资产以被动管理型为主，占比 61.34%，主动管理型信托规模占比较年初提升 9.06 个百分点至 38.66%；从资产分布来看，信托资产分布相对分散化，前三大领域分别为实业（占比 30.16%）、房地产（占比 26.66%）和基础设施（占比 16.31%）。2018 年已清算结束的信托项目加权平均实际年化信托报酬率，投资类为 0.96%，同比提升 0.04 个百分点；融资类为 1.21%，同比下降 0.55 个百分点；事务管理类为 0.21%，同比下降 0.51 个百分点。

表 6 山东国信的信托资产构成（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年		
	金额	占比	金额	占比	
按产品功能分	投资类	296.45	11.25	474.31	20.45
	融资类	483.14	18.34	422.27	18.21
	事物管理类	1,854.49	70.40	1,422.64	61.34
按责任分	主动管理型	779.59	29.60	896.58	38.66
	被动管理型	1,854.49	70.40	1,422.64	61.34
信托资产余额	2,634.08	100.00	2,319.22	100.00	
当期新增信托规模	1,022.09	--	865.90	--	

资料来源：山东国信公开披露的年报，联合评级整理

固有业务方面，截至 2018 年末，山东国信固有资产 136.12 亿元，较年初增长 5.50%；资产构成仍以客户贷款为主，2018 年末客户贷款占比 52.58% 金融工具投资占比不大；公司未提供山东国信固有资产的信用风险资产五级分类情况。

¹ 山东国信财务数据均为香港会计准则下的报表数据，与国内会计准则存在微小差异，下同。

表7 山东国信国有资产构成(单位:亿元,%)

项目	2017年		2018年	
	投资金额	占比	投资金额	占比
现金及银行存款余额	11.73	9.09	10.81	7.94
客户贷款	61.82	47.92	71.57	52.58
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	4.85	3.76	15.79	11.60
可供出售金融资产	6.36	4.93	不适用	--
分类为贷款及应收款项的投资	2.44	1.89	不适用	--
金融投资—摊余成本	不适用	--	1.21	0.89
于联营企业的投资	19.02	14.74	21.09	15.49
其他	22.79	17.67	15.65	11.49
合计	129.02	100.00	136.12	100.00

资料来源:山东国信公开披露的年报,联合评级整理

注:山东国信财务数据均为香港会计准则下的报表数据;2018年山东国信对金融工具采用新的准则,但未对前期数据进行追溯调整,导致部分科目不适用

山东国信各项净资本指标总体较为稳定且均远优于监管标准。截至2018年末,山东国信净资本为79.51亿元,较年初持平。随着主动管理型信托规模增加导致各项业务风险资本之和增加,山东国信净资本/各项业务风险资本之和指标降至182.87%;净资本/净资产指标小幅增至84.87%。

表8 山东国信净资本监管指标(单位:亿元,%)

项目	监管标准	2017年	2018年
净资本	≥2	79.43	79.51
各项业务风险资本之和	--	39.47	43.38
净资本/各项风险资本之和	≥100	201.23	182.87
净资本/净资产	≥40	87.76	84.87

资料来源:山东国信公开披露的年报,联合评级整理

总体看,2018年,受监管及政策环境影响,山东国信信托业务规模有所下降,业务结构进一步调整,主动管理型信托占比提升,但仍以被动管理型为主;国有资产结构中贷款占比较高;资本充足性指标保持良好。

不良资产管理业务

山东资管成立于2014年12月,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。根据省政府统一安排,山东资管于2016年两次增资共80.80亿元,注册资本和实收资本均增至101.10亿元,资本实力大幅增长;截至2018年末,山东资管实收资本101.10亿元,公司直接持股30.86%,直接和间接合计持股35.81%,是山东资管的控股股东²。截至2018年末,山东资管总资产405.91亿元,净资产119.25亿元,较年初分别增长16.97%和0.99%;2018年实现营业收入24.30亿元,同比增长48.06%,净利润7.41亿元,同比下降5.23%,系所得税费用增加较多所致。

从营业收入构成来看,2018年,山东资管各项主要业务均取得快速发展,实现不良资产板块收入9.38亿元,同比增长74.12%;投融资板块收入10.48亿元,同比增长34.33%;资产管理板块收入3.31亿元,同比增长119.03%,其他收入为理财和利息收入。

² 根据山东资管公司章程约定,公司的合计表决权比例可以对其实施控制。

表9 山东资管营业收入构成（单位：亿元，%）

项目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
不良资产经营	5.39	32.81	9.38	38.59
资产管理	1.51	9.21	3.31	13.62
投融资	7.80	47.55	10.48	43.15
其他	1.71	10.42	1.13	4.64
营业收入合计	16.41	100.00	24.30	100.00

资料来源：公司提供

分业务条线来看，2018年，山东资管围绕不良资产开展的各项业务均取得快速发展，不良资产经营是不良资产的收购与处置业务，公司未提供山东资管不良资产经营业务的规模等数据，联合评级通过分析山东资管公开披露的审计报告了解到（参见下表），截至2018年末，山东资管自金融机构收购的商业化收购与分类处置的不良资产包58.07亿元，较年初增长101.09%，业务规模有大幅提升。资产管理业务主要围绕不良资产经营开展，同时积极发展私募基金管理业务；截至2019年3月底，山东资管共管理基金36只，基金认缴规模402.53亿元，实缴规模136.77亿元。投融资业务有股权投资、特殊机遇投资、企业融资和资产证券化四类业务；2018年共投入金额60.28亿元，回收金额100.44亿元，年末投融资余额142.28亿元，较上年末下降31.76%。

从资产构成来看，截至2018年末，山东资管的资产构成仍以应收款项类投资及应收收益为主，占比51.18%，占比较年初有所下降；自金融机构收购的商业化收购与分类处置的不良资产包占比提升至14.31%；可供出售金融资产70.73亿元，较年初增长73.87%，占比升至17.43%，主要是以成本计量的权益工具；长期股权投资12.36亿元，较年初增加11.38亿元，主要是年内新设的参股企业，系山东资管与山东几个地市政府共同成立的资产管理公司，主要负责当地不良资产的处置，地市公司的组建有利于增强不良资产处置能力。

表10 山东资管资产构成（单位：亿元，%）

项目	2017年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	21.34	6.15	15.76	3.88
交易性金融资产（债务工具）	14.34	4.13	32.23	7.94
自金融机构收购的商业化收购与分类处置的不良资产包	28.88	8.32	58.07	14.31
应收款项类投资及应收收益	239.11	68.90	207.74	51.18
可供出售金融资产	40.68	11.72	70.73	17.43
其中：以成本计量的权益工具	36.54	10.53	67.28	16.58
长期股权投资	0.98	0.28	12.36	3.04
其他资产	1.69	0.49	9.01	2.22
资产总额	347.03	100.00	405.91	100.00

资料来源：山东资管公开披露的审计报告，联合评级整理

总体看，2018年，山东资管凭借雄厚的资本实力和政府合作关系优势，各项业务继续快速发展。

其他金融业务

其他金融业务由山东省鲁信金融控股有限公司（以下简称“鲁信金控”）及其子公司负责运营，主要有融资租赁、小额贷款和典当业务，经营主体分别为金鼎租赁有限公司（以下简称“金鼎租赁”），

鲁信金控持股51.00%)、鲁信小额贷款股份有限公司(鲁信金控持股30.00%)和山东省鲁信典当有限责任公司(鲁信金控持股40.00%)。截至2018年末,鲁信金控注册资本6.84亿元,公司直接和间接可实现全资控股;总资产19.01亿元,较年初下降7.67%,净资产12.90亿元,较年初增长57.70%系股东增资1.84亿元所致;2018年,实现营业收入1.30亿元,净利润0.56亿元,同比分别增长25.00%和7.69%。

2018年,公司租赁业务投放金额2.29亿元,期末租赁业务余额8.48亿元,租赁资产不良率21.18%;小贷业务投放金额5.48亿元,期末贷款余额3.61亿元,不良贷款率1.47%;典当业务投放金额1.96亿元,期末典当余额1.06亿元,不良贷款率2.65%。

总体看,鲁信金控负责的其他金融业务规模均不大,对公司收入的贡献较小;但租赁业务不良率高,需关注其后续处置回收情况和资产质量变化。

(4) 文化旅游

文化旅游投资是公司重点培育的特色业务,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,运营主体为山东鲁信投资集团股份有限公司(简称“鲁信投资公司”)和山东鲁信文化传媒投资集团有限公司(以下简称“鲁信传媒”)。2018年,公司实现文化旅游收入2.06亿元,同比增长6.09%。2019年,公司计划建设文旅项目1个,计划总投资0.35亿元,预计2020年建成。

文化业务由鲁信传媒从事电影票房业务。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。截至2018年末,公司下属自建影院15家;2018年实现电影票房收入0.96亿元,营业收入1.22亿元。

旅游业务由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”)负责,通过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。2018年,各园区、景点接待游客数量194.22万人次,同比下降6.03%;实现收入1.92亿元,同比下降6.98%。

总体看,2018年,公司文化旅游业务稳步开展,但收入规模仍然较小。

(5) 其他业务

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。2018年,公司房地产业务收入仅0.44亿元,同比下降90.90%,系项目建设周期及尚未结转交付的影响所致,2018年确认的收入主要来源于青岛和璧花园项目。公司房地产业务规模较小,截至2018年末在售项目为和璧花园一至三期项目,业态为普通住宅,销售均价在1.05~1.92万元/平方米,年末剩余待售面积11.77万平方米;年末在建项目为和璧花园和盘谷花园,均为普通住宅项目,均位于青岛市,未来还需投入资金合计13.76亿元;年末剩余可开发土地为盘谷花园项目的10.69万平方米土地,楼面地价2,000元/平方米。

磨料、磨具业务为鲁信创投旗下实业经营板块,经营主体为山东鲁信高新技术产业有限公司,主营业务为磨料、磨具、砂布砂纸的生产销售,设七个子子公司,合计拥有1.20万吨磨料、3,000吨磨具、2亿张涂附磨具的年生产能力,其生产的“泰山”和“MT”牌磨料、磨具产品广泛应用于航天、航空、国防、建筑和能源设备等领域,在行业内具有一定的品牌技术优势。2018年,公司磨料、磨具业务实现收入2.03亿元,同比增长9.98%。

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”),主要从事医药制品的印刷包装,具备15亿只纸制包装盒的年生产能力。2018年,天一印务完成印量2.46亿印,糊盒19.69亿个,实现营业收入4.06亿元,净利润0.28亿元。

总体看，2018年，公司其他业务稳步发展，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。

3. 未来发展

未来三至五年，公司主业结构调整目标包括：一是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；二是加快文化投资、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；三是对于目前处于亏损、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；四是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；五是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。

总体看，未来公司将继续围绕主业调整业务布局，战略目标较清晰，有利于促进公司业务进一步发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2018年财务报告由天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并被出具无保留意见的审计结论。2018年，公司合并范围内因新增增加子公司1家，减少子公司1家，合并范围变动对报表的影响较小。

2018年，公司根据财政部的新要求进行会计报表格式调整等会计政策变更，调整了个别科目，该调整影响金额不大，并调整了上年比较数据。此外，因子公司山东国信适用新金融工具准则而调整了期初数据，但不追溯调整2017年度数据；其他子公司及母公司仍适用旧金融工具准则。因以上事项，公司2018年审计报告中对2018年期初数据做了部分调整，本报告对时点数的比较数据均采用2018年期初数据。

综上，公司财务数据可比性较强。

截至2018年末，公司合并资产总额794.52亿元，负债总额493.50亿元，所有者权益合计301.02亿元，其中归属于母公司所有者权益155.74亿元。2018年，公司实现营业总收入120.69亿元，净利润20.33亿元，其中归属于母公司所有者的净利润10.57亿元；筹资活动前现金流量净额为-40.65亿元，期末现金及现金等价物余额55.31亿元。

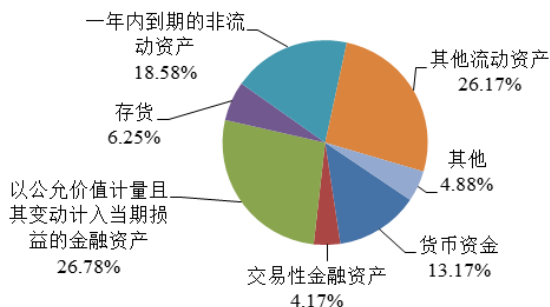
2. 资产质量

截至2018年末，公司资产总额794.52亿元，较年初增长13.91%，主要系子公司业务规模增加、对合联营企业投资增加等所致；其中流动资产占比47.35%、非流动资产占比52.65%，资产结构较年初变动不大，仍以非流动资产为主。截至2018年末，公司受限资产15.71亿元，占资产总额的1.98%，系保证金和用于借款的抵质押物。

流动资产

截至2018年末，公司流动资产合计376.18亿元，较年初增长21.15%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、其他流动资产增加所致；流动资产主要由货币资金（占比13.17%）、交易性金融资产（占比4.17%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比26.78%）、存货（占比6.25%）、一年内到期的非流动资产（占比18.58%）和其他流动资产（占比26.17%）构成。

图 2 截至 2018 年末公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2018 年末，公司货币资金 49.54 亿元，较年初基本持平；其中受限资金 0.07 亿元，系保证金。

截至 2018 年末，公司交易性金融资产 15.67 亿元，较年初下降 22.64%，主要系部分投资回收处置所致；其中债务工具占比 14.20%、权益工具占比 65.84%、其他占比 19.96%。

截至 2018 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 100.75 亿元，较年初增长 91.58%，主要系子公司山东资管自金融机构收购的商业化收购与分类处置的不良资产包大幅增加所致；其中债务工具占比 97.67%、权益工具占比 1.62%、其他占比 0.70%。

截至 2018 年末，公司存货 23.50 亿元，较年初增长 29.95%，主要系房地产业务正处于建设周期，房地产开发成本增加所致；其中开发成本占比 91.99%、库存商品占比 5.37%，其余为原材料等。

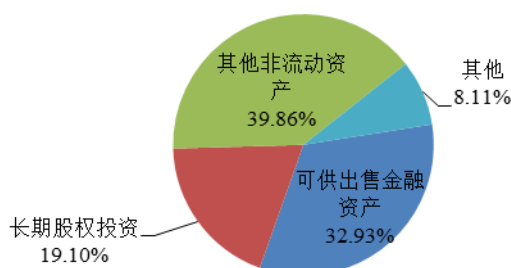
截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动资产 69.90 亿元，较年初下降 3.05%，主要系一年内到期的不良资产包进入回收期，规模缩减所致；其中信托计划占比 28.46%、不良资产包占比 16.28%、委托贷款占比 44.19%、基金投资占比 7.35%、长期应收款占比 3.71%。

截至 2018 年末，公司其他流动资产 98.46 亿元，较年初增长 17.30%，主要系持有的 1 年内（含）的信托计划及其收益、理财产品投资规模增加所致；其中持有的 1 年内（含）的信托计划及其收益占比 40.50%、持有的 1 年内（含）的应收款项类投资及其收益占比 33.18%、理财产品投资占比 8.52%，其余为发放的 1 年内（含）的贷款和当金、融资租赁项目款、代垫信托业保障基金等；其他流动资产共计提减值准备 5.03 亿元。

非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产 418.33 亿元，较年初增长 8.10%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资增加所致；主要由可供出售金融资产（占比 32.93%）、长期股权投资（占比 19.10%）和其他非流动资产（占比 39.86%）构成。

图 3 截至 2018 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2018 年末，公司可供出售金融资产 137.78 亿元，较年初增长 40.55%，系按成本计量的可供出售权益工具增加（主要是子公司山东资管对投资基金出资规模大幅增加）所致；其中按公允价值计量的权益工具投资占比 14.24%、按成本计量的权益工具占比 82.56%、可供出售债务工具占比 0.89%、其他占比 2.31%。

截至 2018 年末，公司长期股权投资 79.89 亿元，较年初增长 37.61%，主要系对合营及联营企业的增资及出资增加所致；长期股权投资均为权益法核算，均未计提减值准备，2018 年权益法下确认投资收益 4.62 亿元；期末投资余额中重要的长期股权投资有民生证券股份有限公司（占比 15.05%）、山东省天然气管道有限责任公司（占比 16.38%）、山东石油天然气股份有限公司（占比 13.90%）、潍坊市鲁中金融资产运营管理股份有限公司（占比 11.37%）和富国基金管理有限公司（占比 9.19%）。

截至 2018 年末，公司其他非流动资产 166.74 亿元，较年初下降 5.79%，系持有的 1 年以上的应收款项类投资减少所致；其中持有的 1 年以上的应收款项类投资占比 68.96%、持有的 1 年以上的信托计划占比 20.55%、预付长期资产款项占比 6.17%，其余为少量发放的 1 年以上的贷款、信托业保障基金等；其他非流动资产共计提减值准备 6.48 亿元。

总体看，2018 年，公司资产规模较快增长，仍以非流动资产为主，资产构成体现了多元化企业的特点，整体资产质量较好。

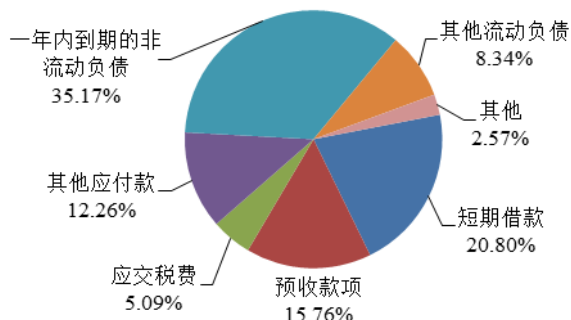
3. 负债和所有者权益

负债

截至 2018 年末，公司负债合计 493.50 亿元，较年初增长 21.96%，主要系房地产项目预售预收款项增加、对外融资增加等所致；其中流动负债占比 34.09%、非流动负债占比 65.91%，负债仍以非流动负债为主，较年初变动不大。

截至 2018 年末，公司流动负债合计 168.26 亿元，较年初增长 12.86%，主要系预收款项、其他应付款增加所致；主要由短期借款（占比 20.80%）、预收款项（占比 15.76%）、应交税费（占比 5.09%）、其他应付款（占比 12.26%）、一年内到期的非流动负债（占比 35.17%）和其他流动负债（占比 8.34%）构成。

图 4 截至 2018 年末公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2018 年末，公司短期借款 35.00 亿元，较年初下降 12.35%，各类借款均有减少；其中信用借款占比 95.77%、保证借款占比 2.23%、抵押借款占比 2.00%。

截至 2018 年末，公司预收款项 26.52 亿元，较年初大幅增长 73.38%，主要系房地产项目预售后期预收款项增加，因未达收入确认条件尚未确认销售收入所致；其中账龄在 1 年以内占比 54.18%、1~2 年占比 45.19%、2 年以上占比 0.63%。

截至 2018 年末，公司应交税费 8.56 亿元，较年初大幅增长 63.38%，主要系 2018 年第四季度实现利润总额大幅增加，导致期末应交增值税和所得税增加所致。

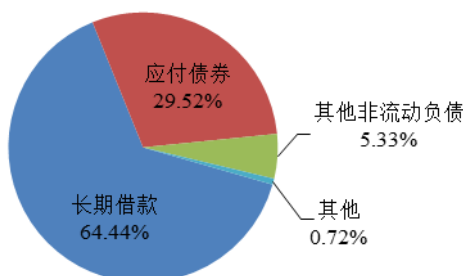
截至 2018 年末，公司其他应付款 20.63 亿元，较年初大幅增长 103.21%，主要系子公司山东资管应付暂收往来款、抵押保证金等增加所致；其中应付利息占比 21.11%、应付股利占比 1.73%、其他应付款占比 77.16%。其他应付款中，账龄在 1 年以内占比 83.63%、1~2 年占比 13.65%、2 年以上占比 2.72%。

截至 2018 年末，公司一年内到期的非流动负债 59.18 亿元，较年初增长 9.59%，主要系一年内到期的应付债券增加所致；其中一年内到期的长期借款占比 77.94%、一年内到期的应付债券占比 21.84%、一年内到期的长期应付款占比 0.12%。

截至 2018 年末，公司其他流动负债 14.04 亿元，较年初下降 27.44%，主要系短期性质的合并结构化主体其他份额持有人投资份额减少所致；其中合并结构化主体其他份额持有人投资份额占比 56.30%、预收信托业保障基金认购款占比 20.21%、山东国信因上市待划转至全国社会保障基金理事会的募集款占比 16.20%，其余为预收的信托报酬、逾期租赁项目保证金等。

截至 2018 年末，公司非流动负债 325.24 亿元，较年初增长 27.26%，系长期借款和应付债券增加所致；主要由长期借款（占比 64.44%）、应付债券（占比 29.52%）和其他非流动负债（占比 5.33%）构成。

图 5 截至 2018 年末公司非流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2018 年末，公司长期借款 209.57 亿元，较年初增长 16.74%，主要系信用借款增加所致；其中，信用借款占比 82.79%、保证借款占比 13.06%，抵质押借款占比不大。

截至 2018 年末，应付债券余额 96.00 亿元，较年初大幅增长 62.81%，主要系子公司山东资管发行公司债券和中期票据合计 50.00 亿元所致。

截至 2018 年末，其他非流动负债 17.34 亿元，较年初增长 20.20%，主要系长期性质的合并结构化主体其他份额持有人投资份额增加所致；年末其他非流动负债均为合并结构化主体其他份额持有人投资份额。

表 11 公司债务和杠杆情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年	2018 年
短期债务	94.12	94.28
长期债务	238.48	305.57

全部债务	332.60	399.85
资产负债率	58.02	62.11
全部债务资本化比率	53.18	57.05
长期债务资本化比率	44.88	50.38

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

债务方面，截至 2018 年末，公司全部债务 399.85 亿元，较年初增长 20.22%，系长期债务增加所致；债务中短期债务占比 23.58%、长期债务占比 76.42%，债务结构仍以长期为主。从全部债务偿还期结构来看，截至 2018 年末，公司债务偿还期分布较均衡，集中偿债压力不大。

表 12 截至 2018 年末公司全部债务偿还期限结构（单位：亿元，%）

到期年份	金额	占比
2019 年	106.13	26.54
2020 年	149.94	37.50
2021 年	63.18	15.80
2022 年	5.00	1.25
2023 年及以后	75.60	18.91
合计	399.85	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

负债杠杆方面，截至 2018 年末，公司资产负债率 62.11%、全部债务资本化比率 57.05%、长期债务资本化比率 50.38%，均较年初有所提升，但杠杆仍处于合理区间。

总体看，2018 年，公司负债规模和债务规模较快增长，负债仍以非流动负债为主，债务仍以长期为主，财务杠杆仍属合理水平。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益合计 301.02 亿元，较年初增长 2.79%，系利润滚存和少数股东权益增加所致；其中归属于母公司所有者权益占比 51.74%、少数股东权益占比 48.26%，占比较年初变化不大，公司少数股东权益占比较大。截至 2018 年末，归属于母公司所有者权益 155.74 亿元，较年初增长 3.54%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 19.26%、其他权益工具（永续债）占比 19.05%、资本公积占比 11.80%、未分配利润占比 48.19%，其余项目占比不大，公司所有者权益稳定性一般。2018 年，公司现金分红 1.04 亿元，占当期归属于母公司净利润的 9.84%，分红比例不高，利润留存对资本可形成较好补充。

总体看，2018 年，公司所有者权益规模稳中有增，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 120.69 亿元，同比增长 31.42%，主要系基础设施及金融服务业收入增长所致；产生营业总成本 111.91 亿元，同比增长 36.35%，主要系基础设施板块天然气管销业务规模扩大导致营业成本相应大幅增加，以及债务规模增加导致财务费用增加所致。2018 年，公司期间费用 26.39 亿元，同比增长 46.02%，主要系财务费用增加所致；其中财务费用占比 65.82%、管理费用占比 23.08%、销售费用占比 9.97%、研发费用占比 1.13%。2018 年，公司资产减值损失和信用减值损失合计 7.41 亿元，同比下降 2.12%，系长期股权投资减值损失同比减少所致。2018 年，公司实现投资收益 18.40 亿元，同比增长 17.46%，主要系长期股权投资的处置收益增加，以及可供出售金融资产的收益增加所致，其中长期股权投资的收益占比 60.69%、可供出售金融资产投资收益

占 20.79%、持有至到期投资的收益占 16.84%。

表 13 公司盈利情况 (单位: 亿元, %)

项目	2017 年	2018 年
营业总收入	91.83	120.69
营业总成本	82.08	111.91
其中: 营业成本	54.24	76.17
期间费用	18.07	26.39
资产减值损失	7.57	5.21
信用减值损失	--	2.21
投资收益	15.66	18.40
营业利润	25.64	28.34
利润总额	26.16	27.91
净利润	20.00	20.33
营业利润率	27.92	23.48
总资产报酬率	6.05	6.39
净资产收益率	7.49	6.85
归母净利润收益率	9.04	6.90

资料来源: 公司财务报告, 联合评级整理

注: 归母净利润收益率=归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属于母公司所有者权益+期末归属于母公司所有者权益) /2] × 100%

从盈利情况来看, 2018 年, 公司实现营业利润 28.34 亿元、净利润 20.33 亿元, 同比分别增长 10.53% 和 1.65%, 净利润中归属母公司所有者净利润 10.57 亿元, 同比下降 15.83%, 系母公司财务费用增加, 以及山东国信上市导致公司股权被稀释所致; 公司营业利润率 23.48%、净资产收益率 6.85%、归母净利润收益率 6.90%, 均较上年有所下降, 总资产报酬率 6.39%, 同比小幅提升, 公司整体盈利能力尚可。

总体看, 2018 年, 公司收入和利润规模均有所增长, 但盈利能力指标有所下降, 整体盈利能力尚可。

5. 现金流

从现金流看, 2018 年, 公司经营活动净现金流-11.96 亿元, 净流出规模同比大幅收窄, 主要系子公司山东资管不良资产及特色投融资处置回收现金流入增加导致收到其他与经营活动有关的现金增加所致; 投资活动净现金流-28.69 亿元, 净流出同比扩大, 主要系对合营及联营企业的股权投资支出增加所致; 筹资活动净现金流 38.43 亿元, 同比有所减少, 主要系 2017 年有股东增资事项导致流入额较大, 同时 2018 年利润分配支出增加综合导致。

表 14 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2017 年	2018 年
经营活动现金流量净额	-127.66	-11.96
投资活动现金流量净额	-15.79	-28.69
筹资活动现金流量净额	98.75	38.43
现金及现金等价物净增加额	-45.01	-1.76
期末现金及现金等价物余额	57.06	55.31

资料来源: 公司财务报告

总体看，2018年，公司现金流表现正常，经营和投资活动支出较大，仍主要依靠筹资活动补充资金。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年末，公司流动比率2.24倍、速动比率2.10倍，均较年初有所提升；期末现金及现金等价物余额/短期债务0.59倍，较年初小幅下降；公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA³为48.92亿元，同比增长26.74%，主要系利息支出增加所致；其中利润总额占比57.06%、利息支出占比40.36%。2018年，公司EBITDA利息倍数2.44倍，同比有所下降；EBITDA全部债务比0.12倍，同比持平，公司长期偿债指标仍然较好。

表15 公司偿债能力（单位：倍，亿元）

项目	2017年	2018年
流动比率	2.08	2.24
速动比率	1.96	2.10
期末现金及现金等价物余额/短期债务	0.61	0.59
EBITDA	38.60	48.92
EBITDA利息倍数	3.20	2.44
EBITDA全部债务比	0.12	0.12

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

注：期末现金及现金等价物余额/短期债务=期末现金及现金等价物余额/短期债务

截至2018年末，公司（合并口径）取得银行授信总额535.33亿元，尚未使用额度369.34亿元，间接融资渠道畅通。

或有事项方面，截至2018年末，公司本部无重大未决诉讼、仲裁；重点子公司中，山东资管、鲁信创投无重大未决诉讼、仲裁，山东国信作为被告涉及2起金额超过1,000万元的未决重大诉讼，诉讼请求金额合计约0.36亿元。截至2018年末，子公司鲁信创投为上海隆奕投资管理有限公司提供2.03亿元阶段性担保，担保期限自2018年9月至取得房产证后，截至2019年5月末已解保；此外公司无其他对外担保。

根据查询日期为2019年5月23日的中国人民银行企业信用报告，公司已结清和未结清信贷信息中无关注类与不良类信贷信息记录，过往履约情况良好。

总体看，2018年，公司偿债指标表现较好；同时，考虑到公司作为山东省国资委直属的综合类大型集团公司，政府支持力度大，区域竞争力较强，资产规模较大，融资渠道畅通，公司整体偿债能力仍属极强。

七、跟踪公司债券偿债能力分析

以2018年财务数据为基础，公司对跟踪债券“16鲁信01”和“17鲁信01”的待偿本金合计25.00亿元的各项偿付能力指标如下，除筹资活动前现金流量净额为负值、无法形成覆盖外，其他指标表现良好。

³ 因部分子公司的利息支出在营业总成本下单独列示，公司合并口径EBITDA计算时的利息支出取营业总成本下单独列示的利息支出与计入财务费用的利息支出的合计数。

表 16 本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

项目	2018 年
资产总额/跟踪债券待偿本金合计	31.78
所有者权益/跟踪债券待偿本金合计	12.04
净利润/跟踪债券待偿本金合计	0.81
EBITDA/跟踪债券待偿本金合计	1.96
筹资活动前现金流量净额/跟踪债券待偿本金合计	-1.63
期末现金及现金等价物余额/跟踪债券待偿本金合计	2.21

资料来源：联合评级整理

综合以上分析，并考虑到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，多元化业务发展良好，资产和盈利规模较大，直接和间接融资能力很强，联合评级认为，公司对“16鲁信01”和“17鲁信01”的偿还能力极强。

八、综合评价

公司作为山东省政府授权的大型投资主体和国有资产运营机构，2018年资产和盈利规模稳步增长，多元化业务持续发展，其中基础设施及金融服务板块收入取得较好增长，整体偿债指标保持良好水平。

联合评级也关注到，公司金融服务和创投业务板块易受经济周期变化、市场行情波动及相关政策变化等因素影响；基础设施板块毛利率低且进一步下降等因素可能对公司经营业绩造成的不利影响。

随着公司基础设施、信托、资管等业务的进一步发展，公司整体经营状况有望保持稳定。

综上，联合评维持公司主体信用等级为AAA，评级展望“稳定”；同时维持“16鲁信01”和“17鲁信01”的债项信用等级为AAA。

附件 1 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	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	697.50	794.52
负债总额 (亿元)	404.66	493.50
所有者权益 (亿元)	292.85	301.02
全部债务 (亿元)	332.60	399.85
短期债务 (亿元)	94.12	94.28
长期债务 (亿元)	238.48	305.57
营业总收入 (亿元)	91.83	120.69
投资收益 (亿元)	15.66	18.40
净利润 (亿元)	20.00	20.33
资产负债率 (%)	58.02	62.11
全部债务资本化比率 (%)	53.18	57.05
长期债务资本化比率 (%)	44.88	50.38
营业利润率 (%)	27.92	23.48
总资产报酬率 (%)	6.05	6.39
净资产收益率 (%)	7.49	6.85
归母净资产收益率 (%)	9.04	6.90
流动比率 (倍)	2.08	2.24
速动比率 (倍)	1.96	2.10
期末现金及现金等价物余额/短期债务 (倍)	0.61	0.59
EBITDA (亿元)	38.60	48.92
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.20	2.44
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.12
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.54	1.96

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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%
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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%
长期偿债能力指标	
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
短期偿债能力指标	
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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次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 3 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。