

信用评级公告

联合〔2022〕1975号

联合资信评估股份有限公司通过对山东省国有资产投资控股有限公司及其拟发行的 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定山东省国有资产投资控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，山东省国有资产投资控股有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：(司) 司

二〇二二年三月三十一日

山东省国有资产投资控股有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 20 亿元（含 20 亿元）

本期债券期限：5（3+2）年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2022 年 3 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“公司”）是山东省政府授权的国有资本运营公司，外部发展环境良好。公司主营业务涉及 IT、贸易、医药、远洋渔业、金融等多个行业，下属企业浪潮集团有限公司（以下简称“浪潮集团”）为中国本土综合实力最强的大型 IT 企业之一，服务器等产品市场占有率位居行业前列，竞争优势显著。公司业务规模及盈利能力持续增强，融资渠道畅通。母公司持有多家上市公司股权，资产流动性较强。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司自 2018 年起新增商业银行业务，杠杆水平偏高等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司现金类资产及 EBITDA 对本期债券覆盖程度很高。

未来，公司将持续推进 IT 等现有业务的发展，并继续探索投资与资本运营、资产管理等业务领域，综合实力有望进一步增强。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 持续获得政府支持、外部发展环境良好。**公司是山东省政府授权的国有资本运营公司，履行国有产（股）权的经营管理及处置、资产管理、股权投资管理及经营、企业重组收购兼并等职能，在资产划转等方面持续获得政府支持。
- 核心业务竞争优势显著，业务规模及盈利能力持续增强。**公司下属企业浪潮集团为中国本土综合实力最强的大型 IT 企业之一，服务器等产品市场占有率位居行业前列，竞争优势显著。2018—2020 年，公司营业总收入及利润总额年均复合增长 18.30% 和 23.17%。
- 母公司资产流动性较强。**截至 2020 年底，母公司可供

本次评级模型打分表及结果：

指示评级		aaa	评级结果		AAA
评价内容		评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	1	
			企业管理	2	
			经营分析	2	
财务风险	F1	现金流	资产质量	2	
			盈利能力	2	
			现金流量	1	
		资本结构		2	
		偿债能力		2	
调整因素和理由					调整子级
--					--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

出售金融资产合计108.36亿元，含多家上市公司股权，资产流动性较强。

4. 公司现金类资产及EBITDA对本期债券覆盖程度很高。公司2020年底现金类资产为本期债券发行额度上限的14.10倍；公司2020年EBITDA为本期债券发行额度上限的3.42倍。

关注

1. 杠杆水平偏高。公司自2018年起新增商业银行业务，负债中包含较大规模的存款及同业存放，导致杠杆水平偏高。截至2020年底，公司资产负债率为72.68%。
2. 水利施工业务划转。2020年12月，公司将持有的山东水总有限公司以及山东省水利工程局有限公司100%股权无偿划转至山东省农村经济开发投资公司，自2021年起不再从事水利施工业务。

分析师：刘丙江

杨晓丽

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产(亿元)	257.79	237.50	282.04	445.30
资产总额(亿元)	1311.49	1415.72	1573.31	1801.55
所有者权益(亿元)	336.16	329.15	429.78	455.35
短期债务(亿元)	127.05	129.29	126.10	215.74
长期债务(亿元)	147.29	154.47	155.73	164.92
全部债务(亿元)	274.34	283.76	281.83	380.66
营业总收入(亿元)	615.88	716.66	861.90	635.03
利润总额(亿元)	24.81	28.01	37.64	21.42
EBITDA(亿元)	48.21	54.26	68.42	--
经营性净现金流(亿元)	19.57	27.30	67.73	-100.19
营业利润率(%)	14.43	19.26	18.23	20.16
净资产收益率(%)	5.82	7.18	7.40	--
资产负债率(%)	74.37	76.75	72.68	74.72
全部债务资本化比率(%)	44.94	46.30	39.60	45.53
流动比率(%)	83.35	74.63	76.26	87.33
经营现金流动负债比(%)	2.40	2.99	7.03	--
现金短期债务比(倍)	2.03	1.84	2.24	2.06
EBITDA 利息倍数(倍)	3.20	4.11	5.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.69	5.23	4.12	--

公司本部（母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额(亿元)	231.08	219.08	251.53	254.64
所有者权益(亿元)	93.10	87.19	129.05	135.43
全部债务(亿元)	145.57	119.86	119.13	172.54
营业收入(亿元)	0.21	0.29	0.19	0.21
利润总额(亿元)	10.67	8.24	7.42	-3.64
资产负债率(%)	59.71	60.20	48.69	46.82
全部债务资本化比率(%)	60.99	57.89	48.00	56.03
流动比率(%)	34.10	33.33	72.16	184.29
经营现金流动负债比(%)	18.16	29.81	34.04	--

注：2021 年 1-9 月财务报表未经审计；其他流动负债中的应付短期债券已计入短期债务及相关指标

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2022.3.9	刘丙江、杨晓丽	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
AAA	稳定	2022.1.29	刘丙江、郭蕾	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	--

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：刘淑江 杨晓丽

联合资信评估股份有限公司

山东省国有资产投资控股有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

一、主体概况

山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“公司”）原名山东省交通开发投资有限公司，于 1994 年 3 月由山东省交通厅投资设立，初始注册资本 13171 万元。2005 年，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”）以改组山东省交通开发投资有限公司的方式将山东省企业信用担保有限责任公司（现名山东省企业融资担保有限公司）、山东齐鲁石油化工联营开发总公司、山东省轻工业供销总公司（现名山东省轻工业供销有限公司）、原山东省公路工程总公司（现山东省公路建设（集团）公司）、山东水利工程总公司（现名山东水总有限公司）、山东省水利工程局（现名山东省水利工程局有限公司）、山东机械设备进出口集团公司（现名中泰信诚资产管理有限公司）、浪潮集团有限公司（以下简称“浪潮集团”）、山东三联集团有限责任公司九家企业的共 135619.43 万元国有出资划入公司，作为公司的注册资本金，同时将公司原实收资本 15171.00 万元及盈余公积 9209.57 万元转增注册资本。重组完成后，公司名称变更为现名，注册资本增至 160000.00 万元。

2014 年 11 月，根据鲁国资产权字〔2014〕41 号等文件，公司注册资本增至 450000 万元。2015 年 5 月，根据《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》（鲁国资产权字第〔2015〕20 号），山东省国资委同意将公司 13.50 亿元的国有资本划转给山东省社会保障基金理事会（以下简称“山东省社保基金”）。2018 年 4 月 11 日，根据《山东省国资委关于增加山东国惠

投资有限公司实收资本的批复》（鲁国资产权字〔2018〕14 号），山东省社保基金将其持有的公司 20.00% 股权（合计 9 亿元）转让予山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠”）。

截至 2021 年 9 月底，公司注册资本及实收资本为 450000.00 万元，山东省国资委、山东国惠及山东省社保基金分别持有公司 70%、20% 和 10% 的股权，公司控股股东和实际控制人为山东省国资委。

公司经营范围：国有产（股）权经营管理及处置；资产管理；股权投资、管理及经营；企业重组、收购、兼并；投资咨询。

截至 2021 年 9 月底，公司设有董（监）事会办公室、综合部、规划发展部、财务部等职能部门（见附件 1-2），合并范围内一级子公司共 18 家。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 1573.31 亿元，所有者权益合计 429.78 亿元（含少数股东权益 267.66 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 861.90 亿元，利润总额 37.64 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 1801.55 亿元，所有者权益合计 455.35 亿元（含少数股东权益 278.52 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业总收入 635.03 亿元，利润总额 21.42 亿元。

公司注册地址：济南市历下区经十路 9999 号黄金时代广场 5 号楼；法定代表人：李广庆。

二、本期债券概况

公司拟发行“山东省国有资产投资控股有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），

本期债券发行规模为不超过 20 亿元（含 20 亿元）；本期债券期限为 5（3+2）年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权；本期债券采用单利按年计息，不计复利；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。本期债券募集资金拟用于偿还有息债务。

本期债券无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021 年，中国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年中国国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长 5.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90% 和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年中国经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08% 和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2017-2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速（%）	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速（%）	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速（%）	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年中国社

会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期计算的几何

平均增长率，下同。

(2019 年为 8.00%) 差距仍然较大, 主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面, 2021 年全国固定资产投资(不含农户)54.45 万亿元, 同比增长 4.90%; 两年平均增长 3.90%, 较疫情前水平(2019 年为 5.40%) 仍有一定差距。其中, 房地产开发投资持续走弱; 基建投资保持低位运行; 制造业投资持续加速, 是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面, 海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑中国出口高增长。2021 年, 中国货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元, 达到历史最高值。其中, 出口金额 3.36 万亿美元, 同比增长 29.90%; 进口金额 2.69 万亿美元, 同比增长 30.10%; 贸易顺差达到 6764.30 亿美元, 创历史新高。

2021 年, CPI 温和上涨, PPI 冲高回落。

2021 年, CPI 同比上涨 0.90%, 扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%, 总体呈现波动上行的态势; 2021 年 PPI 同比上涨 8.10%, 呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位, 而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大, 煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制, 带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年, 社融增速整体呈现高位回落的态势, 货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末, 社融存量余额为 314.13 万亿元, 同比增长 10.30%, 增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看, 人民币贷款是主要支撑项; 政府债券同比大幅下降, 但显著高于 2019 年水平, 发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升; 企业债券融资回归常态; 非标融资规模大幅压降, 是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面, M1 同比增速持续回落, M2 同比增速相对较为稳定, 2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势, 反映了企业融资需求减弱, 投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长, 重点领域支出得到有力保障。2021 年, 全国一般公共预算收

入 20.25 万亿元, 同比增长 10.70%, 财政收入呈现恢复性增长态势。其中, 全国税收收入 17.27 万亿元, 同比增长 11.90%, 主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时, 2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元, 各项减税降费政策得到有效落实。支出方面, 2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元, 同比增长 0.30%。其中, 教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%, 高于整体支出增速, 重点领域支出得到有力保障。2021 年, 全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元, 同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元, 同比增长 3.50%, 增速较上年(15.90%) 明显放缓; 全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元, 同比下降 3.70%, 主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定, 居民收入增幅放缓。

2021 年, 全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%, 低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021 年全国居民人均可支配收入 3.51 万元, 实际同比增长 8.10%; 两年平均增速 5.06%, 仍未恢复到疫情前 2019 年(5.80%) 水平, 也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年中国经济发展面临“三重压力”, 宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月, 中央经济工作会议指出中国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”, 提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进, 政策发力适当靠前, 宏观政策要稳健有效: 积极的财政政策要提升效能, 更加注重精准、可持续; 稳健的货币政策要灵活适度, 保持流动性合理充裕; 实施好扩大内需战略, 促进消费持续恢复, 积极扩大有效投资, 增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下, 2022 年中国经济或将维持稳定增长, 运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三

大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年中国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、行业概况

1. 国资平台行业

(1) 行业概况

为有效推进中国国企改革，国务院国资委组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司，负责国有资本的经营管理和实际运作。目前，国有资本投资运营公司在改组组建方式、投资运营模式、授权范围、作用发挥等方面探索积累了初步的经验。

长期以来，中国国有资本分布较为分散，国有资产统一监管体制建立后，国有资本相对固化的局面尚未根本打破。一方面部分企业结构调整所需资金筹集困难，过度依赖债务融资、财务负担沉重，在满足国家急需投入的领域难以迅速投入；另一方面巨额国有资本在资本市场闲置的同时，由于国有股权“一股独大”的现状长期无法改变，国有企业治理结构难以实现根本性改善，生产经营受资本市场波动影响较大。为此，党的十八届三中全会明确提出，要完善国有资产管理体制，以管资本为主加强国有资产监管，改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司。

国有资本投资、运营公司是国家授权经营国有资本的公司制企业，是国有资产的直接出资人代表，持有现有国有企业股权，替代国资委行使出资人的职责。国有资本投资、运营公司都是国资委制定的国有资本战略和国有资本经营预算的实施载体，以国有资本的保值增值为目标。在实践中，资本投资、运营两类功能本身很难截然分开，很少有投资者资本投入后却不管运营，也很少有运营资本者不理睬投资方的目标和关切随意运营。国有资本投资、运营公司体现出资人的意志和利益，以全国人民长远利益为主要目标，通过两类公司的探索，促进国有企业的改革发展。

国有资本运营公司运作的为国有资本，是国有资产的资本运营机构，同时也是国有资本布局结构战略调整和国有资本经营预算的实施载体，专门以股东身份从事国有资本的经营管理和实际运作，而并不从事具体的产品运营。国有资本运营公司的主要职责是对国有资产进行投资经营及对存量资产的流动和重组，通过资本层面的运作对国有资产进行高效配置。

而国有投资公司以产业资本投资为主，主要是投资实业，以投资融资和项目建设为主。投资实业拥有股权，对持有资产进行经营和管理。

(2) 行业政策

中共中央和国务院陆续出台了多项支持鼓励国有资本运营及投资公司等政策及相关文件。

为完善国有资产管理体制改革国有资本授权经营体制，改组和组建国有资本投资公司和运营公司，近年来，中共中央和国务院陆续出台了多项支持鼓励政策及相关文件。

表 2 国有资本运营相关政策

颁布机构	文号	名称	主要内容
中共中央	--	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	首次提出将“改革国有资本授权经营体制，组建若干国有资本运营公司，支持有条件的国有企业改组为国有资本投资公司”，并说明了改组和组建国有资本投资公司和运营公司的主要目的：一是“以管资本为主”完善国资监管方式；二是加快国有经济布局结构调整，避免重复建设、恶性竞争，切实提高资源配置效率；三是重塑有效的企业运营架构，促进国有企业进一步转换机制
中共中央、国务院	中发〔2015〕22 号	《中共中央、国务院关于深化国有企业	指出以管资本为主推动国有资本合理流动优化配置。改组组建国有资本投资、运营公司，探索有效的运营模式，通过开展投资融资、产业培

		改革的指导意见》	育、资本整合，推动产业聚集和转型升级，优化国有资本布局结构；通过股权运作、价值管理、有序进退，促进国有资本合理流动，实现保值增值。国有资本投资、运营公司作为国有资本市场化运作的专业平台，依法自主开展国有资本运作，对所出资企业行使股东职责，按照责权对应原则切实承担起国有资产保值增值责任
国务院	国发〔2015〕63号	《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	改组组建国有资本投资、运营公司。主要通过划拨现有商业类国有企业的国有股权，以及国有资本经营预算注资组建，以提升国有资本运营效率、提高国有资本回报为主要目标，通过股权运作、价值管理、有序进退等方式，促进国有资本合理流动，实现保值增值。国有资本投资、运营公司依据《公司法》等相关法律法规，对所出资企业依法行使股东权利，以出资额为限承担有限责任。以财务性持股为主，建立财务管控模式，重点关注国有资本流动和增值状况；或以对战略性核心业务控股为主，建立以战略目标和财务效益为主的管控模式，重点关注所出资企业执行公司战略和资本回报状况
国务院	--	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》	深化国有企业改革，增强国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力。健全国有资本合理流动机制，推进国有资本布局战略性调整，引导国有资本更多投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，坚定不移把国有企业做强做优做大，更好服务于国家战略目标
国务院	--	2016年政府工作报告	2016年的重点工作之一就是大力推进国有企业改革，加快改组组建国有资本投资、运营公司
国务院	国发〔2018〕23号	《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》	通过改组组建国有资本投资、运营公司，构建国有资本投资、运营主体，改革国有资本授权经营体制，完善国有资产管理体制，实现国有资本所有权与企业经营权分离，实行国有资本市场化运作。发挥国有资本投资、运营公司平台作用，促进国有资本合理流动，优化国有资本投向，向重点行业、关键领域和优势企业集中，推动国有经济布局优化和结构调整，提高国有资本配置和运营效率，更好服务国家战略需要。试点先行，大胆探索，及时研究解决改革中的重点难点问题，尽快形成可复制、可推广的经验和模式

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（3）行业发展

国有资本投资运营公司通过自身改革，加快国有经济布局结构调整，提高资源配置效率，未来发展前景良好。

未来，国有资本管理体制改革将进一步推进，主要有以下几方面趋势：一是要进一步实现政企分开、所有权与经营权分开，建立健全企业内部控制与制衡机制，成为真正的自主经营、自负盈亏、自担风险、自我约束、自我发展的独立市场主体；二是要完善授权经营体制，完善管控体系，按照市场化方向，构建完善的公司治理机制，重塑组织架构，建立起有效的授权经营机制，优化对所投资企业的股东履职方式，减少资本投资和流动的束缚，激发投资公司的市场活力，同时大力推进所投资企业机制改革；三是以资本、股权管理为主线，通过活化国有资本，实现国有经济布局的不断调整，在运营过程中不断促进国有资产证券化和流动性。

2. 外部环境

近年来，山东省经济实力稳步增强。2020

年，山东省政府积极推进新旧动能转换，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，深化供给侧结构性改革。公司作为山东省政府授权的国有资本运营公司，外部发展环境良好。

2018—2020年，山东省分别实现生产总值66648.9亿元、71067.5亿元和73129.0亿元，经济实力稳步增强。根据《2020年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2020年，山东省生产总值按可比价格计算，比上年增长3.6%。分产业看，第一产业增加值5363.8亿元，增长2.7%；第二产业增加值28612.2亿元，增长3.3%；第三产业增加值39153.1亿元，增长3.9%。三次产业结构由上年的7.3：39.9：52.8调整为7.3：39.1：53.6。

近年来，山东省政府持续推进新旧动能转换工作，淘汰落后产能，2020年压减焦化产能729万吨，退出地炼产能1176万吨。改造提升传统动能方面，2020年推动世界高端铝业基地、山东重工绿色智造产业城等重大制造业项目落地实施；工业技改投资比上年增长17.6%。同期，培育壮大新动能方面，新技术、新产业、新业

态、新模式等“四新”经济增加值占比达到30.2%，投资占比达到51.3%。2020年，省内新登记“四新”经济企业增长83.4%，新增高新技术企业3157家，总量达到1.46万家，较上年底增长27.5%。高新技术产业产值占规模以上工业产值比重为45.1%，比上年提高5.0个百分点。十强产业中，新一代信息技术制造业、新能源新材料、高端装备等增加值分别增长14.5%、19.6%和9.0%，依次高于规模以上工业9.5、14.6和4.0个百分点。高技术制造业增加值增长9.8%，高于规模以上工业4.8个百分点。光电子器件、服务器、半导体分立器件、碳纤维、工业机器人等高端智能产品产量分别增长24.8%、35.3%、15.5%、129.5%和24.9%。软件业务收入5848.5亿元，增长12.4%；软件业务出口15.8亿美元，下降1.0%。

基础设施建设方面，高速铁路建设扎实推进，在建6条高铁，潍莱高铁建成通车，高铁通车里程达到2110公里。高速公路建设强力推进，公路通车里程28.68万公里，比上年增加6489公里。其中，高速公路通车里程达到7473.4公里，新增1026公里。水运建设成绩显著，沿海港口生产型泊位607个，其中新增万吨级以上深水泊位14个，累计达到340个。能源项目建设全力推动，原油、成品油、天然气管道里程分别为3980公里、2200公里和6730公里。可再生能源发电装机总容量4541.2万千瓦，占电力总装机容量的28.6%，比上年提高6.0个百分点；光伏、生物质发电装机居全国首位。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9月底，公司注册资本及实收资本为450000万元，控股股东和实际控制人为山东省国资委。

2. 企业规模及竞争力

公司是山东省政府授权的国有资本运营公司，旗下浪潮集团为中国本土综合实力最强的

大型IT企业之一，在行业内竞争优势显著。

公司为山东省政府授权的国有资本运营公司，履行国有产（股）权的经营管理及处置、资产管理、股权投资管理及经营、企业重组收购兼并等职能，经营管理多家重要子公司，主营业务涉及IT、贸易、医药、远洋渔业、金融等多个行业。

子公司浪潮集团（截至2020年底公司持股48.51%）控股浪潮电子信息产业股份有限公司（以下简称“浪潮信息”，证券代码：000977.SZ）、浪潮软件股份有限公司（以下简称“浪潮软件”，证券代码：600756.SH）两家A股上市公司以及港股上市公司浪潮国际有限公司（以下简称“浪潮国际”，证券代码：0596.HK）。

浪潮集团于1993年制造出中国第一台服务器，并一直在中国服务器领域处于领先地位。经过多年发展，浪潮集团已成为中国本土综合实力最强的大型IT企业之一、国家重点高新技术企业。2020年，浪潮集团在电子信息百强企业中排名第十二位。

2020年，浪潮通用服务器全球市场占有率9.9%，蝉联全球第三，成为全球前五中增速最高的服务器厂商，在中国市场，浪潮通用服务器市场占有率超35.6%；根据IDC最新数据，2020年上半年，浪潮AI服务器市场占有率位居全球第一，在中国市场，浪潮AI服务器市场占有率为53.5%；浪潮存储出货量位于中国市场第二，中国增速第一。在软件方面，浪潮集团软件及系统集成业务涵盖了管理软件、税务行业、烟草行业、电信行业、电子政务等，在2020年中国软件行业百强企业中位居第9位。

3. 人员素质

公司董事会成员以及高级管理人员具有多年行业从业经历，管理经验丰富。

公司董事会是股东会授权范围内的最高决策机构。截至2021年9月底，董事会成员共9人，其中执行董事3名，职工董事1名，外部董事5名。公司高级管理人员包括总裁1人、

副总经理 1 人、副总裁 3 人、首席财务官 1 人、财务总监 1 人。

李广庆, 1963 年 12 月生, 男, 大学学历, 工商管理硕士, 现任公司党委书记、董事长(法定代表人)。李广庆先生曾任山东省商业集团有限公司业务部副主任, 山东省五交化公司副总经理、总经理, 山东省商业集团有限公司党委委员、资产经营公司总经理、资产清理中心主任, 公司副总裁、党委委员, 公司总裁、党委书记。

王洪, 1972 年 5 月生, 男, 研究生学历, 管理学博士, 现任公司党委副书记、总裁。王洪先生曾任山东省交通开发投资有限公司国际业务部副经理、经理, 公司投资发展部部长、副总裁、党委委员。

4. 企业信用记录

公司本部过往履约情况良好。

根据公司提供的人民银行查询的《企业信用报告(中征码3701010000254937)》, 截至2022年3月1日, 公司本部不存在未结清、已结清的关注类及不良类信贷信息记录。

截至 2022 年 3 月 28 日, 联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 治理结构

公司法人治理结构较完善, 整体运行情况良好。

为完善公司内部管理机制, 规范公司的组织和行为, 保护公司及出资者的合法权益, 公司根据《中华人民共和国公司法》及有关法律、行政法规的规定制订《山东省国有资产投资控股有限公司章程》(以下简称“《公司章程》”)。

根据《公司章程》, 公司设股东会, 股东会是公司的权力机构, 由全体股东组成, 主要决定公司的经营方针、发展战略规划, 选举和更换非由职工代表担任的董事、监事, 对其进行年度和任期考核, 决定有关董事、监事的报酬

事项, 审议批准董事会, 监事会的报告, 审议批准公司的年度财务预算方案、预算调整方案、决算方案和国有资本经营预算收支计划方案等。董事会对股东会负责, 行使召集股东会会议, 并向股东会报告工作, 执行股东会的决议, 制订公司的发展战略规划, 决定公司的主营业务、经营计划、审计计划、年度投资计划、投资方案和具体投资项目等职权。

公司章程规定公司设监事会, 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。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。公司原山东省国资委派驻的监事会主席韩斌及监事毕思春、王彦太职务自然免除。截至 2021 年 9 月底, 公司设职工监事 1 人。

2. 管理体制

公司内部管理制度健全, 能够为公司日常运营提供有效保障。

公司依据《公司法》等法律、法规及规范性文件, 建立了比较健全的制度管理体系, 制定了包括投资管理、资金管理、预算管理、融资管理、担保管理、资产损失处置、权属企业内部控制、安全生产、内部审计、法律事务、关联交易管理等一系列的管理制度。

在资金管理方面, 公司制定了《资金集中管理暂行办法》, 财务部负责公司资金管理, 负责起草和解释资金管理制度中的相关规定, 并组织办理与资金管理有关的业务。财务部下设资金结算中心, 在财务部的直接领导下开展工作, 依托资金集中管理系统, 负责成员单位资金集中管理的各项具体业务, 包括账户管理、资金预算、资金集中、资金结算、融资管理及票据管理等业务, 加强了对成员单位的资金管控, 发挥资金规模优势, 提高使用效率。财务部负责监督指导各权属企业开展相关资金管理工作, 不断加强资金管理力度, 实现各单位资金管理

业务的统一和协调。

在融资管理方面，为规范筹资行为，降低筹资成本，防范财务风险，公司制定了对外筹资管理办法。公司财务部负责根据年度资金预算，拟定筹资计划和筹资方案，并负责筹资方案的具体实施。山东省国资委、公司董事会、总裁办公会是对外筹资方案的审核和批准机构。风险管理部门对筹资各环节风险进行把控。审计部门对筹资行为及资金使用情况进行审计监督。

在权属企业管理方面，公司制定了《权属企业重大事项管理办法》。权属企业的重大财务事项，由其股东会或董事会依法、依企业章程进行决策；为实现总体战略目标，公司制定了《外派财务总监管理办法》，向所出资企业委派财务人员，按公司及派驻企业要求开展财务会计工作；为切实履行股东责任，维护所有者权益，落实国有资产保值增值责任，建立有效的激励和约束机制，促进权属企业科学发展，公司根据《公司法》以及《山东省省管企业负责人业绩考核办法》，结合权属企业实际，制定了《权属企业负责人业绩考核办法》。公司对权属企业负责人实行业绩考核制度，通过建立经营绩效考核和主要工作考核相结合、定量和定性相结合、纵向比较和横向比较相结合的综合考核评价体系，客观、全面的评价企业负责人的经营业绩与管理水平。

在对外担保方面，根据《省管企业担保管理办法》规定，对于公司本部及下属子公司的对外担保、抵押、质押等事项，在取得可行性论证后，通过公司有权决策机构审核批准，对需报山东省国资委批准或备案的，及时报送山东省国资委。

七、经营分析

1. 经营概况

2018—2020年，公司营业总收入持续增长，随着2018年底将德州银行股份有限公司（以下简称“德州银行”）纳入合并范围，综合毛利率得到一定提升。

2018—2020年，公司营业总收入持续增长，分别为615.88亿元、718.18亿元和861.90亿元。从构成上看，IT业务是公司最主要的收入来源，2018—2020年公司IT业务收入快速增长，主要系服务器市场规模不断扩大所致。贸易业务收入受市场供需和贸易摩擦影响出现一定波动。2018—2020年，公司水利施工业务收入随建设及结算进度周期性波动。2020年12月，公司将持有的山东水总有限公司（以下简称“山东水总”）、山东省水利工程局有限公司（以下简称“山东水局”）100%股权无偿划转至山东省农村经济开发投资有限公司，自2021年起不再从事水利施工业务。公司其他业务涉及远洋渔业、金融、医药等领域，2018—2020年，公司其他业务收入持续增长，对公司营业总收入形成一定补充。

从毛利率来看，由于市场竞争激烈、下游客户集中度较高且议价能力强，公司IT业务盈利能力承压。通过积极拓展毛利率较高且具有一定技术壁垒的AI服务器市场份额，2018—2020年，公司IT业务毛利率小幅波动，整体保持稳定；贸易业务毛利率水平较低，且受贸易产品结构的调整而变动；2018—2020年，公司其他业务毛利率分别为29.28%、62.92%和65.36%，2019年起该板块毛利率提升明显主要系合并范围变动所致。综合作用下，2018—2020年，公司综合毛利率分别为14.74%、19.43%和18.50%。

2021年1—9月，公司实现营业总收入635.03亿元，同比增长6.84%，毛利率为20.46%。

表3 公司营业总收入构成和毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2018年			2019年			2020年			2021年1—9月		
	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)	收入	占比(%)	毛利率(%)
IT	541.50	87.92	14.92	621.79	86.58	16.59	736.16	85.41	15.56	550.22	86.65	17.15

水利施工	33.97	5.52	6.86	34.28	4.77	6.12	49.84	5.78	3.93	--	--	--
贸易	15.35	2.49	2.03	7.95	1.11	3.19	10.49	1.22	2.22	9.48	1.49	2.62
其他	25.06	4.07	29.28	54.16	7.54	62.92	65.41	7.59	65.36	75.33	11.86	46.86
合计	615.88	100.00	14.74	718.18	100.00	19.43	861.90	100.00	18.50	635.03	100.00	20.46

注：表中 2019 年数据为 2020 年期初调整数

资料来源：公司提供

2. IT 业务

公司 IT 业务主要由浪潮集团负责运营。

浪潮集团为中国本土综合实力最强的大型 IT 企业之一，2018—2020 年收入规模快速增长。

公司 IT 业务运营主体主要为浪潮集团（截至 2021 年 9 月底公司持有浪潮集团 38.88% 的股份）。浪潮集团主营服务器、微型计算机、储存产品等产品的研发、生产、销售以及项目开发、系统运营维护及支持、管理软件等软件和系统集成业务。

表4 浪潮集团下属上市公司2020年主要财务数据

（单位：亿元）

公司简称	总资产	净资产	营业总收入	净利润
浪潮信息	383.23	148.28	630.38	15.09
浪潮软件	38.54	21.24	13.29	-0.86
浪潮国际	35.00	16.92	22.08	-1.32

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2021 年 9 月底，浪潮集团下设浪潮信息、浪潮软件和浪潮国际三家上市公司，在中国大陆设立了服务器生产基地 4 座，生产线 16 条；PC 生产基地 8 座，生产线 13 条；PCBA 板卡生产基地 1 座，生产线 6 条。同时，在美国、欧洲、台湾等国家和地区设立了生产线 7 条。

（1）硬件产品

公司硬件的生产与销售主要由浪潮信息负责，大部分硬件设备采用按需生产的模式，追求库存最小化。其中，高性能服务器、数据中心产品主要为按照客户要求定制生产，通用性服务器及部分 IT 终端和散件有少量库存。硬件产品销售价格主要依据成本定价法制定，同时结合市场形势进行微调。

采购方面，公司硬件产品主要原材料包含主板、CPU、内存、硬盘等电脑配件。其中，CPU 的主要供应商为 Intel，公司与 Intel 签订战略合作协议，享有特殊的资源支持议价；内存主要供应商为三星、海力士和美光，由于其供需波动大，公司与内存供应商采取按月议价的方式；硬盘主要供应商为 WD、希捷和 HGST，基于其本身的周期性和更新换代规律，公司与硬盘供应商采取季度议价的方式；其他配件产品以国内采购为主。公司与上游供应商的结算模式为电汇，并根据原材料的类别设定信用账期，进口采购结算货币为美元。2020 年，公司从硬件产品前五大原材料供应商的采购金额合计 381.03 亿元，占采购总额的 53.91%。

公司硬件产品下游客户主要为银行、医院、政府、军队、交通等行业客户，销售模式包括直销客户、代理赊销、现款销售等，回款周期根据销售模式的不同有所差异，平均在 50~55 天，货款主要结算方式为电汇。2020 年，公司硬件产品前五大客户销售金额为 192.15 亿元，占比 26.46%。

（2）软件及系统集成

公司软件及系统集成业务主要由浪潮软件负责，主要客户群包括金融、烟草、广电、通信、税务、政府等行业客户。除通用性的各类管理软件外，公司可根据客户需求设计各类行业软件、各类商务平台系统、行业解决方案等产品，同时对外提供各类技术支持服务。

公司软件产品销售主要采取直销方式，客户一般会采取招投标方式，公司中标后直接销售给最终用户，销售主要采用银行电汇和银行票据结算，结算比例分别约为 95.00% 和 5.00%。

3. 水利施工业务

2020 年底，公司将相关子公司股权转让出，

自 2021 年起退出水利施工业务。

公司水利施工业务由山东水总和山东水局负责。山东水总拥有水利水电工程施工总承包壹级、市政公用工程施工总承包贰级、港口与航道工程施工总承包贰级、地基与基础工程专业承包壹级、钢结构工程专业承包贰级资质，山东水局拥有水利水电工程施工总承包壹级、钢结构工程专业承包壹级、土石方工程专业承包壹级和地基与基础工程二级、市政公用工程二级、房屋建筑工程二级资质。

公司水利施工项目包括各类水利水电、交通、市政工程等，全部通过招投标方式取得。施工项目主要集中在山东地区，建设施工模式主要为承建方式（按完工进度确认收入，业主根据工程进度支付工程费用），少部分项目采用 BT 方式（建设-移交）。

2018—2020 年，公司水利施工业务分别实现收入 33.97 亿元、34.28 亿元和 53.24 亿元，对主营业务收入形成一定补充。2020 年 12 月，公司将持有的山东水总以及山东水局 100% 股权无偿划转至山东省农村经济开发投资有限公司，自 2021 年起不再从事水利施工业务。

4. 贸易业务

公司贸易业务品种以油脂和纸浆为主，销售量随市场行情变化有较大的波动，上下游集中度偏高。

公司从事进出口商业贸易多年，具有商务部认可的从事纸浆、油脂、大型机电设备进出口的合法资质。经过多年的产品调整，公司贸易业务已逐步确立了以油脂和纸浆为主要贸易品种的经营模式，主要的经营实体为全资子公司山东省轻工业供销有限公司（以下简称“轻工供销”）。

轻工供销自 2002 年取得棕榈油全省独家进口经营权以来，自营及代理进口量一直稳居山东省同行业首位，同时也是山东省销量最大的纸浆经销商之一。

在油脂业务方面，轻工供销业务以进口工业棕榈油为主，下游客户主要为国内油脂生产厂，主要销售区域为山东、河北、天津。2002 年，轻工供销取得棕榈油山东省唯一进口通关资格，近年来国家对棕榈油的进口有所放宽，但棕榈油进口公司仍必须满足经营量等方面的要求，有一定的进入壁垒。

表5 公司油脂、纸浆销售量（单位：万吨）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
油脂	7.21	3.98	2.65	1.33
纸浆	24.25	15.75	22.66	15.80

资料来源：公司提供

纸浆方面，轻工供销主要从美国、加拿大、日本、巴西、智利、俄罗斯、瑞典、芬兰、新西兰等地进口纸浆，下游客户以山东省内主要大、中型造纸企业为主，并辐射周边省份造纸、出版企业，纸浆销售量位居山东省纸浆贸易行业前列。

轻工供销油脂、纸浆销售量随市场行情变化有较大的波动。从上下游集中度来看，2018—2020 年，轻工供销对前五大采购商的采购金额占比分别为 53.58%、54.57%和 30.09%，对前五大客户的销售金额占比分别为 43.25%、29.51%和 31.12%，上下游集中度偏高。

公司使用多种措施控制风险，主要有：依托成熟的经营团队对经济环境、市场需求等方面的分析研判，适时选择进货时机；采取快进快出，现款现货销售原则；以销定购，尽可能提前锁定买家再与进口商签订进货合同。在汇率方面主要为：及时了解汇率变化信息，采取锁汇操作；通过不断探索开具人民币信用证，最大可能规避汇率风险。

5. 其他业务

2018—2020 年，公司相继将德州银行、山东华特控股集团有限公司（以下简称“华特控股”）纳入合并范围，其他业务板块收入显著增长，毛利率水平提升。

（1）远洋渔业

公司远洋渔业业务由子公司山东省中鲁远洋渔业股份有限公司（以下简称“中鲁远洋”，截至2021年9月底公司持股47.25%）负责运营，涉及远洋捕捞、冷藏运输和冷藏加工贸易三个细分业务领域。截至2020年底，中鲁远洋下属远洋捕捞船23艘，分别在印度洋海域和大西洋海域作业；国际冷藏运输船从事运输服务，通达世界各大主要港口。中鲁远洋产品主要销往国内、日本、加纳、俄罗斯等地。2018—2020年，中鲁远洋远洋捕捞及其再加工产品销售量分别为3.55万吨、4.75万吨和3.90万吨；水产品加工、冷藏及其他产品销售量分别为1.50万吨、1.69万吨和1.47万吨。2018—2020年，中鲁远洋分别实现营业收入10.23亿元、11.29亿元和9.66亿元。

（2）金融

公司金融业务以商业银行业务以及担保业务为主。

公司商业银行业务的经营实体为德州银行。德州银行前身为德州市城市信用社，2004年12月7日经中国银监会山东监管局银监准〔2004〕340号批准正式开业。

2018年12月，经山东银保监局《关于核准德州银行增资扩股方案的批复》（鲁银保监准〔2018〕116号）批准，同意德州银行增资扩股方案，募集股份5亿股，每股面值人民币1元，发行价格3.06元。经山东银保监局《关于核准山东省国有资产投资控股有限公司德州银行股东资格的批复》（鲁银保监准〔2018〕117号）批复同意，公司认购德州银行4.9亿股股份。此次交易完成后，德州银行注册资本由11.25亿元增至16.25亿元，公司合计持有德州银行44%的股份，为其第一大股东并将其纳入合并范围。公司新增商业银行业务，总资产、总负债规模大幅增加，资产负债率有所升高。

截至2020年底，德州银行资产总额为603.60亿元，所有者权益合计50.37亿元，存

款余额524.45亿元，贷款余额328.36亿元，存贷比为62.61%；不良贷款率2.40%，贷款损失准备金额余额10.07亿元，拨备覆盖率为127.74%，风险抵御能力维持在较好水平；核心一级资本充足率、一级资本充足率和资本充足率分别为10.81%、10.81%和11.28%。2020年，德州银行实现营业收入25.65亿元，净利润1.66亿元。

公司担保业务的运营主体为子公司山东省再担保（截至2021年9月底公司持股63.82%）。山东省再担保具有NO.00040052号中华人民共和国融资性担保机构经营许可证，是全国第一家在新三板挂牌再担保企业，通过担保、再担保等各类创新业务的开展，为缓解全省中小企业的融资难题发挥了积极作用。2018—2020年，山东省再担保分别实现营业总收入6180.15万元、3212.23万元和4773.29万元，实现净利润1433.85万元、477.09万元和878.14万元。截至2020年底，山东省再担保在保余额15.80亿元，其中直保业务余额15.72亿元，再担保业务余额为0.08亿元。

（3）医药

公司医药业务主要由全资子公司山东省医药集团有限公司（以下简称“山东医药”）和华特控股运营。

山东医药主营业务为药品批发、零售、现代医药物流以及健康服务，拥有“益寿堂”和“真诚大药房”为品牌的200多家零售连锁药店，销售覆盖山东省大部分二级医院和连锁药店，经营品规1万余个，是山东省医药供应保障体系的骨干企业。2018—2020年，山东医药分别实现营业收入9.75亿元、10.30亿元和9.66亿元，2020年实现净利润0.24亿元。

根据山东省国资委于2020年1月10日出具的《山东省国资委关于无偿划入山东山大产业集团有限公司100%国有产权有关事宜的批复》（鲁国资产权字〔2020〕3号），公司以2019年6月底为划转基准日，无偿划入山东大学持有的山东山大产业集团有限公司（后更名为华

特控股)100%国有产权及享有的权益。华特控股于2020年3月底纳入公司合并报表。截至2020年底,华特控股资产总额为42.36亿元,所有者权益合计33.50亿元。2020年,华特控股实现营业收入20.49亿元,净利润5.50亿元。

华特控股主要聚焦儿童健康领域,目前形成了以伊可新(维生素AD滴剂)为龙头,包括伊D新(维生素D滴剂)、伊佳新(右旋糖酐铁颗粒),盖笛欣(复方碳酸钙泡腾颗粒)、伊甘欣(甘草锌颗粒)和小儿布洛芬栓为代表的儿童营养类和治疗类产品组合。伊可新(维生素AD滴剂胶囊型)年销量超过10亿元、连续二十余年保持同类产品市场占有率第一,2020年,伊可新市场份额超过50%,重要城市市场占有率不低于85%。华特控股下属子公司山东华特达因健康股份有限公司(以下简称“华特达因”)为主板上市公司,截至2021年9月底,华特控股持有华特达因22.00%股份,市值约15.06亿元,无股权质押。

6. 经营效率

公司经营效率良好。

2018—2020年,公司销售债权周转次数、存货周转次数以及总资产周转次数略有波动,经营效率良好。

表6 公司经营效率情况(单位:次)

项目	2018年	2019年	2020年
销售债权周转次数	6.93	5.75	6.33
存货周转次数	4.65	4.20	4.98
总资产周转次数	0.61	0.53	0.58

资料来源:联合资信整理

7. 未来发展

未来,公司综合实力有望进一步增强。

未来,公司将持续推进IT等现有业务板块的发展,并在已初步搭建的包括投资、担保等在内的类金融业务板块平台基础上,继续探索投资与资本运营、资产管理等领域,积极参与和服务山东省管国有资本向资源性、支柱及

基础性行业、先进制造业、现代服务业、新材料、新能源和高新技术等产业集中,用国有资本引导社会资金进行投资兴业,发挥国有资本的引导力、影响力、带动力和服务、调节作用,提高国有资本的运营效率,实现国有资产保值增值。公司综合实力有望进一步增强。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年度合并财务报告,中兴财光华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计,并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年1—9月财务数据未经审计。

合并范围方面,截至2018年底,公司合并范围内二级子公司共17家,较2017年底增加3家,为山东省百特投资有限公司、山东省泰富资产经营有限公司以及德州银行;截至2019年底,公司合并范围内二级子公司共19家,较2018年底增加2家,为山东省丝绸集团有限公司(以下简称“丝绸集团”)以及山东超越信息科技有限公司;截至2020年底,公司合并范围内二级子公司共17家,较2019年底增加1家,为华特控股,减少3家,为山东水总、山东水局以及山东省百特投资有限公司;截至2021年9月底,公司合并范围内二级子公司共18家,较2020年底新增两家,为山东省交通运输集团有限公司(以下简称“山东交运”)以及济南汇清企业管理有限公司(以下简称“汇清管理”);减少一家,系公司将丝绸集团划入全资子公司山东东银投资有限公司,丝绸集团成为公司三级子公司。由于新增和减少的子公司规模相对较小,公司合并范围变动对财务数据可比性的影响不大。

截至2020年底,公司(合并)资产总额为1573.31亿元,所有者权益合计429.78亿元(含少数股东权益267.66亿元);2020年,公司实现营业总收入861.90亿元,利润总额37.64亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 1801.55 亿元，所有者权益合计 455.35 亿元（含少数股东权益 278.52 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业总收入 635.03 亿元，利润总额 21.42 亿元。

2. 资产质量

公司资产总额持续增长，资产结构较均衡，

货币资金充裕且持有一定规模的理财产品和交易性金融资产，资产受限比例低。公司资产流动性强。

2018—2020 年末，公司资产总额年均复合增长 9.53%，截至 2020 年底为 1573.31 亿元。其中，流动资产占 46.72%，非流动资产占 53.28%，公司资产结构较均衡。

表 7 2018—2020 年及 2021 年 9 月末公司资产主要构成（单位：亿元）

科目	2018 年底		2019 年底		2020 年底		2021 年 9 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	678.56	51.74	680.58	48.07	735.08	46.72	1008.03	55.95
货币资金	253.96	19.36	233.60	16.50	274.67	17.46	261.17	14.50
应收账款	89.02	6.79	154.86	10.94	111.00	7.06	184.15	10.22
存货	139.46	10.63	134.98	9.53	147.04	9.35	254.44	14.12
其他流动资产	118.41	9.03	76.37	5.39	114.49	7.28	33.80	1.88
交易性金融资产	0.00	0.00	2.19	0.32	2.82	0.38	180.69	17.93
非流动资产	632.93	48.26	735.14	51.93	838.24	53.28	793.53	44.05
可供出售金融资产	170.89	13.03	187.63	13.25	175.93	11.18	0.00	0.00
持有至到期投资	38.46	2.93	45.69	3.23	89.37	5.68	0.00	0.00
发放贷款及垫款	246.05	18.76	295.75	20.89	336.52	21.39	378.65	21.02
长期股权投资	57.58	4.39	53.72	3.79	52.57	3.34	64.82	3.60
固定资产	50.42	3.84	55.35	3.91	71.62	4.55	75.91	4.21
资产总额	1311.49	100.00	1415.72	100.00	1573.31	100.00	1801.55	100.00

资料来源：联合资信整理

（1）流动资产

2018—2020 年末，公司流动资产年均复合增长 4.08%，截至 2020 年底为 735.08 亿元，主要由货币资金、应收账款、存货和其他流动资产等构成。

2018—2020 年末，公司货币资金波动增长，截至 2020 年底为 274.67 亿元，较上年底增长 17.58%。公司货币资金以银行存款为主，其中使用受限的货币资金为 54.44 亿元，主要为德州银行的人民币存款准备金、外币存款准备金和财政性存款等。

2018—2020 年末，公司应收账款波动增长。截至 2020 年底，公司应收账款账面余额为 125.17 亿元，计提坏账准备 14.17 亿元，应收账款账面价值为 111.00 亿元。从账龄来看，公司采用账龄分析法计提坏账准备的应收账

款账面余额为 116.21 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 92.59%，应收账款账龄短；从集中度来看，截至 2020 年底公司应收账款前五名客户欠款金额合计 11.47 亿元，占应收账款期末余额的 9.17%，集中度低。

2018—2020 年末，公司存货波动增长。截至 2020 年底，公司存货账面余额为 155.39 亿元，计提跌价准备 8.35 亿元，账面价值为 147.04 亿元。从构成来看，公司存货以原材料和库存商品为主。

2018—2020 年末，公司其他流动资产波动下降，截至 2020 年底为 114.49 亿元，主要为理财产品以及留抵税额等。

（2）非流动资产

2018—2020 年末，公司非流动资产年均复合增长 15.08%，截至 2020 年底为 838.24 亿

元，主要由可供出售金融资产、发放贷款及垫款、持有至到期投资、长期股权投资和固定资产等构成。

2018—2020 年末，公司可供出售金融资产波动增长，截至 2020 年底为 175.93 亿元。其中，可供出售债务工具 60.92 亿元，主要为商业银行债券、政策性银行债券和企业债券；可供出售权益工具 113.02 亿元，主要为按成本计量的可供出售权益工具 39.69 亿元以及按公允价值计量的可供出售权益工具 73.34 亿元，含中泰证券股份有限公司、山东海运股份有限公司、昆仑银行股份有限公司等公司的股权。

2018—2020 年末，公司持有至到期投资年均复合增长 52.44%，截至 2020 年底为 89.37 亿元，主要为持有的金融机构债券。

2018—2020 年末，公司长期股权投资逐年小幅下降，截至 2020 年底为 52.57 亿元。其中，对合营企业投资 14.80 亿元，主要为对山东省文化产业投资集团有限公司的投资；对联营企业投资为 39.37 亿元，主要为对中通客车股份有限公司、泰合资产管理有限公司以及山东汇通金融租赁有限公司等的投资。

2018—2020 年末，公司固定资产年均复合增长 19.19%。截至 2020 年底，公司固定资产原值为 115.37 亿元，累计折旧 42.44 亿元，减值准备合计 1.31 亿元，固定资产账面价值为 71.62 亿元，主要由房屋及建筑物（30.74 亿元）、电子设备（20.71 亿元）以及机器设备（13.65 亿元）等构成。

截至 2020 年底，公司受限资产合计 106.29 亿元，主要为受限货币资金 54.44 亿元、已质押的长期股权投资 34.21 亿元等，占总资产的比例为 6.76%，资产受限比例低。

截至 2021 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 1801.55 亿元，较 2020 年底增长 11.13%。其中，应收账款和存货分别较 2020 年底增长 65.90% 和 73.04%，主要系浪潮集团业务发展所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2018—2020 年末，公司所有者权益波动增长。截至 2020 年底，公司所有者权益中少数股东权益占 62.28%。

2018—2020 年末，公司所有者权益波动增长，截至 2020 年底为 429.78 亿元，较上年底增长 30.57%，主要系其他权益工具、未分配利润以及少数股东权益增加所致。从构成来看，截至 2020 年底，公司所有者权益中实收资本占 10.47%、资本公积占 8.39%、未分配利润占 9.80%、少数股东权益占 62.28%。

2018—2020 年末，公司其他权益工具分别为 17.07 亿元、5.41 亿元和 23.45 亿元，2020 年增长幅度大，主要系公司发行永续期债券“20 鲁资 Y1”和“20 鲁国资 MTN002”所致。

2018—2020 年末，公司少数股东权益分别为 204.69 亿元、205.99 亿元和 267.66 亿元，2020 年增长幅度大，主要系合并范围内的非全资子公司利润累积所致。

截至 2021 年 9 月底，公司所有者权益合计 455.35 亿元，较 2020 年底增长 5.95%，所有者权益构成较 2020 年底变动不大。

（2）负债

公司负债持续增长，以流动负债为主，有息债务期限结构较均衡。将德州银行纳入合并范围后，公司杠杆水平偏高。

2018—2020 年末，公司负债总额年均复合增长 8.28%，截至 2020 年底为 1143.54 亿元。其中，流动负债占 84.29%，公司负债以流动负债为主。

2018—2020 年末，公司流动负债年均复合增长 8.81%，截至 2020 年底为 963.90 亿元，主要由短期借款、应付账款、吸收存款及同业存放构成。

2018—2020 年末，公司短期借款波动下降，截至 2020 年底为 47.67 亿元，较上年底下降 32.15%。公司短期借款以信用借款为主。

2018—2020 年末，公司应付账款波动下降，截至 2020 年底为 131.86 亿元，账龄以 1 年以内为主。

2018—2020 年末，公司吸收存款及同业存放年均复合增长 14.41%，截至 2020 年底为 529.47 亿元，主要为活期存款及定期存款。

2018—2020 年末，公司非流动负债年均复合增长 5.54%，截至 2020 年底为 179.64 亿元，主要由长期借款和应付债券构成。

2018—2020 年末，公司长期借款持续下降，截至 2020 年底为 47.50 亿元，较上年底下降 18.75%。公司长期借款以信用借款和保证借款为主。

2018—2020 年末，公司应付债券年均复合增长 19.68%，截至 2020 年底为 108.23 亿元，主要为公司本部及浪潮集团所发行债券。

截至 2021 年 9 月底，公司负债合计 1346.21 亿元，较 2020 年底增长 17.72%，主要系长短期借款及应付账款增加所致。公司负债结构较 2020 年底变化不大。

表 8 截至报告出具日公司本部存续债券情况

证券名称	到期日期	当前余额(亿元)
19 鲁资 01	2022/4/19	20.00

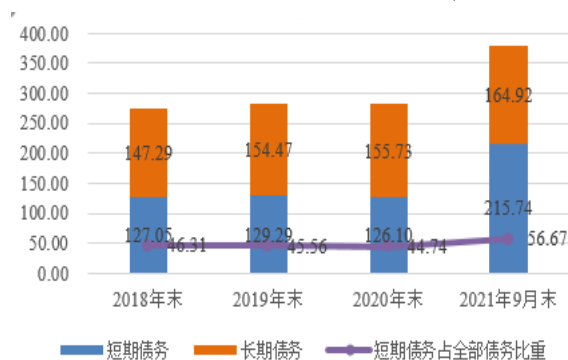
17 鲁资 02	2022/4/27	5.494
21 鲁国资 SCP001	2022/7/12	10.00
17 鲁国资 MTN001	2022/8/11	15.00
19 鲁资 03	2022/9/9	10.00
22 鲁国资 SCP001	2022/10/14	5.00
22 鲁国资 SCP002	2022/10/14	5.00
21 鲁国资 MTN001	2023/3/3	10.00
20 鲁资 Y1	2023/3/4	10.00
21 鲁国资 MTN002	2023/3/5	10.00
22 鲁资 K1	2023/3/28	10.00
20 鲁国资 MTN002	2023/6/24	10.00
19 鲁资 04	2024/9/9	10.00
20 鲁国资 MTN001	2025/3/5	10.00
20 鲁资 01	2025/4/17	10.00
合计	--	150.494

注：“19 鲁资 01”“19 鲁资 03”“20 鲁资 Y1”“22 鲁资 K1”及“20 鲁国资 MTN002”含赎回条款，表中所列到期日为下一赎回日

资料来源：Wind

有息债务方面，2018—2020 年末，公司全部债务波动增长，截至 2020 年底为 281.83 亿元。其中，短期债务 126.10 亿元，占 44.74%。2018—2020 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率均波动下降。截至 2021 年 9 月底，公司全部债务为 380.66 亿元，较 2020 年底增长 35.07%，主要系长短期借款增加以及新发债券所致。

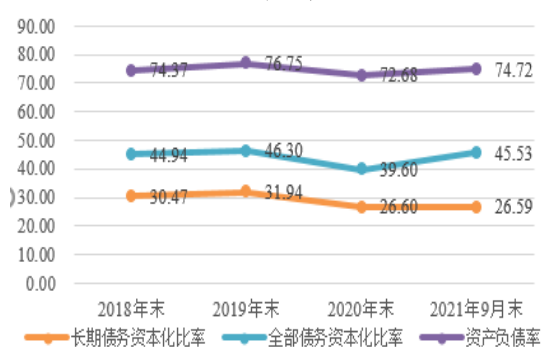
图 1 2018—2020 年末及 2021 年 9 月末公司债务结构
(单位：亿元)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

注：图中比重指标为百分比

图 2 2018—2020 年末及 2021 年 9 月末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

注：图中指标为百分比

4. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业总收入和利润总额持续增长，盈利能力持续提高，投资收益在

利润总额中占有一定比重。

2018—2020 年，公司营业总收入和营业成本均持续增长，年均复合增长率分别为 18.30%

和 15.66%。

2018—2020 年，公司期间费用年均复合增长 19.69%，2020 年为 124.88 亿元，其中销售

费用、管理费用、研发费用和财务费用分别为 33.78 亿元、39.73 亿元、40.64 亿元和 10.74 亿元，期间费用率为 14.49%。

表9 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
营业总收入	615.88	716.66	861.90	635.03
营业成本	525.11	576.15	702.42	505.09
利润总额	24.81	28.01	37.64	21.42
营业利润率（%）	14.43	19.26	18.23	20.16
总资本收益率（%）	6.16	5.87	6.57	--
净资产收益率（%）	5.82	7.18	7.40	--

资料来源：联合资信整理

2018—2020 年，公司分别实现投资收益 25.87 亿元、19.23 亿元和 18.23 亿元，主要来自处置交易性金融资产取得的投资收益、理财收益以及处置可供出售金融资产取得的投资收益；分别发生资产减值损失 9.71 亿元、17.67 亿元和 13.89 亿元，主要为坏账损失和存货跌价损失等；分别实现其他收益 5.05 亿元、11.67 亿元和 14.15 亿元，主要为符合国家政策规定的经营业务补贴。公司投资收益在利润总额中占有一定比重。

2018—2020 年，公司利润总额快速增长，营业利润率及总资本收益率波动增长，净资产收益率持续增长，整体盈利能力持续增强。

2021 年 1—9 月，公司实现营业总收入 635.03 亿元，同比增长 6.84%；实现利润总额 21.42 亿元，同比增长 10.45%。

5. 现金流分析

2018—2020 年，公司经营活动现金净流入量快速增长，经营获现能力强。

2018—2020 年，公司经营活动现金流入和流出量均持续增长，年均复合增长率分别为 20.28%和 18.18%；公司经营活动现金净流量快速增长，现金收入比略有下降。

2018—2020 年，公司投资活动现金流入和流出量均波动增长。2020 年，公司投资活动现金净流出，主要系下属企业业务规模扩大，投

资活动增加所致。

2018—2020 年，公司筹资活动现金流入量波动增长、筹资活动现金流出量持续增长，筹资活动现金流量净额波动较大。

表10 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	805.88	973.91	1165.98	1001.29
经营活动现金流出小计	786.31	946.61	1098.26	1101.48
经营活动现金流量净额	19.57	27.30	67.73	-100.19
投资活动现金流入小计	803.21	1276.92	945.20	711.72
投资活动现金流出小计	791.33	1259.83	1026.01	696.43
投资活动现金流量净额	11.88	17.09	-80.81	15.29
筹资活动前现金流量净额	31.44	44.38	-13.08	-84.91
筹资活动现金流入小计	335.01	265.51	531.77	232.27
筹资活动现金流出小计	276.64	329.96	471.29	167.36
筹资活动现金流量净额	58.37	-64.45	60.48	64.91
现金收入比（%）	114.20	110.44	109.08	102.31

资料来源：联合资信整理

2021 年 1—9 月，公司经营活动现金净流出 100.19 亿元，主要系浪潮集团经营规模扩大，备货增加，经营性资金占用较多所致；投资活动现金净流入 15.29 亿元，筹资活动现金净流入 64.91 亿元。

6. 偿债指标

公司偿债指标表现优异，未使用授信额度充裕，融资渠道畅通。

从短期偿债指标看，2018—2020年末，公司流动比率、速动比率波动下降，现金类资产对短期债务的覆盖倍数较高。

从长期偿债指标看，2018—2020年，公司EBITDA持续增长，全部债务/EBITDA持续下降，EBITDA对利息支出的覆盖倍数持续增加。

截至2021年9月底，公司对外担保余额合计1.35亿元（不含山东省再担保开展业务产生的对外担保），担保比率为0.30%，为浪潮信息对经销商提供的担保。公司对外担保金额小。截至2021年9月底，公司合并口径获得各银行授信额度合计908.93亿元，尚未使用的授信额度为718.64亿元，公司间接融资渠道畅通。公司下属多家上市公司，具备直接融资渠道。

表11 公司偿债指标

项目	项目	2018年	2019年	2020年
短期偿债能力	流动比率（%）	83.35	74.63	76.26
	速动比率（%）	66.22	59.83	61.01
	经营现金/流动负债（%）	2.40	2.99	7.03
	经营现金/短期债务（倍）	0.15	0.21	0.54
	现金短期债务比（倍）	2.03	1.84	2.24
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	48.21	54.26	68.42
	全部债务/EBITDA（倍）	5.69	5.23	4.12
	经营现金/全部债务（倍）	0.07	0.10	0.24
	EBITDA/利息支出（倍）	3.20	4.11	5.00
	经营现金/利息支出（倍）	1.30	2.07	4.95

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信整理

7. 母公司财务分析

母公司可获得较稳定的投资收益，持有多家上市公司股权，资产流动性较强。

截至2020年底，母公司资产总额为251.53亿元。其中，流动资产26.24亿元，主要由货币资金（19.26亿元）和其他应收款（5.43亿元）构成；非流动资产225.29亿元，主要为长期股权投资（105.17亿元）和可供出售金融资产（108.36亿元）。母公司可供出售金融资产

中含多家上市公司股权，资产流动性较强。

截至2020年底，母公司所有者权益为129.05亿元，主要由实收资本（45.00亿元）、其他权益工具（20.50亿元）、资本公积（20.47亿元）和未分配利润（28.55亿元）等构成；负债合计122.48亿元，主要为其他流动负债（20.04亿元）、应付债券（82.84亿元）等。截至2020年底，母公司全部债务为119.13亿元，其中短期债务121.74亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为48.69%和48.00%，债务负担适宜。

表12 截至2020年底母公司持有的部分上市公司股权

持股企业	持股数（万股）	持股比例（%）
招商银行股份有限公司	1490.72	0.06
山东黄金矿业股份有限公司	2502.89	0.58
中国能源建设股份有限公司	13166.8	0.44
中泰证券股份有限公司	12087.18	1.7345
积成电子股份有限公司	5233.76	10.23
山东新华医疗器械股份有限公司	1934.89	4.76
汤臣倍健股份有限公司	747.59	0.51
烟台正海磁性材料股份有限公司	1516.06	1.82
鲁银投资集团股份有限公司	2827.80	4.98
岳阳林纸股份有限公司	3250	1.79
湖北济川药业股份有限公司	782.88	0.88
银座集团股份有限公司	1801.69	3.46
潍柴重机股份有限公司	1377.004	4.99
云南锡业股份有限公司	616.45	0.37
山东鲁北化工股份有限公司	1747.24	3.31

资料来源：公司提供

2020年，母公司实现营业收入0.19亿元，利润总额7.42亿元。2018—2020年，母公司分别实现投资收益17.06亿元、15.07亿元和13.26亿元，收到子公司分红0.72亿元、1.07亿元和1.17亿元。母公司利润主要来源于投资收益，投资收益稳定性较强。2020年，母公司经营活动现金净流入12.38亿元。

九、外部支持

公司在资产划转等方面持续得到政府支

持。

公司作为山东省重要的国有资本运营与管理平台，得到政府资产划转等有力支持。2018年以来，在山东省国资委的安排下，公司先后将德州银行、华特控股等企业纳入合并范围，资产和权益规模得到拓展，业务范围增加。

2021年1月8日，根据山东省国资委（鲁国资产权字〔2020〕1号）文件批复，山东国惠将其持有的山东交运37%国有产权、汇清管理70%国有产权无偿划转给公司，相关工商变更于2021年1月29日完成。

截至2021年3月底，山东交运资产总额26.96亿元，所有者权益9.12亿元。2021年1—3月，山东交运实现营业收入0.31亿元，净利润-0.41亿元。受新冠疫情及第一季度春节受各地“就地过节”政策影响，客运量及旅游出行人数大幅下降，导致山东交运当期亏损。

截至2021年3月底，汇清管理总资产5.21亿元，所有者权益4.49亿元。2021年1—3月，汇清管理实现净利润77万元。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响不大，公司现金类资产及EBITDA对本期债券覆盖程度很高，公司2020年经营活动现金流入量对发行后长期债务的覆盖程度很高。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行规模为不超过20.00亿元（含20亿元），按发行规模上限20.00亿元测算，本期债券分别占2021年9月底公司长期债务和全部债务的12.13%和5.25%，对公司现有债务结构影响不大。截至2021年9月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为74.72%和45.53%，考虑到本期债券募集资金将用于偿还有息债务，发行后对上述指标无影响。

2. 本期债券偿还能力分析

以2020年的相关财务数据为基础，截至

2020年底，公司现金类资产为282.04亿元，为本期债券发行额度（20.00亿元）的14.10倍；2020年公司EBITDA为68.42亿元，为本期债券发行额度（20.00亿元）的3.42倍。公司现金类资产及EBITDA对本期债券的覆盖程度很高。若将公司于2022年3月发行的“22鲁资K1”（10.00亿元）计入长期债务，本期债券发行后，公司长期债务为185.73亿元，公司2020年经营活动现金流入量对发行后长期债务的覆盖程度很高。

表 13 本期债券偿还能力测算

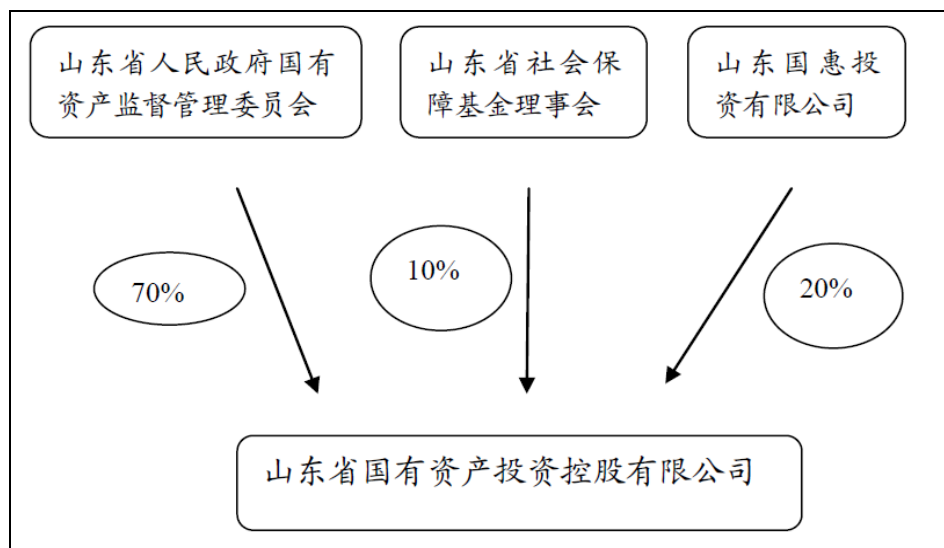
项目	2020 年
现金类资产/本期债券发行额度	14.10
EBITDA/本期债券发行额度	3.42
发行后长期债务（亿元）	185.73
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	6.28
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.36
发行后长期债务/EBITDA（倍）	2.71

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、 结论

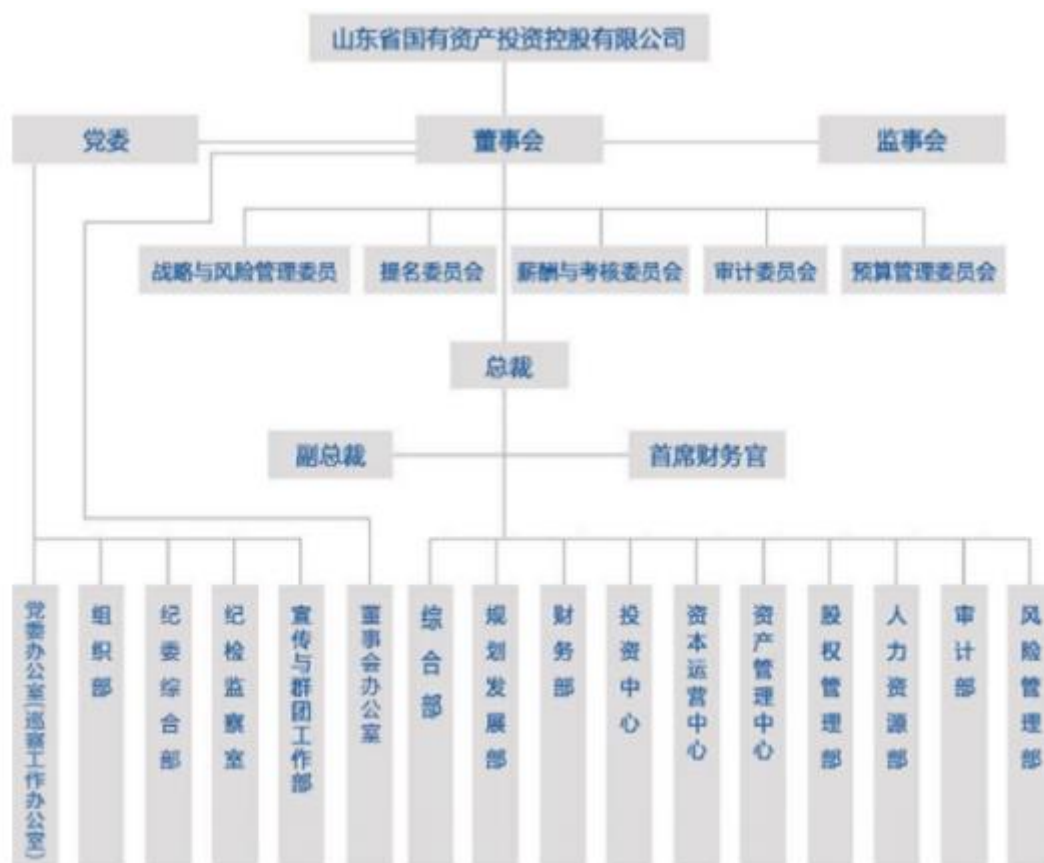
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	257.79	237.50	282.04	445.30
资产总额(亿元)	1311.49	1415.72	1573.31	1801.55
所有者权益(亿元)	336.16	329.15	429.78	455.35
短期债务(亿元)	127.05	129.29	126.10	215.74
长期债务(亿元)	147.29	154.47	155.73	164.92
全部债务(亿元)	274.34	283.76	281.83	380.66
营业总收入(亿元)	615.88	716.66	861.90	635.03
利润总额(亿元)	24.81	28.01	37.64	21.42
EBITDA(亿元)	48.21	54.26	68.42	--
经营性净现金流(亿元)	19.57	27.30	67.73	-100.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.93	5.75	6.33	--
存货周转次数(次)	4.65	4.20	4.98	--
总资产周转次数(次)	0.61	0.53	0.58	--
现金收入比(%)	114.20	110.44	109.08	102.31
营业利润率(%)	14.43	19.26	18.23	20.16
总资本收益率(%)	6.16	5.87	6.57	--
净资产收益率(%)	5.82	7.18	7.40	--
长期债务资本化比率(%)	30.47	31.94	26.60	26.59
全部债务资本化比率(%)	44.94	46.30	39.60	45.53
资产负债率(%)	74.37	76.75	72.68	74.72
流动比率(%)	83.35	74.63	76.26	87.33
速动比率(%)	66.22	59.83	61.01	65.29
经营现金流动负债比(%)	2.40	2.99	7.03	--
现金短期债务比(倍)	2.03	1.84	2.24	2.06
EBITDA 利息倍数(倍)	3.20	4.11	5.00	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.69	5.23	4.12	--

注：2021 年 1-9 月财务报表未经审计；其他流动负债中的应付短期债券已计入短期债务及相关指标

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.89	3.73	19.26	117.98
资产总额(亿元)	231.08	219.08	251.53	254.64
所有者权益(亿元)	93.10	87.19	129.05	135.43
短期债务(亿元)	83.91	26.49	36.29	121.74
长期债务(亿元)	61.66	93.37	82.84	50.80
全部债务(亿元)	145.57	119.86	119.13	172.54
营业收入(亿元)	0.21	0.29	0.19	0.21
利润总额(亿元)	10.67	8.24	7.42	-3.64
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	13.57	10.93	12.38	-5.57
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	-13.53	13.53	-20.30	40.77
总资本收益率(%)	4.59	3.28	2.84	--
净资产收益率(%)	8.77	7.41	4.80	--
长期债务资本化比率(%)	39.84	51.71	39.10	27.28
全部债务资本化比率(%)	60.99	57.89	48.69	46.82
资产负债率(%)	59.71	60.20	48.69	46.82
流动比率(%)	34.10	33.33	72.16	184.29
速动比率(%)	34.10	33.33	72.16	184.29
经营现金流动负债比(%)	18.16	29.81	34.04	--
现金短期债务比(倍)	0.24	0.14	0.53	0.97
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/

注：2021 年 1-9 月财务报表未经审计；其他流动负债中的应付短期债券已计入短期债务及相关指标

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
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%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调低或维持

联合资信评估股份有限公司关于 山东省国有资产投资控股有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。