

山东省国有资产投资控股有限公司

2025 年面向专业投资者公开发行科技 创新可续期公司债券（第一期）

信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕686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 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（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 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新可续期公司债券（第一期）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：

二〇二五年二月十一日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

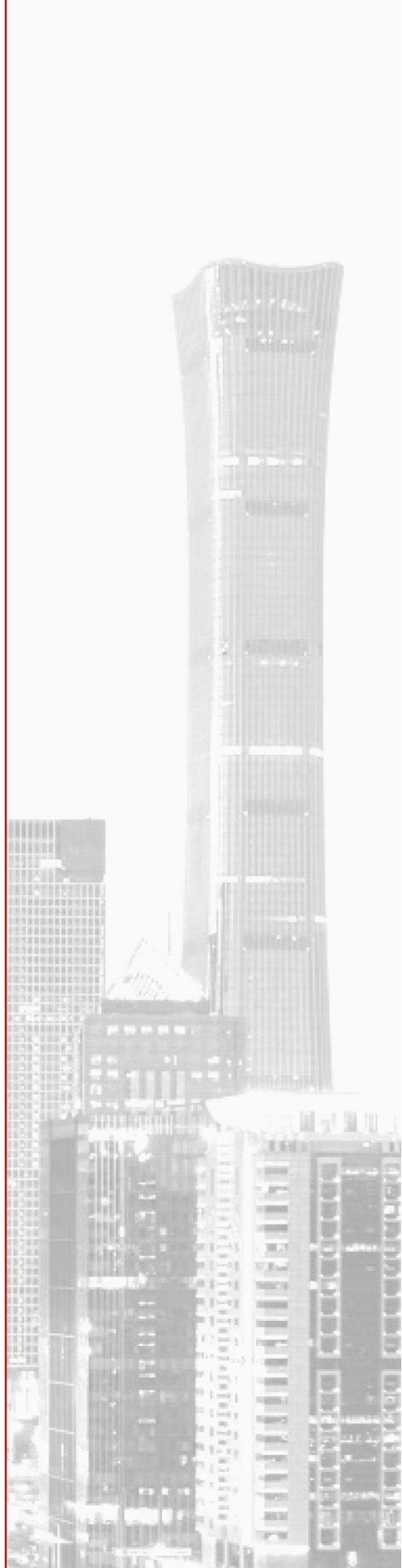
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、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。

六、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。

七、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。

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。



山东省国有资产投资控股有限公司 2025 年面向专业投资者 公开发行科技创新可续期公司债券（第一期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/11

债项概况 本期债项发行规模为不超过人民币 5.00 亿元（含 5.00 亿元），在山东省国有资产投资控股有限公司（以下简称“公司”）依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期；期限为 3+N（3）年期；扣除发行费用后的募集资金将全部用于偿还存量公司债券；本期债项在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

评级观点 公司是山东省政府授权的国有资本运营公司，法人治理结构较完善，内部管理制度健全。经营方面，公司主营业务涉及 IT、贸易、医药、远洋渔业、金融等多个行业，其中 IT 板块经营实体浪潮集团有限公司为中国本土综合实力最强的大型 IT 企业之一，其服务器等产品市场占有率保持行业前列地位，医药板块经营实体山东华特控股集团有限公司聚焦于儿童健康领域产品的研发与生产，旗下“伊可新”为中国驰名商标，同类产品市场占有率位居第一。2021—2023 年，服务器市场快速增长但市场竞争激烈，公司 IT 板块收入保持增长的同时毛利率略有下滑，受此影响，公司营业总收入和利润总额保持增长，毛利率有所下降，盈利能力仍处于极强水平。财务方面，2021—2023 年末，公司资产规模持续增长，资产流动性强；有息债务增长较快；经营活动现金净流量波动较大，经营获现能力较好；偿债指标表现良好，融资渠道畅通。本期债项具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累计等特点，利率重置条款设置使本期公司债券不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力较弱，本期债项在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。公司经营活动产生的现金流入量对本期债项发行后长期债务的保障较好，且公司本部持有多家上市公司股权，可对本期债项的偿付提供有效支持。

个体调整：无。

外部支持调整：公司作为山东省重要的国有资本运营与管理平台，在资产划转和政府补贴等方面获得政府有力支持。

评级展望 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。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司股东及相关各方支持意愿减弱；财务指标显著弱化等。

优势

- **公司是山东省政府授权的国有资本运营公司，获得政府支持力度大。**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，在政府补贴等方面获得政府支持力度大。2021—2023 年，公司分别实现其他收益 14.33 亿元、25.25 亿元和 27.14 亿元，以政府补贴为主。
- **公司核心业务在细分领域具备显著的竞争优势。**公司控股子公司浪潮集团有限公司为中国本土综合实力最强的大型 IT 企业之一，其服务器等产品市场占有率保持行业前列地位；控股子公司山东华特控股集团有限公司聚焦于儿童健康领域产品的研发与生产，旗下“伊可新”为中国驰名商标，同类产品市场占有率位居第一。
- **本部资产流动性较强。**公司本部资产以控股子公司股权及投资类股权为主，截至 2024 年 3 月末直接持有 20 余家上市公司股权，本部交易性金融资产账面余额为 52.42 亿元。

关注

- **有息债务增长较快。**2021—2023 年末，公司全部债务年均复合增长 42.72%。
- **下属子公司众多，涉及行业分散，加大了公司管理难度。**公司资产规模庞大，拥有数量众多的控股和参股子公司，产业分布在多个区域和行业领域，有效分散某一行业风险集中度的同时增大了管理难度，对公司管理能力带来挑战。
- **本期债项具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累计等特点。**本期债项具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累计等特点，利率重置条款设置使本期公司债券不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力较弱，本期债项在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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	1
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素：政府支持			+1	
评级结果			AAA	

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级无变动。

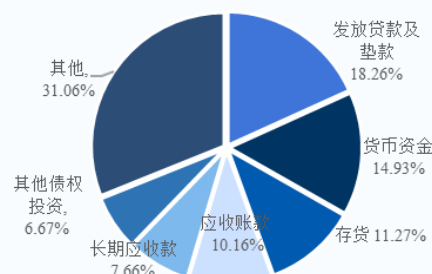
主要财务数据

合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	375.29	382.90	485.20	406.61
资产总额（亿元）	1839.93	2181.09	2505.56	2542.55
所有者权益（亿元）	447.55	497.99	555.18	553.12
短期债务（亿元）	229.19	428.75	494.41	464.59
长期债务（亿元）	158.26	210.89	294.77	320.60
全部债务（亿元）	387.45	639.63	789.17	785.19
营业总收入（亿元）	965.32	1193.38	1385.47	306.35
利润总额（亿元）	40.21	44.94	55.45	6.48
EBITDA（亿元）	75.88	75.49	97.86	--
经营性净现金流（亿元）	-73.64	73.62	43.94	-60.71
营业利润率（%）	18.17	17.80	16.84	15.59
净资产收益率（%）	7.86	7.60	8.41	--
资产负债率（%）	75.68	77.17	77.84	78.25
全部债务资本化比率（%）	46.40	56.23	58.70	58.67
流动比率（%）	81.49	75.15	81.38	81.93
经营现金流动负债比（%）	-6.11	5.14	2.70	--
现金短期债务比（倍）	1.64	0.89	0.98	0.88
EBITDA 利息倍数（倍）	6.44	5.87	7.89	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.11	8.47	8.06	--

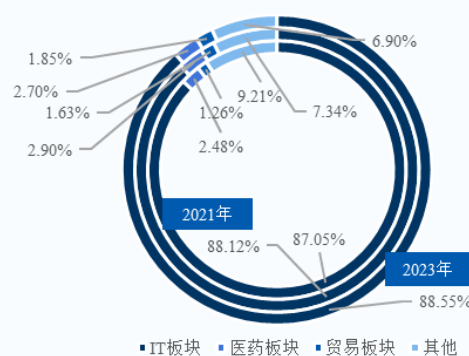
公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	273.20	265.98	279.54	280.28
所有者权益（亿元）	129.75	121.71	122.67	123.59
全部债务（亿元）	153.84	139.78	152.86	142.33
营业总收入（亿元）	0.29	0.29	0.26	0.07
利润总额（亿元）	-5.47	-7.57	1.36	0.78
资产负债率（%）	52.51	54.24	56.12	55.91
全部债务资本化比率（%）	54.25	53.45	55.48	53.52
流动比率（%）	123.91	179.32	198.86	365.32
经营现金流动负债比（%）	-0.54	6.51	-2.18	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各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；3. 2021—2023 年其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务其相关指标核算；4. 2021—2023 年合并口径其他应付款、长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务及其相关指标核算；5. 公司全部债务包含下属金融租赁公司的长短期借款
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

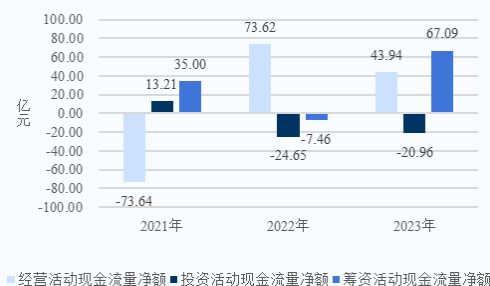
2023 年底公司资产构成



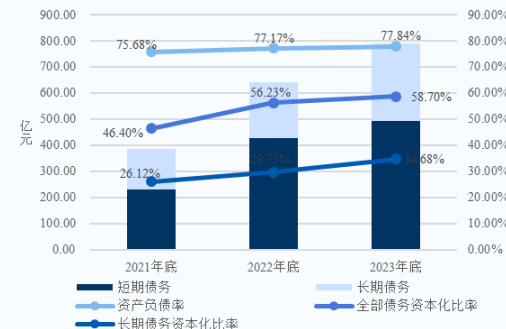
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	控股股东	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	调整后营业 利润率	资产负债率	全部债务 资本化比率	全部债务 /EBITDA (倍)	EBITDA 利息倍数 (倍)
公司	AAA	山东省国 资委	2505.56	555.18	1385.47	55.45	4.59%	77.84%	58.70%	8.06	7.89
浙资运营	AAA	浙江省国 资委	3258.38	838.03	6771.21	99.12	1.18%	74.28%	47.20%	7.12	23.78
广晟控股	AAA	广东省人 民政府	1816.23	614.73	1277.31	30.15	0.14%	66.15%	55.99%	8.07	4.34
青岛国信	AAA	青岛市国 资委	1162.10	355.67	128.54	18.60	-25.21%	69.39%	64.56%	13.19	2.70

注：浙江省国有资本运营有限公司简称为浙资运营，广东省广晟控股集团有限公司简称为广晟控股，青岛国信发展(集团)有限责任公司简称为青岛国信；调整后营业利润率=（营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用）/营业总收入

资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/06/25	刘丙江 贺苏凝	一般工商企业信用评级方法（V4.0.202208） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
AAA/稳定	2022/01/29	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）	--

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：刘丙江 liubj@lhratings.com

项目组成员：贺苏凝 hesn@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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浪潮集团有限公司（以下简称“浪潮集团”）等九家企业的共 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。后经多次股权变更，截至 2024 年 3 月末，公司注册资本及实收资本为 450000.00 万元，山东省国资委、山东国惠投资有限公司及山东省财欣资产运营有限公司分别持有公司 70.00%、20.00% 和 10.00% 的股权，公司控股股东和实际控制人为山东省国资委。

公司主营业务涉及 IT、贸易、医药、远洋渔业、金融等多个行业，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为一般工商企业。

截至 2024 年 3 月末，公司董事会下设企业管理部、财务部、投资运营中心等职能部门（见附件 1-2）。

截至 2023 年末，公司资产总额为 2505.56 亿元，所有者权益合计 555.18 亿元（含少数股东权益 175.82 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 1385.47 亿元，利润总额 55.45 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司资产总额为 2542.55 亿元，所有者权益合计 553.12 亿元（含少数股东权益 177.87 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 306.35 亿元，利润总额 6.48 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：栾健。

二、本期债项概况

公司已于 2023 年 11 月 13 日获中国证券监督管理委员会出具的《关于同意山东省国有资产投资控股有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可〔2023〕2573 号），注册规模为不超过 140 亿元。本期拟发行 2025 面向专业投资者公开发行科技创新永续期公司债券（第一期）（以下简称“本期债项”），发行额度不超过 5.00 亿元（含 5.00 亿元）。本期债项无担保，扣除发行费用后的募集资金将全部用于偿还存量公司债券。本期债项在条款设置上区别于普通公司债券，具有一定特殊性。

债券利率及其确定方式：本期债项采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业机构投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。本期债项的初始基准利率为簿记建档日前 250 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为 3 年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

公司续期选择权：本期债项以每 3 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择将本期债项期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债项。公司续期选择权的行使不受次数的限制。公司将于本次约定的续期选择权行使日前至少 30 个交易日披露续期选择权行使公告。

递延支付利息权：本期债项附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债项的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。公司决定递延支付利息的，将于付息日前 10 个交易日发布递延支付利息公告。

强制付息事件：付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：

（1）向股东分配利润；（2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项：若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向股东分配利润（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

公司赎回选择权：（1）公司因税务政策变更进行赎回；（2）公司因会计准则变更进行赎回。除了以上两种情况以外，公司没有权利也没有义务赎回本期债项。

偿付顺序：本期债项在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期债项如不赎回，从基础期限后每延长一个周期，重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加上 300 个基点。从票面利率角度分析，本期债项公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调升幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（2）本期债项在除公司发生向股东分配利润（按规定上缴国有资本收益除外）和公司减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制；本期债项的发行条款对利息支付的约束力较弱。

综合以上分析，本期债项在破产清算时的清偿顺序劣后于公司普通债务，本期债项具有公司可赎回权、票面利率重置和利息递延累计等特点，利率重置条款设置使本期公司债券不赎回的可能性较小，但利息支付的约束力较弱。公司一旦出现利息递延支付，累计的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年前三季度，国民经济运行总体平稳、稳中有进，生产需求平稳增长，就业、物价总体稳定。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月政治局会议精神，用好超长期国债支持“两重、两新”工作，加快专项债发行使用，降低实体经济融资成本，加快资本市场落实新“国九条”。

2024 年前三季度国内生产总值 949746 亿元，同比增长 4.8%。经济增速有所波动，但仍保持在 5.0% 增长目标附近。经济运行出现一些新的情况和问题，房地产调控和化债方案持续加码。信用环境方面，前三季度，稳健的货币政策加大逆周期调节力度，两次下调存款准备金率，开展国债买卖操作，两次下调政策利率，支持房地产白名单企业和居民贷款，有序推进融资平台债务风险化解。下阶段，货币政策将加强逆周期调节力度，提振社会通胀预期，支持房地产融资，稳定资本市场；合理把握信贷和债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放。

展望四季度，按照 9 月政治局会议安排，宏观政策将加大逆周期调节力度，促进房地产市场止跌回稳，努力提振资本市场，加强助企纾困。抓住有利时机，强化存量政策和增量政策协同发力，巩固和增强经济回升向好势头，努力完成全年经济社会发展目标任务。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年三季度报）](#)》。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）IT 行业

随着电子信息产业快速发展以及网络信息安全建设逐步推进，中国 IT 行业保持快速增长。

IT 技术是当今世界经济和社会发展的主要驱动力，IT 产业已成为中国全面建设小康社会的战略性、基础性和先导性支柱产业。改革开放以来，特别是进入 21 世纪以来，中国电子信息产业实现了持续快速发展，产业规模、产业结构、技术水平得到大幅提升，已成为全球最大的电子信息产品制造基地，在通信、高性能计算机、数字电视等领域也取得一系列重大技术突破。同时，随着中国政府对于信息安全防护建设意识逐渐加强，政策支持力度不断上升，2016 年以来，网络安全作为重点建设方向，受到国家政策的大力支持，《网络安全法》《国家网络空间安全战略》等相关支持政策陆续出台，政策驱动下各领域安全防护投资力度不断加大，行业市场规模快速增长。多重因素主导下，中国 IT 行业保持快速增长。根据国际数据公司 IDC 发布的数据，2021—2023 年，中国加速服务器市场规模分别为 53.9 亿美元、67 亿美元和 94 亿美元；液冷服务器市场规模分别为 3.48 亿美元¹、10.1 亿美元和 14.2 亿美元。

¹ 根据“2022 年市场规模以及同比增长率推算”

（2）医药制造行业

2023 年，受医保控费力度加大、新药研发力度加大、疫情相关用品需求下降、行业内部调整等因素影响，医药制造企业营业收入和利润总额同比有所下降。医药行业是对政策依赖较高的行业，仿制药一致性评价政策的推进、带量采购政策的落地执行等均对行业产生了深刻影响。近年来，中国医药行业政策进一步强化医疗、医保、医药联动方面的改革，控费仍是行业主旋律，鼓励研究和创制新药，同时对创新药的临床试验立项、设计以及开展等方面提出了更高的要求，积极推动仿制药发展，鼓励优质中医药企业发展。2023 年开展的医疗反腐行动长期有益行业健康发展。未来，预计国内医药需求有望继续保持增长，且医保基金支付能力可持续性较强，医药行业整体经营业绩有望逐渐复苏。详见《医药制造行业 2024 年度行业分析》。

2 区域环境分析

山东省经济运行稳中有进，为公司提供了良好的外部发展环境。

2021—2023 年，山东省地区生产总值均位居全国第三名。根据《2023 年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2023 年，山东省实现地区生产总值 92068.7 亿元，比上年增长 6.0%。其中，第一产业增加值 6506.2 亿元，增长 4.5%；第二产业增加值 35987.9 亿元，增长 6.5%；第三产业增加值 49574.6 亿元，增长 5.8%。三次产业结构为 7.1：39.1：53.8。2023 年，山东省全年全部工业增加值 29191.2 亿元，比上年增长 6.3%。规模以上工业增加值增长 7.1%。分门类看，规模以上采矿业增加值增长 6.6%，制造业增加值增长 7.8%，电力、热力、燃气及水的生产和供应业增加值增长 0.9%。规模以上工业企业营业收入增长 3.8%。2023 年，固定资产投资（不含农户）比上年增长 5.2%，三次产业投资构成为 1.6：38.1：60.3。重点投资领域中，制造业投资增长 11.5%，占全部投资的比重为 30.9%；基础设施投资增长 22.9%，占全部投资的比重为 23.4%；高新技术产业投资增长 22.8%，占全部投资的比重为 20.3%。

规模以上工业中，高技术制造业增加值比上年增长 5.6%，占规模以上工业增加值的比重为 9.7%；装备制造业增加值增长 9.7%，占比为 22.8%。工业机器人产量 13184 套，增长 9.7%；太阳能电池（光伏电池）产量 45.5 万千瓦，增长 5.8%。现代服务业增加值 25268.5 亿元，增长 5.4%。电子商务交易额 33290.3 亿元，增长 6.8%。新登记市场主体 216.0 万户，年末市场主体总数 1465.9 万户。

2021—2023 年，山东省财政收入波动增长。2023 年，山东省一般公共预算收入 7464.7 亿元，比上年增长 5.1%。其中，税收收入 5229.6 亿元，增长 9.1%，占一般公共预算收入的比重为 70.1%；一般公共预算支出 12582.7 亿元，比上年增长 3.7%。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司是山东省政府授权的国有资本运营公司，IT 及医药等业务在细分行业内具备显著的竞争优势。

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。

图表 1 • 公司控股经营行业信用风险评价

一级行业	二级行业	2023 年综合得分
信息技术	技术硬件	3
房地产	软件和信息技术服务	3
工业制造	医疗保健	3
商贸服务	贸易	5
金融	商业银行	2

注：联合资信将行业信用风险由低到高分六个等级，分别为 1~6，其中 1 为行业信用风险最低，6 为行业信用风险最高
资料来源：联合资信行业信用风险评价结果

在 IT 行业，公司控股子公司浪潮集团（截至 2023 年末公司持股 48.5122%）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）和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数字企业技术有限公司（以下简称“浪潮数字企业”，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。浪潮集团拥有 IT 领域唯一设在企业的国家重点实验室——“浪潮高效能服务器和存储技术国家重点实验室”，自主研发的中国第一款关键应用主机浪潮 K1 使中国成为继美日之后第三个掌握高端服务器核心技术的国家，荣获 2014 年度国家科技进步一等奖，浪潮天梭 K 系统已超过美国甲骨文，跻身高端 Unix 服务器市场的前三强。根据 IDC 发布的数据，2023 年浪潮信息服务器市场份额位列国内第一、全球第二；存储装机容量位列国内第一、全球第三，市场地位突出。

在医药行业，公司控股子公司山东省医药集团有限公司（以下简称“山东医药”）以药品批发、零售、现代医药物流、健康服务为主营业务，并拥有“益寿堂”和“真诚大药房”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；控股子公司山东华特控股集团有限公司（以下简称“华特控股”）主要聚焦儿童健康领域，已形成以伊可新为龙头，伊 D 新、伊佳新、盖笛欣、伊甘欣、舒童欣、伊之优等为代表的儿童营养类和治疗类产品组合。其中“伊可新”为中国驰名商标，持续位居同类产品市场占有率第一。

出口贸易领域，公司控股子公司山东省轻工业供销有限公司（以下简称“轻工供销”）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，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大型的纸浆经销商之一。

2 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。

截至 2024 年 3 月末，公司董事会成员共 5 名；高级管理人员包括总经理 1 名、副总经理 2 名、财务总监 1 名。

栾健，1966 年 2 月生，男，山东省委党校研究生，中共党员，现任公司党委书记、董事长。历任山东省贸易厅办公室综合处助理调研员，莱芜市钢城区委副书记、副区长，莱芜市钢城区委副书记、区长，莱芜市莱城区委书记，山东省区域发展战略推进办公室副主任，东省物价局党组书记、局长，东省能源局党组书记、局长。

董合平，1972 年 3 月生，男，中央党校研究生、教育学学士，现任公司党委副书记、董事、总经理，兼任山东金融业联合会副理事长，山东聚赢产业基金合伙企业（有限合伙）投资决策委员会委员、主席，山东国控泰康一期产业发展基金合伙企业（有限合伙）投资决策委员会委员、主任委员。历任山东省国资委规划发展处副调研员，山东省国资委资本运营与收益管理处调研员，山东省国资委资本运营与收益管理处处长，山东省国资委办公室（党委办公室）主任，公司副总裁、党委委员，公司党委常委、副总经理。

3 信用记录

公司过往信用记录良好。

根据公司提供的《企业信用报告》（中征码 3701010000254937），截至 2025 年 2 月 8 日，公司本部无不良信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 2 月 6 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构较完善，整体运行情况良好。

根据《山东省国有资产投资控股有限公司章程》，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，按权限委派和更换非由职工代表担任的董事，审议批准董事会的报告，审议批准公司的年度预算方案和决算方案等；公司设董事会，由 9 名董事组成，其中外部董事 5 名、职工董事 1 名，目前存在董事缺位的情况。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、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、对公司高级管理人员职务的管理等职权；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，公司不再设立监事会。

2 管理水平

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；下属子公司众多，且涉及多个行业，对公司管理能力带来挑战。

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，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。山东省国资委以及公司董事会、总经理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。

在对外担保方面，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。

在权属企业管理方面，公司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；公司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；公司对权属企业负责人实行业绩考核制度，通过建立党建工作责任制考核、经营绩效考核与主要工作考核相结合、年度考核与任期考核相衔接、统一考核与单独考核相协调的综合考核评价体系，客观、全面地评价企业负责人的经营业绩与管理水平。截至 2024 年 3 月末，公司经山东省国资委授权经营管理的一级子公司共 22 家，主营业务涉及 IT、医药健康、贸易、远洋渔业、金融投资等多个行业，有效分散某一行业风险集中度的同时增大了管理难度，对公司管理能力带来挑战。

七、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长。IT 板块为公司营业总收入的最主要来源，该板块毛利率呈下滑态势，导致公司综合毛利率持续下降。

2021—2023 年，公司营业总收入持续增长，主要来自 IT、医药、贸易以及远洋渔业和金融投资等其他板块。其中，IT 板块为公司营业总收入的最主要来源。从毛利率来看，2021—2023 年，受市场竞争激烈等因素影响，IT 板块毛利率下滑，导致公司综合毛利率持续下降。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 306.35 亿元，同比增长 16.67%，主要系 IT 板块收入增长所致；毛利率为 15.86%，较上年同期下降 1.44 个百分点。

图表 2 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 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 板块	840.30	87.05%	15.46%	1051.60	88.12%	15.23%	1226.89	88.55%	14.45%	274.58	89.63%	12.58%
医药板块	23.97	2.48%	61.20%	34.63	2.90%	58.56%	37.42	2.70%	63.25%	8.42	2.75%	63.61%
贸易板块	12.17	1.26%	2.50%	19.47	1.63%	1.94%	25.62	1.85%	2.15%	6.38	2.08%	2.03%
其他	88.88	9.21%	37.48%	87.69	7.34%	39.73%	95.54	6.90%	37.54%	16.97	5.54%	50.46%
合计	965.32	100.00%	18.46%	1193.38	100.00%	18.07%	1385.47	100.00%	17.14%	306.35	100.00%	15.86%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表 3 • 公司下属主要经营主体 2023 年（末）财务概况（单位：亿元）

企业名称	持股比例	所在业务板块	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润
浪潮集团	48.51%	IT	1323.23	336.13	1213.11	36.10
华特控股	100.00%	医药	63.11	50.84	33.89	11.53
德州银行股份有限公司	44.00%	其他	776.91	54.91	28.72	2.52
公司合并口径	--	--	2505.56	555.18	1385.47	46.67

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 业务经营分析

（1）IT 板块

浪潮集团为公司 IT 业务经营实体，业务范围涵盖硬件产品（服务器及微型计算机等）和软件产品（系统集成、软件开发及云计算等）。2021—2023 年，得益于服务器市场快速增长，公司加强产品规划和创新，服务器及部件销售额大幅增加，IT 业务收入规模保持增长；硬件业务上游集中度高，公司根据零部件供应情况调节备货力度，存货规模呈现一定波动，整体来看处于较高水平，需关注国际贸易摩擦加剧下原材料采购风险。

公司 IT 业务主要由浪潮集团负责运营。浪潮集团拥有浪潮信息、浪潮软件两家 A 股上市公司以及浪潮数字企业一家香港联交所上市公司，业务范围涵盖硬件产品（服务器及微型计算机等）和软件产品（系统集成、软件开发及云计算等），主要业务收入集中于两家国内上市公司。

A. 硬件产品

公司硬件产品的生产和销售主要由浪潮信息负责，主要产品分为通用服务器产品、存储服务器产品、高端服务器产品和边缘服务器产品等产品，产品结构丰富。通用服务器主要产品为通用机架式和塔式服务器；边缘服务器主要提供面向边缘云侧、远边侧、近边侧不同场景的极致边缘算力，满足用户边缘算力需求；存储服务器主要包括分布式存储、集中式存储及数据管理与保护系统等相关类别，支持数据快照、数据复制、远程数据同步的高端应用，可满足云计算、文件服务、视频图片处理等多领域的应用；高端服务器产品为客户关键业务应用而设计，具备享誉业界的“三高”特性，可为用户提供强大的计算性能、极致的可用性和从内核到系统的全方位安全防护能力。

截至 2023 年末，浪潮信息资产总额为 481.20 亿元，所有者权益合计 182.85 亿元；2023 年，浪潮信息实现营业总收入 658.67 亿元，同比下降 5.41%，利润总额 18.27 亿元，同比下降 15.74%，收入和利润同比下降主要系原材料供应受限影响出货量以及市场竞争激烈导致产品价格下降所致；经营活动现金净流入 5.20 亿元。2023 年，浪潮信息前五大供应商、前五大客户的集中度分别为 71.53%和 56.15%，上游集中度高。

采购

公司硬件产品原材料主要有 CPU、内存、硬盘等，主要采用“以需定购”的采购模式，由浪潮信息采购部门根据生产需要进行采购。浪潮信息已经与规模较大、信誉较好的供应商建立了合作伙伴关系，通过签订长期供货合同、建立安全库存，保证供应。浪潮信息与上游供应商的结算模式包括电汇、银行承兑汇票、信用证，并根据原材料的类别设定信用账期，基本为 30 天~90 天，进口采购结算货币以美元为主。价格方面，近年来公司元器件采购价格波动较大，一方面受市场供求关系影响，另一方面由于 CPU 等高端部件采用美元结算，汇率波动亦对采购价格存在影响。2021—2023 年，公司根据上游零部件供应情况调节备货力度，各期末存货分别为 289.78 亿元、214.63 亿元和 282.44 亿元。

生产

产能方面，公司拥有 8 个研发中心、10 个生产基地、26 个分支机构，业务遍及 120 多个国家和地区。生产模式方面，公司形成了信息化生产和自动化柔性生产模式。产品分为标准化生产和定制化生产两种模式。由于服务器特别是 K1 等高端服务器应用场景的特殊性，服务器生产更多采取按单定制的方式。此外，公司通过与客户实现供应链平台的信息化对接、自动化下单、共享库存提高运营效率，实现了与客户之间协同创新、量身定制，建立了与客户长期稳定的合作关系。在产线质量控制方面，公司考核产品上线直通率、交验合格率、出库合格率和产品研发水平，形成了成熟的产品可靠性测试制度（ORT）以保证产品质量，产品交检合格率逾 99%。

销售

公司硬件产品销售收入主要来自于国内地区，2023 年国内销售占比为 85.51%，主要客户为互联网客户、银行类金融机构、通信运营商和能源企业等。销售模式分直销和渠道销售两类。其中，直销模式主要面向政府、大中型企业集团等客户，主要通过参与大型项目招投标方式取得订单；渠道销售主要包括以下三种情形：（1）公司销售给分销商，由分销商销售给二级渠道即授权经销商再销售给最终客户；（2）公司销售给行业代理和金牌经销商，然后再销售给最终客户；（3）公司销售给系统集成商和独立软件开发商，由其再销售给最终客户。公司硬件产品直销和渠道销售比例约为 8：2。公司会对直销和渠道客户进行信用评估以确定信用账期，其中直销客户主要采取发货后付款、分阶段验收并按进度付款等方式；渠道客户主要采取发货付款方式，信用账期为 0~60 天，并以现付和 30 天账期为主。硬件销售的结算方式主要有现金、电汇、银行承兑汇票等。

B. 软件及系统集成

公司软件及系统集成业务涉及政府电子政务、烟草等其他行业信息化建设，主要由浪潮软件负责。经过多年发展，在国内区域电子政务和烟草行业信息化等领域积累了一定优势。截至 2023 年末，浪潮软件资产总额为 44.51 亿元，所有者权益合计 23.27 亿元；2023 年，浪潮软件实现营业总收入 25.53 亿元，同比增长 23.09%，利润总额 0.85 亿元，同比增长 39.50%，主要系当期业务拓展以及加强费用控制所致。2023 年，浪潮软件前五大供应商、前五大客户的集中度分别为 28.75%和 35.00%。

（2）医药板块

公司医药业务涵盖医药批发、零售及医药制造。其中医药制造业务经营主体华特控股聚焦于儿童健康领域产品的研发与生产，产品线丰富，核心产品“伊可新”市场占有率高，2021—2023 年营业总收入及净利润均稳定增长。

公司医药业务主要由全资子公司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”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。2023 年，山东医药实现营业总收入 13.18 亿元、利润总额 0.26 亿元，同比略有下降。

华特控股主要聚焦儿童健康领域产品的研发与生产，已形成了以伊可新（维生素 AD 滴剂）为龙头，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。2016 年以来，伊可新市场份额超过 50%，其中重要城市市场占有率不低于 85%，累计为超过 3 亿儿童提供了有效的佝偻病防治方案，在医药行业，特别是在儿科专业用药领域取得了良好的口碑和覆盖率。2021—2023 年，华特控股分别实现营业收入 23.39 亿元、29.68 亿元和 33.89 亿元，实现净利润 7.26 亿元、10.02 亿元和 11.53 亿元。

（3）贸易板块

公司进出口贸易产品以纸浆、油脂和淀粉为主，上下游集中度不高。

公司从事进出口贸易多年，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大型的纸浆经销商之一。

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。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，有一定进入壁垒。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。

图表 4 • 2022—2023 年公司贸易业务经营情况

年度	经营量（万吨）			销售收入（万元）			利润总额（万元）
	油脂	纸浆	淀粉	油脂	纸浆	淀粉	
2021 年	1.66	20.07	5.82	9,852.00	93,646.00	17,265.00	2,275.00
2022 年	1.83	22.66	4.72	49,486.00	128,915.00	15,532.00	3,726.00
2023 年	2.81	34.98	17.51	17,400.00	157,342.00	63,939.00	1,899.48

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2021 年，轻工供销油脂、纸浆销售量随市场行情较上年略有下降，同时新增淀粉销售业务；2022 年，轻工供销油脂、纸浆的销售量同比略有增长，淀粉销售量略有下降。由于商品价格的波动，油脂、纸浆的销售收入同比实现明显增长，淀粉销售收入小幅下降；2023 年，油脂、纸浆和淀粉的销售量保持增长，淀粉销售量及销售收入增幅较大。同时，由于油脂销售价格下降，当年贸易业务利润总额出现下滑。

从上下游集中度来看，2023 年，轻工供销前五大供应商及前五大客户的集中度分别为 28.35%和 21.62%，集中度不高。

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。

(4) 其他业务

公司其他业务收入主要包括远洋渔业收入、利息收入等。其中，公司从事远洋渔业的子公司为山东省中鲁远洋渔业股份有限公司（以下简称“中鲁远洋”），中鲁远洋拥有编号为 2018-059 的农业农村部远洋渔业企业资格证书，主要从事外海、远洋捕捞；水产品加工、销售业务。2021—2023 年，中鲁远洋分别实现收入 9.34 亿元、9.85 亿元和 11.45 亿元；利息收入主要来自德州银行股份有限公司（以下简称“德州银行”），2023 年，德州银行实现利息收入 27.85 亿元。

3 未来发展

公司发展思路清晰，发展前景良好。

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。

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021—2022 年财务报告进行了审计，北京国富会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2024 年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2021 年，公司合并范围内二级子公司新增两家同时减少一家；2022 年，公司合并范围内二级子公司减少 1 家，且浪潮集团合并范围内子公司有所增加；2023 年及 2024 年一季度，公司合并范围无重大变化。整体来看，浪潮集团合并范围变化对公司财务数据可比性产生一定影响。

1 资产质量

2021—2023 年末，公司资产规模保持增长，资产结构较均衡，货币资金充裕且持有一定规模的交易性金融资产，资产受限比例低，资产流动性强。

2021—2023 年末，公司资产总额年均复合增长 16.69%。截至 2023 年末，公司资产总额为 2505.56 亿元，流动资产占 52.80%。从构成来看，主要为货币资金（占 14.93%）、应收账款及存货等运营类资产（占 37.28%）以及交易性金融资产、发放贷款及垫款、债权投资等投资类资产（占 33.61%）。其中，交易性金融资产 98.56 亿元，主要为权益工具投资；应收账款账面余额 286.97 亿元，累计计提坏账准备 32.53 亿元，账面价值 254.44 亿元，账龄在 1 年以内的占 79.44%，前五名客户欠款金额占比 14.64%；存货 282.44 亿元，主要为储备的原材料以及库存商品等，截至 2023 年末计提存货跌价准备/合同履约成本减值准备 11.45 亿元；发放贷款及垫款 457.39 亿元，主要为德州银行放出的贷款；其他债权投资 167.14 亿元，主要为政策性银行债券、企业债券等。截至 2024 年 3 月末，公司合并资产总额为 2542.55 亿元，较 2023 年末增长 1.48%，资产构成变动不大。

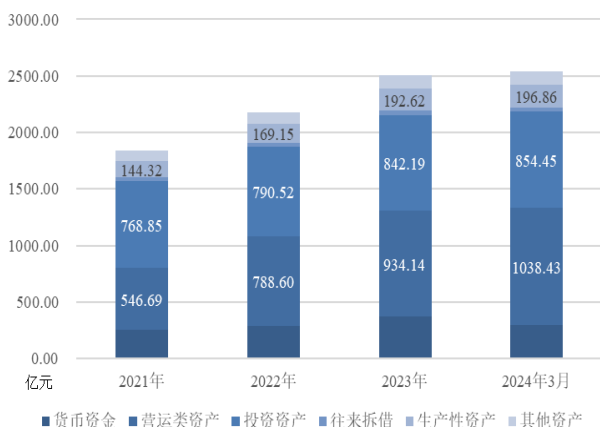
图表 5 • 公司资产构成情况

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	256.85	13.96%	292.17	13.40%	373.96	14.93%	295.71	11.63%

交易性金融资产	114.69	6.23%	86.28	3.96%	98.56	3.93%	100.41	3.95%
应收账款	205.83	11.19%	236.44	10.84%	254.44	10.16%	313.88	12.34%
存货	289.78	15.75%	214.63	9.84%	282.44	11.27%	306.08	12.04%
一年内到期的非流动资产	5.97	0.32%	114.84	5.27%	134.97	5.39%	140.42	5.52%
流动资产	983.05	53.43%	1077.03	49.38%	1323.01	52.80%	1339.74	52.69%
发放贷款及垫款	395.12	21.47%	433.89	19.89%	457.39	18.26%	463.07	18.21%
其他债权投资	109.62	5.96%	121.65	5.58%	167.14	6.67%	177.58	6.98%
长期应收款	12.86	0.70%	170.58	7.82%	191.88	7.66%	200.42	7.88%
固定资产	88.30	4.80%	92.29	4.23%	113.77	4.54%	115.57	4.55%
非流动资产	856.89	46.57%	1104.05	50.62%	1182.55	47.20%	1202.81	47.31%
资产总额	1839.93	100.00%	2181.09	100.00%	2505.56	100.00%	2542.55	100.00%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表6·公司各类资产变化情况



注：营运类资产包括应收票据、应收账款、应收款项融资、预付款项、存货、合同资产、一年内到期的非流动资产、长期应收款；投资资产包括交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、划分为持有待售的资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、发放贷款及垫款、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产、以摊余成本计量的金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、非流动金融资产、长期股权投资；往来拆借为其他应收款（合计）；生产性资产包括投资性房地产、固定资产、在建工程、生产性生物资产、油气资产、使用权资产、无形资产、开发支出、长期待摊费用

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表7·截至2023年末公司受限资产明细（单位：亿元）

资产名称	受限金额	受限金额占该科目的比例
货币资金	42.34	11.32%
无形资产	2.38	7.21%
固定资产	8.16	7.17%
其他流动资产	0.39	1.09%
其他非流动资产	3.27	13.05%
其他应收款	3.89	9.23%
其他非流动金融资产	0.24	1.68%
在建工程	0.34	2.87%
长期股权投资	4.92	7.40%
投资性房地产	0.07	0.35%
长期应收款	17.69	9.22%
应收票据	0.22	1.73%
债权投资	10.16	30.90%
其他债权投资	20.77	12.42%
合计	114.83	--

资料来源：联合资信根据公司资料整理

资产受限方面。2023 年末，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 114.83 亿元，占同期末资产总额的 4.58%，资产受限比例低。

2 资本结构

（1）所有者权益

2021—2023 年末，公司资本实力持续增强；截至 2023 年末，公司所有者权益中少数股东权益占 68.23%。

2021—2023 年末，公司所有者权益年均复合增长 11.38%，截至 2023 年末为 555.18 亿元。其中，实收资本占 8.11%、资本公积占 8.49%、未分配利润占 9.74%、少数股东权益占 68.23%。截至 2024 年 3 月末，公司所有者权益较 2023 年底保持稳定。

（2）负债

2021—2023 年末，公司债务规模增长较快，债务负担偏重。

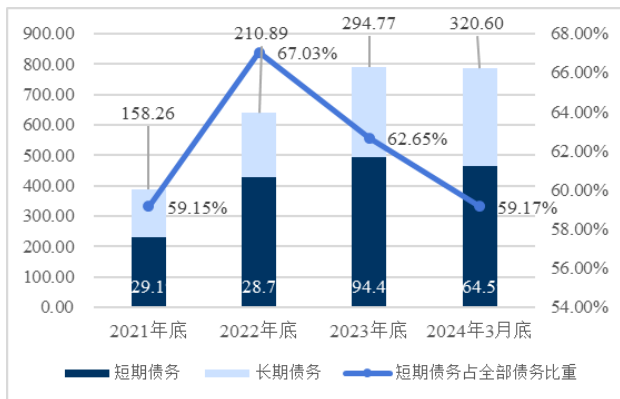
2021—2023 年末，公司负债总额年均复合增长 18.35%。截至 2023 年末，公司负债总额较上年末增长 15.88%，其中流动负债占 83.36%；全部债务年均复合增长 42.72%，截至 2023 年末为 789.17 亿元，其中短期债务占 62.65%，占比较上年末减少 4.38 个百分点。

2021—2023 年末，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持续增长，2023 年末分别为 77.84%、58.70% 和 34.68%，分别较上年末增加 0.67 个百分点、增加 2.48 个百分点、增加 4.93 个百分点。

截至 2024 年 3 月末，公司负债总额较 2023 年末增加 2.00%，全部债务较 2023 年末下降 0.50%，总体变化不大。

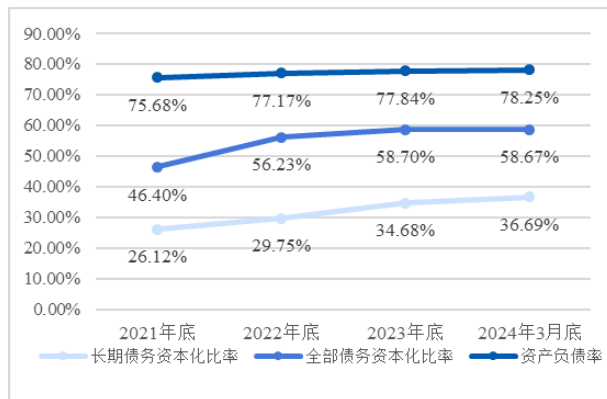
若将其他权益工具中的永续债计入全部债务，截至 2024 年 3 月末，公司全部债务为 805.51 亿元，全部债务资本化比率为 60.17%。

图表 8 • 公司全部债务构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 公司偿债指标



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入和利润总额保持增长，非经常性损益对利润有一定影响。总体看，公司盈利能力极强。

2021—2023 年，公司营业总收入及毛利润均持续增长，期间费用率持续下降；投资收益（以处置长期股权投资和交易性金融资产获得的投资收益为主）及其他收益（以政府补贴为主）对利润形成一定补充；减值损失主要为坏账损失以及存货跌价损失，对利润造成一定影响。得益于主营盈利的持续增加，2021—2023 年，公司利润总额保持增长，公司盈利能力极强。

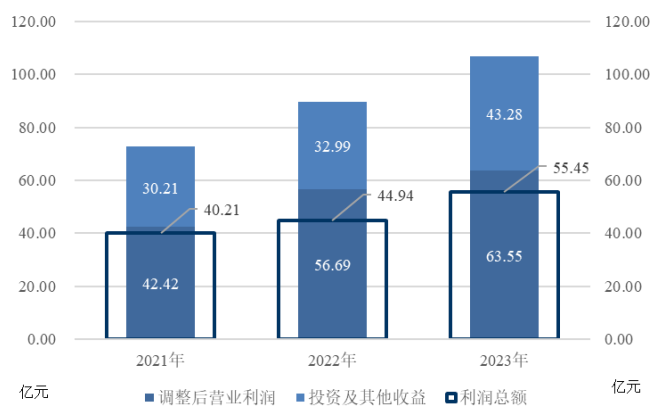
2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 306.35 亿元，同比增长 16.67%；利润总额 6.48 亿元，同比下降 24.20%，主要系上年同期公允价值变动净收益规模较大所致。

图表 10 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
营业总收入	965.32	1193.38	1385.47
毛利润	178.19	215.66	237.43
投资收益	13.86	12.95	12.19
公允价值变动收益	-3.68	-11.75	2.05
其他收益	14.33	25.25	27.14
减值损失(合计)	-17.09	-21.98	-24.09
利润总额	40.21	44.94	55.45
营业利润率	18.17%	17.80%	16.84%
期间费用率	13.77%	13.05%	12.25%
总资本收益率	5.63%	4.46%	4.39%
净资产收益率	7.86%	7.60%	8.41%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 • 2021—2023 年公司利润构成及变化趋势



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

2021—2023 年，受 IT 业务原材料备货规模变动影响，公司经营活动现金净流量波动较大，经营获现能力较好，考虑到公司 IT 业务原材料采购以及本部股权类投资业务的开展，公司存在一定的对外融资需求。

2021—2023 年，公司经营活动现金流入量及流出量均持续增长，经营活动现金净流量波动较大。2023 年，公司经营活动现金流出增长幅度较大，主要系 IT 业务原材料备货增加等原因所致，经营活动现金净流入规模同比下降，现金收入比仍保持在较高水

平。2021—2023 年，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金，投资活动现金流出主要为投资支付的现金，2022 年、2023 年投资活动持续净流出，筹资活动前现金维持净流入；公司筹资活动现金流量净额波动较大，2023 年加大了融资力度，筹资活动现金表现为较大规模净流入。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 60.71 亿元，投资活动现金净流出 7.49 亿元，筹资活动现金净流出 16.73 亿元。

图表 12 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1146.40	1506.90	1666.79	399.75
经营活动现金流出小计	1220.05	1433.27	1622.86	460.46
经营现金流量净额	-73.64	73.62	43.94	-60.71
投资活动现金流入小计	761.64	169.05	449.59	80.80
投资活动现金流出小计	748.43	193.70	470.55	88.28
投资活动现金流量净额	13.21	-24.65	-20.96	-7.49
筹资活动前现金流量净额	-60.43	48.97	22.98	-68.20
筹资活动现金流入小计	211.46	393.62	402.26	93.45
筹资活动现金流出小计	176.47	401.09	335.18	110.18
筹资活动现金流量净额	35.00	-7.46	67.09	-16.73
现金收入比	97.35%	109.14%	104.46%	96.99%
现金及现金等价物净增加额	-25.87	43.16	90.59	-84.45

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	81.49%	75.15%	81.38%
	速动比率	57.47%	60.17%	64.00%
	经营现金流动负债比	-6.11%	5.14%	2.70%
	经营现金/短期债务（倍）	-0.32	0.17	0.09
	现金短期债务比（倍）	1.64	0.89	0.98
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	75.88	75.49	97.86
	全部债务/EBITDA（倍）	5.11	8.47	8.06
	经营现金/全部债务（倍）	-0.19	0.12	0.06
	EBITDA 利息倍数（倍）	6.44	5.87	7.89
	经营现金/利息支出（倍）	-6.25	5.73	3.54

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从偿债指标看，截至 2023 年末，公司流动比率和速动比率较上年末有所提升，速动资产对流动负债的保障能力不足，现金类资产对短期债务覆盖能力较强；2021—2023 年，公司 EBITDA 波动增长，2023 年同比增长明显，EBITDA 对利息支出的覆盖能力良好，对全部债务的覆盖能力一般。

截至 2023 年末，公司合并口径（包含下属金融租赁公司）获得银行授信总额 1607.81 亿元，未使用授信余额 976.47 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。

截至 2023 年末，公司合并范围内对外担保余额为 16.88 亿元，系对关联企业的担保。

6 公司本部财务分析

公司本部资产以对控股子公司股权及投资类股权为主，资产流动性较强；2023 年，本部收益主要来自投资收益，现金类资产对短期债务覆盖能力很强。

截至 2023 年末，公司本部资产总额为 279.54 亿元，资产结构以非流动资产为主，现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 81.70 亿元，长期股权投资较上年底增长 6.08%至 172.38 亿元，主要为对子公司的投资（占 69.42%）。截至 2024 年 3 月末，本部直接持有 20 余家上市公司股权，均未质押，交易性金融资产 52.42 亿元。

图表 14 • 截至 2024 年 3 月末公司本部持股的部分上市公司情况

证券简称	持股数量(万股)	占总股本比例	期末参考市值(亿元)
积成电子	5,233.76	10.38%	3.41
中泰证券	12,087.18	1.73%	8.05
中通客车	7,098.16	11.97%	5.98
新华医疗	1,934.89	4.15%	4.42
江苏国泰	3,286.40	2.02%	2.30
深南电路	217.69	0.42%	1.94
奥拓电子	2,794.55	4.29%	1.73
正海磁材	1,516.06	1.85%	1.70
岳阳林纸	3,250.00	1.80%	1.57
鲁银投资	2,827.80	4.19%	1.51
国药现代	1,583.46	1.18%	1.42
潍柴重机	1,412.02	4.26%	1.26
鲁北化工	1,747.24	3.31%	0.98
银座股份	1,801.69	3.46%	0.82
好莱客	469.43	1.51%	0.43
普邦股份	2,544.65	1.42%	0.41

资料来源：wind

截至 2023 年末，公司本部所有者权益 122.67 亿元，全部债务 152.86 亿元，较上年底增长 9.36%，债务期限结构偏长期（短期债务占 26.49%），资产负债率和全部债务资本化比率分别为 56.12%和 55.48%，债务负担偏重；本部现金类资产对短期债务覆盖能力很强（2.02 倍）。

本部开展资产管理与股权投资业务，并承担管理职能以及部分融资职能，盈利水平受公允价值变动收益和投资收益影响较大。2023 年，本部实现营业总收入 0.26 亿元，利润总额 1.36 亿元（上年同期为-7.57 亿元，亏损主要系公允价值变动损失所致），其中投资收益和公允价值变动收益分别为 7.95 亿元和 1.12 亿元；本部取得投资收益收到的现金为 4.29 亿元。

九、ESG 分析

公司积极履行社会责任，治理结构和内控制度较为完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司 IT、医药等业务板块涉及生产制造，可能面临一定的环境风险。截至报告出具日，联合资信未发现公司因为环境问题受到监管部门的处罚。

社会责任方面，公司已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备，人员稳定性较高，积极履行作为国有企业的社会责任。

治理方面，公司未设置 ESG 部门，产业战略规划清晰，法人治理结构较为完善，内部规章制度和内控制度较为健全。

十、外部支持

1 支持能力

山东省经济平稳向好发展，财政运营稳定，支持能力极强。

山东省经济基础较好，且保持平稳向好发展。2023 年，全省实现生产总值（GDP）9.21 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6%；山东省财政运行稳定，一般公共预算收入 7464.7 亿元，比上年增长 5.1%，其中税收收入 5229.6 亿元，增长 9.1%，占一般公共预算收入的比重为 70.1%。

2 支持可能性

公司作为山东省重要的国有资本运营与管理平台，在资产划转和政府补贴等方面获得政府有力支持。

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。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—2023 年，公司分别实现其他收益 14.33 亿元、25.25 亿元和 27.14 亿元，以政府补贴为主。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构影响不大。

本期债项拟发行规模为不超过人民币 5.00 亿元（含 5.00 亿元），若按上限发行，分别占公司 2024 年 3 月末长期债务和全部债务的 1.56%和 0.64%，本期债项的发行对公司现有债务规模影响不大。

以 2024 年 3 月末财务数据为基础，若将本期永续债计入有息债务，本期债项发行后，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由 78.25%、58.67%和 36.69%上升至 78.29%、58.82%和 37.05%，考虑到本期债项扣除发行费用后的募集资金将全部用于偿还存量公司债券，发行后公司债务负担可能低于上述测算。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动产生的现金流入量对本期债项发行后长期债务的保障较好，且公司本部持有多家上市公司股权，可对本期债项的偿付提供有效支持。

以 2023 年财务数据为基础，以本期债项拟发行金额上限进行测算，预计发行后公司长期债务上升至 299.77 亿元，公司经营活动产生的现金流入量以及 EBITDA 对发行后长期债务的保障程度较好；考虑到公司本部持有多家上市公司股权，可对本期债项的偿付提供有效支持。

图表 15 • 本期债项偿还能力测算

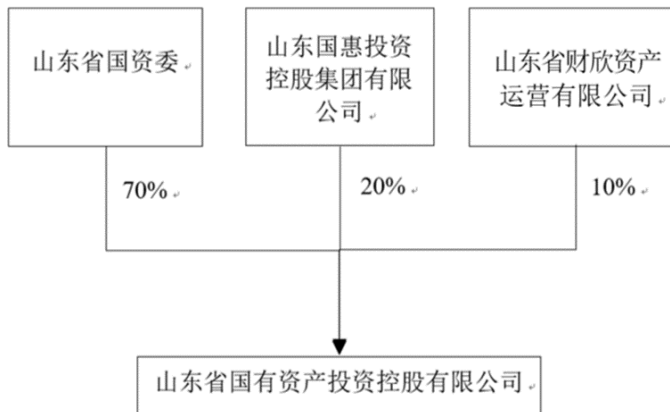
项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	299.77
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	5.56
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.15
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.06

注：发行后长期债务为将本期债项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

十二、评级结论

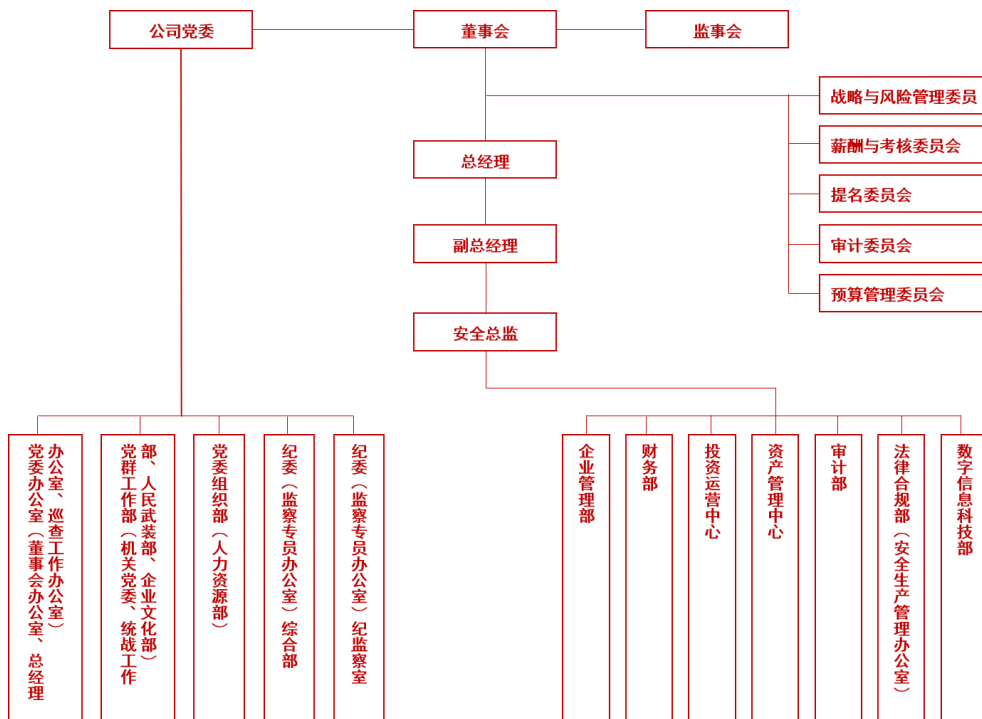
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	375.29	382.90	485.20	406.61
应收账款（亿元）	205.83	236.44	254.44	313.88
其他应收款（亿元）	32.54	37.65	42.12	32.71
存货（亿元）	289.78	214.63	282.44	306.08
长期股权投资（亿元）	85.06	66.29	66.45	67.09
固定资产（亿元）	88.30	92.29	113.77	115.57
在建工程（亿元）	9.04	23.20	11.89	15.29
资产总额（亿元）	1839.93	2181.09	2505.56	2542.55
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00	45.00
少数股东权益（亿元）	283.49	337.23	378.82	379.18
所有者权益（亿元）	447.55	497.99	555.18	553.12
短期债务（亿元）	229.19	428.75	494.41	464.59
长期债务（亿元）	158.26	210.89	294.77	320.60
全部债务（亿元）	387.45	639.63	789.17	785.19
营业总收入（亿元）	965.32	1193.38	1385.47	306.35
营业成本（亿元）	787.13	977.72	1148.04	257.76
其他收益（亿元）	14.33	25.25	27.14	4.48
利润总额（亿元）	40.21	44.94	55.45	6.48
EBITDA（亿元）	75.88	75.49	97.86	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	939.73	1302.44	1447.25	297.14
经营活动现金流入小计（亿元）	1146.40	1506.90	1666.79	399.75
经营活动现金流量净额（亿元）	-73.64	73.62	43.94	-60.71
投资活动现金流量净额（亿元）	13.21	-24.65	-20.96	-7.49
筹资活动现金流量净额（亿元）	35.00	-7.46	67.09	-16.73
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.64	5.18	5.37	--
存货周转次数（次）	3.60	3.88	4.62	--
总资产周转次数（次）	0.57	0.59	0.59	--
现金收入比（%）	97.35	109.14	104.46	96.99
营业利润率（%）	18.17	17.80	16.84	15.59
总资本收益率（%）	5.63	4.46	4.39	--
净资产收益率（%）	7.86	7.60	8.41	--
长期债务资本化比率（%）	26.12	29.75	34.68	36.69
全部债务资本化比率（%）	46.40	56.23	58.70	58.67
资产负债率（%）	75.68	77.17	77.84	78.25
流动比率（%）	81.49	75.15	81.38	81.93
速动比率（%）	57.47	60.17	64.00	63.21
经营现金流动负债比（%）	-6.11	5.14	2.70	--
现金短期债务比（倍）	1.64	0.89	0.98	0.88
EBITDA 利息倍数（倍）	6.44	5.87	7.89	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.11	8.47	8.06	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各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；3. 2021—2023 年其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务其相关指标核算；4. 2021—2023 年其他应付款、长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务及其相关指标核算；5. 公司全部债务包含下属金融租赁公司的长短期借款

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	89.78	74.65	81.71	84.44
应收账款（亿元）	1.12	1.12	1.12	1.12
其他应收款（亿元）	7.30	5.50	5.65	4.25
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	148.84	162.50	172.38	172.87
固定资产（亿元）	1.47	1.58	1.52	1.51
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	273.20	265.98	279.54	280.28
实收资本（亿元）	45.00	45.00	45.00	45.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	129.75	121.71	122.67	123.59
短期债务（亿元）	92.47	40.83	40.49	10.22
长期债务（亿元）	61.36	98.95	112.37	132.11
全部债务（亿元）	153.84	139.78	152.86	142.33
营业总收入（亿元）	0.29	0.29	0.26	0.07
营业成本（亿元）	0.10	0.10	0.10	0.03
其他收益（亿元）	0.24	0.38	0.37	0.00
利润总额（亿元）	-5.47	-7.57	1.36	0.78
EBITDA（亿元）	-1.08	-2.70	6.25	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	9.14	12.24	24.88	13.10
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.43	2.95	-0.97	0.63
投资活动现金流量净额（亿元）	-16.13	-2.04	5.40	4.32
筹资活动现金流量净额（亿元）	17.18	-3.15	7.27	-2.28
财务指标				
销售债权周转次数（次）	0.26	0.26	0.23	--
存货周转次数（次）	4618.48	*	*	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	40.02	26.98	19.49	41.48
总资本收益率（%）	0.07	-0.63	2.20	--
净资产收益率（%）	-3.24	-5.35	1.11	--
长期债务资本化比率（%）	32.11	44.84	47.81	51.67
全部债务资本化比率（%）	54.25	53.45	55.48	53.52
资产负债率（%）	52.51	54.24	56.12	55.91
流动比率（%）	123.91	179.32	198.86	365.32
速动比率（%）	123.91	179.32	198.86	365.32
经营现金流动负债比（%）	-0.54	6.51	-2.18	--
现金短期债务比（倍）	0.97	1.83	2.02	8.26
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.25	-0.56	1.33	--
全部债务/EBITDA（倍）	-141.92	-51.70	24.47	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各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；3. “*”表示该指标分母为零；4. 2021—2023 年其他流动负债中的有息债务已调整至短期债务其相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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+平均应收款项融资)
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+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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、调降或维持

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。