

山东省鲁信投资控股集团有限公司

2024 年面向专业投资者公开发行

公司债券（第三期）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〔2024〕5423号

联合资信评估股份有限公司通过对山东省鲁信投资控股集团有限公司及其拟发行的 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）的信用状况进行综合分析和评估，确定山东省鲁信投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，山东省鲁信投资控股集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）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：

二〇二四年七月三日

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鲁信投资控股集团有限公司（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。

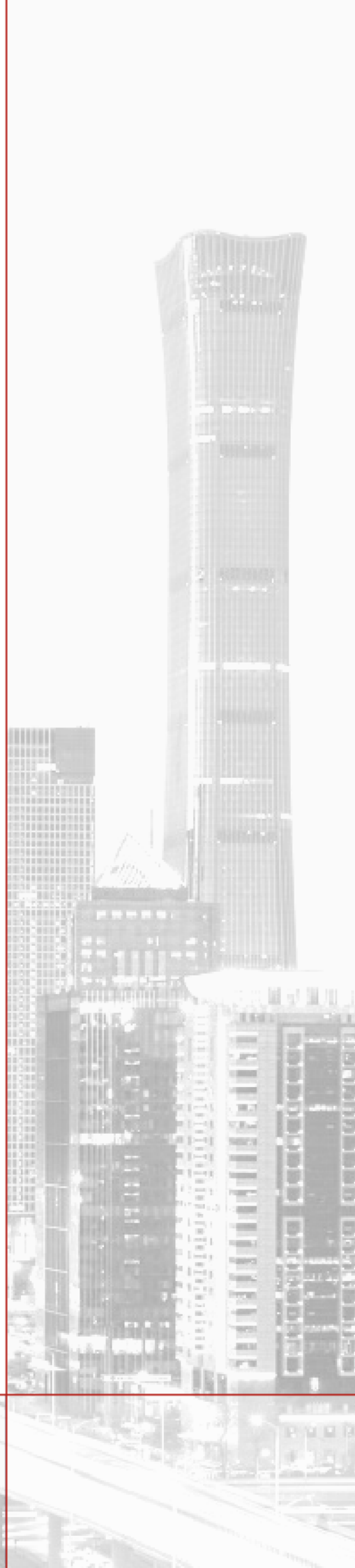
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。



山东省鲁信投资控股集团有限公司 2024 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第三期）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	2024/7/3

债项概况 本期债项发行规模为 10.00 亿元，期限为 10 年；按年付息，到期一次性还本；募集资金用于生产性支出；本期债项无信用增进。

评级观点 山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）是山东省财政厅履行出资责任的省属骨干金融企业，资本实力雄厚，区域战略地位突出；法人治理结构及管理制度健全。公司主要从事不良资产管理、信托、创业投资等业务，金融牌照资源优质。其中，资产管理业务经营实体山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“山东资管”）是山东省首家具有批量转让金融不良资产资质的省级资产管理公司，拥有 AMC 牌照，承担着维护山东省金融系统稳定，防范和化解区域金融风险的使命，战略地位突出，但宏观经济放缓背景下，公司不良资产风险控制及处置能力可能面临一定考验；信托业务因行业监管政策日趋严格且行业竞争加剧，经营业绩承压；创业投资业务收益受外部经济环境及投资项目经营业绩变动等因素影响，存在波动。财务方面，公司近年来持续获得股东增资，资本实力不断增强；资产主要由不良资产包、债权投资和股权投资等构成，流动性一般；债务负担偏重，偿债指标表现较好，融资渠道畅通。本期债项的发行对公司债务结构影响不大，公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可。考虑到公司持续得到股东支持，且融资渠道畅通，均可为本期公司债券偿还提供一定支撑。

个体调整：无。

外部支持调整：近年来公司持续获得股东增资，资本实力增强。

评级展望 未来，随着加大对金融资源的布局以及存量业务的持续扩张，公司金融服务体系逐步完善，金融实力持续增强，公司核心竞争力和区域影响力有望不断巩固。

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

- **区域战略地位突出，持续获得股东增资。**公司为山东省财政厅履行出资责任的省属骨干金融企业，主营业务以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，区域战略地位突出。2021 年—2023 年，公司持续获得股东增资，实收资本由 115.00 亿元（2020 年末）增长至 360.00 亿元。
- **业务布局多元化，参控股金融资源优质。**截至 2024 年 3 月底，公司控股山东资管、山东省国际信托股份有限公司，参股恒丰银行股份有限公司（公司为其第一大股东），同时开展创业投资、基础设施业务等，金融牌照资源优质，业务布局多元化。

关注

- **金融服务业务收益对利润总额影响较大。**公司持有大量金融资产、权益投资等，上述资产形成的投资收益和减值损失受外部经济环境及投资项目经营业绩变动等因素影响，存在波动。
- **在宏观经济放缓背景下，公司不良资产风险控制及处置能力面临一定考验。**公司大部分资产由收购的不良资产包、应收款项类投资构成，2023 年公司资产处置规模及资产回收率同比提升，但宏观经济放缓可能在一定程度上加大公司风险控制和不良资产处置难度。

本次评级使用的评级方法、模型

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	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	1
财务风险	F2	现金流	资产质量	5
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
指示评级				aa ⁺
个体调整因素：无				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

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

主要财务数据

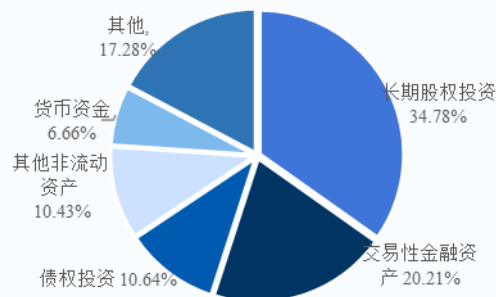
合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	720.44	622.25	514.13	522.66
资产总额（亿元）	1769.42	1925.39	1909.29	1933.60
所有者权益（亿元）	700.06	770.39	782.85	773.73
短期债务（亿元）	430.99	359.97	442.92	472.81
长期债务（亿元）	478.60	720.41	589.70	531.08
全部债务（亿元）	909.58	1080.38	1032.63	1003.89
营业总收入（亿元）	94.02	123.05	128.47	24.18
利润总额（亿元）	26.19	27.09	28.82	6.71
EBITDA（亿元）	60.02	65.64	76.42	--
经营性净现金流（亿元）	154.84	33.51	106.19	12.46
营业利润率（%）	41.59	41.11	46.73	32.80
净资产收益率（%）	3.61	2.45	3.06	--
资产负债率（%）	60.44	59.99	59.00	59.99
全部债务资本化比率（%）	56.51	58.37	56.88	56.47
流动比率（%）	163.15	189.53	135.15	117.51
经营现金流动负债比（%）	27.56	7.80	20.39	--
现金短期债务比（倍）	1.67	1.73	1.16	1.11
EBITDA 利息倍数（倍）	1.85	1.82	1.75	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.16	16.46	13.51	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	631.07	807.12	868.97	872.93
所有者权益（亿元）	466.41	482.06	483.51	468.02
全部债务（亿元）	116.32	272.68	334.50	355.46
营业总收入（亿元）	0.24	0.26	0.18	0.00
利润总额（亿元）	4.42	0.36	1.35	2.00
资产负债率（%）	26.09	40.27	44.36	46.39
全部债务资本化比率（%）	19.96	36.13	40.89	43.17
流动比率（%）	154.75	44.63	66.51	45.46
经营现金流动负债比（%）	17.61	-4.34	-11.23	--

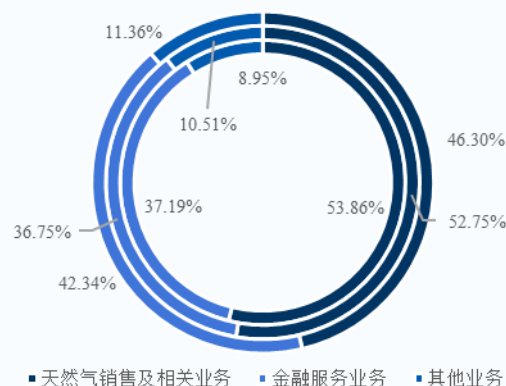
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径 2021—2023 年末其他流动负债和长期应付款中的有息债务已分别调整至短期债务和长期债务及其相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

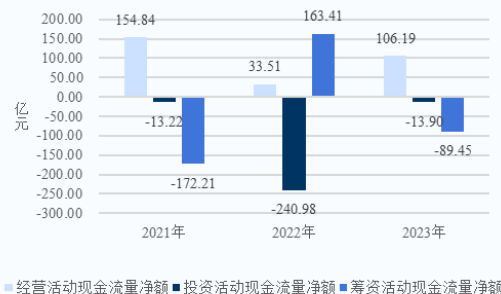
2023 年底公司资产构成



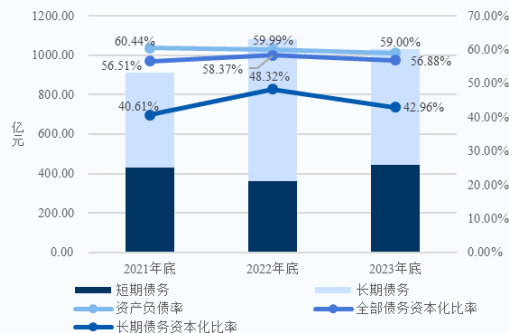
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



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	2024/06/21	刘丙江、刘祎烜	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	2014/12/18	史延、王慧	一般工商企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
			工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文

注：上述历史评级报告的评级报告通过报告编号可查回；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号
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

刘丙江

项目组成员：刘祎烜 liuyixuan@lhratings.com

刘祎烜

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

山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）原名山东省鲁信投资控股有限公司，成立于 2002 年 1 月 31 日，是经鲁经贸企字〔2001〕762 号和鲁财国股〔2001〕53 号文件批准，在原山东省国际信托投资公司、山东省高新技术产业投资有限公司（原山东省高新技术投资有限公司）等企业基础上整合组建的大型国有投资控股公司，初始注册资本 30.00 亿元，由山东省人民政府国有资产监督管理委员会全额出资，2005 年 8 月公司更为现名。后经过一系列股权划转以及股东增资，截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本为 360.00 亿元，其中山东省财政厅持有公司 90.75% 的股权，山东省财欣资产运营有限公司（以下简称“山东财欣”）持有公司 9.25% 的股权。公司控股股东为山东省财政厅，最终实际控制人为山东省人民政府。

公司主营业务涉及不良资产管理、信托、创业投资等领域，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 2023 年底，公司本部内设党委办公室（董监事会办公室、发展研究院）、总经理办公室、党委组织部（人力资源部）、党委巡察办、党委统战部等职能部门；公司合并范围内拥有二级子公司 9 家。

2023 年末，公司资产总额 1909.29 亿元，所有者权益 782.85 亿元（含少数股东权益 175.82 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 128.47 亿元，利润总额 28.82 亿元。

2024 年 3 月末，公司资产总额 1933.60 亿元，所有者权益 773.73 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 24.18 亿元，利润总额 6.71 亿元。

公司注册地址：济南市历下区奥体西路 2788 号 A 塔；法定代表人：陈秀兴。

二、本期债项概况

公司拟发行“山东省鲁信投资控股集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）”（以下简称“本期债项”）。本期债项发行金额为 10.00 亿元；期限为 10 年，按年付息，到期一次性还本。

本期债项无信用增进。

本期债项募集资金将用于生产性支出。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。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 年一季度报）》](#)。

四、行业分析

1 不良资产管理行业

国内宏观经济波动带来整体不良资产化解需求增加，为不良资产管理行业提供了较大发展空间。近年来，不良资产管理行业市场格局进一步多元化，地方 AMC 数量适度扩容，市场主体以国有背景为主，区域内地方 AMC 机构数量与银行不良贷款规模基本正相关。

2019年以来，行业持续严监管的政策基调，引导不良资产管理公司回归主业，鼓励其多渠道支持实体经济化解风险，但全国统一的地方AMC行业监管办法仍未正式出台；2023年，地方AMC的监管机构变更为金监局，预计行业将延续严监管态势。

未来，地方AMC仍保持属地经营定位，预计行业仍有牌照适度扩容的可能；随着经济增长压力加大和地产风险持续上升，不良资产管理行业发展空间扩大，但行业风险也有所上升。在行业全面回归主业和持续“对外开放”的趋势下，行业内部竞争加剧，对地方AMC的专业化能力提出更高要求，行业“马太效应”将持续显现。完整版行业分析详见[《2024年地方资产管理公司行业分析》](#)。

2 信托行业

随着金融去杠杆、去通道政策的逐步推进，信托行业中集合类产品占比提升，2022年资管新规正式实施和分类评价征求意见稿继续推进信托业转型发展，原银保监会罚单增加，信托行业监管仍趋严。

中国信托业自2001年《信托法》颁布实施后正式步入主营信托业务的规范发展阶段以来，在经历了2008—2017年间高速发展之后，随着“资管新规”和“两压一降”监管政策的出台，自2018年开始进入了一个负增长的下行发展周期，主旋律是转型发展，虽行业呈下行态势但已企稳，业务结构亦发生较大变化。截至2022年末，信托资产规模为21.14万亿元，较上年末增长2.87%。从信托资产结构上来看，截至2022年末，集合资金信托规模为主，占比达到52.08%，单一资金信托规模占比为19.03%；管理财产信托规模占比为28.89%。自资管新规以来，信托资产结构整体呈现“两升一降”趋势，集合资金信托持续上升，管理财产信托长期来看实现规模增长，而以通道类业务为主的单一资金信托则持续压降。

近年来，金融监管持续趋严，信托行业监管规则逐步完善。2022年资管新规正式实施，监管部门明确提出新的信托分类标准，即按照资产管理信托、资产服务信托和公益/慈善信托对信托业务进行划分。新分类旨在引导信托公司立足受托人定位，回归资产管理和受托服务本源，以更加规范的方式发挥信托制度优势和行业传统竞争优势，推动信托业高质量转型发展。2022年，共有18家银保监会对21家信托公司共开出112张罚单（含个人）。合计处罚金额6814万元（罚款金额统计中包含公司及个人）。

整体看，作为资产管理行业的重要子板块，信托行业在制度红利、业务范围、专业能力以及创新意识方面具有较强的竞争优势，监管从严规范有助于行业加速转型，回归业务本源。近年来，严监管态势的延续使得信托业发展趋缓，但新的外部环境有助于提升信托行业资产管理能力和风险防控意识，长期将利好行业稳健发展。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司是山东省财政厅履行出资责任的省属骨干金融企业，开展不良资产管理、信托、创业投资及基金管理等业务，业务布局多元化，金融牌照资源优质，综合实力极强。

公司是山东省财政厅履行出资责任的省属骨干金融企业，贯彻实施省委省政府战略意图，坚持金融服务实体经济的宗旨，以战略管理为导向，以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，致力于打造高质量发展的金融控股集团。公司业务布局多元化，涉及不良资产管理、信托、创业投资等领域。截至2023年底，公司合并范围内二级子公司共9家，包含2家上市公司——山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国信”，1697.HK，公司持股52.96%，无质押）和鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”，600783.SH，公司持股69.57%，无质押）。

不良资产管理方面，子公司山东省金融资产管理股份有限公司（以下简称“山东资管”）是山东省首家具有批量转让金融不良资产资质的省级资产管理公司，拥有AMC牌照，承担着维护山东省金融系统稳定，防范和化解区域金融风险的使命，战略地位突出。山东资管持有恒丰银行股份有限公司（以下简称“恒丰银行”）46.61%股权，为恒丰银行第一大股东。

信托业务是公司的传统核心业务，由山东国信运营。近年来，山东国信逐步加强业务转型，主动管理能力得到提升，总体经营较稳健。创业投资及基金管理业务由鲁信创投运营，开展产业投资基金、区域投资基金、专业投资基金、平台投资基金等多种投资，投资项目储备较充足。此外，公司经营融资租赁、小额贷款等类金融服务业务，服务区域中小微企业发展融资需求。

2 人员素质

公司高级管理人员管理经验较为丰富，可满足公司现有业务运营需要。

截至2023年底，公司本部高级管理人员包括总经理、副总经理、首席财务官、董事会秘书、首席信息官和安全总监。

陈秀兴先生，1965 年生，山东省省委党校研究生，中共党员。历任聊城经济开发区党工委副书记、管委会主任；茌平县委书记；聊城市委常委、副市长。2022 年 7 月起任公司董事长。

王飏先生，1968 年生，大学本科学历；历任山东省酿酒葡萄科研所加工研究室副主任、副总工程师、中心试验室主任；山东省高新技术投资有限公司创业投资部高级经理、副经理、经理；山东鲁信投资管理有限公司总经理助理兼创业投资二部经理；山东鲁信恒基投资有限公司副总经理；山东鲁信实业集团有限公司、山东鲁信恒基投资有限公司董事长、总经理；鲁信创投总经理、董事长、党委书记；鲁信集团党委常委、董事兼鲁信创投党委书记、董事长；2023 年 6 月起任公司总经理。

3 信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：9137000073577367XA），截至 2024 年 5 月 14 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 2024 年 6 月 11 日，联合资信未发现公司曾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、列入经营异常名录信息、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

公司已建立了较为完善、系统的法人治理结构。

法人治理方面，公司设立了股东会和董事会，实际运行情况良好。公司董事会由 8 名董事组成，其中执行董事 4 名、外部董事 3 名、职工董事 1 名，董事会设董事长 1 名，执行董事的任免按照企业领导人员管理权限审批，外部董事人选由履行出资人职责的机构提出，职工董事由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生；公司无监事会人员，股东代表监事职责、专职监事职责划入山东省审计厅；总理由董事会决定聘任或者解聘。

2 管理水平

公司建立了较为完善的内部管理制度，各项管理工作有章可循，内部管理制度化、规范化程度较高。

公司根据实际经营和发展的需要，采取分级管理模式管理下属子公司。其中，集团母公司为公司的管理总部，经过多年发展，已经建立了一套较为完善的内部控制制度，基本能够管控公司经营活动中的主要风险，确保战略目标的实现。子公司管理方面，公司对纳入合并报表范围的子公司均具有实际的管理控制权。公司制定了《投资管理制度》《内部审计暂行规定》《资产管理办法》等制度，适用于集团公司及其下属所有子公司，通过建立完善内部牵制、稽核、审计制度保证业务活动按照授权进行；保证对资产和记录的接触、处理均经过授权；在公司基本治理制度中详细规定了下属子公司的决策权限，重大长期股权投资、证券投资、担保等事项需由集体公司进行决策。财务方面，权属公司首席财务官接受集团公司财务管理部的专业管理，定期向集团公司财务管理部汇报财务工作，及时报告重大问题。集团公司财务管理部负责权属公司首席财务官的业务归口管理。

七、经营分析

1 经营概况

2021—2023 年，公司经营格局保持稳定，营业总收入及毛利率均持续提升。

2021—2023 年，公司主营业务格局保持稳定，营业总收入主要来源于天然气销售及相关业务、金融服务业务（含信托、不良资产收购与处置、融资租赁、信用增进业务等）以及磨具、印刷、水污染治理等其他业务；营业总收入规模持续增长，2023 年，公司营业总收入同比增长 4.40%，主要来自金融服务收入的增长，金融服务收入占比有所提升。

从毛利率来看，2021—2023 年，公司天然气销售及相关业务毛利率小幅波动；金融服务业务 2022 年毛利率增幅较大，主要系子公司冲抵部分利息支出，当期计入营业成本的利息支出为负所致，2023 年毛利率基本保持稳定；其他业务毛利率受业务构成变动而出现一定变动，对公司综合毛利率影响有限。综合作用下，公司综合毛利率持续提升。

2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 7.25%，综合毛利率相比上年同期增加 1.39 个百分点。

图表 1 • 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
天然气销售及相关业务	50.64	53.86%	4.91%	64.91	52.75%	5.81%	59.48	46.30%	5.55%	15.39	63.65%	5.81%
金融服务业务	34.97	37.19%	83.92%	45.22	36.75%	100.15%	54.39	42.34%	98.07%	6.47	26.77%	96.92%
其他业务	8.41	8.95%	40.48%	12.93	10.51%	23.16%	14.60	11.36%	28.76%	2.32	9.58%	39.74%
合计	94.02	100.00%	37.55%	123.05	100.00%	42.30%	128.47	100.00%	47.36%	24.18	100.00%	33.45%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

从运营主体来看，山东鲁信实业集团有限公司（以下简称“鲁信实业”）及其下属山东实华天然气有限公司（以下简称“实华公司”）主要经营天然气销售业务及相关业务，2023 年，由于天然气销售价格下调等原因，鲁信实业净利润同比下降 28.03%；山东国信经营包括产业投资信托业务、房地产信托业务、证券投资信托业务等在内的多项业务，2023 年，由于行业竞争加剧以及投资收益下滑，山东国信净利润同比下降 43.43%；山东资管主营业务包括不良资产经营、综合金融服务和资产管理业务三大板块，2023 年，由于计提信用减值损失 8.91 亿元，山东资管净利润同比有所下降；鲁信创投主要从事创投业务以及磨料磨具业务，其创投业务是公司投资收益的最重要来源。2023 年，因投资收益下降，鲁信创投净利润同比下降 47.32%。

图表 2 • 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	所在业务板块	资产总额	所有者权益	营业总收入	净利润	净利润同比
山东资管	金融服务业务（金融资产管理）	1281.93	684.31	39.40	21.63	-9.38%
山东国信	金融服务业务（信托）	141.69	110.89	9.74	1.59	-43.43%
鲁信创投	创投业务（投资收益）、磨料磨具	87.16	46.55	0.80	2.55	-47.32%
鲁信实业	天然气销售及相关业务等	114.36	59.99	66.47	3.44	-28.03%
公司合并口径	--	1909.29	782.85	128.47	23.96	26.87%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 业务经营分析

（1）天然气销售及相关业务

天然气销售及相关业务为公司收入的重要来源，2021—2023 年该业务收入呈现一定波动，2023 年因下游需求疲软以及销售价格的波动导致销售额下降较明显。

天然气销售及相关业务为公司重要的收入来源，该业务收入主要来源于天然气销售及其他业务相关收入，营业成本主要为购买天然气的价款和管道输送费；天然气采购全部来自于实华公司另一股东中石化（其具体业务由中石化天然气分公司负责），实华公司按年度与中石化天然气分公司签署照付不议天然气采购合同，每年按照上年供气量签订下年度采购量，采购价按照山东省物价局天然气核定价格，实华公司每 10 天对上游结算数字核对后进行付款；天然气销售目前主要覆盖山东省大部分地市及河北省衡水市区域，下游客户主要为各地市的天然气经销公司，实华公司按月与各天然气经销公司结算，并由各天然气经销公司对当地企业和居民供气，结算方式为按月现金结算，天然气销售价格是由天然气采购价格、天然气购销差价和管道输送费三部分组成，天然气购销差价和管道输送费由山东省物价局核定确定。

图表 3 • 2021—2023 年公司天然气销售情况

年份	销售量（亿立方米）	销售金额（亿元）	销售价格（元/方）
2021 年	19.30	49.99	2.59
2022 年	20.09	70.11	3.49
2023 年	17.16	54.70	3.19

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2021—2023 年，公司天然气销售量以及销售价格均有不同程度的波动，2023 年销售额同比有较明显的下降，主要系下游需求疲软等原因所致。2023 年，公司天然气销售前五大客户的销售金额为 14.61 亿元，占销售总额的 26.71%。

（2）信托业务

2021—2023 年，随着行业监管政策日趋严格且行业竞争加剧，公司新增信托业务规模以及信托业务收入均有所下降。

受资产管理市场竞争加剧，行业监管政策日趋严格等因素影响，2021—2023 年，山东国信新增信托业务规模下降，2022 及 2023 年发行信托产品分别为 477 支和 626 支，募集资金规模分别为 665.92 亿元和 523.00 亿元，截至 2023 年底存续信托余额 1855.52 亿元。从收入构成来看，佣金及手续费净收入为公司信托收入的最主要来源，2021—2023 年规模相对稳定；利息净收入 2022 年同比下降明显，主要系客户贷款规模下降所致，2023 年略有回升；投资收益及公允价值变动收益等随着资产处置进度以及持有资产的价值波动。总体来看，2021—2023 年公司信托业务收入持续下降。山东国信依照监管要求并根据自身风险状况，定期监控净资本及风险资本。截至 2023 年末，山东国信净资本为 88.89 亿元，总风险资本为 31.90 亿元，净资本与总风险资本的比率为 278.65%，净资本与净资产的比率为 80.13%。

图表 4 • 2021—2023 年公司信托业务收入构成（单位：亿元）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
利息收入	5.41	30.40%	0.63	4.36%	1.92	15.37%
佣金及手续费净收入	8.30	46.65%	9.90	68.51%	7.71	61.73%
投资收益	2.73	15.34%	3.43	23.74%	0.62	4.96%
公允价值变动损益	-2.07	-11.63%	0.40	2.77%	2.12	16.97%
处置经合并的结构性实体持有的联营企业净收益	3.34	18.77%	--	--	--	--
其他收入	0.08	0.46%	0.09	0.62%	0.12	0.96%
合计	17.79	100.00%	14.45	100.00%	12.49	100.00%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

（3）金融资产管理业务

2021—2023 年，公司金融资产管理收入持续增长；2023 年不良资产处置规模及资产回收率同比提升，但宏观经济放缓背景下，公司不良资产风险控制及处置能力面临一定考验。

山东资管是山东省首家获得批量转让金融不良资产资质的省级资产管理公司，目前主营业务包括不良资产经营、综合金融服务和资产管理业务三大板块。2021—2023 年，山东资管营业收入持续增长，主要来自不良资产经营、综合金融服务以及资产管理业务。

图表 5 • 2021—2023 年公司金融资产管理业务收入构成（单位：亿元）

项目	2021 年		2022 年		2023 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
不良资产经营	35.19	191.71%	18.62	58.69%	33.89	85.99%
综合金融服务	5.78	31.44%	3.33	10.50%	2.83	7.17%
资产管理	7.62	41.52%	5.75	18.14%	6.14	15.59%
理财收入	0.52	2.82%	0.63	2.00%	0.31	0.78%
利息收入	2.48	13.53%	1.17	3.67%	0.88	2.22%
公允价值变动损益	-33.39	-181.91%	1.91	6.01%	-5.45	-13.84%
其他收入	0.16	0.90%	0.32	1.00%	0.82	2.08%
合计	18.36	100.00%	31.73	100.00%	39.40	100.00%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

不良资产经营方面，山东资管资产来源包括金融机构不良债权及非金融机构不良债权，主要业务模式包括两类：一是收购处置类，即在尽职调查基础上通过参与公开竞价、协议转让等市场化方式收购不良债权资产，根据不良债权资产特点制定相应管理处置策略，运用诉讼催收、债权转让等多种处置手段以最大化提升资产价值，将不良债权资产处置完毕实现债权现金回收并取得高于收购成本的资产处置收益；二是收购重组类，即针对出现暂时流动性风险有重组价值的企业、项目、债权等，在尽职调查及估值基础上收购债权，同时与原债务

人及相关方达成重组协议，对还款金额、还款方式、还款时间、风控措施等做出重组安排，从而实现盘活和提升存量资产价值，修复债务人信用，实现债权回收并取得重组补偿金等固定收益收入。不良资产收购成本和处置价格均会受到宏观经济、资本市场等外部环境的影响，2021—2023 年，山东资管不良资产收购成本波动下降，处置金额变动增长。2023 年，由于宏观经济形势影响，山东资管不良资产收购成本有所下降；随着年内处置诉讼案件的结案增多，处置金额及现金回收金额均实现同比增长，资产及现金回收状况向好。

图表 6 • 2021—2023 年山东资管不良资产收购及处置情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
收购金额	229.53	162.79	186.84
收购成本	55.13	65.20	33.81
处置金额	277.62	172.60	369.75
现金回收金额	174.98	133.57	199.61
不良资产余额	1,499.65	1,489.85	1,306.94
资产回收率	56.77%	58.98%	65.78%
现金回收率	46.18%	48.70%	49.48%

资料来源：联合资信根据公司资料整理

综合金融服务方面，山东资管依托不良资产管理与经营主业所积累的风险控制能力与经验，对于一些行业成长性高、企业质地优良但短期内面临一定财务困境的企业，通过股权投资、债权转股权等方式获得相应股权资产，通过企业经营资产置换重组等方式提升股权价值，在股权退出后实现投资增值获得收益。综合金融服务板块的投资依照投资的资产性质不同，分别将应收款项类投资及定增项目计入应收款项类投资科目及可供出售金融资产科目。另外将应收款项类投资依照持有期限，划分为其他流动资产、其他非流动资产及一年内到期的非流动资产。在收入确认方面，对于日常取得的利息回款，计入当期收入。其中，应收款项类投资主要为信托计划、委托贷款等资产，依照合同约定的债务人应付利息的金额和日期确认收入，可供出售金融资产主要为通过定增项目持有的二级市场股票，分别于分红及退出时确认收入。2021 年度，公司综合金融服务各类投资规模合计金额为 57.24 亿元，按期回收 95.22 亿元，截至 2021 年末投资余额为 56.16 亿元；2022 年度，各类投资规模合计金额为 32.60 亿元，按期回收 37.42 亿元，截至 2022 年末投资余额为 49.23 亿元；2023 年度，各类投资规模合计金额为 48.08 亿元，按期回收 50.25 亿元，截至 2023 年末投资余额为 49.15 亿元。

资产管理方面，山东资管资产管理业务主要为基金运营业务，除基金管理业务外，资产管理业务还包括针对自金融机构及非金融机构收购的不良债权资产从接收开始的时效、保全等全过程进行分类管理，实现价值发现。公司一方面以山东汉裕资本管理有限公司及鲁信资本管理有限公司作为基金管理人，通过对基金的运营管理，赚取基金管理费用，另一方面以有限合伙人角色进行投资，获取收益分红。山东资管先后设立了企业重组发展基金、金融资产投资基金、房地产重整基金以及三有企业扶持基金等 76 支基金，截至 2023 年末，上述基金认缴规模为 775.06 亿元，实缴规模 276.72 亿元，其中公司基金出资 71.44 亿元。

（4）创业投资业务

创投业务盈利水平受资本市场行情波动和投资标的经营业绩等因素影响，存在一定不确定性。2023 年，鲁信创投基金管理费收入及投资收益同比有所下滑，项目储备较充足。

鲁信创投是中国资本市场首家以创业投资为主业的上市公司，募资方面，截至 2023 年底，鲁信创投作为主发起人出资设立的基金及投资平台共 57 个，总认缴规模为 211.81 亿元，到位资金规模 134.69 亿元，较上年底增长 8.39%。投资方面，截至 2023 年底，鲁信创投参投基金及投资平台在投项目 208 个，投资领域涉及生物医药及医疗设备、高端装备制造、新能源新材料、软件及信息服务业、信息技术硬件与设备等行业；作为主发起人出资设立的各基金持有境内 A 股上市公司 18 家，香港 H 股上市公司 2 家，共有 24 个拟 IPO 项目，其中 4 个项目已过会待上市，6 个项目的 IPO 申请已被沪/深/港交易所受理，14 个项目处于辅导期，项目储备较为充足。2023 年，鲁信创投实现投资收益 4.22 亿元，同比下降 37.94%，主要系股权处置收益减少、二级市场股价波动及非上市股权估值波动、2022 年新风光电子科技股份有限公司剩余股权按公允价值重新计量产生收益金额较大综合所致。基金管理方面，截至 2023 年底，鲁信创投承担基金管理人职能直接管理的基金 8 支，当期实现基金管理费收入 0.18 亿元，同比略有下降。

3 未来发展

公司发展思路清晰，发展前景良好。

按照山东省委省政府部署，“十四五”期间，公司致力于成为核心金融牌照齐全，具有核心竞争力和品牌影响力、多种业务协同发展的一流现代金融控股集团。公司以“提升区域金融质量、助推区域经济发展、维护区域金融稳定”为使命，聚合金融资源，增强金融实力，

加快形成门类齐全、功能完备的多层次金融服务体系，提升集团在金融行业的竞争力。为不同规模、不同发展阶段、不同类型的企业提供一站式综合金融解决方案，为新时代现代化强省建设提供强大金融支撑。

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 年及 2022 年财务报告进行了审计，上会会计师事务所（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，截至 2022 年底，公司合并范围内子公司较上年底新增 12 家，减少 3 家；2023 年，公司新纳入合并范围子公司 3 家，不再纳入合并范围子公司 9 家；2024 年 1—3 月，公司合并范围未发生变化。整体看，公司合并范围变化对公司财务数据可比性的影响有限。

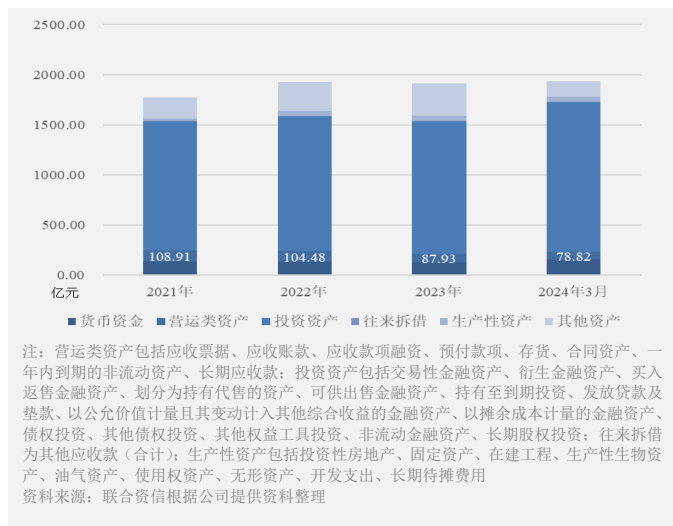
1 资产质量

2021—2023 年末，公司资产规模波动增长；资产构成主要为不良资产包、债权投资和股权投资等，公司资产流动性一般。

2021—2023 年末，公司资产总额波动增长。截至 2023 年末，公司资产总额为 1909.29 亿元，较上年末保持稳定，其中流动资产占 36.86%。从构成来看，主要为货币资金（占 6.66%），交易性金融资产、债权投资、长期股权投资等投资类资产（占 68.98%），应收账款、存货等营运类资产（占 4.61%）。其中，交易性金融资产 385.92 亿元，主要为不良资产及公允价值计量的金融工具产品投资；债权投资 203.24 亿元，主要为资产管理、不良资产、信托计划等；长期股权投资 664.12 亿元，主要为公司权益法投资项目，2023 年确认权益法核算的投资收益 28.94 亿元，宣告发放现金股利或利润 5.01 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额为 1933.60 亿元，较 2023 年底增长 1.27%，资产构成变动不大。

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 80.53 亿元，占同期末资产总额的 4.22%，资产受限比例低。

图表 7 · 公司各类资产变化情况



图表 8 · 2023 年末公司受限资产明细（单位：亿元）

资产名称	受限金额	受限原因
货币资金	2.17	用于质押
应收票据	0.44	用于质押
存货	10.84	用于抵押
固定资产	14.18	用于抵押
无形资产	0.55	用于抵押
长期应收款	0.55	用于抵押
长期股权投资	51.79	用于质押
合计	80.53	--

资料来源：联合资信根据公司资料整理

2 资本结构

（1）所有者权益

2021—2023 年末，公司持续获得股东增资，所有者权益持续增长，权益稳定性强。

2021—2023 年末，得益于持续获得股东增资，公司所有者权益年均复合增长 5.75%。截至 2023 年末，公司所有者权益为 782.85 亿元，较上年末增长 1.62%。其中，实收资本由 312.00 亿元增长至 360.00 亿元（占 45.99%）、资本公积占 5.10%、未分配利润占 13.47%、少数股东权益占 22.46%，权益稳定性强。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，公司债务规模波动增长，整体债务负担较重。

2021—2023 年末，公司负债总额年均复合增长 2.63%，截至 2023 年末，公司负债总额为 1126.45 亿元，较上年末下降 2.47%，其中流动负债占 46.23%；公司全部债务波动增长，截至 2023 年末为 1032.63 亿元，较上年末下降 4.42%，其中短期债务占 42.89%，占比较上年末增加 9.57 个百分点；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.00%、56.88%和 42.96%，分别较上年末下降 0.99 个百分点、下降 1.50 个百分点、下降 5.36 个百分点。

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入及利润总额保持增长，盈利能力指标处于良好水平。

2021—2023 年，公司营业总收入及毛利率均持续增长，期间费用率波动下降但整体处于较高水平；投资收益主要来自权益法核算的长期股权投资收益，减值损失主要为债权投资类信用减值损失，2023 年规模均有所下降。综合以上，2021—2023 年公司利润总额稳步增长。2024 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 7.25%，利润总额同比增长 5.54%。

盈利指标方面，2021—2023 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率小幅波动，2023 年上述指标均有所提升。

图表 9 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	94.02	123.05	128.47	24.18
毛利润	40.01	51.64	61.04	8.10
投资收益	41.33	42.75	34.33	10.86
减值损失(合计)	-12.93	-25.35	-11.55	-0.23
利润总额	26.19	27.09	28.82	6.71
营业利润率	41.59%	41.11%	46.73%	32.80%
期间费用率	47.39%	39.47%	42.53%	--
总资本收益率	3.59%	2.97%	3.72%	--
净资产收益率	3.61%	2.45%	3.06%	--

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动现金流随不良资产管理等业务状况而有所波动；2023 年，受益于不良资产处置回收规模提升，公司经营获现能力显著改善，可覆盖投资活动资金缺口，对外融资需求减弱。

公司经营活动现金流入主要为山东资管处置不良资产包的资金回流，经营活动现金流出主要为收购不良资产包及自身投融资业务产生，2021—2023 年，公司经营活动现金流入量和流出量均波动增长，2023 年，随着天然气销售及相关业务、金融服务等板块的稳定运营，公司经营活动现金净流入规模大幅增长，现金收入比保持稳定；公司投资活动现金流出量波动较大，2022 年大幅净流出，主要系山东资管收购恒丰银行股权所致，2023 年公司投资活动现金流入同比增加，投资活动现金流出大幅下降，投资活动现金缺口收窄；2022 年，公司筹资活动现金净流量随着大额投资支出增长，2023 年加大偿还本息负债，筹资活动现金流转为净流出。

2024 年 1—3 月，公司筹资活动现金净流入规模不大。

图表 10 • 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	470.87	329.10	480.32	128.30
经营活动现金流出小计	316.03	295.59	374.13	115.84
经营现金流量净额	154.84	33.51	106.19	12.46
投资活动现金流入小计	58.29	73.86	86.00	19.44
投资活动现金流出小计	71.51	314.84	99.90	25.45
投资活动现金流量净额	-13.22	-240.98	-13.90	-6.01
筹资活动前现金流量净额	141.62	-207.47	92.29	6.45

筹资活动现金流入小计	368.56	709.93	426.72	229.98
筹资活动现金流出小计	540.77	546.52	516.17	225.25
筹资活动现金流量净额	-172.21	163.41	-89.45	4.73
现金收入比	72.70%	74.60%	75.93%	99.78%
现金及现金等价物净增加额	-30.67	-42.99	3.12	11.27

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现较好，融资渠道畅通。

短期偿债指标方面，2021—2023 年末，公司流动比率和速动比率波动下降，流动资产对流动负债的覆盖能力一般；现金类资产对短期债务覆盖能力维持在较强水平。

长期偿债指标方面，2021—2023 年，公司 EBITDA 持续增长，对利息支出的覆盖能力较强。

图表 11 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率	163.15%	189.53%	135.15%	117.51%
	速动比率	158.81%	184.57%	130.93%	113.80%
	经营现金/流动负债	27.56%	7.80%	20.39%	2.10%
	经营现金/短期债务（倍）	0.36	0.09	0.24	0.03
	现金类资产/短期债务（倍）	1.67	1.73	1.16	1.11
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	60.02	65.64	76.42	--
	全部债务/EBITDA（倍）	15.16	16.46	13.51	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.17	0.03	0.10	0.01
	EBITDA/利息支出（倍）	1.85	1.82	1.75	--
	经营现金/利息支出（倍）	4.77	0.93	2.44	*

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司资料整理

截至 2024 年 3 月末，公司获得银行授信总额 1517.25 亿元，未使用授信余额 1056.85 亿元，公司间接融资渠道畅通；此外，子公司鲁信创投为 A 股上市公司，山东国信为香港联交所上市公司，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 0.92 亿元，系对山东耀华鲁信节能投资有限公司的担保，担保规模较小，总体风险可控。

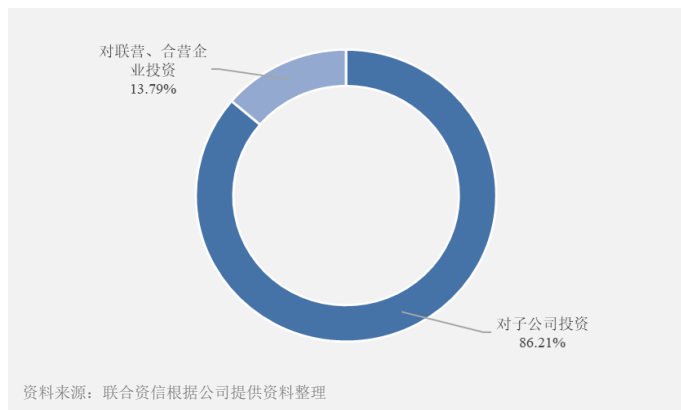
6 公司本部财务分析

公司本部承担管理职能，资产以对控股子公司股权投资为主，盈利依赖子公司分红为主的投资收益；本部债务规模可控，利息偿付压力可控，本部直接持有的上市公司股权可为流动性提供一定支持。

公司本部主要承担战略决策、统筹管理等职能，无实体经营业务。

截至 2023 年末，公司本部资产总额为 868.97 亿元，资产结构仍以非流动资产为主，其中现金类资产（货币资金+交易性金融资产）为 40.89 亿元，长期股权投资（793.94 亿元）较上年底增长 7.04%，主要为新增对子公司的投资。截至 2024 年 3 月末，公司本部直接持有上市公司鲁信创投、山东国信股权。

图表12 • 2023年末公司本部长期股权投资构成



图表13 • 2023年末公司本部其他应收款前五情况

单位名称	账龄	金额(亿元)	占其他应收款总额比例
山东省水产企业集团总公司	5年以上	0.80	28.08%
鲁信国际金融有限公司	2年以上	0.49	17.25%
海南汇通信托	5年以上	0.35	12.44%
中信信托有限责任公司	1年以内	0.25	8.77%
华润深国投信托有限公司	1-2年	0.15	5.26%
合计	--	2.05	71.80%

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至2023年末，公司本部所有者权益483.51亿元；全部债务334.50亿元，较上年底增长22.67%，债务期限结构偏长期（短期债务占15.13%），资产负债率和全部债务资本化比率分别为44.36%和40.89%，债务规模可控。

2023年本部实现营业总收入0.18亿元，收益主要来自投资收益，2023年为14.27亿元，主要为控股子公司分红收益；本部取得投资收益收到的现金（11.94亿元）基本可覆盖本部净利息支出（2023年为12.99亿元）。

图表14 • 2021—2023年公司本部取得投资收益收到的现金情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年
取得投资收益收到的现金	6.00	4.00	11.94

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

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，公司主营业务面临的环境风险较小，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

公司持续获得股东增资，资本实力增强。

公司作为山东省财政厅直属企业，区域战略地位突出。2021年—2023年，公司持续获得股东增资，实收资本由115.00亿元（2020年末）增长至360.00亿元。

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。

公司本期债项发行金额为 10 亿元，分别占 2023 年底公司长期债务和全部债务的 1.70%和 0.97%，对公司现有债务结构影响不大。以 2023 年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 59.00%、56.88%和 42.96%上升至 59.21%、57.12%和 43.38%。公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流入量对本期债项发行后的长期债务保障能力尚可。考虑到公司持续得到股东支持，且融资渠道畅通，均可为本期公司债券偿还提供一定支撑。

2023 年，公司经营活动现金流入量对本期公司债券发行后的长期债务保障能力尚可。考虑到公司持续得到股东支持，且融资渠道畅通，均可为本期公司债券偿还提供一定支撑。

图表 15 • 本期债项偿还能力测算

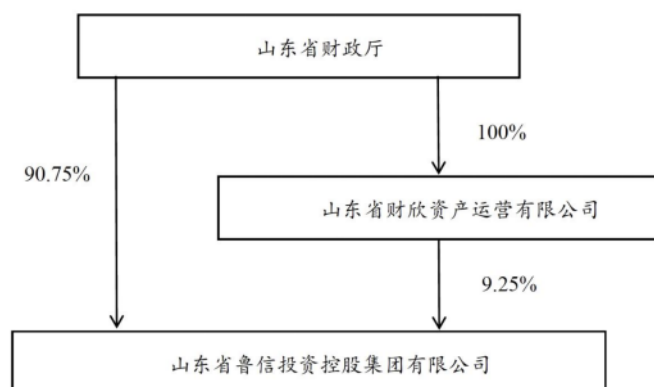
项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	599.70
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.80
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.18
发行后长期债务/EBITDA（倍）	7.85

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：联合资信根据公司提供的资料整理

十二、评级结论

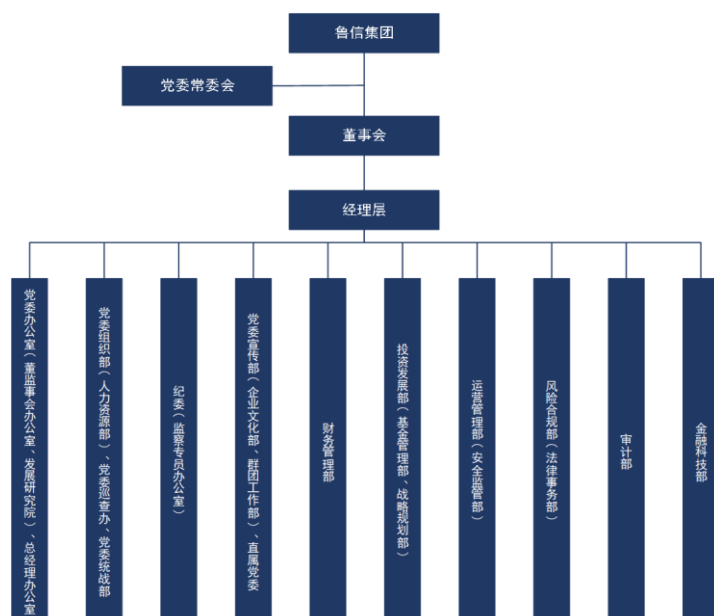
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



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 2023 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司二级子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	实收资本（万元）	主营业务	持股比例
鲁信创业投资集团股份有限公司	74,435.93	生产销售磨具及磨料、投资	69.57%
山东省国际信托股份有限公司	465,885.00	金融信托与管理	52.96%
鲁信国际金融有限公司	241,170.60（港币）	投资控股	100.00%
山东省投资有限公司	30,000.00	投资与资产管理	100.00%
鲁信科技股份有限公司	19,000.00	信息技术服务	89.47%
山东鲁信实业集团有限公司	300,000.00	投资与资产管理	100.00%
山东鲁信天一印务有限公司	9,417.26	印刷服务	52.99%
山东省金融资产管理股份有限公司	4,965,982.37	金融资产管理	88.22%
山东省信用增进投资股份有限公司	419,594.40	信用增进	35.75%

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）	720.44	622.25	514.13	522.66
应收账款（亿元）	18.87	18.23	16.34	16.34
其他应收款（亿元）	6.72	6.96	6.16	11.42
存货（亿元）	24.38	21.28	21.98	21.99
长期股权投资（亿元）	547.34	645.13	664.12	841.15
固定资产（亿元）	10.70	22.26	23.62	23.85
在建工程（亿元）	1.07	1.96	1.98	1.70
资产总额（亿元）	1769.42	1925.39	1909.29	1933.60
实收资本（亿元）	306.00	312.00	360.00	360.00
少数股东权益（亿元）	156.08	186.92	175.82	177.87
所有者权益（亿元）	700.06	770.39	782.85	773.73
短期债务（亿元）	430.99	359.97	442.92	472.81
长期债务（亿元）	478.60	720.41	589.70	531.08
全部债务（亿元）	909.58	1080.38	1032.63	1003.89
营业总收入（亿元）	94.02	123.05	128.47	24.18
营业成本（亿元）	54.00	71.41	67.43	16.08
其他收益（亿元）	0.13	0.31	0.48	0.02
利润总额（亿元）	26.19	27.09	28.82	6.71
EBITDA（亿元）	60.02	65.64	76.42	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	68.35	91.80	97.54	24.12
经营活动现金流入小计（亿元）	470.87	329.10	480.32	128.30
经营活动现金流量净额（亿元）	154.84	33.51	106.19	12.46
投资活动现金流量净额（亿元）	-13.22	-240.98	-13.90	-6.01
筹资活动现金流量净额（亿元）	-172.21	163.41	-89.45	4.73
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.24	6.21	6.88	--
存货周转次数（次）	2.28	3.13	3.12	--
总资产周转次数（次）	0.05	0.07	0.07	--
现金收入比（%）	72.70	74.60	75.93	99.78
营业利润率（%）	41.59	41.11	46.73	32.80
总资本收益率（%）	3.59	2.97	3.72	--
净资产收益率（%）	3.61	2.45	3.06	--
长期债务资本化比率（%）	40.61	48.32	42.96	40.70
全部债务资本化比率（%）	56.51	58.37	56.88	56.47
资产负债率（%）	60.44	59.99	59.00	59.99
流动比率（%）	163.15	189.53	135.15	117.51
速动比率（%）	158.81	184.57	130.93	113.80
经营现金流动负债比（%）	27.56	7.80	20.39	--
现金短期债务比（倍）	1.67	1.73	1.16	1.11
EBITDA 利息倍数（倍）	1.85	1.82	1.75	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.16	16.46	13.51	--

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 年末其他流动负债和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

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）	75.17	39.05	40.89	42.22
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	1.15	4.96	3.90	4.13
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	541.40	741.72	793.94	799.92
固定资产（亿元）	0.09	0.18	0.26	0.24
在建工程（亿元）	0.00	0.30	0.16	0.16
资产总额（亿元）	631.07	807.12	868.97	872.93
实收资本（亿元）	306.00	312.00	360.00	360.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	466.41	482.06	483.51	468.02
短期债务（亿元）	26.12	72.68	50.60	91.60
长期债务（亿元）	90.20	200.00	283.90	263.86
全部债务（亿元）	116.32	272.68	334.50	355.46
营业总收入（亿元）	0.24	0.26	0.18	0.00
营业成本（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.02	0.03	0.01	0.00
利润总额（亿元）	4.42	0.36	1.35	2.00
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
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）	21.78	12.15	98.13	35.23
经营活动现金流量净额（亿元）	9.00	-4.61	-8.75	-0.77
投资活动现金流量净额（亿元）	-15.69	-210.70	-38.18	-1.16
筹资活动现金流量净额（亿元）	59.10	161.70	46.93	-1.02
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）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	95.24	89.70	82.72	--
总资本收益率（%）	1.74	1.49	1.86	--
净资产收益率（%）	0.95	0.08	0.28	--
长期债务资本化比率（%）	16.21	29.32	36.99	36.05
全部债务资本化比率（%）	19.96	36.13	40.89	43.17
资产负债率（%）	26.09	40.27	44.36	46.39
流动比率（%）	154.75	44.63	66.51	45.46
速动比率（%）	154.75	44.63	66.51	45.46
经营现金流动负债比（%）	17.61	-4.34	-11.23	--
现金短期债务比（倍）	2.88	0.54	0.81	0.46
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

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
 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。

山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“贵公司”）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。