信用等级公告

联合[2018] 1415 号

联合资信评估有限公司通过对山东省鲁信投资控股集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持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，“15 鲁信 MTN001”、“16 鲁信 MTN001”、“16 鲁信集团债/16 鲁信债”和“17 鲁信 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十七日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

山东省鲁信投资控股集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

债券简称[1]	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 鲁信 MTN001	5 亿元	2020/4/29	AAA	AAA
*16 鲁信 MTN001	15 亿元	2021/1/13	AAA	AAA
*17 鲁信 MTN001	15 亿元	2022/2/17	AAA	AAA
16 鲁信集团债/16 鲁信债	6 亿元	2023/3/9	AAA	AAA

评级时间：2018 年 6 月 27 日

财务数据

项　目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	69.33	134.53	117.63	155.87
资产总额(亿元)	329.36	544.15	698.14	763.48
所有者权益合计(亿元)	162.45	241.28	293.37	296.10
短期债务(亿元)	27.40	41.43	94.12	116.95
长期债务(亿元)	96.67	214.11	238.48	272.03
全部债务(亿元)	124.07	255.54	332.60	388.99
营业总收入(亿元)	52.59	62.44	91.83	23.17
利润总额(亿元)	21.72	19.92	26.16	5.78
EBITDA(亿元)	26.36	28.26	37.08	--
经营性净现金流(亿元)	12.03	-46.39	-127.66	-22.37
营业利润率(%)	35.69	37.47	40.33	46.35
净资产收益率(%)	10.36	6.00	6.82	--
资产负债率(%)	50.68	55.66	57.98	61.22
全部债务资本化比率(%)	43.30	51.44	53.13	56.78
流动比率(%)	255.72	330.78	204.75	216.91
经营现金流动负债比(%)	19.14	-67.89	-85.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.71	9.04	8.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.51	3.34	3.52	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中有息债务已计入当期短期债务；3.2016 年所有者权益包含 15 亿元永续中票，2017 年和 2018 年一季度所有者权益包含 30 亿元永续中票；

[1] 注：存续期债券中标注为“*”的债券为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

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”）是山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构。跟踪期内，公司在资产质量、多元化投资、外部支持等方面保持显著的区域垄断优势。跟踪期内，子公司山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国信”）完成港交所上市，募集资金净额25.603亿港元，资本实力增强，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，创投、信托等金融业务受外部环境影响较大、子公司山东资管业务规模扩张带动公司债务规模持续增长以及经营性现金流持续净流出等因素对其经营发展可能带来的不利影响。

目前，公司基础设施、创业投资、金融服务、文化旅游四大业务行业地位突出，对业绩形成良好支撑，随着信托、资产管理等业务的进一步拓展，公司竞争实力有望增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“15 鲁信 MTN001”、“16 鲁信 MTN001”、“16 鲁信集团债/16 鲁信债”和“17 鲁信 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，基础设施、创业投资、金融服务、文化旅游四大业务行业地位突出，在资产质量、多元化投资、外部支持等方面具有显著的区域垄断优势。
2. 跟踪期内，公司营业收入和利润规模增长，投资收益规模较大，盈利能力强。
3. 2017 年 12 月，子公司山东国信在港交所完成上市，资本实力增强，公司金融服务业务综合竞争力进一步巩固。
4. 公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力强。

分析师
姜 帆 王喜梅

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

关注

1. 信托和创投业务对公司利润贡献较大，但存在资产减值损失，其面临的政策风险、市场风险等给公司未来收益带来一定的不确定性。
2. 公司债务规模快速增长，债务负担加重，子公司山东资管业务快速扩张，带动公司经营性现金流大幅流出，2017 年，公司经营活动现金流量净额为-122.66 亿元。
3. “16 鲁信 MTN001”和“17 鲁信 MTN001”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由山东鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

山东省鲁信投资控股集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于山东省鲁信投资控股集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“公司”或“鲁信集团”）原名山东省鲁信投资控股有限公司，成立于 2002 年 1 月 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、山东省高新技术投资公司等企业基础上整合组建的大型国有投资控股公司，初始注册资本 30.00 亿元，由山东省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“山东省国资委”）全额出资，2005 年 8 月公司更为现名。2015 年 5 月，根据山东省政府鲁政字[2015]98 号《关于划转省属企业部分国有资本的通知》，山东省国资委出具了《山东省国资委关于划转山东省鲁信投资控股集团有限公司等 15 户企业部分国家资本的函》鲁国资产权字[2015]20 号函，山东省国资委同意，以 2014 年 12 月 31 日经审计的财务报告数为基础，将公司的部分国有资本 9 亿元划转给山东省社会保障基金理事会。2018 年 3 月 16 日，根据山东省政府鲁政字[2018]55 号《关于调整部分省属企业国有股东持股比例的通知》，将山东省社会保障基金理事会持有的公司国有资本 6 亿元划转山东国惠投资有限公司。山东国惠投资有限公司于 2016 年 1 月 12 日成立，为山东省国资委全资控股企业。本次股权划转工商变更登记已于 2018 年 5 月 28 日完成，截至 2018 年 5 月底，公司注册资本 30.00 亿元，其中山东省国资委股权比例为 70%，山东省社保基金理事会股权比例为 10%，山东国惠投资有限公司股权比例为 20%，公司实际控制人为山东省国资委。

经营范围：对外投资（不含法律法规限制行业）及管理，投资咨询（不含证券、期货的咨询），资产管理、托管经营，资本运营，担保；酒店管理，房屋出租，物业管理。近年来，公司业务范围主要涉及基础设施、创业投资、金融服务和文化旅游等领域。

公司下设办公室、人力资源部、财务部管理部、投资发展部、运营管理部、风险合规部等部门，拥有二级全资及控股子公司 13 家。

截至 2017 年底，公司资产总额 698.14 亿元，所有者权益合计 293.37 亿元（含少数股东权益 142.69 亿元）；2017 年公司实现营业总收入 91.83 亿元，利润总额 26.16 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 763.48 亿元，所有者权益合计 296.10 亿元（含少数股东权益 145.25 亿元）；2018 年 1～3 月公司实现营业总收入 23.17 亿元，利润总额 5.78 亿元。

公司注册地址：济南市历下区解放路 166 号；法定代表人：汲斌昌。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司发行的“15 鲁信 MTN001”，募集资金 5 亿元，其中 3 亿元用于偿还银行借款，2 亿元用于补充营运资金；“16 鲁信 MTN001”，募集资金 15 亿元，其中 10 亿元用于偿还银行借款，5 亿元用于补充营运资金；“17 鲁信 MTN001”募集资金 15 亿元，全部用于偿还银行借款；“16 鲁信集团债/16 鲁信债”，募集资金 6 亿元，全部用于济南-青岛输气管道二线工程项目。目前上述募集资金均已按计划使用完毕，公司已在跟踪期内偿付存续期内债券利息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
15 鲁信 MTN001	5.00	5.00	2015/4/29	2020/4/29
*16 鲁信 MTN001	15.00	15.00	2016/1/13	2021/1/13
16 鲁信集团债/16 鲁信债	6.00	6.00	2016/3/9	2023/3/9
*17 鲁信 MTN001	15.00	15.00	2017/2/17	2022/2/17

资料来源：Wind资讯

注：存续期债券中标注为*的债券为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

公司存续期债券中，“16 鲁信 MTN001”和“17 鲁信 MTN001”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在上述两期中期票据发行第 5 年及之后的每年均具有可赎回权。基于“16 鲁信 MTN001”和“17 鲁信 MTN001”条款，可得出以下结论：

（1）上述两期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，上述两期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）上述两期中期票据如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，上述两期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）上述两期中期票据在发生除永续中期票据条款中规定的强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。2017 年，公司合并范围控股子公司鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”）对普通股进行分红，每 10 股派息（含税）0.50 元。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，“16 鲁信 MTN001”和“17 鲁信 MTN001”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“16 鲁信 MTN001”和“17 鲁信 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、

房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析和区域经济

1. 行业分析

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

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

（1）天然气行业

目前天然气与石油、煤炭共同构成一次能源的三大支柱，由于天然气在燃烧过程中产生的能影响人类呼吸系统健康的物质极少，产生的二氧化碳仅为煤的 40%左右，产生的二氧化硫也很少，燃烧后无废渣、废水产生，相较于煤炭、石油等能源具有使用安全、热值高、洁净等优势，因此近年来天然气成为全球各国大力开发的新能源之一。

长输管线

中国天然气资源地域分布不均衡，主要集中在中国西部地区的塔里木盆地、柴达木盆地、陕甘宁和四川盆地等中西部地区，共蕴藏 26 万亿立方米的天然气资源和石油资源，约占全国陆上天然气资源的 87%左右。随着中国天然气地域的不均衡性和用气区域、规模的不断扩大，为实现天然气资源与市场的衔接，中国积极推进东北、西北、西南、海上四大天然气进口通道建设。2000 年国务院第一次会议批准启动“西气东输”工程，将新疆塔里木盆地的天然气输往长江三角洲地区。继“西气东输”之后，2007 年中国正式启动“川气东送”工程，2013 年随着中贵天然气管道的建成投产，中国基本实现天然气管网化和气源地多元化。

目前，中国已建天然气管线包括西气东输一线、西气东输二线、川气东送管道工程、陕京线、广东 LNG、福建 LNG 等大中型输气管道工程。此外，LNG 作为对管道天然气的有益补充，近年来，中国进口 LNG 接收站建设逐步加速。随着天然气基础设施建设的大力推进，目前中国已基本形成“西气东输、北气南下、海气登陆”的供气格局，初步实现天然气在全国范围统一调度、合理配置。

城市燃气

城市燃气（包括民用、商业和工业燃气）是由几种气体组成的混合气体，目前主要使用的城市燃气种类包括天然气（NG）、人工燃气（MG）和液化石油气（LPG），三种业态并存是中国城市燃气的主要特点，其中天然气约占 60～70%。天然气来源于气田，其中管输天然气供应系统由天然气的开采与生产（上游）、长输管线（中游）和城市输配气系统（下游）组成。公司主要经营品种为天然气。近 20 年中国城市化率持续提高，城镇人口持续增长，为燃气供应行业提供了可观的市场基础。发达国家的城市气化率 85%左右，北京、上海、深圳等国内发达城市气化率均已超过 90%，而中国城镇平均气化率远低于此，燃气供应行业蕴藏着较大的市场空间。

城市管道燃气供应具有以下特点：①自然垄断的特性，城市管道燃气实行特许经营制，具有自然垄断性。②固定资产投资大，边际成本较低；城市管道燃气企业的主要成本是建网、维护、折旧、摊销等固定费用，其成本结构与传统制造业有明显的差异。相对其固定成本，每增加一个客户所要支出的边际成本较低。③

具有公用事业的特性；城市管道燃气是城市基础设施，为广大居民及工商业主提供燃气供应服务，属于公用事业类行业，销售价格受到政府一定的管制，但收益具有稳定性特征。

随着城镇化水平的提升和城市燃气管道覆盖范围的扩大，居民商业用气快速增长。但由于各区域经济发展水平、气源供应等问题，区域发展不平衡，如广东、北京、江苏、四川、上海、山东等地年用气量在 40 亿立方米以上，合计需求量占到全国 60%的水平。整体来看，东部及南部沿海省市燃气普及率高于全国平均，而大多数中西部省市、以及东北地区由于设施建设不完备、气源不足等问题，导致普及率偏低。

从市场需求看，随着中国天然气气源的多元化和城镇天然气管道的完善，近几年中国天然气需求快速发展。

2017 年，受经济好转、社会用电量增加、大气污染防治工作深入实施多重因素推动的影响，中国天然气市场需求呈现出爆发式增长。国家发改委披露数据，2017 年，中国天然气消费总量 2371 亿方，同比增加 315 亿方，同比增长 15.3%；2017 年中国天然气生产量 1487 亿方，同比增长 8.54%，全年天然气进口量 920 亿方，同比增长 27.6%，其中进口 LNG 约 503 亿方，同比增长 48.9%，进口管道气 417 亿方，同比增长 8.78%。总体来看，2017 年中国天然气总供给量（自产+进口）同比增加 316 亿方，其中自产气增加 117 亿方，进口气增加 199 亿方，进口气是增量供给的主力。进入到供暖季以后，部分地区出现了短时间的“气荒”情况，主要原因是冬季每日最大用气需求高增的情况下，自产气源增速有限、中亚线土库曼斯坦进口气意外减量、以及国内储气调峰设施不足。2017 年中国天然气供给增量为 316 亿方，实际消费量增量为 315 亿方。中国天然气供给能力不足限制了需求的全面释放。

2017 年 7 月，国家发展改革委印发了《加快推进天然气利用的意见》，意见包括：（1）充分认识加快推进天然气利用的重要意义。天然气是优质高效、绿色清洁的低碳能源，并可与可再生能源发展形成良性互补。（2）加强指导落实责任。各省（区、市）人民政府要切实承担起加快天然气利用的责任，制定出台本地区加快推进天然气利用的意见，建立各部门协同推进机制，分解主要目标，落实年度重点任务，明确职责分工，完善配套政策。各企业作为加快天然气利用的市场主体，要根据《意见》提出的主要目标和重点任务，细化落实企业实施方案，推进重大项目建设，确保各项指标和任务按期完成。各部门要按照职能分工，加强沟通配合，制定和完善相关配套政策措施，国家发展改革委、能源局会同各部门，对各省（区、市）推进天然气利用的实施情况进行跟踪分析和监督检查。

总体来看，未来随着中国能源结构的持续优化和天然气管网建设进一步完善，天然气产业仍具有较大的发展空间，但由于需求增速相对较快，故供需矛盾将进一步加剧。

天然气价格方面，2017 年 6 月国家发改委引发《关于加强配气价格监管的指导意见》，建立成本约束机制及配气价格制定方法，规定供销差率不超过 5%，3 年内降至不超过 4%；管网折旧年限不低于 30 年，准许收益率不超过 7%，充分体现了燃气行业属于公用事业的特点。2017 年 11 月，国家发改委出台《关于全面深化价格机制改革的意见》，以供给侧结构性改革为主线，按照“管住中间、放开两头”的总体思路要求深化非居民用天然气价格市场化改革，适时放开气源价格和销售价格，完善居民用气价格机制。

环保政策方面，2017 年 2 月 28 日，京津冀及周边地区大气污染防治协作小组第九次会议在京召开，印发实施《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，明确要求包括北京、天津、河北、山东、山西和河南省内的“2+26”个城市全面开展新一轮的大气污染物防治工作，并明确要求于 2017 年 9 月底前完成国六燃

油全面置换，并禁止销售普通柴油。同时，2020年起，全国范围将实施符合《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》（简称“国六”标准）的燃油替换。国六标准的加速推进体现了国家对燃油环保管控的决心。为生产达到国六标准要求的汽柴油产品，部分炼油企业需进行油品加工装置和工艺升级，对行业落后产能将产生较大的淘汰压力。2017 年 12 月国家发改委、工业和信息化部联合发布《关于促进石化产业绿色发展的指导意见》，提出打造一批化工类国家新型工业化产业示范基地，形成若干个世界一流水平的石化产业基地、现代煤化工产业示范区；城镇人口密集区和环境敏感区域的危险化学品生产企业搬迁入园全面启动，新建化工项目全部进入合规设立的化工园区。这一文件强调了降低能耗和集中减排，有利于推进石油化工行业绿色集群化发展。

总体看，未来随着中国天然气资源的稳步增长，储运设施不断完善，作为下游的城市燃气行业将获得较好的发展机遇；中国城市燃气业务具有明显的区域垄断性；随着近几年企业兼并重组，市场集中度不断提高；中国对天然气中游输配行业的监管将进一步加强，中游行业垄断性将被减弱。政策变动对行业内企业整体盈利水平具有一定影响。

（2）创业投资

随着国内多层资本市场的日益丰富及完善、行业监管政策的逐步落定及成熟，私募股权投资市场在 2015 年蓬勃发展，募集、投资和退出各环节都创造了历史新高。近年来，股权投资行业呈现出加速多元化，提升专业度、持续创新的新景象，形成了例如新三板、产业间并购整合、PE 二级市场等创新的投资、退出模式。根据清科研究中心发布的数据显示，2017 年，活跃在中国大陆的早期投资、创业投资和私募股权投资机构管理资本量总计超 8.7 万亿元，按照规模来看，中国已成为全球第二大股权投资市场。募资方面，2017 年中国私募股权新募集基金共 2533 支，共募集完成 14212.67 亿元人民币，约为 2016 年的 1.4 倍。投资方面，2017 年中国股权投资市场共发生 10144 起投资案例，投资总额超 1.2 万亿元，其中互联网 O2O、金融科技、共享经济、人工智能等创业热潮轮番兴起。

退出方面，2017 年中国早期投资/创业投资市场（VC）/和私募股权（PE）退出数量总计达 3409 起。按细分市场来看，早期投资市场 2017 年共发生 184 笔退出案例，其中股权转让发生 125 笔，新三板退出 35 笔，IPO 退出 5 笔；中国创业投资市场共发生 1420 笔退出案例，其中 IPO 退出 470 笔，股权转让退出 360 笔，新三板退出 315 笔；私募股权市场共发生 1805 笔退出案例，其中 IPO 退出 594 笔，股权转让退出 271 笔，新三板退出 474 笔。

整体来看，新三板挂牌退出企业数下降明显，主要由于负面清单的提出，新三板挂牌门槛相对 2016 年有所提高及部分优质企业选择主板上市造成。截至 2017 年底，新三板挂牌企业达到 1.16 万家，市值近 5 万亿，其中 2017 年新增 2176 家，增速同比下降 57.1%。在 A 股加速的政策吸引下，一些筹备新三板挂牌的企业直接转战 A 股上市。

在宏观政策层面，国家的“十三五”规划纲要鼓励股权投资行业继续发展，并提出：要积极培育公开透明、健康发展的资本市场，提高直接融资比重，降低杠杆率。同时，创造条件实施股票发行注册制，发展多层次股权融资市场，深化创业板、新三板改革，规范发展区域性股权市场，建立健全转板机制和退出机制。为了更好地发挥资本市场对调结构、转方式的支持促进作用，健全多层次资本市场体系，支持中小企业发展和金融支持经济转型升级，证监会还制定了《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》，同时提出相应修订《证券发行与承销管理办法》、《首次公开发行股票并上市管理办法》及《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》规章草案，重启 IPO 发行，并取消新股申购预缴款制度，简化发行审核条件。

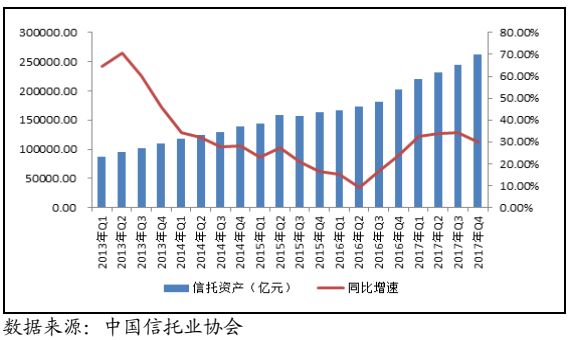
持续的改革创新给中小企业发展带来了积极的影响。

未来，随着股票发行由核准制向注册制的过渡，以及多层次资本市场体系的健全，中国的股权投资行业将会遇到进一步发展壮大的机会。一方面，股权投资行业的资金渠道将更加多元化。政府支持中小企业的创业基金、证券公司以及部分实力雄厚的大型国有企业的部分资金都可以作为资金来源的一部分。另一方面，随着股权投资行业的发展，所关注的行业将进行进一步细分，在细分行业中将会挖掘出更多的可投资的优质企业。伴随着中国经济的持续增长、国内政策环境的日趋完善、股权投资公司的逐步成熟以及人才队伍的不断壮大，中国的股权投资行业将会保持健康的增长态势。

（3）信托行业

信托行业为中国第二大金融子行业，其资产管理业务规模仅次于银行理财产品，业务发展受宏观经济和监管环境影响较大。近年来，受经济下行和金融同业竞争加剧的影响，信托行业步入转型发展阶段，资产规模增速持续下滑；但 2016 年三季度以来，得益于监管出台新规加强通道业务管理，银行理财新规规定信托为非标资产唯一通道，导致基金子公司和证券公司资管通道业务回流信托。在通道业务的推动下，信托资产规模增速有所反弹，截至 2017 年底，中国 68 家信托公司管理的信托资产规模为 26.25 万亿元，较 2016 年底增长 29.81%（见图 1）。

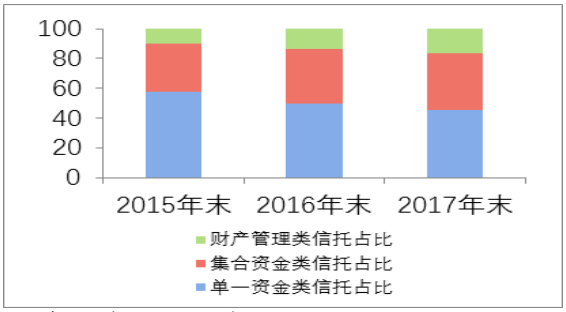
图 1　2013～2017 年各季度信托资产及其同比增速



数据来源：中国信托业协会

从信托资金来源看，近年来，信托资金来源变动的基本态势呈现两大特点：一是单一资金类信托占比持续下降，二是集合资金类信托和财产管理类信托占比稳定上升，上述变化表明信托行业转型发展逐步取得成效，信托公司在信托业务中的受托管理能力逐步增强，信托资产来源呈多样化分布趋势，且业务结构不断优化。另一方面，由于信托公司需就发行的资金信托规模的 1.00%、财产信托报酬的 5.00%缴纳或代垫信托保障基金，考虑到保障基金对财产管理类信托的风险计提小于其他类资金信托，信托公司主动调整业务模式，提高财产管理类信托业务占比；同时，随着中国家族财富的不断积累，高净值客户日益增多，对财富管理的需求持续上涨，未来以家族信托为代表的财产管理类信托预计保持快速的增长趋势，占比将进一步上升（见图 2）。截至 2017 年末，中国信托公司单一资金类信托余额为 120018.19 亿元，同比增长 18.56%，占比 45.73%；集合资金类信托余额为 99050.40 亿元，同比增长 35.03%，占比 37.74%；财产管理类信托余额为 43384.35 亿元，同比增长 57.18%，占比 16.53%。

图 2　2015～2017 年信托资产按资金来源分类占比



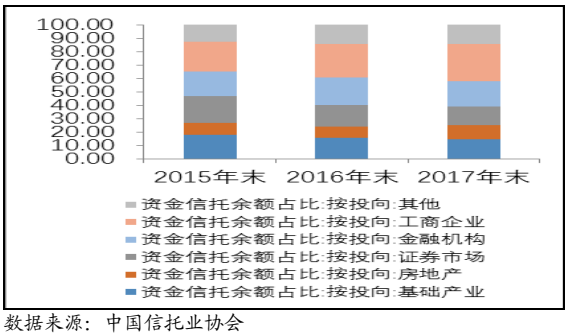
数据来源：中国信托业协会

从信托资产功能看，融资类信托、投资类信托和事务管理类信托从“三分天下”逐步向事务管理类信托倾斜。近年来，融资类信托规模占比逐年下降，由于该类信托在资金成本和使用期限上竞争力相对较弱，且市场利差持续收窄，预计融资类信托将继续保持下降趋势；受资本市场波动较大的影响，投资类信托占比有所下降，未来随着市场趋于平稳，投资类信

托占比将有所回升；受银行委外资金规模大幅增长、表内额度限制以及通道业务回流信托的影响，事务管理类信托发展速度明显快于上述其他两类产品，事务管理类信托占比快速上升，成为信托资产的最主要运用方式。截至 2017 年底，信托公司融资类信托资产规模为 44284.68 亿元，同比增长 6.39%，占比 16.87%；投资类信托资产规模为 61702.72 亿元，同比增长 3.02%，占比 23.51%；事务管理类信托规模为 156465.55 亿元，同比增长 55.43%，占比 59.62%。未来，随着信托公司不断转型发展，提升资产管理能力，以及合并后的一行两会加强对通道业务的监管，事务管理类信托将有所下降。

从资金信托的投向看，近年来，信托资产主要投向工商企业、基础产业、证券投资、金融机构和房地产五大领域，2017 年底上述行业分别占比 27.84%、14.49%、14.15%、18.76%和 10.42%，其他领域合计占比 14.33%（见图 3）。从趋势上看，近年来，工商企业领域占比保持最高，为信托资金的第一大配置领域，受服务实体经济的政策导向和供给侧改革逐步深化的影响，近年来占比逐步上升；基础产业领域的信托资金占比近年来呈下降趋势，主要是由于国务院多次出台文件约束地方政府债务融资，旨在明确地方政府性存量债务清理处置办法，降低政府债券杠杆，且监管层对政信合作不断收紧，高成本的信托融资逐步被低成本资金置换，导致投向基础设施的信托资金占比逐年下降；受证券市场波动、风险较大影响，近年来证券投资占比呈下降趋势；2017 年以来，受强监管和去杠杆政策的影响，金融机构领域资金占比有所下降，发展势头放缓；受宏观经济增速放缓、房地产市场需求下行以及监管政策等影响，近年来房地产领域信托资金占比保持稳定较低的水平。

图 3　2015～2017 年信托资产投向占比



数据来源：中国信托业协会

固有资产规模是信托公司综合实力的重要体现之一。近年来，得益于信托公司资本实力的稳步提升和主动负债水平的不断上升，其固有资产规模呈较快增长趋势，增速保持在 17%以上。截至 2017 年底，68 家信托公司固有资产规模为 6578.99 亿元，同比增长 18.12%。从资产结构来看，信托公司固有资产主要包括货币类资产、贷款和投资类资产，其中投资资产占比最高，且近年来占比持续上升，投资品种主要包括信托产品投资、股权投资、基金和资产管理计划等；货币类资产和贷款占比均呈下降趋势。截至 2017 年底，信托公司货币类资产、贷款和投资类资产分别占固有资产总额的 9.98%、5.79%和 75.41%。从固有资产质量来看，近年来，由于信托公司固有资金更多用于资本市场投资、股权投资以及信托业务支持等领域，受宏观经济下行和监管政策趋严的影响，信托业务风险项目持续增加，在刚性兑付的思维下，信托公司以固有资金进行垫付，导致信托行业固有资产不良率呈上升趋势。近年来，得益于信托公司的增资扩股，行业资本实力不断提升，净资产规模稳步增长，但增速略低于固有资产规模增速，2017 年底信托行业固有净资产规模为 5250.67 亿元，其中实收资本占净资产的 46.05%，信托赔偿准备占比 4.21%，未分配利润占比 29.52%。

信托公司收入来源于固有业务和信托业务，其中固有业务带来的收益包括利息收入和投资收益，在信托逐步回归主业的趋势下，信托业务收入占经营收入的比重近年来呈上升趋

势，为信托公司最主要的收入来源，固有业务利息收入占比较小。2017 年以来，受固有投资收益恢复增长的影响，信托公司经营收入增速有所回升，但仍明显低于信托资产规模及固有资产规模增速，主要是由于信托行业处于转型发展阶段，新型业务尚未形成规模化收入，且信托报酬率较低的通道业务占比较高所致。2017 年，信托行业实现经营收入 1190.69 亿元，较上年增长 6.67%，其中信托业收入、投资收益和利息收入分别占经营收入的 67.62%、23.93%和 5.24%。从信托行业平均报酬率来看，受市场竞争激烈、资产收益率下行以及费率较低的通道业务规模大幅增加的影响，信托行业平均报酬率呈下降趋势，2017 年平均年化信托报酬率为 0.42%。从盈利能力来看，2017 年，信托业人均利润为 311.08 万元，较上年小幅下降，盈利能力有所下滑，但仍处于较好水平。在监管政策持续收紧的作用下，信托公司传统通道业务、房地产业务以及信政合作业务发展受阻，信托公司面临较大业务转型压力，尤其是以通道业务为主的信托公司，在强监管的环境下，通过压低费率、扩大业务规模来提高绝对收益的手段将受到制约，未来盈利水平存在一定的不确定性。

随着信托行业发展速度的趋缓，相应的风险也逐步显现，信用风险伴随着宏观经济下行逐渐暴露。由于在信托行业高速发展阶段，信托资金投向大多集中在房地产和地方政府融资平台领域，随着经济结构调整及地方政府债务管理的逐步规范，在以上领域投放的信托资金面临一定的信用风险；此外，近年来受房地产等领域信托风险频现的影响，信托公司在主动压降房地产行业投放的同时，将资金配置于证券市场，但由于中国股票市场波动较大，信托公司在该领域的投资也面临着一定的风险。整体看，近年来信托行业风险资产规模虽有增长，但其增速远低于信托资产规模增速，信托业务不良率有所下降，信托业务风险可控。截至 2017 年底，中国信托业的风险项目个数为 601 个，风险资产规模为 1314.34 亿元，其中集合类信托占比为 47.16%，单一类信托占比为 50.41%，财产管理权信托占比为 2.43%；信托业务不良率为 0.50%，近年来处于稳定较低的水平。从净资产覆盖倍数来看，2017 年底全行业净资产规模对风险资产余额的覆盖倍数为 3.99 倍，行业抗风险能力较强。

在政策和监管方面，2017 年 12 月，银监会下发《关于规范银信类业务的通知》（55 号文）（以下简称“55 号文”），对银信类业务及银信通道业务的定义进行了明确，并对银信类业务中商业银行和信托公司的行为进行了规范。“55 号文”将表内外资金和收益权同时纳入银信类业务的定义范畴，扩大了银信类业务及银信通道业务的定义，并要求商业银行按照实质重于形式原则，将其实际承担信用风险的业务纳入统一授信管理并落实授信集中度监管要求；同时，强调不得通过信托通道将表内资产虚假出表，不得将信托资金投向房地产、地方政府融资平台、股票市场、产能过剩等限制领域；此外，“55 号文”要求商业银行对信托公司实施名单制管理，审慎选择交易对手。“55 号文”的实施将引导商业银行作为业务发起端主动减少银信通道业务，预计短期内银信通道业务规模会有所下降，有利于促进信托公司回归信托本源。

2018 年 4 月，银行间市场交易商协会发布《关于意向承销类会员（信托公司类）参与承销业务市场评价结果的公告》，包括华润信托在内的 6 家信托公司获得银行间市场债券承销业务资格，实现了信托参与银行间市场债券承销业务的破冰，对于信托行业开拓业务空间，实现转型发展具有战略意义。

2018 年 4 月 27 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）。具体来说，第一，资管新规对于消除通道和嵌套进行了专门规定，要求只允

许存在一层嵌套。之前多层嵌套的通道业务被限制，信托公司要开展通道业务较以前难度加大；第二，资管新规对于打破刚性兑付作出了专门的规定，刚性兑付的彻底打破将对信托公司的资产管理能力提出更高要求，短期内，将使信托公司面临客户流失、资金募集能力减弱、经营压力增大等困难；第三，资管新规对于资金池问题进行了规定，进一步细化了对资金池业务的管理，严格限制了信托公司资金池业务的开展；第四，资管新规提高了合格投资者准入标准，对信托产品的销售渠道带来一定负面影响；此外，资管新规对信托产品的结构设计、代销、风险处置和托管等方面带来一定影响。

总体看，2017 年以来，信托业务正在加速完善支撑行业发展的业务体系、保障体系和监管体系；同时，受“55 号文”、“资管新规”等监管文件的影响，短期内信托公司的传统信政合作业务、房地产业务与通道业务将面临较大冲击，但从长期来看，有利于提升信托行业资产质量和资产管理能力，促进信托行业健康稳定发展。

2. 区域经济环境

公司业务主要集中在山东省范围内，山东省经济发展对公司经营产生直接影响。据山东省统计局公布的《2017 年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2017 年全省实现生产总值（GDP）72678.2 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。其中，第一产业增加值 4876.7 亿元，增长 3.5%；第二产业增加值 32925.1 亿元，增长 6.3%；第三产业增加值 34876.3 亿元，增长 9.1%。三次产业构成为 6.7：45.3：48.0。人均生产总值 72851 元，按年均汇率折算为 10790 美元。

财政收支结构持续优化，2017 年，地方一般公共预算收入 6098.5 亿元，比上年同口径增长 6.6%。其中，税收收入 4419.3 亿元，增长 9.1%；占一般公共预算收入比重为 72.5%，提高 0.6 个百分点。地方一般公共预算支出 9257.7 亿元，同口径增长 5.2%。其中，民生支出 7319 亿元，占一般公共预算支出比重为 79%。社会保障和就业支出增长 14.0%，住房保障支出增长 24.7%。

工业生产平稳增长，2017 年，全部工业增加值 28705.7 亿元，比上年增长 6.6%。规模以上工业增加值增长 6.9%。其中，轻工业增长 6.9%，重工业增长 6.9%；装备制造业增长 11.0%，高技术产业增长 10.9%，六大高耗能行业增长 3.6%。工业产销率为 98.9%。

资本市场稳健发展。2017 年，山东省共有上市公司 294 家，比上年增加 26 家。其中，境内上市公司 196 家，增加 23 家。“新三板”、齐鲁股权交易中心、蓝海股权交易中心挂牌企业分别达到 636 家、2270 家和 1124 家。证券公司代理买卖证券交易金额 11.8 万亿元，比上年增长 0.9%。期货公司代理成交金额 7.8 万亿元，增长 39.9%。年底私募基金机构 443 家，管理基金规模 1568.6 亿元。

全域旅游高效发展。旅游消费总额 9200.3 亿元，比上年增长 14.5%，其中，国内游客消费增长 14.8%，入境游客消费增长 3.6%。旅游投资 2231.8 亿元，增长 11.2%。共有全域旅游集散和咨询服务中心 243 处，跨界融合新业态旅游项目 629 个，旅游厕所 1.6 万座。共有 A 级旅游景区 1075 家，省级以上旅游度假区 45 家，省级旅游强乡镇 527 个，省级旅游特色村 1180 个。

2017 年，城镇居民人均可支配收入 36789 元，比上年增长 8.2%；人均消费支出 23072 元，增长 7.3%。农村居民人均可支配收入 15118 元，增长 8.3%；人均消费支出 10342 元，增长 8.6%。城镇、农村居民人均现住房建筑面积分别为 37.6 平方米和 42.5 平方米。

总体看，山东省经济快速发展，财政实力雄厚；公司作为山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，能够获得较好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 产权关系

公司是山东省政府授权的投资主体和国有资产运营机构，为国有控股公司，截至 2018 年 5 月底，公司注册资本 30 亿元，其中山东省国资委股权比例为 70%，山东省社保基金理事会股权比例为 10%，山东国惠投资有限公司股权比例为 20%，公司实际控制人为山东省国资委。

2. 企业规模

跟踪期内，公司业务仍以基础设施、创业投资、金融服务及文化旅游四大板块为主；其中，基础设施业务保持与中石化合作开展天然气管网的建设和运营工作，在区域内天然气板块领域具备较强的竞争优势，2017 年受益于经济形势好转及环保政策的深入推进，全年收入 46.52 元，同比增长 61.20%；公司创业投资业务规模继续增长，截至 2018 年 3 月底，鲁信创投累计投资项目 177 个，总投资额 86 亿元，项目储备较为充足。对于已投资项目，鲁信创投通过增资、引入战略投资者、进行股份制改造、完善治理结构等方式规范企业运作，培育企业核心竞争力，通过二级市场、股权转让或并购等方式退出。2017 年，鲁信创投股票减持收益为 2.75 亿元，2018 年 1～3 月，鲁信创投股票减持收益为 0.66 亿元。公司信托业务经营主体山东省国际信托股份有限公司于 2017 年 12 月完成港交所上市，资本实力及综合竞争力进一步增强，公司主动管理能力有所提升；子公司山东资管自 2016 年增资扩股后，业务规模快速扩张，对金融服务板块收入贡献明显；公司文化旅游产业整体规模较小，受市场竞争加剧影响，2017 年收入规模小幅下降。

总体看，公司业务板块较多，天然气运输业务在山东省内居于垄断地位，创投和信托业务稳步发展，子公司山东资管业务规模快速扩张，公司金融板块经营范围的扩大进一步增强了公司的金融控股地位。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、高管人员、管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

2017 年 12 月 8 日，山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国信”，股票代码：1697.HK）成功于香港联交所挂牌上市。山东国信此次 IPO 全球发售约 6.47 亿股，其中香港发售 6470.80 万股占 10%，国际发售约 5.82 亿股占 90%；发售价每股 H 股 4.56 港元，根据山东国信公布的公开招股结果，国际发售部分和香港公开发售部分均获超额认购，香港公开发售合共接获 4421 份有效申请，认购合共 6848.60 万股香港发售股份，相当于香港公开发售初步可供认购的 6470.8 万股的约 1.06 倍。济南金融控股集团有限公司、中国工商银行股份有限公司-理财计划代理人、山东发展投资控股集团有限公司、招商银行股份有限公司资产管理部和山东国惠投资有限公司作为基石投资者认购合共约 3.05 亿股 H 股，相当于全球发售完成后公司已发行股本总额约 11.79%，及全球发售完成后公司已发行 H 股股份数目约 47.18%。

根据发售价每股 H 股 4.56 港元计算，经扣除全球发售中售股股东出售销售股份的所得款项净额、全球发售相关承销佣金及其他估计开支后，山东国信此次全球发售所得款项净额约 25.603 亿港元，所筹资金用作巩固山东国信资本基础，以支持业务扩展。

山东国信完成港交所上市后，资本实力提升，市场竞争力增强，未来，业务布局及经营规模有望进一步扩大。

九、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司整体业务收入规模同比增长 47.07%至 91.83 亿元，主要是公司基础设施业

务板块及金融服务板块收入有较大增长所致。2017 年，公司基础设施业务板块实现收入 46.51 亿元，同比增长 61.20%，系当期天然气业务市场回暖、“煤改气”环保政策等因素影响，天然气业务收入大幅增长所致；公司金融服务业务实现收入 33.45 亿元，同比增长 56.88%，系子公司山东资管增资后资本实力增强，投融资规模大幅增加，收入规模增加所致；2017 年，公司基础设施业务收入和金融服务业务收入在营业总收入的占比分别为 50.66%和 36.42%，仍为公司主要的收入来源；公司文化旅游板块受市场竞争加剧影响，整体收入规模同比小幅下降。

从毛利率来看，2017 年，公司综合毛利率 39.16%，较 2016 年上升 1.64 个百分点。公司基础设施板块毛利率水平不高，受发改委调控天然气价格的影响，基础设施板块毛利率变化不大，2017 年为 3.29%；金融服务板块毛利率一直保持在 90%以上水平，2017 年该板块毛利率为 95.08%；受文化旅游业务收入下滑的影响，该板块毛利率由 2015 年的 31.15%下降至 2017 年的 23.95%；房地产业务毛利率受项目开发及市场销售情况影响波动下降，2017 年为 15.66%。

表2　2015～2018年一季度公司收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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
基础设施业务	28.47	54.14	3.11	28.86	46.22	3.22	46.52	50.66	3.29	10.67	46.13	1.76
金融服务业务	17.62	33.51	92.07	21.32	34.14	95.20	33.45	36.42	95.08	10.02	43.23	90.68
文化旅游业务	2.18	4.14	31.15	2.01	3.22	27.71	1.94	2.12	23.95	0.57	2.44	20.42
其他业务	4.32	8.21	25.06	10.25	16.42	16.06	9.92	10.81	21.84	1.90	8.20	28.50
其中：房地产业务	0.37	0.70	29.30	6.03	9.65	6.84	4.88	5.31	15.66	0.39	1.69	46.20
磨料、磨具	1.69	3.21	18.58	1.71	2.73	22.03	1.84	2.01	25.12	0.44	1.91	23.63
印刷	2.25	4.28	30.25	2.28	3.66	31.56	2.72	2.96	25.84	0.98	4.22	20.79
合计	**52.59**	**100.00**	**35.88**	**62.44**	**100.00**	**37.52**	**91.83**	**100.00**	**39.16**	**23.17**	**100.00**	**42.85**

资料来源：公司提供

注：磨料、磨具收入主要来自鲁信创业投资集团股份有限公司。

公司投资收益主要来自于创投板块及其他板块股权持有及转让收益。2017 年，公司投资收益为 15.66 亿元，同比增长 7.35%，主要来自长期股权投资收益。公司投资收益对营业利润的贡献较大，2017 年，投资收益占营业利润的比重为 61.08%。公司投资收益受宏观经济环境、投资企业经营状况以及退出政策等因素影响，面临一定波动风险。

2018 年 1～3 月，受益于基础设施业务和金融服务业务的持续增长，基础设施业务收入同比增长 11.38%至 10.67 亿元，金融服务业务收入同比增长 50.90%至 10.02 亿元，公司实现营业总收入 23.17 亿元，同比增长 30.97%，毛利率为 42.85%，同比上升 2.68 个百分点。

2. 基础设施

基础设施板块主要经营天然气业务，经营主体是子公司山东鲁信实业集团有限公司（以下简称“实业公司”，持股 77.78%）及其下属的山东实华天然气有限公司（以下简称“实华公司”，持股 50%）、参股的山东省天然气管道有限责任公司（以下简称“管道公司”，持股 35%）。截至 2017 年底，实业公司合并资产总额 66.50 亿元，所有者权益 26.33 亿元（含少数股东权益 3.38 亿元）；2017 年，实业公司实现营业收入 50.68 亿元，利润总额 2.26 亿元。现阶段公司基础设施投资板块的收入主要由实业公司在天然气领域实现的收入组成。

表3　2015～2017年管道公司、实华公司收入情况

（单位：亿元）

项目	2015年	2016年	2017年
管道公司	5.47	6.13	10.80
实华公司	27.54	28.10	45.80
合计	**33.01**	**34.23**	**56.60**

资料来源：公司提供

截至2018年3月底，管道公司和实华公司合计拥有天然气管道约2000公里。管道公司现已基本整合了中国石油化工集团公司（以下简称“中石化”）在山东省境内的全部天然气管网资源，2017年完成输气量45.55亿立方米，同比增长88.45%，实现营业收入10.80亿元。实华公司继续实施“以资源促合作”的市场开发策略，巩固和开发终端市场，近年以控股、参股方式在莱州、博兴、日照等地成立子公司，并确定了莱州、胶南、博兴、高密等液化天然气（LNG）加气储备站项目，为青岛LNG资源登陆做了前期市场培育。2018年1-3月，管道公司完成输气量45.55亿立方米，实现营业收入10.80万元，利润总额5.15亿元；同期，实华公司完成天然气销售7.80亿立方米，实现营业收入15.90万元，利润总额0.19万元。

实业公司与中石化共同投资建成中石化山东LNG项目和天然气管道济青复线项目。LNG项目建成后，实业公司将引进海外天然气资源以供应山东省及周边地区，从而解决长江以北地区能源紧张的局面，对保障青岛地区乃至山东天然气供应安全具有重大意义。LNG项目分多期完成，目前正在进行的为输气干线一期配套工程（以下简称“一期配套工程”）。一期配套工程自2011年开始建设，计划总投资21.10亿元，实际投资20.55亿元，其中，实业集团对该项目的投资额为35%。该项目已于2014年12月完成投产条件确认，2015年9月完成竣工验收，管道全长概算214.70公里，目前已逐步投入使用。除上述项目外，公司山东LNG输气干线南干线工程以及收购榆济线山东境内管道（齐河-济南）工程尚在筹划中，济淄线东部改线项目正在与当地政府探讨立项程序。

济青复线项目是将天津、新疆等地的气源引入山东省，计划总投资36.22亿元，实际投资26.00亿元，其中，实业公司对该项目的投资额为35%。该项目于2014年8月开工建设，2015年9月实现全线贯通，管道全长360.30公里，目前已逐步投入使用。

山东LNG输气干线和济青复线项目全面运行后，公司天然气输送能力将大幅提升，基础设施业务板块收入规模可进一步扩大。同时，宏观经济下行情况下工业、企业天然气需求变动及能源价格波动等不确定因素增加，公司新项目实际投入使用情况有待观察。

此外，公司托管山东省石油天然气开发总公司和山东石油天然气股份有限公司，代表省政府拟定山东省天然气业务规划，代表省政府与中石油、中石化和中海油开展合作。公司在区域内天然气板块的垄断竞争地位较强。

总体看，跟踪期内基础设施业务作为公司重要的收入来源，收入规模显著增长，发展前景和业务持续性较好。

3. 创业投资

公司创业投资业务经营主体为子公司鲁信创投（股票代码：600783.SH），截至2018年3月底，公司持股68.53%。2017年，鲁信创投全资子公司山东省高新技术创业投资有限公司（以下简称“高新投”）持有的山东龙力生物科技股份有限公司（以下简称“龙力生物”，持股10.14%）出现投资风险，高新投对该项股权全额计提减值准备3.27亿元，受此影响，鲁信创投当期经营业绩出现大幅下降。截至2017年底，鲁信创投资产总额56.09亿元，所有者权益36.52亿元；2017年实现营业收入2.16亿元，同比增长16.20%，投资收益5.60亿元，同比下降22.17%，利润总额1.25亿元，同比下降75.73%。截至2018年3月底，鲁信创投资产总额59.97亿元，所有者权益37.34亿元；2018年1～3月鲁信创投实现营业收入0.46亿元，

投资收益 0.70 亿元，利润总额 0.38 亿元。

跟踪期内，鲁信创投基金化转型持续推进，积极创新基金管理和运作模式，明确母子基金管理架构和角色定位，推进构建起本部母基金和专业化子基金协同的投资体系。2017 年，鲁信创投对新设基金或已设基金分期出资 8.10 亿元，深入开展深圳、上海、北京、西南（成都+重庆）、安徽 5 大国内区域投资业务。鲁信创投作为主发起人出资设立的基金及投资平台涉及产业投资基金、区域投资基金、专业投资基金、平台投资基金等多种基金门类，公司基金化转型第一阶段工作基本完成。

截至 2018 年 3 月底，鲁信创投及其作为主发起人出资设立的基金及投资平台共 40 个，累计投资项目 177 个，总投资额 86 亿元，项目储备较为充足。对于已投资项目，鲁信创投通过增资、引入战略投资者、进行股份制改造、完善治理结构等方式规范企业运作，进一步培育企业核心竞争力。

从鲁信创投基金在投项目行业分布情况来看，截至 2018 年 3 月底，化工类、智能制造、信息服务和新材料新能源占比较高，其中，信息服务投资总额占比最高，占比 24.86%。总体来看，鲁信创投投资行业范围分布较为广泛，有利于分散行业集中度风险。

表4　截至2018年3月底鲁信创投基金在投项目行业分布（单位：个、亿元、%）

行业	企业个数	投资总额	投资占比
电子	20	5.21	7.06
房地产	2	5.50	7.45
化工类	20	7.71	10.44
智能制造	24	7.40	10.02
信息服务	18	18.35	24.86
农业及农副产品加工	14	3.54	4.79
生物医药	12	4.42	5.98
新材料新能源	14	13.54	18.35
节能服务	1	0.27	0.37
金融类	5	4.61	6.24
其他	10	3.28	4.45
合计	**140**	**73.82**	**100.00**

资料来源：公司提供

退出方面，截至 2018 年 3 月底，鲁信创投及其作为主发起人出资设立的部分基金及投资平台持有的 A 股上市项目 13 个（华东数控、新北洋、宝莫股份、通裕重工、龙力生物、信威集团、华邦健康、恒基达鑫、万润科技、古鳌科技、启迪设计、金麒麟、联诚精密）；待上市项目 11 个，（山东双轮、明仁福瑞达、青岛惠城、华光光电、天诺光电、大亚金属、烟台东方威思顿、湖北五方光电、嘉美食品、神戎电子、嘉华保健品）；其中，已在中小板和创业板上市的投资项目有 11 个；新三板挂牌的投资项目 34 家。此外，鲁信创投拓展了多元化的退出方式，除二级市场退出之外，对于效益不佳或短期内不具备上市条件的项目，鲁信创投计划通过股权转让或并购等方式退出。

2017 年，鲁信创投股票减持收益为 2.75 亿元，2018 年 1～3 月，鲁信创投股票减持收益为 0.66 亿元。除自有资金外，鲁信创投还托管了山东省科技风险投资基金等 2 支政府专项基金，并参与了山东半岛蓝色经济发展投资基金、黄河三角洲产业投资基金、深圳华信一号创业投资基金、深圳华信二号创业投资基金等多个区域性基金的运作。鲁信创投一方面可作为上述基金的专业管理人，负责基金的日常管理和运作，另一方面也可为基金投资项目进行一定比例的配股，共同参与项目，分享投资收益。截至 2018 年 3 月底，鲁信创投作为主发起人发起设立基金共计 40 支，总规模 143 亿元，累计到位资金规模 93 亿元。随着管理基金规模的快速增长，鲁信创投面临来自资金、人才、管理能力等方面的挑战。

海外投资业务，跟踪期内，鲁信创投继续深入布局国际业务，重点开拓硅谷、以色列等境外区域市场，2017 年内完成对以色列 storedot 公司 500 万美元投资，筹划设立山东省美国硅谷科技创新交流平台，持续推进海外投资布局版图。

跟踪期内，公司创投业务积极推进基金化转型，项目储备充足；2017 年受投资项目龙力

生物事件影响，当期利润大幅下降，未来创投业务规模的扩大将对其投资和风控能力提出更高要求。

4. 金融服务

公司金融服务业务包括信托、融资租赁、小额贷款、典当等业务，其中，信托是公司的传统核心业务。2016 年，公司金融服务板块实现收入 27.50 亿元，同比增长 31.20%。

（1）信托

公司信托业务由山东国信运营。2017 年 12 月，山东国信在香港联交所上市，股票代码为 1697.HK。截至 2017 年底，山东国信注册资本为 258825 万元，鲁信集团为山东国信第一大股东，直接持股比例为 47.12%。截至 2017 年底，山东国信资产总额 129.02 亿元，所有者权益 91.47 亿元；2017 年实现营业收入 16.48 亿元，利润总额 11.19 亿元。

从信托业务收入构成来看，佣金及手续费收入是其主要收入来源，近年来呈波动上升态势，2017 年为 11.30 亿元，同比增长 36.47%；占营业收入的比重为 68.57%。利息收入和投资收益为山东国信另外两个收入来源，主要为自有资金投资产生， 其他收入主要包括政府补助、汇兑损益等，规模较小，2017 年为 0.04 亿元。

表 5 公司信托业务收入构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比
利息收入	4.55	34.29	4.91	29.79
佣金及手续费收入	8.28	62.40	11.30	68.57
投资收益	0.84	6.33	0.21	1.28
公允价值变动损益	-0.81	-6.11	0.02	0.12
其他收入	0.41	3.09	0.04	0.24
合计	**13.27**	**100.00**	**16.48**	**100.00**

资料来源：公司提供

在固有资产方面，山东国信业务包括开展流动资金贷款、金融股权投资和证券投资等。山东国信自有资金主要用于投资业务。截至 2017 年底，山东国信共持有投资金额 25.71 亿元，其中，基金投资金额 3.58 亿元，占 13.92%；债券投资金额 9.51 亿元，占 36.99%；长期股权投资余额 12.38 亿元，占 48.15%。2017 年，山东国信实现利息收入 4.91 亿元，投资收益 0.21 亿元。整体来看，山东国信投资资产所面临的市场波动风险值得关注。

表6 山东国信投资资产情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	投资金额	占比	投资金额	占比
股票	0.68	3.63	0.24	0.94
基金	3.11	16.62	3.58	13.92
债券	2.99	15.98	9.51	36.99
长期股权投资	11.93	63.77	12.38	48.15
合计	**18.71**	**100.00**	**25.71**	**100.00**

资料来源：公司提供

2017 年，山东国信存续信托余额小幅上升 3.44%至 2634.08 亿元，新发行信托产品 432 支，募集资金规模约 1022.09 亿元。截至 2017 年底，存续产品 955 支，实现信托报酬收入 11.26 亿元。

从产品类型看，2017 年，新增单一信托（含资金类和资产类）553.31 亿元（占当年新增业务规模的 54.14%），新增集合信托 468.78 亿元（占当年新增业务规模的 45.86%），单一信托产品业务规模有所下降。

表 7 2016～2017 年信托业务情况（单位：亿元、支）

	2016 年	2017 年
新增信托业务规模	1197.25	1022.09
其中：单一资金信托	771.00	538.70
单一资产信托	9.26	14.61
集合资金信托	416.99	468.78
新增信托产品数量	449	432
其中：单一资金信托	327	308
单一资产信托	3	7
集合资金信托	119	117
存续信托余额	2546.37	2634.08
信托报酬收入	8.25	11.26

资料来源：公司提供

跟踪期内，山东信托受托资产管理方式仍以被动管理为主，近年来，山东信托持续推动传统业务向主动管理方向转型，2017 年，主动管理型资产占比上升 5.26 个百分点至 29.60%。截至 2017 年底，山东国信主动管理型信托资产余额 779.59 亿元，被动管理型信托资产余额 1854.49 亿元。

表8　山东国信受托资产管理方式明细表

（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年	
	规模	占比	规模	占比
主动管理型信托资产	619.72	24.34	779.59	29.60
被动管理型信托资产	1926.65	75.66	1854.49	70.40
合计	**2546.37**	**100.00**	**2634.08**	**100.00**

资料来源：公司提供

从信托资金投向看，近年信托资金投向主要投向实业、房地产、基础投资和证券市场，其中，投向基础设施、实业和证券类资金比重下降，投向房地产和金融的资金比重呈上升趋势。整体看，山东国信资金投向较为分散，一定程度分散投资风险。从产品结构看，山东国信产品以贷款类为主，2017 年占 49.54%，2017 年，交易性金融资产占比下降至 12.61%，可供出售金融资产及持有至到期投资占比上升至 27.53%。

表 9　2016～2017 年公司信托资金投向及产品结构（单位：%）

资金投向	2016 年	2017 年	产品结构	2016 年	2017 年
房地产	13.33	20.92	证券投资	--	--
金融	13.17	15.97	权益投资	10.54	6.89
基础投资	16.92	13.58	贷款	49.15	49.54
实业	36.15	31.01	债券投资	--	--
证券类	12.75	6.81	交易性金融资产	16.67	12.61
其他	7.68	11.71	可供出售金融资产及持有至到期投资	19.53	27.53
--	--	--	其他	4.11	3.43

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，山东国信不良资产如表 10 所示，山东国信目前正在积极追偿。

表 10　山东国信不良资产情况表（单位：亿元）

项目	涉及资金	资金用途
弘毅 42 号	0.64	向山东高开变压器制造有限公司发放流动资金贷款
信元制造业 25 号	0.04	向齐星集团有限公司发放贷款
鼎鑫 19 号	0.51	定向收购股权及发放股东借款
鼎鑫 26 号	0.06	主要投资于当代、近现代书画、油画作品
太平洋债权	0.63	用于无追索买断债权资产转让方持有的标的债权资产
鼎鑫 33	--	用于购买出让方合法所有的标的艺术品
天业能源 1 号	0.06	用于向天业能源发放流动资金贷款
尊岳进取 2 号	0.05	用于向山东天业黄金矿业有限公司发放流动资金贷款
尊岳进取 3 号	0.04	用于向山东天业黄金矿业有限公司发放流动资金贷款
尊岳进取 5 号	0.80	用于向山东天业房地产开发集团有限公司提供质押融资
恒赢 24 号	0.11	用于向借款人程少博发放信托贷款
股票	0.11	二级市场股票
基金	0.17	公募基金
合计	**3.22**	--

资料来源：公司提供

从山东国信净资本和风险资产情况看，截至 2017 年底，山东国信净资本 79.43 亿元，受整体存续信托余额规模上升影响，各项业务风险资本为 39.47 亿元，较 2016 年底有所上升。近年来，山东国信净资本与各项业务风险资本之和的比例有所下降，截至 2017 年底，山东国信净资本与各项业务风险资本之和的比例为 201.23%，山东国信未来业务发展空间较大。

表11 山东国信净资本和风险资产情况

（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年
净资本	55.24	79.43
各项业务风险资本之和	21.99	39.47
净资本/各项业务风险资本之和	251.24	201.23
净资本/净资产	88.05	87.76

资料来源：公司提供

山东信托根据《信托公司管理办法》等法规规定，每年根据资产质量调整资产减值准备，以当年净利润为基数提取信托赔偿准备，以调整后的风险资产为基数提取一般风险准备。2017 年，山东国信提取信托赔偿准备 8034.96 万元，未提取一般风险准备。截至 2017 年底，信托赔偿准备余额 48034.96 万元，一般风险准备余额 23842.32 万元。

跟踪期内，山东国信营业收入增长，新增信托业务规模上升，信托资金投向较为分散，2017 年 12 月，山东国信在港交所上市，资本实力提升；目前，信托业务仍以单一信托为主，主动管理型信托资产比重虽有上升，但比重仍较低，未来，随着公司信托业务规模增长，行业竞争加剧，对公司风险控制能力、主动管理能力等方面提出挑战。

（2）资产管理业务

山东资管成立于 2014 年 12 月，是山东省唯一一家省级资产管理公司，根据省政府统一安排，山东资管于 2016 年进行了增资扩股，增资对象包括山东省财政厅、山东省社保基金理事会和山东省内各地市或平台公司等机构，注册资本由 20.30 亿元增加至 101.10 亿元，增资扩股后公司持股 35.81%（直接持股 30.86%，子公司山东国信持股 4.95%），本次增资补充的资金，主要用于搭建不良资产收储处置平台，用于收购不良资产及对外投资。

山东资管主营业务包括不良资产收购与处置、特色投融资和资产管理业务。目前山东资管根据交易对手、交易方式等业务要素的不同，金融机构不良资产收购与处置业务主要分为三种业务模式：（1）指定收购与处置业务，按意向投资者承诺的报价或提供的资金进行收购，并按底价进行债权交割和重组；（2）商定收购与合作清收业务，收购前已商定与出让方合作清收，收购后按约定的时间和方式管理、清收、重组和清算；（3）商业收购与处置业务，在尽职调查的基础上确定价格参与公开竞标收购不良子资产包，并在拆包后自主进行不良资产的处置。

截至 2017 年底，山东资管资产总计 347.03 亿元，负债合计 228.96 亿元；2017 年实现营业收入 16.41 亿元，利润总额 10.13 亿元。截至 2017 年底，山东资管公司累计收购、受托管理各类不良资产 1017.92 亿元，累计收购原值 286.52 亿元，累计回收现金 166.03 亿元，现金回收率为 29.89%，剩余未处置资产 451.00 亿元，其中：商定收购与合作清收类不良资产 366.68 亿元；商业收购与分类处置类不良资产 80.62 亿元；指定收购与处置类不良资产 3.70 亿元。

整体看，山东资管增资扩股后，资本实力进一步增强，作为山东省唯一一家省级资产管理公司，在区域内具有显著的竞争地位，在当前经济下行压力下，金融机构不良资产规模不断上升，山东资管面临的发展空间较大。

（3）其他

除控股山东国信和山东资管外，公司还投资设立了金鼎租赁有限公司（以下简称“金鼎租赁”，持股 51%），鲁信小额贷款股份有限公司（持股 30%）和山东省鲁信典当有限责任公司（持股 40%）[2]。

金鼎租赁业务模式以售后回租为主，2017 年新增租赁合同 7 个，新增合同金额 0.67 亿元。2017 年实现营业总收入 0.59 亿元，净利润 0.28 亿元。截至 2018 年 3 月底，金鼎租赁应收租赁款余额为 9.04 亿元，存量租赁合同 22 个，其中单笔租赁款在 1 亿元以上的共 3 个；逾期应

[2] 山东省鲁信融资担保有限公司于 2017 年 12 月完成转让，不再纳入公司合并财务报表范围。

收融资租赁款为 2.39 亿元。截至 2017 年底，金鼎租赁前五大客户为山东鲁信置业有限公司、滨州高新铝电股份有限公司、山东鲁信睿浩视觉技术有限公司、新疆蓝山屯河能源有限公司和聊城昌润住房开发建设有限公司，合计租赁款占 64%。整体看，金鼎租赁业务规模较小，对公司收入和盈利贡献度有限。

根据《山东省国资委关于落实省政府关于贯彻省管企业出资农村信用社专题会议精神的通知》（鲁国资收益字[2014]23 号），公司出资 5.60 亿元，作为第一大股东入股济南市农商行，持股 10%，出资工作已于 2014 年 11 月全部完成，2015 年 2 月完成登记手续（未纳入合并范围，按权益法核实）。另外，公司还计划参与出资设立中援人寿保险股份有限公司，截至目前，已与其他股东签订了发起人股权认购意向书，公司拟出资 2.40 亿元，持股比例约 20.00%。

总体看，跟踪期内受益于信托业务和资产管理业务规模的扩张，公司金融服务业务收入增长，公司创投、信托和资管均具有较强的区域竞争力；同时，作为金融投资类企业，受金融监管政策及市场环境影响较大，公司业绩或有一定波动风险，将对公司投融资及风控等专业化能力提出较高要求。

5. 文化旅游

公司文化旅游板块以旅游产业开发、影院投资为切入点，对旅游、出版、文化娱乐、广告等领域进行投资，经营主体分别是山东鲁信投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信投资公司”）和山东鲁信文化传媒投资集团有限公司（以下简称“鲁信文化传媒”）。

旅游产业方面，鲁信投资公司与青岛海洋科技馆等单位合作，以非控股形式投资建立了青岛海底世界、青岛欢动世界等项目。截至 2017 年底，上述项目均已建成投入运营，形成了较高的品牌知名度。旅游产业开发方面，2017 年，各园区、景点接待游客数量达到 206.69 万人次，实现收入 2.06 亿元。

文化产业方面，鲁信文化传媒业务涉及文化产业投资、影视服务和广告服务等领域，是目前山东省规模最大的文化传媒投资公司之一。2008 年起开始投资布局全省电影院线连锁网络。截至 2017 年底，公司下属自建影院 15 家，座位数达 11302 个，实现电影票房收入 1.05 亿元，营业收入 1.26 亿元，同比下降 7.35%，净利润-0.01 亿元。由于公司在山东省内消费能力弱的城市所投资院线具有一定的社会公益性质，在济南、北京等地建设的院线受市场竞争影响盈利情况一般，公司院线整体投资回报不理想。未来，公司一方面会继续投资影城院线的建设，同时通过加盟影院的方式推动院线建设，并不断整合并购其他电影院线和影院，逐步实现规模效应；另一方面将探索更多的影视产业运作模式，发挥自身在山东境内的院线网络优势，联合上游影视剧制作企业进行业务拓展，增加影城的经济效益。

总体看，公司文化旅游业务收入在公司营业收入中占比较小，投资回报一般。

6. 其他

磨料磨具的经营主体为鲁信创投，主营业务为磨料磨具产品的生产销售。公司磨料磨具产品广泛应用于航天、航空、国防、建筑和能源设备等领域。磨料磨具产业设两个分厂和五个子公司，合计拥有 16000 吨磨料、3800 吨磨具、2 亿张涂附磨具的年生产能力。2017 年，公司磨料磨具业务实现营业收入 1.84 亿元。

印刷包装业务的经营主体为山东鲁信天一印务有限公司（以下简称“天一印务”），主要从事医药制品的印刷包装，具备 26 亿只纸制包装盒的生产能力。2017 年，天一印务完成印量 24377 万印，糊盒 193999 万个，实现营业收入 2.72 亿元，净利润 0.40 亿元。

房地产业务经营主体为公司山东鲁信房地产开发有限公司（以下简称“鲁信房地产”）。鲁信房地产注册资本 3 亿元，总资产 3.32 亿元，具有房地产开发二级资质。公司房地产销售收入主要来源于文教办公楼项目和鲁信和璧花园

项目，截至 2018 年 3 月底，公司房地产待售面积主要为蟠龙山花园项目和鲁信和璧花园项目。

另外，公司作为山东省国有资产投融资管理的重要主体，承担了省政府赋予的调控资金融入及转贷职能。调控资金的用款单位为还款的直接责任人，用款单位不能按时足额还本付息时，由用款单位的同级政府负责偿还；同级政府不能偿还时，由省级财政依据地方政府还款承诺书，予以扣款偿还。公司为名义借款方，虽然不承担实际的还款责任，但考虑到财政到位资金及债务偿还时间的匹配度可能存在差异，公司存在一定的短期资金垫付风险。由于公司仅承担转贷职能，转贷资金不在公司财务报表中反映。截至 2017 年底，公司已无转贷资金余额。

总体看，公司其他业务收入规模波动上升，作为公司收入来源的有益补充，持续性较好。

7. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 15.74 次、3.00 次和 0.15 次。总体看，公司经营效率一般。

8. 未来规划

在建项目

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建项目有道口铺站建设、寿光营里-东营天然气管线、临淄-湖田高压天然气管道工程等。下表仅反映部分在建及拟建项目，公司实际投资规模高于下表所列规模。未来，考虑到公司业务布局及经营规模的持续扩张，公司对外融资需求仍较高。

表12 截至2018年3月底公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	建设周期	截至 2018 年 3 月底完成情况	2018 年 4~12 月投资计划	2019 年投资计划
衡水实华调控中心	550.00	2018.1-2018.10	25.00	525.00	--
道口铺站建设	2600.00	2014.4-2018.11	160.97	--	--
茌平工程改造	1000.00	2017.4-2018.12	80.14	--	--
LNG 项目工程	605.00	2015.9-2018.12	247.32	--	--
中压出站管线 DE315	240.00	2014.4-2018.12	122.80	117.20	--
中压出站管线 DN200	30.00	2014.4-2018.12	25.50	4.50	--
丰禾热电项目	160.00	2014.4-2018.12	0.40	--	159.60
潮河 CNG 加气站	14.60	2014.4-2018.12	14.60	--	--
管道改线	700.00	2018-2019	--	300.00	400.00
配气工程	150.00	2018.1-2018.12	30.00	120.00	--
调控中心	600.00	2017.10-2018.12	9.60	590.40	--
寿光营里-东营的天然气管线	3500.00	2018.6-2018.11	--	3500.00	--
临淄-湖田高压天然气管道工程	2000.00	2017.11-2018.11	375.18	924.82	--
银丰财富广场办公室	1909.42	--	1509.42	400.00	--
盒型切割机	18.80	2017.11-2018.3	18.80	--	--
二号仓库工程及配套设施	444.00	2018.1-2019.2	161.00	163.00	120.00
振动机及混料机	300.00	2018.1-2018.3	141.00	159.00	--
新 1000 吨压机	137.70	2018.1-2018.5	26.11	111.59	--
树脂切割片砂轮扩产	72.16	2018.1-2018.3	72.16	--	--
环保设备	50.00	2018.1-2018-5	19.34	30.66	--
影城省体店装修改造	199.00	--	10.20	188.80	--
合 计	**15280.68**	--	**3049.54**	**7134.97**	**679.60**

资料来源：公司提供

未来发展规划

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

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

信托业务方面，公司将积极开展各种法定信托业务，在风险可控的前提下做大信托规模，在努力扩大资本规模的同时积极向全牌照公司迈进。同时，公司将不断加大类金融企业投资力度，丰富金融综合服务的业务门类。

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

旅游产业方面，一是组织形式和业务结构再造，以投资集团为基础，改组设立鲁信旅游投资集团，搭建旅游投融资运营平台；二是下大力气打造国内一流的旅游品牌，加大对现有旅游项目的管理与市场开拓，增强盈利能力。

总体看，公司发展思路较为清晰，发展前景良好。

十、财务分析

公司提供了2017年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2018年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，截至2017年底，公司纳入合并范围的子公司较2016年新增5家，因出售和清算子公司减少4家，截至2018年3月底，公司纳入合并范围子公司共75家，较2017年底新增1家。总体看，跟踪期内合并范围的变动对公司财务报表的可比性影响不大。

公司在2017年度审计报告中对重要的前期差错进行更正并进行追溯调整，调整内容涉及三家二级子公司（包括山东省国际信托股份有限公司、鲁信创业投资股份有限公司和山东鲁信天一印务有限公司）中的手续费及佣金收入确认、长期股权投资、可供出售金融资产、应付职工薪酬等科目数据的更正，考虑公司财务数据的连续性和可比性，本报告中2016年财务数据采用本期追溯调整后数据。

截至2017年底，公司资产总额698.14亿元，所有者权益合计293.37亿元（含少数股东权益142.69亿元）；2017年公司实现营业总收入91.83亿元，利润总额26.16亿元。

截至2018年3月底，公司资产总额763.48亿元，所有者权益合计296.10亿元（含少数股东权益145.25亿元）；2018年1～3月公司实现营业总收入23.17亿元，利润总额5.78亿元。

1. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额698.14亿元，同比增长28.30%，构成看，流动资产占43.72%，非流动资产占56.28%，资产构成较

2016 年底无较大变化。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 305.25 亿元，同比增长 35.05%，主要来自以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、一年内到期的非流动资产和其他流动资产的增长。从构成看，主要以货币资金（占 16.38%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 21.93%）、一年内到期的非流动资产（占 23.62%）和其他流动资产（占 27.47%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金为 50.00 亿元（2016 年底为 93.63 亿元），同比下降 46.60%，系 2016 年子公司山东资管增资扩股收到的大量增资款逐步投放到业务运营致货币资金减少。从构成看，以银行存款（占 97.54%）为主，其余为库存现金和其他货币资金（主要为各类保证金）。公司受限制货币资金为 0.50 亿元，主要为保证金，占比较小。

截至 2017 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 66.95 亿元，同比增长 64.90%，系公司当期国债逆回购理财资金和指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的商业化收购和分类处置的不良资产包增加所致。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 5.81 亿元，同比增长 19.23%，从账龄看，1 年以内的占 92.24%，1～2 年的占 3.19%，2～3 年的占 1.81%，3 年以上的占 2.76%，综合账龄短。2017 年累计计提坏账准备 0.80 亿元，综合计提比例 12.06%，计提较充分。公司应收账款前 5 名客户占应收账款总额的 5.50%，集中度低。

截至 2017 年底，公司其他应收款为 5.46 亿元，同比增长 86.87%，主要系业务往来款及不良资产业务保证金增加所致。2017 年，公司其他应收款计提坏账准备 2.56 亿元，计提比例 31.93%。从账龄看，1 年以内的占 64.67%，1～2 年的占 5.59%，2～3 年的占 2.35%，其余为 3 年以上，平均账龄偏长。2017 年底，公司其他应收款前五名客户占其他应收款总额的 70.39%，客户集中高。

表 13　2017 年底其他应收款前五大客户

（单位：万元、%）

单位名称	账面金额	占比	款项性质
青岛伟东教育云置业有限公司	33963.08	42.31	往来款
山东省水产企业集团总公司	8000.00	9.97	往来借款
山东金融资产交易中心有限公司	7000.00	8.72	保证金
临沂经济技术开发区	3997.57	4.98	土地收储款
海南汇通国际信托投资公司	3544.56	4.42	信托投资款
合计	**56505.21**	**70.39**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司存货为 18.08 亿元，较 2016 年无较大变动，主要以开发成本为主。2017 年底，公司存货中开发成本为 16.67 亿元，主要包括鲁信和璧花园项目、鲁信磐古花园项目和鲁信花园项目。2017 年存货共计提跌价准备 0.05 亿元，主要是计提库存商品的跌价准备。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动资产为 72.10 亿元（2016 年底为 8.45 亿元），2017 年底同比大幅增长主要系子公司山东资管业务规模扩张导致不良资产包大幅增加所致。从构成来看，以信托计划（占 15.42%）和不良资产包（占 57.71%）为主。

截至 2017 年底，公司其他流动资产为 83.86 亿元，同比增长 49.03%，系持有的 1 年内（含 1 年）的信托计划和持有的 1 年内（含 1 年）的应收款项类投资及其收益增加所致。从构成来看，以持有的 1 年内（含 1 年）的信托计划（占 35.42%）和持有的 1 年内（含 1 年）的应收款项类投资及其收益（占 43.73%）为主。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产为 392.89 亿元，同比增长 23.51%，主要来自可供出售金融资产和其他非流动资产的增长。从构成看，以可供出售金融资产（占 26.30%）和其他非流动资产（占 45.66%）为主。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 103.35 亿元，同比增长 78.39%，主要是子公司山东资管各类基金出资规模大幅增加，以及公司参与兖煤澳洲定增项目所致。

截至 2017 年底，公司持有至到期投资为 33.72 亿元，同比增长 20.38%，系委托贷款增加所致。从构成看，信托计划占 43.59%，契约型私募基金占 40.67%，委托贷款占 15.74%。截至 2017 年底，公司计提减值准备 0.22 亿元。截至 2017 年底，公司长期应收款 4.34 亿元，同比下降 48.99%，系应收融资租赁款下降所致。

截至2017年底，公司长期股权投资为58.25亿元，同比下降 2.08%，主要是对联营企业的投资（占 98.85%）。公司作为业务板块较多的投资控股类集团企业，联营企业众多。

截至 2017 年底，公司固定资产为 6.41 亿元，以房屋建筑物（占 37.29%）和机器设备（占 55.76%）为主要构成部分，2017 年固定资产累计折旧 4.38 亿元，计提减值准备 0.12 亿元。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 179.41 亿元，同比增长 18.37%，主要来自持有 1 年以上的应收款项类投资增加所致。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 763.48 亿元，较 2017 年底增长 9.36%，主要来自流动资产的增加。其中流动资产比重较 2017 年底上升 6.44 个百分点至 50.16%。截至 2018 年 3 月底，公司货币资金为 66.43 亿元，较 2017 年底增长 32.88%，以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产较 2017 年底增长 32.84%至 88.94 亿元，一年内到期的非流动资产较 2017 年底增长 28.63%至 92.74 亿元，其他流动资产较 2017 年底增长 19.08%至 99.87 亿元。

跟踪期内，公司资产规模快速增长，资产构成较稳定，子公司山东资管业务规模快速扩张带动公司持有的应收款项类投资及其收益以及不良资产包等资产增长，作为投资控股型集团企业，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产及长期股权投资占比较高，符合其行业特点；公司整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

负债

随着公司业务规模的扩大，负债总额相应快速增长，截至 2017 年底，公司负债总额为 404.77 亿元，同比增长 33.65%，以非流动负债为主（占 63.17%）。

截至 2017 年底，公司流动负债为 149.08 亿元，同比增长 118.17%，主要来自短期借款和一年内到期的非流动负债的增加。从构成来看，以短期借款（占 13.14%）、预收款项（占 26.78%）、预收款项（占 10.26%）、一年内到期的非流动负债（占 36.22%）和其他流动负债（占 12.98%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款为 39.93 亿元，同比增长 193.36%，系子公司山东资管新增借款增长所致。公司短期借款以信用借款为主（占 92.14%）。

截至 2017 年底，公司预收款项为 15.30 亿元，同比增长 67.98%，系公司房地产项目预售后预收款项增加，因未达到收入确认条件尚未确认销售收入所致。截至 2017 年底，公司其他应付款为 8.46 亿元，同比增长 77.76%，系应付暂收往来款、抵押保证金等增加所致。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 54.00 亿元，同比增长 450.87%，系一年内到期的长期借款增加所致。其中包括一年内到期的长期借款 53.44 亿元和一年内到期的长期应付款 0.56 亿元。

截至2017年底，公司其他流动负债为19.35亿元，同比下降 7.39%，系公司 2016 年 8 月发行的“16 鲁信 SCP001”和“16 鲁信 SCP002”和短期融资券到期所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 255.68 亿元，同比增长 9.02%，以长期借款（占 70.21%）和应付债券（占 23.06%）为主。

截至 2017 年底，公司长期借款为 179.52 亿元，同比增长 8.69%。从构成看，以信用借款（占 80.46%）和保证借款（占 15.28%）为主，其余为抵、质押借款。截至 2017 年底，公司应付债券为 58.97 亿元，同比增长 20.47%，系公司 2017 年 8 月发行 10 亿元公司债“17 鲁信 01”所致。截至 2017 年底，公司其他非流动负债为 14.54 亿元，包括公司纳入合并范围的结构化主体净资产中归属于第三方信托受益人的份额以及设立的投资管理合伙企业中优先级合伙人的投资份额。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 467.38 亿元，较 2017 年底增长 15.47%，其中流动负债 176.56 亿元，较 2017 年底增长 18.43%，主要是短期借款增长 63.00%至 65.08 亿元；非流动负债为 290.82 亿元，较 2017 年底增长 13.74%，主要是长期借款增长 12.01%至 201.07 亿元，应付债券因 2018 年 3 月子公司山东资管发行 12 亿元私募债“18 鲁金 01”增长 20.35%至 70.97 亿元。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务为 332.60 亿元，同比增长 30.16%，主要是公司短期借款增加所致。其中短期债务和长期债务分别占 28.30%和 71.70%，以长期债务为主。从债务指标来看，2017 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈上升趋势，长期债务资本化比率小幅下降，2017 年底上述三项指标分别为 57.98%、53.13%和 44.84%。

随着公司银行借款规模增长及子公司新发债券影响，截至 2018 年 3 月底，公司全部债务较 2017 年底增长 16.95%至 388.99 亿元，仍以长期债务为主。同期，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.22%、56.78%和 47.88%。公司于 2016 年和 2017 年发行两期共 30 亿元永续中票，计入其他权益工具，考虑到永续中票具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为以上两期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在债务分析中倾向于作为有息债务予以考虑。考虑永续中票后，2017 年底调整后全部债务为 362.60 亿元，调整后长期债务为 268.48 亿元，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 55.28 和 47.78%；截至 2018 年 3 月底，调整后全部债务为 418.99 亿元，调整后全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 58.59%和 50.50%。

跟踪期内，随着公司业务布局及经营规模的不断扩张，公司对外融资规模增加，有息债务规模快速上升，以长期债务为主，公司整体债务负担加重。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 293.37 亿元，同比增长 21.59%，系公司 2017 年发行 15 亿元永续中票，计入其他权益工具及少数股东权益增加所致。其中归属于母公司所有者权益为 150.68 亿元，以实收资本（占 19.91%）、其他权益工具（占 19.69%）、资本公积（占 12.67%）和未分配利润（占 44.88%）为主，少数股东权益为 142.69 亿元，同比增长 25.31%，系子公司山东国信上市后引入新投资者带动所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 296.10 亿元，较 2017 年底增长 0.93%，所有者权益构成较 2016 年底变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益规模不断增加，主要来自公司发行永续中票和少数股东权益增加所致，其中少数股东权益占比较大，所有者权益稳定性偏弱。

3. 盈利能力

2017 年，公司营业总收入为 91.83 亿元，同比增长 47.07%，主要系公司基础设施业务板块及金融服务业务板块有较大增长所致。同期，公司营业成本为 54.24 亿元，同比增长 42.60%，公司营业利润率同比增加 2.86 个百分点至 40.33%，盈利能力提升。

2017 年，公司期间费用合计 18.07 亿元，同比增长 31.51%，其中，销售费用、管理费用和财务费用分别为 2.91 亿元、5.62 亿元和 9.55 亿元，同比分别增长 15.88%、29.60%和 38.40%。2017 年公司期间费用占营业总收入 19.68%，占比较高，期间费用控制能力一般。

作为以产权运作为主要经营内容的企业，公司投资收益对营业利润的贡献较大，符合经营特点。2017 年，公司投资收益为 15.66 亿元，主要来自长期股权投资收益的增加。公司长期股权投资所投项目受宏观经济环境、投资企业经营状况以及退出政策等因素影响，面临一定波动风险。

表 14　2016～2017 年公司投资收益构成（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
长期股权投资投资收益	5.99	8.87
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产投资收益	0.49	0.41
持有至到期投资收益	3.13	4.73
可供出售金融资产投资收益	4.48	1.64
其他投资收益	0.50	0.46
合计	**14.59**	**15.66**

资料来源：公司审计报告

2017 年，公司利润总额为 26.16 亿元，同比增长 32.32%，主要得益于公司主营业务收入的增长。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率均上升，2017 年分别为 4.78%和 6.82%。

2018 年 1～3 月，公司实现营业总收入 23.17 亿元，同比增长 30.97%，利润总额受财务费用大幅增加影响同比下降 11.70%至 5.78 亿元，同期，营业利润率为 46.35%。

跟踪期内，公司收入和利润规模增长，投资收益对利润总额贡献大，整体盈利能力强。

4．现金流及保障

经营活动方面，2017 年公司经营活动现金流量净额为-127.66 亿元，同比大幅下降 175.20%，系子公司山东资管不良资产收购业务扩张，现金流出较多，相应不良资产处置需要一定时间，2017 年，公司经营活动现金流入同比增长 40.24%至 279.51 亿元，经营活动现金流出同比增长 65.72%至 407.17 亿元，主要来自收到/支付的其他与经营活动有关的现金增长带动。2017 年公司收到其他与经营活动有关的现金 182.99 亿元，同比增长 37.95%，支付其他与经营活动有关的现金 327.51 亿元，同比增长 69.61%，主要系子公司山东资管 2017 年度不良资产收购、处置及市场化投融资业务规模增加所致。从收入实现质量看，2017 年公司现金收入比为 75.91%，收入实现质量一般。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-15.79 亿元，其中投资活动现金流入主要来自于收回投资收到的现金和取得投资收益取得的现金，投资活动现金流出以投资支付的现金为主，2017 年，公司投资活动整体规模有所收缩。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流量净额为 98.75 亿元，同比下降 20.11%，系公司偿还债务及分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加所致。

2018 年 1～3 月，公司经营活动现金流量净额为-22.37 亿元，投资活动现金流量净额-3.03 亿元，筹资活动现金流量净额 44.23 亿元。

跟踪期内，受子公司山东资管业务规模扩张影响，公司经营活动现金流呈净流出状态且降幅较大，公司收入实现质量一般，未来，随着公司业务布局及经营规模的持续扩张，公司对外融资需求仍较高。

5．偿债能力

短期偿债能力方面，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 204.75%和 192.63%。2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 216.91%和 205.70%。考虑到公司现金类资产充足，流动性强的金融资产占比大，公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，2017 年，公司 EBITDA

为 37.08 亿元；全部债务/EBITDA 为 8.97 倍，仍处于较好水平；EBITDA 利息倍数为 3.52 倍，EBITDA 对利息的保障能力强。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司合并口径对外担保余额 6.19 亿元，公司担保对象多为自身参股公司，被担保企业经营状况一般，公司存在一定或有负债风险。

表 15　截至 2018 年 3 月底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保对象	担保金额	担保到期日
山东鲁信龙山置业有限公司	2.00	2020-10-12
大连德银置业有限公司	3.69	2018-11-16
山东鲁信置业有限公司	0.50	2018-6-26
合计	**6.19**	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信额度合计人民币 452.82 亿元，尚未使用额度 283.38 亿元，公司间接融资渠道畅通；此外，公司子公司鲁信创投为 A 股上市公司，山东国信为港交所上市公司，公司具有直接融资渠道。

6．过往债务履约情况

根据中国人民银行《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1037010200058500U），截至 2018 年 6 月 20 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7．抗风险能力

公司是山东省国资委直属企业，投资涉及省内基础设施、金融服务、文化旅游等重要领域，政府支持力度大。近年来，公司多元化投资发展格局日益成熟，资产规模不断扩大，营业总收入和利润水平持续上升，偿债能力强。总体来看，公司整体抗风险能力很强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券共八期，包含两期企业债“13 鲁信集团债”和“16 鲁信集团债”，四期中期票据“14 鲁信 MTN001”、“15 鲁信 MTN001”、“16 鲁信 MTN001”和“17 鲁信 MTN001”，两期公司债“16 鲁信 01”和“17 鲁信 01”，债券余额合计 81.00 亿元，无一年内到期债券。

2017 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 37.08 亿元和 279.51 亿元，为存续期债券余额的 0.46 倍和 3.45 倍，公司经营活动现金流入量对公司存续期内债券余额的保障能力较强。

表16　公司存续债券保障情况

项目	2017 年
应付债券余额（亿元）	81.00
经营活动现金流入量/应付债券余额（倍）	3.45
EBITDA/应付债券余额（倍）	0.46

资料来源：联合资信根据公开资料整理

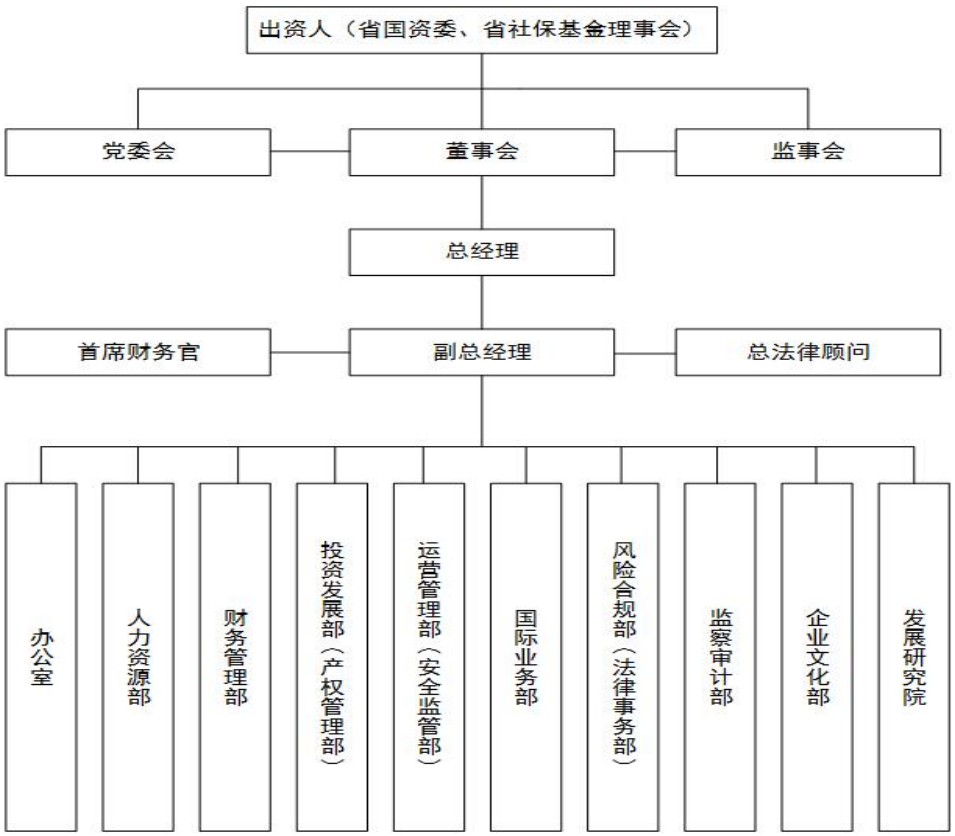
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“15 鲁信 MTN001”、“16 鲁信 MTN001”、“16 鲁信集团债/16 鲁信债”和“17 鲁信 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构情况

投资者	投资金额（亿元）	持股比例（%）
山东省国有资产监督管理委员会	21.00	70.00
山东省社会保障基金理事会	3.00	10.00
山东国惠投资有限公司	6.00	20.00
合计	**30.00**	**100.00**

附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　截至 2017 年底纳入合并范围二级子公司

（单位：人民币万元，%）

序号	企业	业务性质	注册资本	持股比例
1	鲁信创业投资集团股份有限公司	生产销售磨具、磨料、投资	74435.93	68.53
2	山东省国际信托股份有限公司	金融信托与管理	258825.00	51.95
3	鲁信投资有限公司	投资与资产管理	216445.00（港币）	100.00
4	山东省投资有限公司	投资与资产管理	30000.00	100.00
5	鲁信科技股份有限公司	信息技术服务咨询	19000.00	36.84
6	山东鲁信实业集团有限公司	投资与资产管理	110000.00	63.64
7	山东鲁信恒基投资有限公司	投资与资产管理	6000.00	100.00
8	山东鲁信投资集团股份有限公司	投资与资产管理	31000.11	74.37
9	山东鲁信文化传媒投资集团有限公司	投资与资产管理	62000.00	100.00
10	鲁信海外投资有限公司	投资与资产管理	2339.00（美元）	100.00
11	山东鲁信天一印务有限公司	印刷服务	4991.15	100.00
12	山东省鲁信金融控股有限公司	金融控股服务	68438.28	100.00
13	山东省金融资产管理股份有限公司	金融资产管理	1011000.00	35.81

注：子公司持股比例为合计持股比例。

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	69.33	134.53	117.63	155.87
资产总额(亿元)	329.36	544.15	698.14	763.48
所有者权益(亿元)	162.45	241.28	293.37	296.10
短期债务(亿元)	27.40	41.43	94.12	116.95
长期债务(亿元)	96.67	214.11	238.48	272.03
全部债务(亿元)	124.07	255.54	332.60	388.99
营业总收入(亿元)	52.59	62.44	91.83	23.17
利润总额(亿元)	21.72	19.92	26.16	5.78
EBITDA(亿元)	26.36	28.26	37.08	--
经营性净现金流(亿元)	12.03	-46.39	-127.66	-22.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.58	8.39	15.74	--
存货周转次数(次)	2.16	2.11	3.00	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.14	0.15	--
现金收入比(%)	77.30	76.98	75.91	68.83
营业利润率(%)	35.69	37.47	40.33	46.35
总资本收益率(%)	7.39	4.39	4.78	--
净资产收益率(%)	10.36	6.00	6.82	--
长期债务资本化比率(%)	37.31	47.02	44.84	47.88
全部债务资本化比率(%)	43.30	51.44	53.13	56.78
资产负债率(%)	50.68	55.66	57.98	61.22
流动比率(%)	255.72	330.78	204.75	216.91
速动比率(%)	227.08	304.40	192.63	205.70
经营现金流动负债比(%)	19.14	-67.89	-85.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.51	3.34	3.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.71	9.04	8.97	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中有息债务已计入当期短期债务；3.2016 年所有者权益包含 15 亿元永续中票，2017 年和 2018 年一季度所有者权益包含 30 亿元永续中票。

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-营业税金及附加）/营业收入×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%

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+交易性金融负债+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其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	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　评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-3　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。