信用等级公告

联合〔2019〕1487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

二〇一九年六月十八日

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

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

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

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 6 月 18 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	134.53	117.63	150.82	160.11
资产总额(亿元)	544.15	698.14	794.52	817.98
所有者权益合计(亿元)	241.28	293.37	301.02	302.55
短期债务(亿元)	41.43	94.12	94.28	77.15
长期债务(亿元)	214.11	238.48	305.57	326.36
全部债务(亿元)	255.54	332.60	399.85	403.51
营业总收入(亿元)	62.44	91.83	120.69	27.99
利润总额(亿元)	19.92	26.16	27.91	5.28
EBITDA(亿元)	28.26	37.08	47.53	--
经营性净现金流(亿元)	-46.39	-127.66	-11.96	8.41
营业利润率(%)	37.47	40.33	36.47	34.16
净资产收益率(%)	6.00	6.82	6.75	--
资产负债率(%)	55.66	57.98	62.11	63.01
全部债务资本化比率(%)	51.44	53.13	57.05	57.15
流动比率(%)	330.78	204.75	223.58	229.34
经营现金流动负债比(%)	-67.89	-85.63	-7.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.04	8.97	8.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.34	3.52	2.55	--

注：1.2016 年财务数据为追溯调整后数据；2.2019 年一季度财务数据未经审计；3.其他流动负债中有息债务已计入当期短期债务；4.2016 年底所有者权益包含 15 亿元永续中票，2017 年底、2018 年底和 2019 年 3 月底所有者权益包含 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竞争优势。基础设施业务收入规模较快增长，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”）经营规模扩张收入贡献提升，金融服务业务收入规模增长，并保持较高毛利率水平；2018 年，公司营业总收入和利润保持增长，盈利能力较强。同时，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，经营业绩面临波动风险；子公司山东资管业务规模扩张带动公司债务规模明显上升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，公司多元化业务发展良好，基础设施、创投、信托及资管业务行业地位突出，对业绩形成良好支撑，随着业务布局及经营规模的进一步拓展，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，已形成基础设施、创业投资、金融服务、文化旅游多元化业务布局，在资产质量、多元化投资、外部支持等方面具有显著的竞争优势。
2. 跟踪期内，基础设施业务收入规模较快增长，子公司山东资管经营规模扩张，收入贡献提升，金融服务业务收入增长并保持较高毛利率水平；2018 年，公司营业总收

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

入和利润规模增长，投资收益规模较大，盈利能力较强。

3. 公司经营活动现金流入量对存续期债券的保障能力较强。

关注

1. 信托和创投业务对公司利润贡献较大，但随着行业监管趋严，资管新规出台，去杠杆、去通道不断加强，后续资本市场仍面临较大调整压力，公司信托及创投业务经营业绩及所持金融资产价值面临一定波动风险。
2. 公司债务规模上升明显，债务负担较重，未来可能面临一定集中偿付压力；子公司山东资管业务扩张，导致公司经营性现金流持续净流出。
3. 公司少数股东权益占比大，所有者权益结构稳定性偏弱。
4. “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 2019 年 3 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 2018 年底，公司资产总额 794.52 亿元，所有者权益合计 301.02 亿元（含少数股东权益 145.27 亿元）；2018 年，公司实现营业总收入 120.69 亿元，利润总额 27.19 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 817.98 亿元，所有者权益合计 302.55 亿元（含少数股东权益 147.35 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 27.99 亿元，利润总额 5.28 亿元。

公司注册地址：济南市历下区解放路 166 号；法定代表人：李玮。

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。2018 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）1.00 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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%-7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配

和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生

产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%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

天然气作为一种热值高、燃烧稳定、清洁环保的优势能源，全球资源储量丰富。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，已成为未来发展核心能源之一。

行业上下游

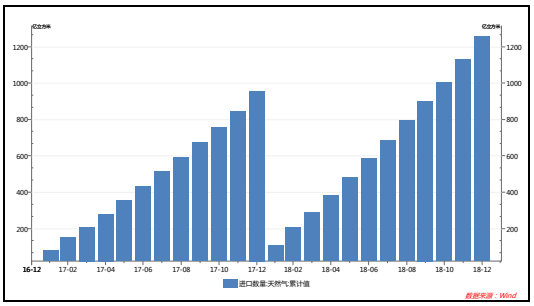
天然气行业分为上游生产、中游输送及下游分销三个环节。上游生产主要包括天然气开采、净化，以及进一步进行压缩或液化加工。由于天然气属于重要的资源，目前中国天然气生产由中国石油天然气集团公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团公司（以下简称“中

石化”)和中国海洋石油集团公司(以下简称“中海油”)等大型天然气勘探企业垄断，行业壁垒非常高；中游输送主要为天然气储运、输配，包括天然气的干线、中长线管道输送、储存与调峰，以及液化天然气的运输、接收、储存和气化，体现出一定的垄断性和区域专属性，对地方政府和资源存在一定的依赖性，主要为中石油、中石化、中海油和地方燃气公司控制。下游分销主要由各城市燃气公司运营，市场化程度在天然气产业链中相对要高。

供需格局

天然气供给方面，2018 年中国天然气产量 1610.2 亿立方米，同比增长 7.5%；液化天然气产量 900.2 万吨，同比减少 0.9%。2008 年以来，在清洁取暖、煤改气等政策下，中国不断扩大天然气使用范围，天然气供给远不及消费，2018 年，进口天然气 1256.81 亿立方米，同比增长 31.54%，对外依存度 44.36%，中国已超过日本成为全球最大天然气进口国，其中 LNG 进口量占 59%，管道气占 41%；进口天然气是天然气供应增长的主要来源。

图 1 天然气进口量情况



资料来源：Wind 资讯

天然气消费方面，受近年来居民、采暖和工业煤改气工程推进明显加快和国家战略储气库的逐步建设影响，2018 年，全国天然气消费量保持高速增长，全年天然气消费量约为 2766 亿立方米左右，同比增长 16.60%，消费需求继续高速增长，2018 年第一季度和第四季度因城市燃气需求大增，增量创下十年新高。同时，由于工业、发电和化工等非居民用气增加，以及上年底煤改气工程完工通气，二季度天然气消费量约为 618 亿立方米，同比增加 115 亿立方米，三季度天然气消费量为 629 亿立方米，增加 94 亿立方米，2018 年，全年天然气资源仍呈现偏紧状态。

2018 年，天然气消费结构中，城市燃气和工业燃料占比接近 70%，剩余为发电和化工消费。具体分行业来看，城市燃气量约为 900 亿立方米，同比增加 16.2%，主要由于天然气基础设施完善、城市用户增长和环保政策性调整等原因。工业燃料用气增长至 911 亿立方米，增幅 20%，主要是由于国家加强配气价格监管，降低下游用户用气成本，且煤炭、燃料油价格处于高位，导致天然气经济性相对提升，从而拉动工业用气快速增长。发电用气大幅增加，全年 615 亿立方米，增幅 23.4%，主要受环保因素、电厂用电负荷增加、社会用电量增速加快的影响。其中，江苏、浙江等地存量电厂用气负荷显著提升，广东下调天然气发电上网电价，上海、江苏等地实施两部制电价，推行天然气价格和上网电价联动机制，短期内将抑制燃气电厂发电积极性。化工用气量受资源和调控等影响，较上年小幅下降，年度用气量 250 亿立方米，降幅为 5.1%。

行业政策

2018 年以来主管部门已制定多项促进天然气发展的政策规划，主要涉及天然气价格、配套基建方面。

2018 年 4 月 26 日，发改委及能源局联合发布《关于加快储气设施建设和完善储气调峰辅助服务市场机制的意见》，指出要构建以地下储气库和沿海 LNG 接收站储气为主的多层次储气调峰系统。计划到 2020 年，储气企业要拥有不低于合同年销售量 10%的储气能力；城镇燃气企业要形成不低于年用气量 5%的储气能力；县级以上地方人民政府至少要形成不低于保障本行政区域日均 3 天需求量的储气能力。

2018 年 5 月，国家发改委发布《关于理顺居民用气门站价格的通知》，决定理顺居民用气门站价格，建立反映供求变化的弹性价格机制，

将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，供需双方可以基准门站价格为基础，价格水平按非居民用气基准门站价格水平安排，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格，实现与非居民用气价格机制衔接。2018 年 7 月，北京市按照居民生活用气上下游价格联动机制，将北京市居民管道天然气销售价格上调 0.35 元/立方米。

2018 年 9 月 5 日，国务院发布《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，指出要强化天然气基础设施建设与互联互通，加快天然气管道、LNG 接收站等项目建设，集中开展管道互联互通重大工程，加快推动纳入环渤海地区 LNG 储运体系实施方案的各项目落地实施；构建多层次储备体系。

总体来看，在国内环保政策始终偏紧及“煤改气”转型持续进行的情况下，未来中国天然气需求将持续高速增长，并呈现“淡季不淡、旺季更旺”的季节性特点；而在供气方面，由于中国天然气进口依存度较高，故中国天然气供需偏紧的格局仍难以得到改善；随着配套基础设施的建设推进，未来中国储气调峰能力稳步提升，季节性供需矛盾将持续得到缓解。

（2）创业投资

近年来，在“双创”大发展和“供给侧改革”的推动下，国内优质可投资产不断涌现，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，行业竞争日益激烈。

2010 年至 2017 年股权投资市场资本管理量呈现逐年上升趋势，从 2014 年起，股权投资基金募集量大幅攀升，直至 2017 年，人民币私募股权基金募集额接近 17000 亿元，同比年均增长 35%。2018 年，伴随着资管新规出台，A 股上市审核趋严、上市企业数量大幅下滑；海外上市频频破发、估值倒挂等因素影响，私募股权行业整体进入资本寒冬。根据清科研究中心发布的数据显示：截至 2018 年底，中国股权投资市场管理资本量 9.99 万亿元，同比增长 15.39%。募资方面，2018 年中国股权投资市场新募集基金共 3637 支，同比基本稳定，募资总额 13317.41 亿元，同比下降 25.55%。从募资的币种来看，近几年外币基金相比人民币基金募集速度和规模稳步上升。2018 年，共有 96 支美元基金完成募资，募资金额 2503.29 亿元人民币，是 2017 年同比规模的一倍多，其主要原因为：第一，从全球范围来看，中国目前依然是极具发展潜力的新兴市场，海外 LP 更愿意参与到中国创业投资的早期市场当中，美元基金的出资 LP 大多数为成熟的专业化机构，如凯雷、贝恩资本等；第二，多家知名 GP 积极设立外币基金，不断吸引长期海外资本，特别是世界领先的捐赠基金、养老金、家族财富管理为主的境外资本，其中高瓴资本于 2018 年 9 月完成了 106 亿美元的新基金的募集，打破了 KKR 在 2017 年 93 亿美元的募资记录，成为了亚洲地区最大的私募股权基金。

投资方面，2018 年中国股权投资市场共发生 10021 起投资案例，同比下降 1.20%，投资总额 10788.06 亿元，同比下降 10.90%。从投资案例数量看，IT、互联网和生物技术/医疗健康金融分列前三，从投资金额看，资金集中在金融、互联网和 IT。2018 年 11 月，国家推行设立科创板并试点注册制，科创创新领域受资本关注，2018 年，中国股权投资市场共有 5250 起科技创新领域投资，占所有投资案例数的 52.40%，投资金额合计 3861.90 亿元，占总投资金额的 35.80%。

退出方面，2018 年中国股权投资市场退出数量总计达 2657 起。按退出方式来看，IPO 退出 996 起，占 37.50%；股权转让 664 起，占 25.00%，并购 428 起，占 16.10%，新三板挂牌 178 起，占 6.70%，其余包括回购、管理层收购等。

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。

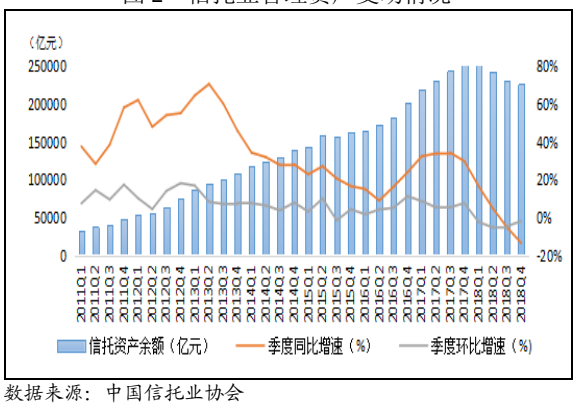
未来，随着股票发行由核准制向注册制的过渡，以及多层次资本市场体系的健全，中国的股权投资行业将会遇到进一步发展壮大的机会。一方面，股权投资行业的资金渠道将更加多元化。政府支持中小企业的创业基金、证券公司以及部分实力雄厚的大型国有企业的部分资金都可以作为资金来源的一部分。另一方面，随着股权投资行业的发展，所关注的行业将进行进一步细分，在细分行业中将会挖掘出更多的可投资的优质企业。伴随着中国经济的持续增长、国内政策环境的日趋完善、股权投资公司的逐步成熟以及人才队伍的不断壮大，中国的股权投资行业将会保持健康的增长态势。

（3）信托行业

近年来，受经济下行、金融同业竞争加剧、监管趋严等因素的影响，信托行业步入转型发展阶段，资产规模增速持续下滑。2018 年以来，监管部门持续加强对通道业务的监管，推动金融去杠杆，信托通道业务明显规模减少，多数信托公司主动控制规模和增速，导致信托行业整体资产规模有所下降；同时，在宏观经济增速放缓、实体经济去杠杆化、经济发展方式转变和增长动力转换的背景下，信托行业作为金融业中的重要组成部分，面临较大转型压力。

中国信托业协会数据显示，截至 2018 年 4 季度末，全国 68 家信托公司受托资产减少到 22.70 万亿元，比 2017 年 4 季度末下降了 13.50%，从季度环比增速看，1 季度环比增速为-2.41%，2 季度和 3 季度环比增速分别是-5.25%和-4.65%，4 季度则是-1.89%。2018 年 4 个季度的信托资产规模分别减少 6322.35 亿元、13446.17 亿元、11292.33 亿元、4379.47 亿元，受托资产规模经过前 3 个季度的较大幅度调整，4 季度进入了波动相对较小的平稳阶段。

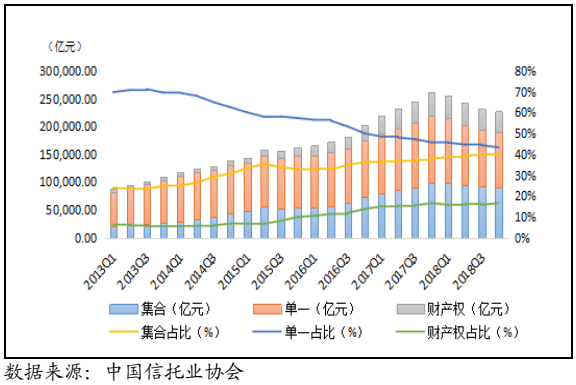
图 2　信托业管理资产变动情况



数据来源：中国信托业协会

从信托资金来源看，2018 年，信托业在“去通道”的监管压力下加快转型步伐：集合信托占比上升，单一信托占比下降，管理财产信托占比较为稳定。新增信托资金来源逐步削减以机构客户为主导的单一资金信托规模，增加集合信托和财产信托的业务比重。2016 年 4 季度前，单一资金信托规模占比在 50%以上，截至 2018 年 4 季度末，集合资金信托规模为 9.11 万亿元，占比为 40.12%，同比上升 2.38 个百分点；单一信托规模为 9.84 万亿元，占比为 43.33%，同比下降 2.4 个百分点；管理财产信托为 3.76 万亿元，占比为 16.55%，同比 16.53%。

图 3　信托资产来源结构变动态势



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。截至 2018 年 4 季度末，融资类信托占比为 19.15%，比 2013 年 4 季度末 47.76%占比下降 28 个百分点。相比 2018 年 3 季度末，4 季度末信托资产运用方式总体保持稳定。2018 年 8 月 17 日，银保监会信托监督管理部发布《关于加强规范资产管理业务过渡期内信托监管工作的通知》，明确提出支持合法合规、投资实体经济事务管理类信托，对于监管套利、隐匿风险的通道业务严厉打击。这一政策对 4 季度的信托业资金配置结构产生实际影响，从季度环比增速来看，事务管理类信托的前 3 个季度环比分别下降了 3.22%、5.56%、4.83%，4 季度则下降 2.66%，降幅收窄。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，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，从资金信托余额在五大领域的占比来看，2018 年 4 季度末的排序是工商企业（29.90%）、金融机构（15.99%）、基础产业（14.59%）、房地产业（14.18%）、证券市场（11.59%）；如果从新增信托的占比来看，2018 年 4 季度的五大领域排序是工商企业（37.45%）、房地产业（20.03%）、金融机构（8.67%）、基础产业（6.54%）、证券市场（3.43%）。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。

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。截至 2018 年 4 季度末，固有资产规模达到 7193.15 亿元，比 2017 年 4 季度末的 6578.99 亿元增长 9.34%。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。2017 年 4 季度的投资类占比为 75.41%，2018 年 4 季度的占比为 77.79%，2018 年 4 季度货币类资产为 609.79 亿元，同比下降 7.16%，其占比为 8.48%，稍低于 2017 年 4 季度的 9.98%；2018 年 4 季度的贷款类资产为 354.87 亿元，同比下降 6.79%；占比为 4.93%，低于 2017 年 4 季度的 5.79%。

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。2018 年以来，在业务体量大幅收缩的背景下，信托公司经营收入下滑。2018 年，信托行业实现经营收入 1140.63 亿元，同比下降 4.20%，实现净利润 731.80 亿元，同比下降 11.20%，其中信托业收入、投资收益和利息收入分别占经营收入的 68.54%、21.43%和 5.78%。

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较大影响，信托行业平均报酬率呈下降趋势，2018 年平均年化信托报酬率为 0.35%。从盈利能力来看，2018 年，信托业人均利润为 275.02 万元，同比下降 11.59%，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 2018 年底，中国信托业的风险项目个数为 872 个，风险资产规模为 2221.89 亿元，其中集合类信托占比为 61.74%，单一类信托占比为 36.56%，财产权信托占比为 1.69%。从净资产覆盖倍数来看，2018 年底全行业净资产规模对风险资产余额的覆盖倍数为 2.58 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，2018 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。

（4）不良资产管理行业

近年来，在中国经济结构调整和转型升级过程中，不良资产管理行业已发展成为金融市场中不可或缺的“生力军”。不良资产管理公司业务范围覆盖面广，以金融不良资产的收购与处置为主业，兼具债权和股权投资业务，同时

部分资产管理公司取得了担保、租赁等其他金融行业牌照，基本能够全面参与金融业务，因此在服务供给侧结构性改革以及防范和化解金融风险等方面对中国经济发展产生重大影响。

持牌照的资产管理公司是指银保监会公布的能够参与金融机构批量转让不良资产业务的资产管理公司。持牌的资产管理公司格局由四大金融资产管理公司、地方资产管理公司组成。地方资产管理公司的诞生源于 2012 年监管部门放开金融企业不良资产批量转让的限制。随后监管文件不断出台，对地方资产管理公司参与金融企业不良资产批量转让业务的规定也不断细化。在业务资质方面，地方资产管理公司由各省市人民政府核准设立或授权，经银监会公布后，获得参与金融企业批量转让组包户数为 3 户及以上不良资产的业务资质；在业务范围方面，地方资产管理公司只能参与本省（区、市）范围内不良资产的批量收购工作，但转让时不受地域限制；在地方资产管理公司数量方面，允许各省市设立两家地方资产管理公司，截至 2017 年底，银监会批准的可以参与金融不良资产批量转让业务的地方资产管理公司数量已经达到 57 家，注册资本金达到 1545 亿元，总资产已超过 4000 亿元，净资产超过 1500 亿元。

不良资产收购处置方面，对于持牌照资产管理公司而言，产生不良资产的金融企业是其上游行业，主要为商业银行产生的不良资产。截至 2018 年底，中国商业银行不良贷款余额 2.03 万亿元，不良贷款率 1.83%，关注类贷款余额 3.50 万亿元，关注类贷款占比 3.23%。除商业银行外，其他金融机构诸如民营小贷公司、担保公司产生的不良资产均为资产管理公司的收购目标。近年来，由于宏观经济持续低迷，实体经济对其债务的偿付能力下降，金融企业不良资产不断累积，为资产管理公司的业务发展提供较大空间。

不良资产收购方面，自 2012 年地方资产管理公司设立以来，目前国内各省市形成了“4+2”的资产管理公司竞争格局：四大金融资产管理公司分公司与地方的两家资产管理公司在同一地区形成竞争关系。四大金融资产管理公司作为金融企业，具有融资渠道畅通、融资成本低的优势，加之监管部门提出回归主业的经营要求，四大金融资产管理公司加大对不良资产包的收购，导致其参与地区的不良资产包的收购价格不断上升，从而对地方资产管理公司形成较大的业务压力。相比而言，地方资产管理公司缺乏不良资产处置专业优势，在融资渠道和资金方面均有一定劣势，但考虑到目前大部分地方资产管理公司由各省市人民政府核准设立或授权，成立的目的主要在于促进地方经济结构调整和转型，因此在业务开展方面能够取得政府领域的资源支持，这有助于地方资产管理公司形成差异化的竞争优势。

不良资产处置方面，自行清收、转卖和债务重组是主要形式。而由于自行清收和债务重组对资产管理公司的专业性要求较高、周期较长，转卖便成为了目前较为普遍的处置形式。非持牌资产管理公司通常为持牌机构的下游公司，成为不良资产的最终处置方，包括各类投资公司、具有资产管理业务资质的公司等，通过收购持牌机构的金融不良资产，再对不良资产进行清收、管理和处置。非持牌资产管理公司通常利用其在某特定行业的专业背景，或发挥其对不良资产清收力度大的特点，成为金融不良资产的最终处置方。目前，由于金融行业不良资产的抵质押物主要为不动产，因此不动产通常成为不良资产处置的抓手：部分房地产公司通过购买不良资产包的方式取得债权，进而取得不动产的处置权，通过与自身业务经营的资源整合，挖掘不良资产的价值。此外，部分基金公司、上市公司等，因其具有专业的不良资产估值、管理与处置能力，通常以顾问咨询的形式参与持牌资产管理公司的不良资产收购处置业务。

市场化债转股，为推进供给侧结构性改革，做好“三去一降一补”工作，降低企业杠杆率，

2016 年 10 月 10 日国务院发布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（下称《意见》）。《意见》中列出了七种降低企业杠杆率的途径，包括企业兼并重组、盘活存量资产、优化债务结构、银行债权转股权、依法实施破产、积极发展股权融资等。其中，针对银行债权转股权，国务院发布了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（下称《债转股指导意见》），标志着本轮市场化债转股正式拉开帷幕。而为解决银行市场化债转股过程中的资金需求问题，2016 年 12 月 19 日，国家发改委印发了《市场化银行债权转股权专项债券发行指引》，对债转股专项债券的多方面进行了规定，意在通过为债转股实施机构提供资金补充来推进符合要求的企业降低杠杆率。

2016 年 10 月，国务院发布《关于市场化银行债权转股权的指导意见》（国发〔2016〕54 号），支持银行利用所属机构开展市场化债转股，标志着银行系资产管理公司正式起步。2017 年 8 月，银监会起草《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》，对银行系资产管理公司的设立资格、业务范围和融资方式进行了严格界定。截至 2018 年 6 月底，五大国有银行已经全部成立投资子公司，开展市场化债转股工作，一些股份制银行及城商行也在积极筹备设立资产管理子公司。

目前，银行系资产管理公司债转股签约金额不断扩大，但债转股实施机构受制于母公司资本压力等方面影响，实际业务落地金额小。自 2016 年末市场化债转股业务启动之后，以国有商业银行为代表的各类实施机构均不断与转股企业进行债转股协议签约。建设银行在建信金融资产投资有限公司开业时称，截至 2017 年 7 月底，建设银行已与 41 家企业签订了总额 5442 亿元的市场化债转股框架协议，到位资金 488 亿元。从建行发布的数据来看，目前实际到位资金为签约金额的 8.97%。总体看，银行系资产管理公司主要为国有大型银行设立，资本实力强，依托母公司的业务资源在市场化债转股中有先天的业务优势；另一方面，受制于母公司的核心资本压力，银行系资产管理公司实质业务的开展存在不确定性。

总体来看，中国资产管理行业的市场主体趋于多元化，业务规模不断扩大，行业竞争也更加激烈。不良资产处置行业的竞争壁垒逐渐由牌照端转向服务端，不良资产买入环节的估值能力、经营环节的运作能力、处置环节的多元化手段将对资产管理公司的业务经营产生重要影响。

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《2018 年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2018 年全省实现生产总值（GDP）76469.7 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.4%。其中，第一产业增加值 4950.5 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 33641.7 亿元，增长 5.1%；第三产业增加值 37877.4 亿元，增长 8.3%。三次产业结构为 6.5：44.0：49.5。人均生产总值 76267 元，增长 5.9%，按年均汇率折算为 11525 美元。

财政收支质量提升，2018 年，地方一般公共预算收入 6485.4 亿元，比上年增长 6.3%。其中，税收收入 4897.9 亿元，增长 10.8%；占一般公共预算收入的比重为 75.5%，比上年提高 3.0 个百分点。地方一般公共预算支出 10099.0 亿元，增长 9.1%。其中，民生支出 7950 亿元，占一般公共预算支出的比重为 79%。

工业生产平稳增长，2018 年，全部工业增加值 28897.0 亿元，比上年增长 5.4%。规模以上工业增加值增长 5.2%。其中，装备制造业增长 7.5%，高技术产业增长 9.6%。规模以上工业主营业务收入增长 5.3%，利润总额增长 10.3%，主营业务收入利润率为 5.26%，比上年提高 0.25 个百分点。

资本市场稳步扩大。2018 年底，山东省共有上市公司 296 家，比上年末增加 8 家。其中，

境内上市公司 196 家，股票总市值 1.46 万亿元。“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为 624 家、3161 家和 1529 家。证券公司代理买卖证券交易金额 9.6 万亿元，比上年下降 18.3%。期货公司代理成交金额 9.1 万亿元，增长 17.2%。私募基金管理机构 532 家，管理基金规模 1910.0 亿元。

全域旅游高效发展。旅游消费总额 10461.2 亿元，比上年增长 13.7%。其中，国内游客消费增长 13.8%，入境游客消费增长 6.0%。星级旅游饭店 637 家，A 级旅游景区 1275 家，旅行社 2303 家，新获国家评定 5 星级旅游饭店 2 家，国家级旅游度假区 1 家。省级以上旅游度假区 46 家，省级旅游强乡镇 527 个，省级旅游特色村 1180 个。全域旅游集散和咨询服务中心 286 处，跨界融合新业态旅游项目 687 个。

2018 年，城镇居民人均可支配收入 39549 元，比上年增长 7.5%；人均消费支出 24798 元，增长 7.5%。农村居民人均可支配收入 16297 元，增长 7.8%；人均消费支出 11270 元，增长 9.0%。城镇、农村居民人均住房建筑面积分别为 36.8 平方米和 43.2 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 2019 年 3 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。

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，2018 年受益于天然气市场转暖、“煤改气”环保政策等因素影响，全年收入 71.17 元，同比增长 52.99%；公司创业投资业务规模继续增长，截至 2019 年 3 月底，鲁信创投作为主发起人出资设立的基金及投资平台共 41 个，在投项目 152 个，投资总额 76.28 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。2018 年，鲁信创投通过 A 股流通股减持方式和股权转让方式退出项目 6 个，实现退出收益 4.82 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 月完成香港联交所上市，资本实力及综合竞争力进一步增强，信托业务主动管理能力有所提升；子公司山东资管 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，2018 年收入规模同比变动不大。

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

根据公司于 2019 年 4 月 30 日发布的《山东省鲁信投资控股集团有限公司关于董事长、监事发生变动的公告》，根据山东省委、省政府任免决定，汲斌昌不再担任公司党委书记、董事长职务，由李玮任公司党委书记、董事长。

李玮，1962 年生，经济学博士，高级会计师。历任莱芜钢铁集团有限公司副总经理、总会计师；鲁银投资集团股份有限公司董事长、总裁；中泰证券股份有限公司党委书记、董事长。

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，山东省国资委、山东省发展和改革委员会、山东省财政厅和山东省社保基金理事会联合下发《关于杨少军20人免职的通知》（鲁国资任字[2018]41号），山东省国资委和山东省社保基金理事会联合下发《关于王涛免职的通知》（鲁国资任字[2018]61号）。根据上述文件要求，公司监事会主席韩斌及监事董先军、王涛职务自然免除。

除以上变动事项外，跟踪期内，公司其他法人治理结构、管理制度等无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务仍围绕基础设施、创业投资、金融服务、文化旅游四大板块持续发展。2018年，公司实现营业总收入120.69亿元，同比增长31.42%。分板块来看，受益于天然气市场转暖、“煤改气”环保政策的实施，2018年，公司基础设施业务板块实现收入71.17亿元，同比增长52.99%，为公司营业收入较快增长的主要驱动力；公司金融服务业务实现收入40.53亿元，同比增长21.17%，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；2018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58.97%和33.59%，仍为公司主要的收入来源；文化旅游板块收入规模较小，同比保持稳定。2018年，受房地开发建设周期影响尚未结转交付，房地产开发业务收入规模较小，当期收入主要为房地产咨询业务收入。

从毛利率来看，2018年，公司综合毛利率为35.70%，较2017年减少3.46个百分点，系收入占比较高的基础设施板块毛利率下滑所致。公司基础设施板块毛利率水平不高，2018年受天然气采购价上涨影响，毛利率有所下滑，2018年为2.42%；金融服务板块毛利率一直保持在90%以上水平，2018年该板块毛利率为96.41%；文化旅游业务毛利率为28.04%，同比有所提升；2018年，房地产业务收入主要来自咨询业务收入，毛利率水平较高，2018年为46.36%。

表2 2016-2019年一季度公司收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019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	28.86	46.22	3.22	46.52	50.66	3.29	71.17	58.97	2.42	17.21	61.48	1.15
金融服务业务	21.32	34.14	95.20	33.45	36.42	95.08	40.53	33.59	96.41	8.97	32.03	91.57
文化旅游业务	2.01	3.22	27.71	1.94	2.12	23.95	2.06	1.71	28.04	0.46	1.65	12.24
其他业务	10.25	16.42	16.06	9.92	10.81	21.84	6.92	5.73	24.60	1.36	4.84	32.50
其中：房地产业务	6.03	9.65	6.84	4.88	5.31	15.66	0.44	0.37	46.36	0.01	0.03	100.00
磨料、磨具	1.71	2.73	22.03	1.84	2.01	25.12	2.03	1.68	24.95	0.54	1.93	27.05
印刷	2.28	3.66	31.56	2.72	2.96	25.84	4.06	3.36	21.18	0.73	2.63	30.95
合计	**62.44**	**100.00**	**37.52**	**91.83**	**100.00**	**39.16**	**120.69**	**100.00**	**35.70**	**27.99**	**100.00**	**31.81**

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。2018年，公司投资收益为18.40亿元，同比增长17.46%，主要来自长期股权投资收益（11.17亿元）。公司投资收益对营业利润的贡献较大，2018年，投资收益占营业利润的比重为64.93%。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。

2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 27.99 亿元，同比增长 20.80%，其中基础设施业务收入同比增长 61.29%至 17.21 亿元，金融服务业务收入同比下降 10.48%至 8.97 亿元。受毛利率低的基础设施业务占比提升影响，公司综合毛利率较去年同期减少 11.04 个百分点。

2. 基础设施

基础设施板块是公司重要的收入来源，该板块主要经营天然气管道建设及运营业务，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”，直接持股 63.64%）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%，中国石油化工股份有限公司持股 65%）。截至 2018 年底，实业公司合并资产总额 82.10 亿元，所有者权益 30.62 亿元；2018 年，实业公司实现营业收入 71.36 亿元，净利润 2.69 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 2016-2018年管道公司、实华公司收入情况

（单位：亿元）

项目	2016年	2017年	2018年
管道公司	6.13	10.80	12.61
实华公司	28.10	45.80	70.75
合计	**34.23**	**56.60**	**83.36**

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，管道公司和实华公司合计拥有天然气管道约 1760.00 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，2018 年完成输气量 71.71 亿立方米，同比增长 57.43%，实现营业收入 12.61 亿元，利润总额 6.91 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 年完成天然气销 34.27 亿立方米，实现营业收入 70.75 亿元，利润总额 1.29 亿元。2019 年 1-3 月，管道公司完成输气量 17.37 亿立方米，实现营业收入 3.05 亿元，利润总额 1.70 亿元；同期，实华公司完成天然气销售 9.66 亿立方米，实现营业收入 25.16 亿元，利润总额 0.18 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，实业公司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已进入施工阶段，预计 2019 年内投产。

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

公司创业投资业务以扶持被投资企业上市获得投资收益为主要盈利模式，经营主体为子公司鲁信创投，截至 2019 年 3 月底，公司持股 69.57%。截至 2018 年底，鲁信创投资产总额 57.35 亿元，所有者权益 37.39 亿元；2018 年，实现营业收入 2.07 亿元，同比变化不大，投资收益 4.67 亿元，同比下降 16.63%，利润总额 3.05 亿元，同比增长 144.91%，2017 年利润较低主要系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，鲁信创投对该项股权全额计提减值准备 3.27 亿元。2019 年 1-3 月，鲁信创投实现营业收入 0.54 亿元，投资收益 0.23 亿元，利润总额 0.78 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。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完成。

截至 2019 年 3 月底，鲁信创投作为主发起人出资设立的基金及投资平台共 41 个，总认缴规模 152.00 亿元，到位资金规模 100.00 亿元，其中鲁信创投认缴资本 74.00 亿元，实缴资本 48.00 亿元。鲁信创投在投项目 152 个，投资总额 76.28 亿元，项目储备较为充足。截至 2019 年 3 月底，鲁信创投及其作为主发起人出资设立的各基金投资持有境内 A 股上市公司 13 家，持有香港 H 股上市公司 1 家，美国纳斯达克上市公司 1 家，新三板挂牌公司 32 家。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 2019 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 25.26%。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2019年3月底鲁信创投作为主发起人出资设立的基金及投资平台在投项目行业分布

（单位：个、亿元、%）

行业	企业个数	投资总额	投资占比
电子	20	51477.52	6.75
房地产	2	59000.00	7.73
化工类	18	71183.00	9.33
智能制造	31	92815.70	12.17
信息服务	24	192684.05	25.26
农业及农副产品加工	12	32165.18	4.22
生物医药	14	53297.90	6.99
新材料新能源	14	128674.46	16.87
节能服务	1	2721.76	0.36
金融类	5	46082.67	6.04
其他	11	32716.40	4.29
合计	**152**	**762818.64**	**100.00**

资料来源：公司提供

退出方面，鲁信创投投资退出的项目包含流通股减持（上市退出）以及股权转让（包含并购、回购）两种退出方式。截至 2019 年 3 月底，鲁信创投（含基金及投资平台）通过 A 股流通股减持方式全部或部分退出项目 12 个，累计退出金额 2.33 亿元，退出回款 30.10 亿元，退出收益 27.76 亿元；通过股权转让方式全部或部分退出项目 55 个，累计退出金额 12.42 亿元，退出回款 21.12 亿元，退出收益 8.71 亿元。截至 2019 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有17个拟IPO项目，包括青岛惠城环保科技股份有限公司、湖北五方光电股份有限公司、嘉美食品包装（滁州）股份有限公司等。

基金管理方面，鲁信创投承担基金管理人职能直接管理的基金5只。包括产业基金一只，为山东半岛蓝色经济投资基金有限公司（以下简称“蓝色基金”）；政府性基金两只，为山东省省级创业投资引导基金和山东省科技风险投资资金；为助推山东省新旧动能转换重大工程开展、加快提升山东省相关产业升级，2018年5月鲁信创投发起设立总规模10亿元的山东省鲁信新旧动能转换创投母基金合伙企业（有限合伙），基金主要投向生物技术、医疗及器械、人工智能、新能源汽车、新材料、智能制造领域，其中投资于山东省内的资金比例不低于母基金可实现投资总额的70%；另有一只基金为烟台鲁创恒富创业投资中心(有限合伙)，基金总规模6040万元，目前正在清算中。2018年鲁信创投实现管理费收入343.17万元，较2017年减少81.04%，主要是管理的山东省科技风险投资资金清算，蓝色基金进入清算期，清算期不再计提管理费。

境外投资方面，2018年3月，鲁信创投审议通过其全资子公司齐鲁投资在开曼购买的特殊目的公司（SPV）DRAGON RIDER LIMITED作为公司海外投资的主体，参与投资美国公司TCR^{2}Therapeutics500万美元，TCR^{2}TherapeuticsInc已于2019年2月在纳斯达克上市。2019年2月，鲁信创投通过在开曼持有的SPV公司Lucion VC Limited参与投资以色列公司XJet Limited 800万美元。鲁信创投进一步拓展海外市场空间，初步实现了从立足山东到放眼海外的战略布局。

跟踪期内，公司创投业务持续推进基金化转型，项目储备充足；但应关注投资业务易受资本市场波动、经济环境、国际贸易摩擦及政策变化因素的影响，鲁信创投业绩波动较大；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。2018年，公司金融服务板块实现收入40.53亿元，同比增长21.17%。

（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2018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2018年底，山东国信资产总额136.12亿元，所有者权益95.41亿元；2018年实现营业收入16.95亿元，利润总额11.27亿元。

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，近年受监管政策趋严，业务“去通道”化等因素影响，收入规模有所波动，2018年为8.91亿元，同比下降21.11%，占信托业务收入的比重为52.60%，同比减少15.97个百分点。利息收入主要是自有资金投资产生，2018年同比增长31.98%；2018年，山东国信新增处置经合并的结构性实体持有的联营企业净收益1.61亿元，主要系当期山东国信处置了以权益法计量的特定经合并的结构性实体持有的股权；其他收入主要包括政府补助、汇兑损益等，规模较小。

表5 公司信托业务收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年	
	营业收入	占比	营业收入	占比
利息收入	4.91	29.79	6.48	38.21
佣金及手续费收入	11.30	68.57	8.91	52.60
投资收益	0.21	1.28	-0.25	-1.49
公允价值变动损益	0.02	0.12	-0.32	-1.90
处置经合并的结构性实体持有的联营企业净收益	--	--	1.61	9.49
其他收入	0.04	0.24	0.52	3.09

合计	**16.48**	**100.00**	**16.94**	**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2018年底，山东国信共持有投资金额27.64亿元，其中，基金投资金额4.07亿元，占14.73%；债券投资金额9.51亿元，占34.41%；长期股权投资余额13.64亿元，占49.35%。2018年，山东国信实现利息收入6.48亿元，投资收益-0.25亿元，主要系当期处置股权、基金产生亏损。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	2017年		2018年	
	投资金额	占比	投资金额	占比
股票	0.24	0.94	0.42	1.52
基金	3.58	13.92	4.07	14.73
债券	9.51	36.99	9.51	34.41
长期股权投资	12.38	48.15	13.64	49.35
合计	**25.71**	**100.00**	**27.64**	**100.00**

资料来源：公司提供

截至2018年底，山东国信存续信托余额2319.22亿元，同比下降11.95%，2018年发行信托产品511支，募集资金865.90亿元，同比下降15.28%，实现信托报酬收入8.89亿元，同比下降21.05%。

从产品类型看，公司单一信托所占比重有下降趋势。2018年，新增单一信托（含资金类和资产类）310.94亿元（占当年新增业务规模的35.91%），新增集合信托554.96亿元（占当年新增业务规模的64.09%），单一信托产品业务规模有所下降。

表7　2017-2018年信托业务情况（单位：亿元、支）

	2017年	2018年
新增信托业务规模	1022.09	865.90
其中：单一资金信托	538.70	257.68
单一资产信托	14.61	53.26
集合资金信托	468.78	554.96
新增信托产品数量	432	511
其中：单一资金信托	308	202
单一资产信托	7	16
集合资金信托	117	293
存续信托余额	2634.08	2319.22
信托报酬收入	11.26	8.89

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，2018年，主动管理型资产占比上升9.06个百分点至38.66%。截至2018年底，山东国信主动管理型信托资产余额896.58亿元，同比增长15.01%，被动管理型信托资产余额1422.64亿元，同比下降23.29%。

表8　山东国信受托资产管理方式明细表

（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年	
	规模	占比	规模	占比
主动管理型信托资产	779.59	29.60	896.58	38.66
被动管理型信托资产	1854.49	70.40	1422.64	61.34
合计	**2634.08**	**100.00**	**2319.22**	**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，2018年占48.07%，2018年，交易性金融资产占比下降至8.68%，可供出售金融资产及持有至到期投资占比上升至30.36%。

表 9　2017-2018 年公司信托资金投向及产品结构（单位：%）

资金投向	2017 年	2018 年	产品结构	2017 年	2018 年
房地产	20.92	26.66	证券投资	--	--
金融	15.97	11.19	权益投资	6.89	7.11
基础投资	13.58	16.31	贷款	49.54	48.07
实业	31.01	30.16	债券投资	--	--
证券类	6.81	5.65	交易性金融资产	12.61	8.68
其他	11.71	10.03	可供出售金融资产及持有至到期投资	27.53	30.36
--	--	--	其他	3.43	5.78

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，山东国信净资本 79.51 亿元，各项业务风险资本之和为 43.48 亿元，较 2017 年底进一步上升。近年来，山东国信净资本/各项业务风险资本之和比值及净资本/净资产比值呈逐年下降趋势，2018 年底，上述两个指标分别为 182.87%和 84.87%。

表10　山东国信净资本和风险资产情况

（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
净资本	55.24	79.43	79.51
各项业务风险资本之和	21.99	39.47	43.48
净资本/各项业务风险资本之和	251.24	201.23	182.87
净资本/净资产	88.05	87.76	84.87

资料来源：公司提供

跟踪期内，山东国信营业收入同比保持稳定，受资管新规出台、业务去通道化等因素影响，当期新增信托业务规模有所下滑，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，随着信托行业监管政策趋严，行业竞争日趋激烈，山东国信在业务转型、风险控制能力、主动管理能力等方面面临一定挑战。

（2）资产管理业务

山东资管成立于 2014 年 12 月，是由山东省政府批准设立，并经中国银监会核准具有金融机构不良资产经营资质的省级资产管理公司。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购处置平台，用于收购不良资产及对外投资。截至 2018 年底，山东资管资产总计 405.91 亿元，负债合计 286.66 亿元；2018 年实现营业收入 24.30 亿元，利润总额 10.56 亿元。

山东资管主营业务包括不良资产经营业务、资产管理业务和特色投融资业务。不良资产经营业务指根据市场化原则收购出让方的不良资产，对其进行管理、经营，以期回收现金或沉淀资产，实现资产保值、增值的业务。此类业务一般为打折收购金融机构不良资产，主要依靠资产组合定价分析来降低风险。目前山东资管根据交易对手、交易方式等业务要素的不同，不良资产经营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资产包，并在拆包后自主进行不良资产的处置。以上三种业务模式中商定收购与合作清收模式占比较高，约占 60%以上。2016-2018 年，山东资管不良资产经营业务分别实现收入 3.25 亿元、5.39 亿元和 9.38 亿元，在营业收入中的占比有所下降。截至 2019 年 3 月底，山东资管累计收

购各类不良资产 1306.33 亿元，累计处置不良资产原值 842.26 亿元，累计回收现金 279.90 亿元，现金回收率 33.23%，处于行业较高水平。

资产管理业务板块主要为基金运营业务，目前主要运营管理基金类型有：地方企业重组发展基金，以化解地方企业流动性及担保圈风险为重点，运用基金收购不良资产债权、提供转贷、阶段性持股、破产重整、重组并购等服务，盘活存量资产，扶持“三有企业”，助推企业转型升级；金融资产投资基金，即投资金融机构出让的金融资产等；房地产重整基金，运用社会资金和专业公司，收购房地产不良债权、重组项目公司、提供增量资金，盘活房地产项目等。截至 2019 年 3 月底，山东资管所管理的基金数量 36 只，基金认缴规模 402.53 亿元，实缴规模 136.77 亿元。

特色投融资业务主要开展固定收益类投资和股权投资，前者指山东资管自有资金以信托计划、资管计划、委托贷款等方式投资于标的项目，项目投资期限主要集中在 1-3 年，后者主要是指以自有资金参与上市公司定增，围绕上市公司或产业集团进行并购，或直接开展战略性投资、股权投资、风险投资、债转股投资等在内的投资业务。特色投融资业务重点针对发展前景良好但暂时遇到困难的企业，特别是周期性行业中的龙头公司、上市公司、有重组预期的国有企业等。近年来，公司特色投融资业务的资金投放规模有所波动，业务开展情况如下表。

表 11　公司特色投融资业务开展情况（单位：亿元）

时间	当期投放金额	当期回收金额	当期期末余额	当期业务收入
2016 年度	66.93	39.52	53.55	4.17
2017 年度	127.93	39.20	142.28	7.80
2018 年度	60.28	100.44	97.09	10.48
2019 年 1-3 月	20.25	17.25	100.09	2.42

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，山东资管特色投融资业务余额为 100.09 亿元，主要投向了委托贷款、信托计划及资管计划，主要是将资金投放给企业，合作伙伴以上市公司、大型国有企业和知名度较高的地产开发企业，要求借款人提供包括股权、土地、房产在内的优质抵押物，最大程度降低交易风险。

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，跟踪期内，山东资管经营规模持续扩大，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。

（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%）。

金鼎租赁业务模式以售后回租为主，2018 年新增租赁合同 3 个，新增合同金额 1.99 亿元。2018 年实现营业总收入 0.69 亿元，净利润 0.30 亿元。截至 2019 年 3 月底，金鼎租赁应收租赁款余额为 8.08 亿元，存量租赁合同 21 个，其中单笔租赁款在 1 亿元以上的共 3 个。截至 2018 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 65%。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，跟踪期内受益于山东资管业务的持续扩张，公司金融服务业务收入保持增长。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。旅游产业开发方面，2018 年，各园区、景点接待游客数量达到 194.22 万人次，同比下降 6.03%，实现收入 1.92 亿元；2019 年 1-3 月，各园区、景点接待游客合计 17.84 万人次，实现收入 0.17 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 2018 年底，公司下属自建影院 15 家，座位数达 11786 个，实现电影票房收入 0.96 亿元，鲁信文化实现营业收入 2.06 亿元，同比增长 10.00%，净利润 0.47 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高新，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。磨料磨具产业设七个子公司，合计拥有 12000 吨磨料、3000 吨磨具、2 亿张涂附磨具的年生产能力。2018 年，公司磨料磨具业务实现营业收入 2.03 亿元，同比小幅增长。

印刷包装业务的经营主体为山东鲁信天一印务有限公司（以下简称“天一印务”），主要从事医药制品的印刷包装，具备 15 亿只纸制包装盒的年生产能力。2018 年，天一印务完成印量 24377 万印，糊盒 193999 万个，实现营业收入 4.06 亿元，净利润 0.28 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 2016-2018 年房地产销售收入主要来源于鲁信和璧花园项目，截至 2019 年 3 月底，公司房地产待售面积 9.66 万平方米，主要为鲁信和璧花园项目。

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，公司共计转贷省调控资金贷款115.38亿元，自2014年上述贷款均已进入还本周期。截至2019年3月底，公司已无转贷资金余额。

总体看，房地产业务受建设周期及尚未结转交付的影响，公司其他业务收入规模近年来持续下滑，其他业务作为公司收入来源的有益补充，持续性较好。

7. 经营效率

2018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19.17次、3.66次和0.16次。总体看，公司经营效率一般。

8. 未来规划

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。

九、财务分析

公司提供了2018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2019年一季度财务数据未经审计[2]。

合并范围方面，2016年底纳入合并范围的子公司较2015年底新增8家，清算减少子公司1家；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；2018年底，公司纳入合并范围子公司较2017年新增1家，减少子公司1家；截至2019年3月底，公司纳入合并范围较2018年无变动。

[2] 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，本报告中2016年财务数据采用追溯调整后数据。

总体看，近三年合并范围的变动对公司财务报表的可比性影响不大。

截至 2018 年底，公司资产总额 794.52 亿元，所有者权益合计 301.02 亿元（含少数股东权益 145.27 亿元）；2018 年，公司实现营业总收入 120.69 亿元，利润总额 27.19 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 817.98 亿元，所有者权益合计 302.55 亿元（含少数股东权益 147.35 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 27.99 亿元，利润总额 5.28 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 794.52 亿元，同比增长 13.81%，从构成看，流动资产占 47.35%，非流动资产占 52.65%，资产构成较 2017 年底无较大变化。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 376.18 亿元，同比增长 23.24%，主要来自交易性金融资产、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和其他流动资产的增长。从构成看，主要以货币资金（占 13.17%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 26.78%）、一年内到期的非流动资产（占 18.58%）和其他流动资产（占 26.17%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金为 49.54 亿元，同比变动不大。从构成看，以银行存款（占 85.58%）为主，其余为库存现金和其他货币资金（包括开放式结构性存款产品、证券账户资金余额、可随时赎回的理财产品、通知存款、票据及信用保证金等）。公司受限制货币资金为 0.07 亿元，主要为保证金，占比较小。

公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产由交易性权益工具投资、交易性债务工具投资和指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产构成；其中交易性权益工具主要为子公司持有的基金及上市公司股票，交易性债务工具投资主要将暂时闲置的资金投资于国债逆回购业务及银行理财等金融资产，指定为公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要为子公司山东资管持有的商业化收购和分类处置的银行不良资产。截至 2018 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 100.75 亿元，同比增长 50.47%，系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 2018 年底，公司其他应收款为 11.22 亿元，同比增长 105.38%，主要系业务往来款增加所致。2018 年，公司其他应收款计提坏账准备 2.56 亿元，计提比例 19.62%。从账龄看，1 年以内的占 70.27%，1-2 年的占 20.48%，2-3 年的占 1.24%，其余为 3 年以上，平均账龄偏长。2018 年底，公司其他应收款前五名客户占其他应收款总额的 79.19%，客户集中高。

表 12　2018 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	53998.24	42.02	往来款
大连德银置业有限公司	24000.00	18.68	往来款
山东鲁信龙山置业有限公司	11000.00	8.56	往来款
山东省水产企业集团总公司	8000.00	6.23	往来借款
山东省吉联包装股份有限公司	4748.94	3.70	借款
合计	**101747.18**	**79.19**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司存货为 23.50 亿元，同比增长 29.95%。2018 年底，公司存货中开发成本为 21.61 亿元，同比增加 4.94 亿元，主要包括鲁信和璧花园项目和鲁信磐古花园项目。2018 年存货共计提跌价准备 0.08 亿元，主要是计提库存商品的跌价准备。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动资产为 69.90 亿元，同比小幅下降。从构成来看，从构成来看，2018 年底主要由信托计划（占 29.88%），不良资产包（占 17.09%）和委托贷款（占 46.40%）构成。

截至2018年底，公司其他流动资产为98.46亿元，同比增长17.41%，主要是持有的1年内（含1年）的信托计划增长所致。从构成来看，以持有的1年内（含1年）的信托计划（占40.50%）和持有的1年内（含1年）的应收款项类投资及其收益（占33.18%）为主。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产为418.33亿元，同比增长6.48%，系可供出售金融资产增长所致。从构成看，以可供出售金融资产（占32.93%）、长期股权投资（占19.10%）和其他非流动资产（占39.86%）为主。

截至2018年底，公司可供出售金融资产为137.78亿元，同比增长33.31%，主要是子公司山东资管各类基金出资规模大幅增加。

截至2018年底，持有至到期投资为17.44亿元，同比下降48.28%，系持有的信托计划、契约型私募基金同比下降所致。从构成看，信托计划占57.14%，契约型私募基金占33.03%，委托贷款占9.83%。截至2018年底，公司计提减值准备0.60亿元。

截至2018年底，公司长期股权投资为79.89亿元，同比增长37.62%，主要系当期对联营企业山东石油天然气股份有限公司追加投资7.70亿元，新增潍坊市鲁中金融资产运营管理股份有限公司投资7.00亿元和临沂市鲁南资产运营管理有限公司投资4.00亿元。随着经营规模的持续扩张，公司对外投资增加，作为业务板块较多的投资控股类集团企业，公司联营企业众多。

截至2018年底，公司固定资产为6.03亿元，同比小幅下降，从构成看，以房屋建筑物（占39.91%）和机器设备（占53.05%）为主要构成部分，2018年固定资产累计折旧4.85亿元，计提减值准备0.12亿元。

截至2018年底，公司其他非流动资产为166.74亿元，同比下降7.06%，系持有1年以上的应收款项类投资同比减少所致，主要为子公司山东资管商定收购与合作清收，指定收购与处置和市场化投融资一年以上的项目，主要投向不良资产及特色投融资项目。

截至2019年3月底，公司资产总额为817.98亿元，较2018年底增长2.95%，流动资产比重较2018年底减少0.74个百分点至46.61%。截至2019年3月底，公司货币资金规模较2018年底增长45.27%至71.97亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产较2018年底下12.97%至87.68亿元，预付款项由2018年底的1.05亿元增加至9.15亿元，主要是下属子公司的预付购房款；受新金融工具准则实施调整，可供出售金融资产下降至112.60亿元，部分重分类至其他非流动金融资产19.24亿元。

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、长期股权投资及持有的计入其他资产的信托计划、应收款项类投资、贷款、不良资产包占比较高，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

截至2018年底，公司负债总额为493.50亿元，同比增长21.92%，主要来自长期借款和应付债券的增加；从负债结构看，以非流动负债为主（占65.91%）。

截至2018年底，公司流动负债为168.26亿元，同比增长12.86%，系预收款项和其他应付款增长所致。从构成来看，短期借款占20.80%、预收款项占15.76%、其他应付款占12.26%、一年内到期的非流动负债占35.17%）。

截至2018年底，公司短期借款为35.00亿元，同比下降12.35%，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95.77%）。

截至 2018 年底，公司预收款项为 26.52 亿元，同比增长 73.38%，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 2018 年底，公司其他应付款为 15.92 亿元，同比增长 88.02%，系应付暂收往来款、抵押保证金等增加所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 59.18 亿元，同比增长 9.59%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。其中包括一年内到期的长期借款 46.12 亿元、一年内到期的应付债券 12.99 亿元和一年内到期的长期应付款 0.07 亿元。

截至2018年底，公司其他流动负债为14.04亿元，同比下降 27.44%，系下属公司山东国信纳入合并范围的结构化主体归属于第三方信托受益人的净资产减少所致。从构成看，归属于纳入合并范围的结构化主体第三方受益人的净资产[3]占 56.30%，待划转募集款[4]占 16.20%，预收信托业保障基金认购款占 20.21%，其余包括预收的信托报酬、逾期租赁项目保证金等。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 325.24 亿元，同比增长 27.21%，以长期借款（占 64.44%）和应付债券（占 29.52%）为主。

截至 2018 年底，公司长期借款为 209.57 亿元，同比增长 16.74%。从构成看，以信用借款（占 82.79%）和保证借款（占 13.06%）为主，其余为抵、质押借款。

截至 2018 年底，公司应付债券为 96.00 亿元，同比大幅增长 62.81%，系 2018 年下属公司山东资管发行公司债券 40 亿元，中期票据 10 亿元所致。

表13　截至2018年底公司合并口径存续债券概况

债券名称	发行日期	期限	余额（亿元）
13 鲁信集团债	2013-4-17	7 年	10.00
14 鲁信 MTN001	2014-8-27	5 年	5.00
15 鲁信 MTN001	2015-4-28	5 年	5.00
16 鲁信 MTN001	2016-1-11	5+N 年	15.00
16 鲁信集团债	2016-3-8	7 年	6.00
17 鲁信 MTN001	2017-2-15	5+N 年	15.00
17 鲁信 01	2017-8-3	7 年	10.00
16 鲁信 01	2016-11-24	10 年	15.00
12 鲁创投	2014-3-25	5 年	4.00
14 鲁信创投 MTN001	2014-11-4	5 年	4.00
18 鲁金 01	2018-3-23	3+2 年	12.00
18 鲁金 02	2018-4-20	3+2 年	10.00
18 鲁金 03	2018-6-13	2+2 年	14.00
18 鲁金 04	2018-6-13	3+2 年	4.00
18 山东金融 MTN001	2018-8-17	3 年	10.00
合计	--	--	**139.00**

资料来源：Wind资讯、联合资信整理

注：“14鲁信MTN001”、“12鲁创投”、“14鲁信创投MTN001”计入一年内到期的非流动负债，“16鲁信MTN001”和“17鲁信MTN001”计入所有者权益

截至2018年底，公司其他非流负债为17.34亿元，同比增长 19.30%，全部为下属公司山东国信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。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 515.43 亿元，较 2018 年底增长 4.44%，流动负债占 32.25%，非流动负债占 67.75%，较 2018 年底变动不大。公司流动负债为 166.23 亿元，较 2018 年底下降 1.20%；非流动负债为 349.20 亿元，较 2018 年底增长 7.37%，系长期借款、应付债券持续增长所致。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务为 399.85 亿元，同比增长 20.22%，主要是当期长期借款增加以及山东资管新发债券所致。其中短期债务和长期债务分别占 23.58%和 76.42%，长期债务比重上升 4.72 个百分点。从债务指标来看，2018 年，公司资产负债率、长期债务资本化比例和全部债务资本化比率均呈上升趋势，2018 年底上述三项指标分别为 62.11%、57.05%和 50.38%，同比分别上升 4.13 个、3.92 个和 5.54 个百分点。

随着公司银行借款规模增长及子公司新发债券影响，截至 2019 年 3 月底，公司全部债务

[3] 归属于纳入合并范围的结构化主体第三方受益人的净资产是指子公司山东国信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。

[4] 待划转募集款为山东国信因上市划转至全国社会保障基金理事会的募集款。

较 2018 年底无较大变动。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 63.01%、57.15%和 51.89%，均较 2018 年底有所上升。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，2018 年底调整后全部债务为 433.51 亿元，调整后长期债务为 356.36 亿元，调整后资产负债率、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 65.89%、61.33%和 55.32%；截至 2019 年 3 月底，调整后资产负债率、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将分别上升至 66.68%、61.40%和 56.66%。

跟踪期内，受下属公司山东资管不良资产处置业务的快速扩张，对外融资需求较大，带动公司整体有息债务规模快速上升，以长期债务为主，公司整体债务负担较重，未来可能面临一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 301.02 亿元，同比增长 2.61%，系未分配利润增加所致；从权益结构看，归属于母公司所有者权益为 155.74 亿元，以实收资本（占 19.26%）、其他权益工具（占 19.05%）、资本公积（占 11.80%）和未分配利润（占 48.19%）为主，少数股东权益为 145.27 亿元，同比变动不大。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 302.55 亿元，较 2018 年底增长 0.51%，所有者权益构成较 2018 年底变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益规模保持稳定，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

2018 年，公司营业总收入为 120.69 亿元，同比增长 31.42%，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 76.17 亿元，同比增长 40.44%，公司营业利润率同比减少 3.86 个百分点至 36.47%，盈利能力有所下滑。

2018 年，公司期间费用合计 26.09 亿元，同比增长 44.38%，其中，销售费用、管理费用和财务费用分别为 2.63 亿元、6.09 亿元和 17.37 亿元，同比分别增长 9.46%、8.41%和 81.94%。2018 年公司期间费用占营业总收入的 21.62%，较 2017 年增加 1.94 百分点，期间费用对利润存在一定侵蚀，期间费用控制能力一般。

2018 年，公司投资收益为 18.40 亿元，同比增长 17.46%，主要来自长期股权投资及可供出售金融资产投资收益的增加。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　2017-2018 年公司投资收益构成（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
长期股权投资投资收益	8.87	11.17
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	0.41	0.17
持有至到期投资收益	4.73	3.10
可供出售金融资产投资收益	1.64	3.83
其他投资收益	0.005	0.14
合计	**15.66**	**18.40**

资料来源：公司审计报告

公司资产减值损失主要包括坏账损失、存货跌价损失、可供出售金融资产减值损失、持有至到期投资减值损失、长期股权投资损失及其他资产减值损失，2018 年，公司资产减值损失为 5.21 亿元，同比下降 31.27%。公司营业外收入包括政府补助、盘盈利得等，2018 年为 0.14 亿元。

2018 年，公司利润总额为 27.91 亿元，同比增长 6.68%，主要得益于主营业务收入的增长及投资收益的贡献。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率同比上升 0.74 个百分点至 5.52%，净资产收益率同比减少 0.07 个百分点至 6.75%。

2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 27.09 亿元，同比增长 20.83%，利润总额为 5.28 亿元，同比下降 8.78%，系投资收益同比减少所致，同期，营业利润率为 34.16%。

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

4．现金流及保障

经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流入同比增长 36.29%至 380.95 亿元，其中收到其他与经营活动有关的现金为 267.90 亿元，同比增长 46.40%，系子公司山东资管不良资产及特色投融资处置回收现金流入增加。2018 年，公司经营活动现金流出同比下降 3.50%，为 392.91 亿元。2018 年，公司经营活动现金流量净额为-11.96 亿元。从收入实现质量看，2018 年公司现金收入比为 80.52%，同比提升 4.61 个百分点，收入实现质量一般。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金净流 28.69 亿元，同比增长 81.72%，主投资要来自投资支付的现金同比增加 17.13 亿元，系公司对合营及联营企业的股权投资支出。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流量净额为 38.43 亿元，同比下降 61.08%，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。

2019 年 1-3 月，公司经营活动现金流量净额为 8.41 亿元，投资活动现金流量净额 8.33 亿元，筹资活动现金流量净额 0.57 亿元。

跟踪期内，子公司山东资管业务不良资产及特色投融资处置回收现金流入增加，公司经营活动现金净流出有所下降；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，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 223.58%和 209.61%，同比分别提升 18.83 个和 16.98 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 229.34%和 214.07%。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，2018 年，公司 EBITDA 为 47.53 亿元；全部债务/EBITDA 为 8.41 倍，仍处于较好水平；EBITDA 利息倍数为 2.55 倍，EBITDA 对利息的保障能力较强。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 3 月底，公司合并口径对外担保余额 2.03 亿元，占净资产的比重为 0.67%，占比很小。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 535.33 亿元，尚未使用额度 369.34 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，山东国信为香港联交所上市公司，公司具有直接融资渠道。

6. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 167.20 亿元，流动资产 20.28 亿元（占 12.13%），非流动资产 146.92 亿元（占 87.87%）；流动资产主要由其他应收款构成，为 13.05 亿元；非流动资产主要是可供出售金融资产 19.32 亿元和长期股权投资 127.43 亿元。

截至 2018 年底，母公司负债合计 77.00 亿元，流动负债 26.76 亿元（占 34.75%），非流动负债 50.24 亿元（占 65.25%）；流动负债主要由短期借款和一年内到期的非流动负债构成，分别为 10.00 亿元和 15.00 亿元；非流动负债以长期借款和应付债券为主，分别为 4.20 亿元和 46.00。2018 年底，母公司有息负债 75.20 亿元，资产负债率为 46.06%。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 90.19 亿元，其中实收资本 30.00 亿元，资本公积 9.35 亿元，其他权益工具 29.67 亿元，盈余

公积 3.03 亿元，未分配利润 18.15 亿元。

盈利能力方面，2018 年，母公司营业收入 912.99 万元，营业成本 91.11 万元，受益于投资收益规模较大（7.88 亿元），2018 年，母公司营业利润 3.18 亿元。

现金流方面，2018 年，母公司经营活动由收到/支付其他与经营活动有关的现金为主，经营活动现金流量金额为-1.64 亿元。母公司投资活动现金流入为 9.23 亿元，主要包括收回投资收到的现金 3.46 亿元，取得投资收益收到的现金 5.65 亿元；投资活动现金流出 17.17 亿元，主要为投资支付的现金 14.96 亿元和取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 2.08 亿元；投资活动现金流量净额为-7.93 亿元。母公司筹资活动现金流入为 54.32 亿元，全部为收到其他与筹资活动有关的现金；筹资活动现金流出 41.81 亿元，主要包括偿还债务支付的现金 36.18 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 5.63 亿元；母公司筹资活动现金流量净额为 12.52 亿元。总体看，母公司对外投资规模较大，筹资活动现金流规模大。

总体看，作为省属投融资主体和资产管理平台，公司本部资产以股权投资为主，利润来源投资收益，母公司现有债务以银行借款和应付债券为主，债务规模较大，债务负担较重。

7．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 2019 年 5 月 23 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。

8．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强。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司本部存续期债券余额合计 91.00 亿元，其中一年内到期债券余额 30.00 亿元。截至 2018 年底和 2019 年 3 月底，公司现金类资产分别为 150.82 亿元和 160.11 亿元，为一年内到期债券余额的 5.03 倍和 5.34 倍，保障能力强；2018 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 47.53 亿元和 380.95 亿元，为存续期债券余额的 0.52 倍和 4.19 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 15　公司本部存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行额度	余额	存续期
13 鲁信集团债	10.00	10.00	2013/4/17-2020/4/17
14 鲁信 MTN001	5.00	5.00	2014/8/27-2019/8/29
15 鲁信 MTN0001	5.00	5.00	2015/4/28-2020/4/29
16 鲁信 MTN001	15.00	15.00	2016/1/11-2021/1/13
17 鲁信 MTN001	15.00	15.00	2017/2/15-2022/2/17
16 鲁信集团债	6.00	6.00	2016/3/8-2023/3/9
17 鲁信 01	10.00	10.00	2017/8/3-2024/8/4
16 鲁信 01	15.00	15.00	2016/11/24-2023/11/25
19 鲁信 SCP001	10.00	10.00	2019/3/18-2019/12/15
合计	**91.00**	**91.00**	--

资料来源：公开信息整理

注：“16鲁信集团债”行权日为2021年3月9日，“17鲁信01”行权日为2022年8月4日，“16鲁信01”行权日为2023年11月25日

表16　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	30.00
现金类资产/一年内到期债券余额	5.03
经营活动现金流入量/应付债券余额	4.19
经营活动现金流净额/应付债券余额	-0.13
EBITDA/应付债券余额	0.52

资料来源：联合资信整理

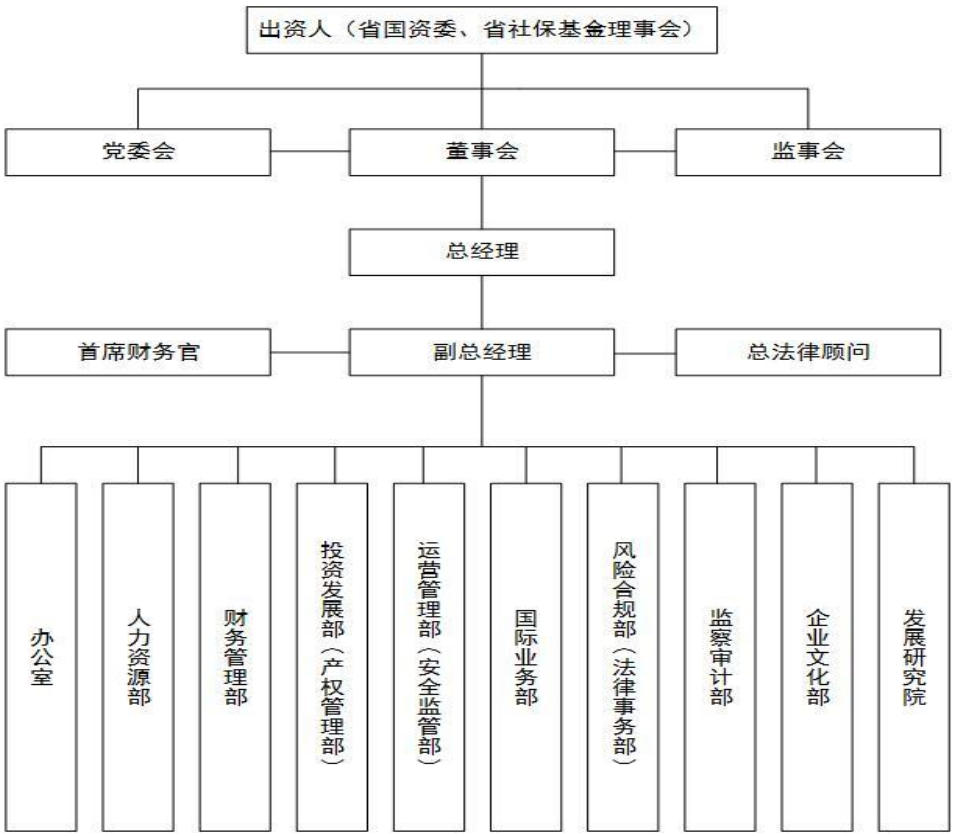
十一、结论

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 2018 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	投资，生产销售磨具磨料	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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	134.53	117.63	150.82	160.11
资产总额(亿元)	544.15	698.14	794.52	817.98
所有者权益(亿元)	241.28	293.37	301.02	302.55
短期债务(亿元)	41.43	94.12	94.28	77.15
长期债务(亿元)	214.11	238.48	305.57	326.36
全部债务(亿元)	255.54	332.60	399.85	403.51
营业总收入(亿元)	62.44	91.83	120.69	27.99
利润总额(亿元)	19.92	26.16	27.91	5.28
EBITDA(亿元)	28.26	37.08	47.53	--
经营性净现金流(亿元)	-46.39	-127.66	-11.96	8.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.39	15.74	19.17	--
存货周转次数(次)	2.11	3.00	3.66	--
总资产周转次数(次)	0.14	0.15	0.16	--
现金收入比(%)	76.98	75.91	80.52	72.91
营业利润率(%)	37.47	40.33	36.47	34.16
总资本收益率(%)	4.39	4.78	5.52	--
净资产收益率(%)	6.00	6.82	6.75	--
长期债务资本化比率(%)	47.02	44.84	50.38	51.89
全部债务资本化比率(%)	51.44	53.13	57.05	57.15
资产负债率(%)	55.66	57.98	62.11	63.01
流动比率(%)	330.78	204.75	223.58	229.34
速动比率(%)	304.40	192.63	209.61	214.07
经营现金流动负债比(%)	-67.89	-85.63	-7.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.34	3.52	2.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.04	8.97	8.41	--

注：1.2019 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 年底所有者权益包含 15 亿元永续中票，2017 年底、2018 年底和 2019 年 3 月底所有者权益包含 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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

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