信用等级公告

联合〔2020〕1297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，“16鲁信MTN001”“16鲁信集团债/16鲁信债”“17鲁信MTN001”和“19鲁信MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月十一日

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

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
山东省鲁信投资控股集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16 鲁信 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
16 鲁信集团债/16 鲁信债	AAA	稳定	AAA	稳定
17 鲁信 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 鲁信 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
*16 鲁信 MTN001	15 亿元	15 亿元	2021/1/13
16 鲁信集团债/16 鲁信债	6 亿元	6 亿元	2023/3/9
*17 鲁信 MTN001	15 亿元	15 亿元	2022/2/17
19 鲁信 MTN001	15 亿元	15 亿元	2024/7/10

注：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。

评级时间：2020 年 6 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“公司”）作为山东省财政厅直属企业，以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，区域战略地位突出。公司业务布局多元化，跟踪期内收入及资产规模持续增长，盈利能力良好；2019 年山东省财政厅增资入股 360.00 亿元，公司资本实力进一步增强，下属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”）投资入股恒丰银行股份有限公司（以下简称“恒丰银行”），成为其第二大股东，不良资产管理业务规模快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司投资收益面临波动性风险，债务规模快速增长，债务负担较重，经营性现金流净流出等因素对其经营发展可能带来不利影响。

未来，随着公司基础设施、不良资产管理、信托和创业投资业务市场布局及经营规模持续扩张，公司综合竞争实力有望进一步加强，联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 鲁信 MTN001”“16 鲁信集团债/16 鲁信债”“17 鲁信 MTN001”和“19 鲁信 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **区域战略地位突出，资本实力增强。**2019 年，公司获得山东省财政厅 360.00 亿元增资入股，资本实力进一步增强，公司为山东省财政厅直属企业，以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，贯彻实施山东省委省政府战略意图，服务实体经济发展。
2. **业务布局多元化。**历经多年发展，公司业务涉及基础设施、不良资产管理、信托、创业投资、文化旅游等领域，多元化的业务布局有利于分散经营风险。
3. **不良资产管理业务快速扩张。**子公司山东资管作为山东省首家具有批量转让金融不良资产资

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	5
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
股东背景：公司为山东省财政厅直属企业，以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，贯彻实施山东省委省政府战略意图，服务实体经济发展，区域战略地位突出。				+2

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 六个等级，各级因子评价划分为六档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，1 分最好，7 分最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

分析师：陈 婷 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

质的省级资产管理公司，资本实力强，业务增速较快。2019 年投资入股恒丰银行，成为其第二大股东，整体经营规模进一步扩张。

4. **公司现金类资产资产对一年内到期债券余额保障能力强。**截至 2019 年底和 2020 年 3 月底，公司现金类资产分别为 168.71 亿元和 234.06 亿元，为一年内到期债券余额的 8.03 倍和 11.15 倍，对一年内到期债券余额的保障能力强。

关注

1. **投资收益存在波动性。**公司持有较大规模金融资产和长期股权投资，以上资产产生的投资收益受外部经济环境及投资项目经营业绩等因素影响面临波动性风险。
2. **债务规模快速增长，债务负担较重。**随着经营规模不断扩张，尤其是子公司山东资管业务增速较快，导致公司有息债务快速增长，债务负担持续加重，关注公司偿债资金安排及流动性管理。
3. **经营性现金流净流出，关注山东资管对恒丰银行不良资产的处置进展。**2017－2019 年，子公司山东资管不良资产收购及投融资业务资金支出较大，公司经营性现金流呈净流出，净流出规模大。2019 年，山东资管收购恒丰银行大规模不良资产，关注后续处置情况。
4. **公司金融服务业务快速扩张，对运营及风控提出更高要求；宏观经济下行压力加大，关注公司资产质量。**公司大部分资产由收购的不良资产包、应收款项类投资和长期股权投资构成，宏观经济下行压力加大，信用环境有所恶化，山东资管不良资产处置管理能力以及恒丰银行未来经营情况将对公司资产流动性及资产质量产生影响。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	50.68	65.75	168.71	234.06
资产总额(亿元)	698.14	794.52	2015.58	2056.54
所有者权益(亿元)	293.37	301.02	667.01	670.80
短期债务(亿元)	94.12	94.28	157.42	279.52
长期债务(亿元)	238.48	305.57	993.44	903.37
全部债务(亿元)	332.60	399.85	1150.86	1182.88
营业收入(亿元)	91.83	120.69	122.85	19.35
利润总额(亿元)	26.16	27.91	23.65	4.05
EBITDA(亿元)	37.08	47.53	44.76	--
经营性净现金流(亿元)	-127.66	-11.96	-624.13	43.97
营业利润率(%)	40.33	36.47	35.58	48.66
净资产收益率(%)	6.82	6.75	2.56	--
资产负债率(%)	57.98	62.11	66.91	67.38
全部债务资本化比率(%)	53.13	57.05	63.31	63.81
流动比率(%)	204.75	223.58	378.68	275.46
经营现金流动负债比(%)	-85.63	-7.11	-191.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.52	2.55	2.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.97	8.41	25.71	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	150.55	167.20	525.87	539.34
所有者权益(亿元)	89.93	90.19	442.38	439.79
全部债务(亿元)	73.00	75.20	81.20	94.20
营业收入(亿元)	0.07	0.09	0.13	0.00
利润总额(亿元)	4.29	2.72	0.55	-0.89
资产负债率(%)	40.27	46.06	15.88	18.46
全部债务资本化比率(%)	44.80	45.47	15.51	17.64
流动比率(%)	240.27	75.76	30.87	32.88
经营现金流动负债比(%)	-3.95	-6.14	18.10	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；所有者权益包含 30 亿元永续中票；合并口径长期应付款中的有息债务已调整至长期债务相关指标。

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 鲁信 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/06/18	姜帆 王喜梅	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 多元化企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 鲁信 MTN001/16 鲁信集团债/16 鲁信债/16 鲁信 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/06/18	姜帆 王喜梅	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 多元化企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 鲁信 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/10/20	高利鹏 张钰 卢谋华	工商企业主体评级方法（2013 年） 工商企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
16 鲁信集团债/16 鲁信债	AAA	AAA	稳定	2015/06/25	王慧 史延 景雪	工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文
16 鲁信 MTN001	AAA	AAA	稳定	2015/04/16	史延 王慧	工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由山东省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（以下简称“联合资信”）关于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”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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》，山东省国资委出具鲁国资产权字[2015]20 号函，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，持有公司 30%股权，山东省国资委持股 70%。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 20%股权划转山东国惠投资有限公司（以下简称“山东国惠”，由山东省国资委全资控股），本次划转后，公司注册资本 30 亿元，山东省国资委持股 70%，山东省社保基金理事会持股 10%，山东国惠持股 20%，控股股东为山东省国资委。

2019 年 12 月，山东省财政厅以货币资金 360 亿元向公司增资，增资完成后公司注册资本变更为 115 亿元，山东省财政厅持有公司 73.91%的股权，山东省国资委持有公司 18.26%的股权，山东国惠持有公司 5.22%的股权，山东省社会保障基金理事会持有公司 2.61%的股权，公司控股股东变更为山东省财政厅。

2020 年 4 月，按照山东省政府出具有关文件要求，公司股东会决议，将山东省国资委持有公司的 18.26%股权和山东国惠持有公司的 5.22%股权划转至山东省财政厅，本次股权变更后，山东省财政厅持有公司 97.39%的股权，山东省社会保障基金理事会持有公司 2.61%的股权，公司控股股股东为山东省财政厅，最终控制人为山东省人民政府。

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（不含融资性担保业务）；房屋出租，物业管理（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

公司下设党委办公室、董事会办公室、总经理办公室、人力资源部、纪委办公室、财务管理部、投资发展部、运营管理部、国际业务部、风险合规部、审计部、企业文化部和发展研究院 13 个职能部门。截至 2020 年 3 月底，纳入公司合并范围的二级子公司共 12 家，包含 2 家上市公司——山东省国际信托股份有限公司（以下简称“山东国信”，1697.HK，公司持股 28.86%）和鲁信创业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”，600783.SH，公司持股 69.57%）。

截至 2019 年底，公司资产总额为 2015.58 亿元，所有者权益合计 667.01 亿元（含少数股东权益 156.09 亿元）。2019 年，公司实现营业总收入 122.85 亿元，利润总额 23.65 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 2056.54 亿元，所有者权益合计 670.80 亿元（含少数股东权益 157.93 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 19.35 亿元，利润总额 4.05

亿元。

公司注册地址：山东省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

公司存续债券“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；“19 鲁信 MTN001”募集资金 15 亿元，全部用于偿还公司有息债务。目前上述募集资金均已按计划使用完毕，公司按时付息。

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
*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
19 鲁信 MTN001	15.00	15.00	2019/7/10	2024/7/10

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

资料来源：Wind

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。

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、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表2 2016－2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7

GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和Wind

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增

长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1－3月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下

降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境分析

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，金融服务以不良资产处置和信托业务为核心。

1. 天然气行业

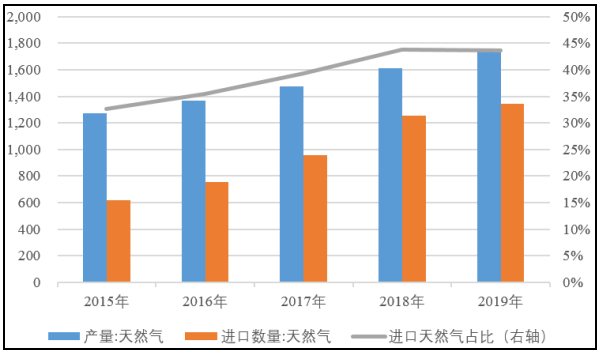
（1）行业概况

天然气行业分为上游生产、中游输送及下游分销三个环节。天然气上游由大型天然气勘探企业垄断，行业壁垒非常高；中游体现出一定的垄断性和区域专属性；下游市场化程度相对较高。中国天然气进口依存度较高。随着天然气市场快速发展，中国天然气消费量持续快速增长，2019 年开始，增速有所放缓。随着配套基础设施的建设推进，以及油气管网设施市场化运作程度提高，未来中国储气调峰能力稳步提升，季节性供需矛盾预计将持续得到缓解。

天然气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。

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%。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 43.84%，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。2018 年全年天然气资源仍呈现偏紧状态。2019 年，中国天然气产量 1736.20 亿立方米，同比增长 7.83%；天然气进口量 1342.64 亿立方米，同比增长 6.83%。2019 年，中国天然气对外依存度为 43.61%，同比略有下降。2019 年，中俄东线天然气管道建成通气，来自俄罗斯的天然气将与中国东北、京津冀和长江三角洲主消费市场对接。中国东部天然气主消费市场已经形成多气源竞争格局。

图 1 天然气产量及进口量情况



资料来源：Wind

根据国家能源局石油天然气司等机构联合发布的《中国天然气发展报告（2019）》，2018 年，中国天然气表观消费量达 2803 亿立方米，同比增长 17.5%，在一次能源消费中占比达 7.8%，同比提高 0.8 个百分点。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%。

2019 年，中国天然气表观消费量 3042.51 亿立方米，同比增长 7.39%，增速有所放缓。国家出台多项环保政策，持续推进大气污染防治工作，强化重点地区民用、采暖、工业等行业煤改气，全国天然气消费量仍保持快速增长。天然气在一次能源消费总量中的占比约为 8.3%，比上年增长约 0.5 个百分点。

储气库方面，截至 2018 年底，中国累计建成 26 座地下储气库，调峰能力达 130 亿立方米。2018 年中国已建储气库达容扩容稳步推进，国内第一座民营储气库—港华燃气金坛储气库一期投产，中国石油顾辛庄储气库投运，中国石化文 23 储气库初步完工。

管道铺设方面，截至 2018 年底中国天然气长输管道在建项目和已完工项目使得天然气管道总里程已达 7.6 万千米。其中，潜江—韶关、中俄东线天然气管道已部分完工，全年建成跨省干线管道 1540 千米；蒙西管道一期、鄂安沧输气管道一期、中缅管道支干线楚雄至攀枝花天然气管道投产。此外，南川水江—涪陵白涛国家重点天然气管道工程开工建设，建成后将有利于涪陵页岩气外输。区域管网建设持续推进，广东天然气管网粤东、粤西、粤北三地 6 个主干管网项目动工，计划 2020 年底建成。

LNG 接收站方面，截至 2019 年底，据不完全统计，中国 LNG 接收站已投产 22 座，总接卸能力达 9035 万吨/年，预计 2020 年中国在建及扩能 LNG 接收站至少 8 座，接收能力为

2355 万吨/年，投产后接收能力将进一步提升。三大石油公司主导着国内 LNG 接收站的投资和建设，目前三大石油公司接收站 18 座，能力 8230 万吨/年，占比超过 90%；其中以中海油所占份额最大。截至 2018 年底，中海油在全国拥有 10 座 LNG 接收站，接收能力 4520 万吨/年，居全国首位，2019 年计划新建 2 座接收站，扩建 4 座接收站，同时规划建设 3 座新接收站，进一步扩充其在国内的 LNG 接收能力。

（2）行业政策

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

2018 年 4 月，国家发展改革委（以下简称“国家发改委”）和国家能源局联合发布《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 9 月，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。

2019 年 3 月，中央全面深化改革委员会第七次会议审议通过了《石油天然气管网运营机制改革实施意见》，要求推动形成上游油气资源多主体多渠道供应、中间统一管网高效集输、下游销售市场充分竞争的油气市场体系。

2019 年 5 月，国家发改委、国家能源局、住房城乡建设部、市场监管总局联合印发了《油气管网设施公平开放监管办法》，要求进一步改革机制、强化监管，更大力度地推动油气管网设施公平开放，营造公平开放的制度环境，提高油气管网设施利用效率，加快油气市场多元竞争。

2019 年 12 月，国家石油天然气管网集团有限公司（以下简称“国家管网公司”）在北京正式成立，国务院国资委、中石油、中石化和中海油持股比例分别为 40%、30%、20%、10%。国家管网公司主要职责是负责全国油气干线管道、部分储气调峰设施的投资建设，三大石油公司全资或控股的干线管网、持有的省级管网股权、部分 LNG 接收站和储气库、管网调度业务等资产将被纳入。国家管网公司标志着中国石油天然气管网运营机制市场化改革迈出了关键一步，目前包括资产评估划拨、运销协调等工作在持续推进。

2. 不良资产管理

（1）行业概况

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。

资产管理公司（Asset Management Companies，简称 AMC）的主营业务是不良资产经营，并由此延伸到投资、资产管理、信托、担保、租赁等其他业务领域。根据不良资产的流向，可以将不良资产管理的产业链大体分为

上游来源、中游接收处置以及下游投资三个环节，不良资产管理公司在产业链中发挥不良资产的接收处置作用，是产业链中最主要的参与者。不良资产的上游来源主要包括银行、非银金融机构以及其他非金融机构。其中，银行不良资产主要指的是不良贷款，包括次级、可疑和损失贷款及其利息。随着国内宏观经济低位运行和结构调整的深化，国内商业银行不良贷款余额及不良贷款率持续攀升，风险化解需求增加。银保监会公布的数据显示，截至 2019 年底，中国商业银行不良贷款余额 2.41 万亿元，不良贷款率为 1.86%，较上年底增长 0.03 个百分点。非银金融机构主要包括信托、金融租赁、证券等机构。近年来非银金融机构类信贷业务规模的快速增长为不良资产管理行业的发展提供了较大空间。非金融企业不良资产，主要是指企业形成的各类坏账，最常见的就是企业被拖欠的各种货款、工程款等。国家统计局公布的数据显示，截至 2019 年底，中国工业企业应收票据和应收账款规模 14.34 万亿元，较上年底增长 6.41%，非金融企业应收账款逐步沉淀形成的坏账继续增厚不良资产储备。不良资产的下游投资者是不良资产的最终购买方，主要包括其他各类投资机构、工商企业及个人等。下游投资者通过购买、协议转让、参加法院拍卖获得不良资产，发挥自身的专业优势，对债权、股权及实物资产进行最终消化处置并实现投资回报。

不良资产管理公司在收购金融及非金融机构不良资产后需进行处置并从中获取收益，因此不良资产的经营处置能力也是衡量不良资产管理公司核心竞争力的重要标准。

目前，不良资产的传统经营模式主要包括收购处置及收购重组。收购处置模式下，不良资产管理公司通过公开竞标或协议转让方式承接不良资产包，并通过本息清收、诉讼追偿、处置抵押物等方式进行处置，最终获取不良资产的清收收益；也可采取二次出售的方式，将全部或部分收购的不良资产出售给其他不良资产投资者，最终获得买卖价差收益。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。收购重组模式下，不良资产管理公司与债权人及债务人三方达成协议，在向债权企业收购债权的同时与债务企业及关联方达成重组协议条款，约定还款金额、方式、时间、抵押物等相关要素，因此收购重组模式下收益的确定性更强。此外，随着不良资产管理行业的不断发展成熟，市场化债转股、不良资产专项基金、不良资产证券化等创新经营模式应运而生，但由于上述经营模式及交易架构更为复杂，目前更多处于探索尝试阶段。

（2）行业竞争格局

目前随着国内地方 AMC 数量的不断增加，非持牌 AMC、银行系金融资产管理公司以及外资 AMC 的进入，不良资产管理行业格局逐步多元化，同时带来一定行业竞争加剧。但另一方面，市场竞争度的提升一定程度上有利于形成合理的市场价格，使不良资产的价值得到最大实现。

中国不良资产管理行业目前已形成“4+2+N+银行系”的格局，即华融、长城、东方、信达四大金融资产管理公司（以下简称“四大 AMC”），每省原则上不超过两家省级地方资产管理公司（以下简称“地方 AMC”），众多非持牌的资产管理公司（以下简称“非持牌 AMC”），以及银行设立的主要开展债转股业务的金融资产管理公司。

四大 AMC 由财政部出资，于 1999 年先后成立，最初分别用以管理和处置工、农、中、建四大国有商业银行剥离的不良资产，是中国不良资产管理行业探索发展的起点。2007 年，四大 AMC 开始进行商业化转型，相继进入证券、保险、信托、金融租赁、信用评级等业务领域，向综合性金融控股集团的方向发展。四大国有金融资产管理公司经营历史长，不良资

产管理经验丰富，且能够在全国范围内批量收购金融机构不良资产，业务规模与专业优势明显。目前，四大金融资产管理公司均已引进战略投资者并且完成股份制改革，其中信达与华融已完成上市，资本实力雄厚。

地方 AMC 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，经银保监会公布后，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。截至 2019 年底，银保监会批准的可以参与金融不良资产批量转让业务的地方 AMC 数量已经近 60 家，各省级行政区均设立了至少一家地方 AMC，多数省级行政区设有两家地方 AMC，广东、浙江、福建、山东四省份已设有三家地方 AMC。与四大 AMC 相比，地方 AMC 缺乏不良资产处置专业优势，在融资渠道、资金成本以及议价能力方面均有一定劣势。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。此外，地方 AMC 在处置体量小、数量多、且分散的不良资产方面更具优势，处理方式更加灵活且有针对性，和当地政府、司法部门的协作优势提高了处置效率，有助于地方 AMC 形成差异化的竞争优势。

非持牌 AMC 指的是不具备开展金融企业不良资产批量转让资质的资产管理公司，主要包括由民间资本成立并专门从事不良资产管理业务的投资公司、大型企业集团设立并以处理企业集团内部不良资产为主的资产管理公司等。目前，在中国长三角、珠三角等经济发达地区，从事不良资产处置的非持牌 AMC 数量繁多。

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业务。2017 年 8 月，银保监会起草《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，银行系金融资产管理公司随之诞生。目前，中、农、工、建、交五家银行系金融资产管理公司均已正式开业经营不良资产处置业务，银行系金融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。

2018 年 9 月，银保监会发布《中国银行保险监督管理委员会关于废止和修改部分规章的决定》，取消外资投资入股金融资产管理公司的比例。2020 年 2 月，全球知名不良资产投资管理公司橡树资本的全资子公司—Oaktree（北京）投资管理公司在北京完成工商注册，成为中国首家外资不良资产管理公司。外资 AMC 的进入一方面代表国内金融市场对外开放及国际化并轨的进一步推进，另一方面或将为国内不良资产管理行业带来新的经营理念、经营模式和技术创新，并促进行业的健康发展。

（3）监管政策

资产管理行业监管政策正在不断完善，目前已经对各类资产管理公司在业务资质方面做出了详细规定。未来监管政策将更加注重全面化和细节化监管，统一的行业监管规则也有望形成。

目前，四大 AMC 属非银行金融机构，由银保监会对其公司治理、内部控制、风险管理以及资本充足性等方面提出监管要求。地方 AMC 是否属于金融机构一直没有明确说法，目前由银保监会负责制定地方 AMC 的监管规则，各省（区、市）人民政府履行监管责任，各地方金融监管部门具体负责对本地区地方 AMC 的日常监管，包括机构设立、变更、终止、风

险防范和处置等工作，并督促地方 AMC 严格遵守相关法律法规和监管规则。

2001－2008 年，财政部、银保监会等相继发布了多项监管政策，对四大 AMC 的财务处理、业务经营准则等进行了规定。2014—2016 年，随着金融资产管理公司业务不断丰富和积累，财政部、银保监会出台多项监管文件，对金融资产管理公司在公司治理、内部控制、风险管理、资本管理和业务准入等多个方面进行了明确详细的规定。2017 年底，银保监会下发《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》（银监发〔2017〕56 号），意味着金融资产管理公司资本监管框架已基本搭建完成，有助于金融资产管理公司提高资本使用效率，进一步发挥不良资产主业优势，防范多元化经营风险，实现稳健可持续发展。

2012 年，财政部、银保监会下发《金融企业不良资产批量转让管理办法》（财金〔2012〕6 号），明确了地方资产管理公司的设立条件，并对其不良资产业务和区域范围进行了限制。2016 年，银保监会下发《关于适当调整地方资产管理公司有关政策的函》（银监办便函〔2016〕1738 号），取消了对地方资产管理公司收购不良资产不得对外转让以及受让主体的地域限制，并允许有意愿的省市增设一家资产管理公司。2017 年 4 月，银保监会办公厅下发《关于公布云南省、海南省、湖北省、福建省、山东省、广西壮族自治区、天津市地方资产管理公司名单的通知》（银监办便函〔2017〕702 号），降低了不良资产批量转让门槛，将不良资产批量转让组包户数由“10 户以上”降至“3 户及以上”。

2018 年 6 月，为规范商业银行新设债转股实施机构的行为，推动市场化银行债转股股权健康有序开展，银保监会发布《金融资产投资公司管理办法（试行）》，主要对银行系资产管理公司的设立资格、债转股业务范围和市场融资方式进行了严格界定，旨在指导商业银行进一步降低困难企业成本，优化金融资源配置，同时为商业银行提供了更多处置和化解风险资产的方式。

2019 年 7 月，银保监会下发《中国银保监会办公厅关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》（银保监办发〔2019〕153 号）（以下简称“通知”），意在加强对地方资产管理公司的规范化管理。通知强调，地方 AMC 应加强公司治理体系建设，提升风险管理能力，建立并完善信息披露制度，以及业务需回归本源、专注主业、脱虚向实等方面。同时，通知进一步明确了地方 AMC 收购不良资产业务范围，地方 AMC 应协助地方政府有效防控区域金融风险，服务地方实体经济，更好地支持金融供给侧结构性改革。

（4）未来发展

不良资产管理公司未来发展空间较大，市场化手段将不断丰富，行业扩容带来竞争加剧，同时流动性管理和融资能力要求更高。

中国经济“三期叠加”效应逐步显现，实体经济持续累积了较大的偿债压力，地方政府债务降杠杆，金融体系风险化解需求增加，多重因素带来不良资产供给增长的持续动力，给不良资产管理公司带来较大的发展空间；随着金融创新和不良资产业务市场化手段的不断丰富，不良资产处置模式也愈发多样，不良资产管理行业也会更加成熟；随着监管规则的完善，行业也有望迎来规范发展。

与此同时，随着各类不良资产管理公司的进入，行业扩容将使得竞争加剧，优质资产的甄别获取能力和处置收益能力强弱在差异化竞争中愈发重要。此外，因不良资产管理的业务周期普遍较长，投资成本相对较高，对不良资产管理公司的流动性管理和融资能力提出更高要求。

3. 信托行业

（1）行业概况

2019 年以来，信托行业持续向回归信托本

源、服务实体经济、强化主动管理能力的方向转变，监管部门依旧加强对通道业务的监管，事务管理类信托业务规模明显减少，导致信托行业资产规模仍呈下降态势，但由于在“稳增长、稳杠杆”的背景下信托行业资产规模降幅较上年末有所收窄。在当前宏观经济环境持续低迷、实体经济去杠杆化、经济发展方式转变、资本市场不确定性增加以及资管市场同质化竞争加剧的背景下，信托行业作为金融业中的重要组成部分，业务转型发展仍面临较大压力。

长时间以来，信托行业因其制度的优势，通过作为连接银行理财资金进入证券市场的桥梁同时承接银行资金不便进入的非标债权领域，信托行业的通道类业务在一定时期内迅速扩张并由最初的银信合作逐渐发展为多方合作，但其所面临的金融风险由于业务的复杂化而逐步积聚。在《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”）及其配套实施细则逐步落地之后，信托公司通道业务规模明显减少，多数信托公司主动控制规模和增速。2019 年以来，随着国家政策基调由“强监管、去杠杆”转向“稳增长、稳杠杆”，加之“37 号文”发布之后，信托行业资产规模仍呈下降态势，但降幅有所收窄。此外，实体经济因转型阵痛和融资条件恶化导致信用违约事件大幅增加的背景下，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。截至 2019 年 6 月底，中国 68 家信托公司管理的信托资产规模为 22.53 万亿元，较 2018 年底减少 0.75%。

图 2　2016 年 Q1—2019 年 Q2 各季度信托资产及其同比增速　单位：亿元、%



数据来源：Wind，联合资信整理

受通道业务收缩的影响，事务管理类信托资产及其占比持续下降，且未来随着监管力度的持续加强，事务管理类信托占比将进一步下降。从信托资产功能看，信托公司业务可分为主动管理业务及被动管理业务。其中，主动管理业务进一步细分为融资类业务和投资类业务，融资类业务主要是为房地产、基础建设、工商企业客户提供融资服务，投资类业务是满足客户的投资业务需求，包括资本市场业务、股权和非标投资等；被动管理业务主要进行事务性管理，即信托公司仅需按照委托人的要求进行事务管理即可，不承担项目风险，因此该类业务也被称为“通道业务”。2019 年以来，受通道业务开展受限业务规模收缩的影响，事务管理类信托规模持续下降，占信托资产总额的比重不断下滑；融资类信托和投资类信托占比均有所回升。截至 2019 年 6 月底，中国信托公司融资类信托资产规模为 49181.36 亿元，占 21.83%；投资类信托资产规模为 51950.05 亿元，占 23.05%；事务管理类信托规模为 124205.09 亿元，占 55.12%。未来，随着信托公司不断转型发展，资产管理能力持续提升，以及监管机构加强对通道业务的监管，事务管理类信托占比将进一步下降。

信托公司主动管理能力逐步增强，逐步消减以机构客户为主导的单一资金信托规模，业务结构进一步优化，转型发展初步取得成效。从信托资产来源看，2019 年以来，在监管政策的引导下，信托业持续缩减传统银信通道类业务，此类业务被归结为单一资金信托，因此单一资金信托占比进一步下降。另一方面，为适应监管政策变化，信托公司业务开展逐步转型，增强主动管理能力，业务结构持续优化，集合资金信托占比稳定上升。此外，由于财产管理类信托受政策影响较大，在相关监管细则具体出台之前，信托公司对于此类业务也处于尝试、观望、调整阶段，因此相关业务占比呈现小幅波动态势。截至 2019 年 6 月底，中国信托公司

单一资金信托余额为 92313.91 亿元，占 40.97%；集合资金信托余额为 98180.09 亿元，占 43.57%；财产管理类信托余额为 34842.49 亿元，占 15.46%。

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，2019 年 6 月底上述行业占比分别为 29.46%、15.19%、10.46%、14.96%和 15.38%，其他领域占比合计 14.54%。从趋势上看，2019 年以来，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，工商企业领域占比整体较之前年度有所上升，为信托资金的第一大配置领域，信托资金脱虚向实的效果逐步凸显；基础产业领域的信托资金占比保持增长，主要是由于 2018 年下半年政府机构要求扩大基础设施领域投资力度所致；受证券市场低迷影响，证券投资占比进一步下降；针对银信合作资金空转问题的监管力度不断加大，信托在与银行等金融机构合作时主动性降低，信托公司银信合作业务规模持续下降，在一定程度上挤出了信托资产规模的“水分”，金融机构领域占比有所下降；由于房地产企业融资渠道收紧，信托凭借灵活、变通的优势成为房地产融资需求的有效补充，信托产品的流动性和多样化在一定程度上缓解了房地产开发商的风险，房地产领域信托资金占比仍持续上升，需关注房地产融资环境及行业政策变化对该类信托资产质量产生的影响。

固有业务方面，信托公司固有业务以投资类资产配置为主，固有业务的发展受信托业务影响较大，其投向对政策及市场的变动较为敏感，信托公司通过良性调整固有资金的投资方向，防范政策调控风险、市场风险以及信用风险；受自身固有业务风险偏好较高和信托业务风险持续上升的影响，未来固有业务资产质量变化情况值得关注。信托公司固有资金主要用于支持资本市场投资、股权投资以及信托业务的发展，其配置需要遵循收益性、流动性、安全性的原则，目前主要分为货币类资产、贷款和投资类资产。截至 2019 年 6 月底，信托公司固有资产规模为 7342.18 亿元，较上年底增长 2.07%，增速有所放缓。其中，货币类资产、贷款和投资类资产分别占固有资产总额的 5.53%、5.57%和 80.06%，投资类资产占比处于持续上升的趋势。信托公司固有业务中，投资类业务占比最高，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。2019 年以来，信托公司响应加大金融支持实体经济的政策要求，固有资金对工商企业的投资配置成为仅次于金融机构和房地产业的第三大投资领域。

信托公司固有资产规模是信托公司综合实力的重要体现之一：一方面，信托公司固有业务可为信托风险项目提供流动性支持，即为信托业务提供抵御风险的资本基础；另一方面，部分信托公司为满足信托业务成立的需要，也通过其固有资金认购信托产品或者提供过桥资金。受宏观经济下行和监管趋严的因素影响，信托业务风险项目数量及规模持续增加，在刚性兑付的思维下，信托公司以固有资金进行垫付，导致近年来信托行业固有资产不良率呈上升趋势，2018 年底固有资产不良率为 2.85%。受信托公司固有业务风险偏好较高和信托业务风险持续上升的影响，未来固有业务资产质量变化情况值得关注。

（2）行业监管政策

受“资管新规”等监管文件的影响，短期内信托公司的受托管理资产规模和盈利能力在通道业务收缩的压力下仍将面临较大冲击，长期看，信托公司须顺应资管新时代下标准化、净值化管理、统一监管的发展趋势，加速回归信托本源，提升主动管理能力，打造核心竞争力，实现可持续健康发展。

表3　2019年信托行业主要监管政策

颁布机构	文件名称	主要内容	简要点评
中国银行保险监督管理委员会	《信托公司资金信托管理办法》	信托产品包括公募与私募，可以面向不特定社会公众发行公募信托产品，认购起点 1 万元；创设信托产品新分类，资金信托分为资金融通型信托和资产配置型信托；投资者首次认购私募信托产品必须面签，并且设置 24 小时冷静期；固收类证券投资信托产品，允许以卖出回购方式运用信托财产；业绩报酬提取频率不得超过每 6 个月 1 次，且不得超过基准收益的 60%。	该办法进一步梳理并明确了具体业务的监管规则，将信托由“私募”扩展到“公募”，而资管新规细则又允许公募资管产品投非标，这就意味着信托贷款在传统的银信合作、证信合作、信保合作、信基合作、私募认购之外，又多了一个资金来源。信托公司的业务模式有望从此前以“非标”为代表的单核驱动模式，逐步转向“非标+标准”的双轮驱动模式。下一阶段，作为非标业务的有效补充，信托公司的基金化之路，或将成为不少信托公司新一轮业务突围的起点。
中国银行保险监督管理委员会	《关于开展“巩固治乱象成果，促进合规建设”工作的通知》“23 号文”	针对信托公司开展房地产业务提出严格要求，重点关注以下几方面：向“四证”不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资；直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资；直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款等。	“23 号文”的出台严格规范了房地产信托业务，促使信托公司加强主动管理，探索真正股权投资方式，深入参与地产项目。房地产信托下半年的规模或将收窄，这在一定程度上遏制了行业乱象，进一步去地产企业的融资杠杆，提升房地产企业融资门槛，资源会向实力较强的房企集中。
中国银行保险监督管理委员会	《关于保险资金投资集合资金信托有关事项的通知》“144 号文”	针对保险资金投资集合资金信托进一步细化，对信保合作的信托机构资质要求略有宽松，但对投资集合信托提出了集中度、增信等要求。	“144 号文”的出台为 53 家信托打开信保合作的大门，对受行政处罚而无法开展信保业务的信托公司而言无疑是一次“松绑”，但同时对信托公司开展相关业务提出了更高的合规性要求。信保合作门槛放松是最大的变化，将有利于降低融资通道费率，边际利好保险投资。头部信托公司在风控合规、优质资产获取方便更具优势，资金端将吸引更多保险和银行资金，行业分化趋势强化。
中国银行保险监督管理委员会	《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》“64 号文”	一是对前期政策的有效延续，再次重申信托业去通道并明确相应时间安排和压降任务；二是作为“23 号文”的后续推动，通过加大房地产信托监管力度，进一步抑制房地产信托过快增长，有助于信托行业回归本源、控制风险；三是持续推动信托结构优化转型，确保固有资产保持充分流动性和安全性，不得以短期滚动负债的方式变相加杠杆经营，有效增强风险防御能力。	监管部门没有直接将“64 号文”下发至信托公司，而是要求 2019 年下半年各银保监局信托监管处室口头将其中的多项监管旨意逐步传达给辖区信托公司，做好持续督导工作，也意味着下半年信托窗口指导及相应监管处置将步入常态化。

数据来源：中国银行保险监督管理委员会，联合资信整理

此外，2019 年下半年以来，监管部门密集对部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司进行窗口指导，并召集部分信托公司进行约谈，对房地产信托业务规模实施增量和增速的控制，预计未来房地产信托业务规模将明显回落，且在强监管趋势下，房地产信托业务面临的兑付危机值得关注。

5. 区域经济概况

山东省经济稳健发展，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，外部发展环境良好。

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影响较大。据山东省统计局公布的《2019年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2019年全省实现生产总值（GDP）71067.5亿元，按可比价格计算，比上年增长5.5%。其中，第一产业增加值5116.4亿元，增长1.1%；第二产业增加值28310.9亿元，增长2.6%；第三产业增加值37640.2亿元，增长8.7%。三次产业结构由上年的7.4∶41.3∶51.3调整为7.2∶39.8∶53.0。

财政收支保持稳定。2019年，地方一般公

共预算收入6526.6亿元，比上年增长0.6%。地方一般公共预算支出10736.8亿元，增长6.3%。

工业生产平稳发展。2019年，山东省全部工业增加值22985.1亿元，比上年增长2.1%。规模以上工业增加值增长1.2%。其中，装备制造业增长1.4%，高技术产业增长1.7%。规模以上工业营业收入下降0.1%，利润总额下降8.9%，营业收入利润率为4.3%。

投资结构持续优化。2019年，固定资产投资（不含农户）比上年下降8.4%。三次产业投资构成为1.7∶30.1∶68.2，服务业投资比重比上年提高9.4个百分点。国有投资增长8.4%，占全部投资的24.5%。重点领域中，高新技术产业投资占工业投资的比重为38.7%，比上年提高4.9个百分点。基础设施投资增长3.9%，其中，交通运输仓储和邮政业投资增长32.8%，航空、道路和铁路运输业投资分别增长63.9%、40.5%和27.9%。

信贷规模持续扩大。2019年底山东省金融机构本外币存款余额104738.9亿元，比年初增加8271.1亿元。年末金融机构本外币贷款余额86325.6亿元，比年初增加8149.4亿元。其中，涉农贷款余额26980.4亿元，增加972.4亿元；县域贷款余额22647.9亿元，增加1820.1亿元；小微企业贷款余额16174.6亿元，增加889.8亿元。

资本市场表现活跃。2019年底山东省上市公司310家，新增18家。其中，境内上市公司211家，股票总市值2.3万亿元。“新三板”、齐鲁股权交易中心、青岛蓝海股权交易中心挂牌企业分别为549家、4045家和1735家。证券公司代理买卖证券交易金额12.4万亿元，比上年增长28.7%。期货公司代理成交金额8.2万亿元，下降19.8%。私募基金管理机构587家，增加55家；管理基金规模2154.0亿元，增长12.8%。

2019年，山东省居民人均可支配收入31597元，比上年增长8.2%；人均消费支出20427元，增长8.8%。其中，城镇居民人均可支配收入42329元，增长7.0%；人均消费支出26731元，增长7.8%。农村居民人均可支配收入17775元，增长9.1%；人均消费支出12309元，增长9.2%。全省居民人均现住房建筑面积39.9平方米，其中城镇居民、农村居民分别为37.1平方米和43.5平方米。

2020年一季度，山东省生产总值14919.3亿元，按可比价格计算，同比下降5.8%。其中，第一产业增加值628.0亿元，下降0.5%；第二产业增加值5666.0亿元，下降7.1%；第三产业增加值8625.3亿元，下降5.4%。2020年以来，新冠肺炎疫情对社会经济运行造成短期冲击，随着疫情防控和经济社会发展各项工作的持续推进，生产生活秩序快速恢复，经济发展的基本面不断巩固拓展。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至本报告出具日，公司注册资本和实收资本均为 115.00 亿元，其中山东省财政厅持有公司 97.39%的股权，山东省社保基金理事会持有公司 2.61%的股权，山东省财政厅为公司控股股东，公司最终控制人为山东省人民政府。

2. 企业规模与竞争力

公司为山东省财政厅直属企业，贯彻实施省委省政府战略意图，坚持金融服务实体经济的宗旨，致力于成为高质量发展的金融控股集团。公司业务布局多元化，基础设施、不良资产管理、信托业务和创业投资业务保持良好发展。

公司是山东省财政厅直属企业，贯彻实施省委省政府战略意图，坚持金融服务实体经济的宗旨，以战略管理为导向，以金融投资运营为主，兼顾产业投资等其他投资，致力于打造高质量发展的金融控股集团。经过多年发展，公司业务布局多元化，涉及基础设施、不良资产管理、信托、创业投资、文化旅游等领域。

基础设施方面，公司基础设施业务主要通过与中石化合作开展天然气管网的建设和运营工作，以及山东省及周边地区天然气市场的开

发、管理，天然气销售，分支管道建设工作，公司在区域内天然气板块领域具备较强的竞争优势。

不良资产管理方面，下属公司山东省金融资产管理股份有限公司（简称“山东资管”）是山东省首家具有批量转让金融不良资产资质的省级资产管理公司，承担着维护山东省金融系统稳定，防范和化解区域金融风险的使命，战略地位突出。近年来山东资管不良资产业务快速发展，截至 2020 年 3 月底，山东资管累计收购不良资产债权规模 3077.07 亿元，累计处置不良资产 1227.55 亿元，不良资产经营规模居行业前列。2019 年 12 月，山东资管 360 亿元投资入股恒丰银行，持股 32.37%，为恒丰银行第二大股东。

信托业务是公司的传统核心业务，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，资本实力进一步提升。近年来山东国信信托业务逐渐进行业务转型，主动管理能力持续提升，总体经营较稳健。此外，公司还经营融资租赁、小额贷款和典当等金融服务业务，服务区域中小微企业发展融资需求。

创业投资业务由鲁信创投运营，近年来，鲁信创投持续深化基金化转型，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。截至 2019 年底，鲁信创投作为主发起人出资设立的基金及投资平台共 42 个，总认缴规模 155.75 亿元，到位资金规模 106.28 亿元，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门类。投资项目储备较充足，行业分散，近年来经营较稳定。

公司其他业务包括文化旅游、房地产开发、印刷包装、磨料磨具等，公司业务布局多元化。

3. 企业信用记录

根据公司提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：9137000073577367XA），截至 2020 年 6 月 1 日，公司无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

2019 年 12 月，山东省财政厅对鲁信集团增资 360 亿元，鲁信集团控股股东由山东省国资委变更为山东省财政厅（详情参见八、重大事项－控股股东变更和增资事项），鲁信集团对公司章程进行修订。本次控股股东变更后，公司仍保持独立经营，公司股东大会、董事会、监事会、经营层组成的治理结构体系以及内部管理制度无重大变动。

经公司 2020 年第 7 次董事会审议通过，聘任王飚任鲁信集团总经理，聘期自 2020 年 4 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日。

王飚：曾任山东省酿酒葡萄科研所加工研究室副主任、副总工程师、中心试验室主任；山东省高新技术投资公司创业投资部高级经理、副经理、经理；山东鲁信投资管理有限公司总经理助理兼创业投资二部经理；山东鲁信恒基投资有限公司副总经理；山东鲁信实业集团有限公司、山东鲁信恒基投资有限公司总经理；山东鲁信实业集团有限公司、山东鲁信恒基投资有限公司董事长、总经理；鲁信创投总经理、董事长、党委书记；目前任公司党委常委、董事、总经理兼鲁信创投党委书记、董事长。

八、重大事项

1. 控股股东变更和增资事项

按照山东省委省政府相关决定要求，山东省财政厅对鲁信集团增资入股，控股股东由山东省国资委变更为山东省财政厅，鲁信集团资本金进一步增加。

2019 年 12 月 30 日，鲁信集团发布《山东省鲁信投资控股集团有限公司关于控股股东发生变更的公告》，按照山东省委省政府有关决定

要求，根据《中华人民共和国公司法》和鲁信集团公司章程等有关规定，经全体股东协商一致，增加山东省财政厅为鲁信集团新股东，且鲁信集团控股股东由山东省国资委变更为山东省财政厅。

本次变更发生前，鲁信集团注册资本为30亿元，原股东和股权结构为山东省国资委出资21亿元，占注册资本的70%；山东国惠出资6亿元，占注册资本的20%；山东省社会保障基金理事会出资3亿元，占注册资本的10%，鲁信集团控股股东为山东省国资委。2019年12月，山东省财政厅对鲁信集团货币增资360亿元，其中新增注册资本85亿元，其余275亿元计入资本公积。增资后，鲁信集团注册资本由30亿元增至115亿元，股东及股权结构变更为山东省财政厅出资85亿元，占注册资本的73.91%，山东省国资委出资21亿元，占注册资本的18.26%，山东国惠出资6亿元，占注册资本的5.22%，山东省社会保障基金理事会出资3亿元，占注册资本的2.61%，鲁信集团控股股东变更为山东省财政厅。

2020年4月，鲁信集团发布公告，按照山东省政府出具有关文件要求，经公司股东会决议，将山东省国资委持有公司的18.26%股权和山东国惠持有公司的5.22%股权划转至山东省财政厅，股权变更后，山东省财政厅持有公司97.38%股权，山东省社会保障基金理事会持有公司2.61%股权，公司控股股东仍为山东省财政厅。本次山东省财政厅增资入股进一步充实公司资本金，有利于经营规模扩张。

2. 投资入股恒丰银行及收购不良资产事项

山东资管投资入股恒丰银行，持有其32.37%股权，为其第二大股东。同时，山东资管收购恒丰银行大规模不良资产，关注后续不良资产处置情况。

根据恒丰银行股份有限公司（以下简称“恒丰银行”）公司网站披露，2019年12月18日，恒丰银行在济南召开2019年第一次临时股东大会，审议通过了《恒丰银行股份有限公司非公开发行股份方案》等议案。根据方案，恒丰银行计划非公开发行1000亿股普通股股份。其中，中央汇金投资有限责任公司拟认购600亿股，山东资管拟认购360亿股，新加坡大华银行和其他股东拟认购40亿股，目前上述认购已完成。本次交易具体交易价格、定价依据、支付方式、资产交付或过户的时间安排，因涉及商业机密暂不披露。

山东资管于2019年11月15日召开了第二届董事会第十一次会议，于2019年12月11日召开了2019年第四次临时股东大会，审议通过了《关于公司增资扩股的报告》和《关于公司投资入股恒丰银行的议案》，鲁信集团作为其控股股东对其增资360亿元[1]（已于2019年底完成工商变更），同时山东资管以360亿元认购恒丰银行非公开定向发行的360亿股普通股股份，占恒丰银行非公开发行后总股本比例的32.37%，为其第二大股东，非控股股东，在恒丰银行表决权中暂无董事、监事等表决权席位，由于达不到并表条件，故计入长期股权投资（权益法核算）。恒丰银行是12家全国性股份制银行之一，也是山东省唯一一家全国性商业银行，2017年底，恒丰银行面临高管违法、股权混乱、资产质量差、流动性紧张等多重风险事项，此次改革重组通过剥离不良资产、引入战略投资化解其经营风险。

2019年12月19日，山东资管与恒丰银行签订资产转让合同，根据协议，双方以2019年3月31日为交易基准日，以2019年12月19日为转让交割日，自交易基准日（不含该日）起恒丰银行将与转让资产有关的全部权力和利益转移至山东资管，山东资管自此替代恒丰银行享有资产并承担与资产有关的风险。于交易基准日，恒丰银行转让标的资产的债权本金余额、风险敞口余额以及未偿价款金额共计

[1]山东资管注册资本由101.10亿元增至366.39亿元，鲁信集团持股比例由30.86%升至80.92%。

1438.90 亿元，转让对价 799.57 亿元。交易基准日至交割日之间标的债权资产已归还部分，由恒丰银行另行划入山东资管账户中。截至2019年底，恒丰银行资产总额为10287.68亿元，负债总额为 9415.22 亿元，归属于母公司所有者权益为866.50亿元；2019年，恒丰银行实现营业收入137.63亿元，净利润5.99亿元。本次山东资管投资入股恒丰银行并收购其大规模不良资产，经营规模大幅增长，未来关注其不良资产处置情况。

九、经营分析

公司实行多元化经营，业务板块涵盖基础设施、金融服务、创业投资、文化旅游、房地产、磨具及印刷等。2019年，公司营业总收入保持增长，盈利能力较强。

1. 经营概况

公司主业围绕基础设施、金融服务、创业投资、文化旅游四大板块持续发展。2019年，公司营业总收入为 122.85 亿元，同比增长1.79%，基础设施和金融服务两大板块收入合计占比85.74%，为公司主要收入来源。2019年下半年中石化天然气分公司正式实施销售体制改革，对山东省内天然气管线联通、资源供应等方面进行调整，公司部分下游客户转至中石化华北销售中心，导致公司天然气销售量同比下滑，2019 年公司基础设施业务收入同比下降7.66%至65.72亿元，占营业总收入的比重下滑至 53.50%。2019 年，金融服务业务实现收入39.61亿元，同比小幅下降2.28%，系不良资产业务收入同比下降所致，占营业总收入的比重为32.24%。2019年，文化旅游业务收入为1.91亿元，占营业总收入的比重为 1.56%；其他业务中房地产业务收入同比大幅增加10.05亿元，系当期完成交房确认预售房款所致；磨料磨具业务实现收入2.18亿元，同比小幅增长，印刷业务收入同比下降 32.44%至 2.74 亿元。2020年1－3月，公司营业总收入为19.35亿元，同比下降30.89%，除房地产业务和印刷业务收入同比增长外，其他业务板块均有不同程度下滑，其中，基础设施业务收入同比下降 60.31%至6.83亿元，金融服务业务收入同比下降10.96%至7.98亿元，旅游业务收入同比下降74.54%至0.12 亿元，系受疫情影响旅游业务受限所致；磨具业务收入为0.19亿元。

2019年公司综合毛利率为35.73%，同比保持稳定，房地产业务毛利率为 15.64%。2020年一季度公司综合毛利率为32.74%，其中旅游业务毛利率转负为-53.04%，系在新冠肺炎疫情影响下收入下滑所致。

表 4　近年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	46.52	50.66	3.29	71.17	58.97	2.42	65.72	53.50	2.77	6.83	35.31	4.44
金融服务业务	33.45	36.42	95.08	40.53	33.59	96.41	39.61	32.24	97.09	7.98	41.26	90.64
文化旅游业务	1.94	2.12	23.95	2.06	1.71	28.04	1.91	1.56	23.85	0.12	0.61	-53.04
其他业务	9.92	10.81	21.84	6.92	5.73	24.60	15.60	12.70	20.30	4.42	22.83	36.90
其中：房地产业务	4.88	5.31	15.66	0.44	0.37	46.36	10.49	8.54	15.64	3.43	17.72	39.61
磨料、磨具	1.84	2.01	25.12	2.03	1.68	24.95	2.18	1.78	27.12	0.19	1.00	20.75
印刷	2.72	2.96	25.84	4.06	3.36	21.18	2.74	2.23	30.73	0.77	3.97	28.60
合计	**91.83**	**100.00**	**39.16**	**120.69**	**100.00**	**35.70**	**122.85**	**100.00**	**35.73**	**19.35**	**100.00**	**32.74**

注：磨料、磨具收入来自鲁信创投，2020年一季度无磨料业务

资料来源：公司提供

2. 基础设施

天然气业务收入处于较高水平，为公司重要收入来源，利润贡献有限，2019 年以来受中石化天然气销售体制改革影响，当期收入规模同比下滑。

基础设施板块是公司重要收入来源，该板块主要经营天然气管道建设及运营业务，经营实体为山东实华天然气有限公司（以下简称“实华公司”，公司持股 50.00%）和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”，公司持股 35%，中国石油化工股份有限公司持股 65%）。现阶段公司基础设施板块收入主要由实华公司天然气销售收入组成。2019 年 6 月，中石化天然气分公司正式实施天然气销售体制改革，将实华公司除合资公司及分支管线沿线之外的用户全部转至其华北销售中心管理（大部分为用气量大、用气稳定、结算及时的优质客户，占销售量和营业收入的比重约 60%）。受上述用户减少影响，2019 年以来公司天然气销售收入同比下滑。2019 年实华公司收入规模下降至 64.23 亿元，2020 年一季度，实华公司收入规模为 6.62 亿元，同比下滑 73.69%。

表5 2017－2019年管道公司、实华公司收入情况

（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年
管道公司	10.80	12.61	11.91
实华公司	45.80	70.75	64.23
合计	**56.60**	**83.36**	**76.14**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，管道公司和实华公司合计拥有天然气管道约 1800 公里。2019 年，管道公司完成输气量 71.18 亿立方米，实现营业收入 11.91 亿元，利润总额 5.99 亿元；实华公司完成天然气销售 27.10 亿立方米，同比下降 20.92%，实现营业收入 64.23 亿元，同比下降 9.22%，利润总额为 1.05 亿元。2020 年 1－3 月，管道公司完成输气量 20.87 亿立方米，实现营业收入 2.69 亿元，利润总额为 1.60 亿元，实华公司完成天然气销售 2.69 亿立方米，同比下降 72.15%，实现营业收入 6.62 亿元，同比下降 73.69%，利润总额为 0.21 亿元。

目前，实华公司实施“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。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，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，其中输气干线一期配套工程已于 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于 2020 年 3 月完成主干线投产。

公司正逐步调整基础设施板块结构，未来发展重心将向天然气储运业务倾斜。

3. 金融服务

公司金融服务业务包括不良资产管理、信托、融资租赁、小额贷款、典当等业务。2017－2019年，公司金融服务板块收入规模分别为33.45亿元、40.53亿元和39.61亿元，2019年不良资产板块收入同比下滑，导致整体收入规模有所下降。

（1）不良资产管理

山东资管区域战略地位突出，业务规模快速扩张，2019年获鲁信集团增资，资本实力进一步提升，同时投资入股恒丰银行，收购其大规模不良资产，整体业务规模大幅增长，随着不良资产处置业务持续推进，未来收入及盈利

有望提升。但近年来宏观经济下行压力加大，不良资产处置难度加大。

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。2019 年 12 月，山东省财政厅增资鲁信集团 360.00 亿元，由鲁信集团全部用于增资山东资管，山东资管注册资本增至 366.39 亿元，鲁信集团持股 80.92%。截至 2019 年底，山东资管资产总额为 1619.19 亿元，所有者权益为 480.58 亿元；2019 年实现营业收入 22.82 亿元，利润总额为 9.02 亿元。

目前，山东资管主要从事山东省范围内金融机构不良资产收购、管理与处置业务，并协同发展资产管理和综合性金融服务业务。2019 年收入规模出现小幅下滑系当年第四季度集中力量进行较大规模不良资产收购，对原有资产处置进度下降所致。2019 年不良资产板块收入占营业收入的比重为 31.27%，综合性金融服务业务收入为 8.19 亿元，收入贡献比例较高，资产管理业务收入规模较快增长，2019 年为 6.39 亿元，此外理财投资、银行存款等产生的收益对营业收入形成一定补充。

表6　2017－2019年山东资管营业收入构成情况

（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
不良资产板块	5.39	9.38	7.13	1.42
综合性金融服务板块	7.80	10.48	8.19	1.44
资产管理板块	1.51	3.31	6.39	0.10
理财收入	1.57	0.95	0.91	0.43
利息收入	0.14	0.17	0.17	0.19
其他收入	--	--	0.02	0.02
合计	**16.41**	**24.30**	**22.82**	**3.60**

注：自2019年起，山东资管将部分业务板块进行收入分类调整和更名，原计入“特色投融资板块”的附重组类不良债权收入计入“不良资产板块”，“特色投融资板块”更名为“综合性金融服务板块”，并对2018年数据进行了追溯调整

资料来源：公司提供

不良资产经营业务为山东资管的核心业务，山东资管通过发挥地方性的不良资产经营资质和功能作用，联合其他金融机构、地方政府和社会等多方力量，采取灵活多样的方式，为客户提供量身定制的解决方案，防范和化解地方金融风险。不良资产处置环节，依据行业经验判断，山东资管收购不良资产包后，处置周期一般在 3～5 年，山东资管目前主要通过催收、诉讼、重组、委托清收、债务更新、清算、转让等方式处置不良资产。

2019 年鲁信集团增资山东资管，由山东资管投资入股恒丰银行，同时完成对恒丰银行原值 1438.90 亿元不良资产的收购，推动不良资产收购规模大幅增长，2019 年山东资管共收购不良资产原值 1752.92 亿元，收购成本合计 893.40 亿元，2019 年和 2020 年一季度，山东资管分别处置不良资产 381.94 亿元和 23.44 亿元，截至 2020 年 3 月底，山东资管累计处置不良资产 1227.55 亿元，累计资产回收率为 39.89%，累计现金回收 514.04 亿元，现金回收率为 41.88%。公司收包成本和处置价格均会受到宏观经济、资本市场等外部环境的影响，近年来宏观经济下行压力加大，加之 2020 年突发疫情冲击，企业经营压力上升，整体信用环境有所恶化，山东资管风险控制和不良资产处置能力面临考验。

表7　2017－2019年山东资管不良资产经营情况

（单位：亿元）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
当期收购资产原值	334.90	234.04	1752.92	26.77
当期收购成本	106.75	97.34	893.40	7.19
当期处置资产原值	327.56	246.63	381.94	23.44
累计处置资产原值	566.91	813.54	1204.11	1227.55
当期回收现金	91.91	96.81	230.56	9.70
累计回收现金	166.03	262.84	504.33	514.04
期末资产余额原值	451.00	438.42	1846.20	1849.52

注：2019年山东资管业务口径调整，2017-2018年数据为旧口径数据，2019年及2020年一季度数据为新口径数据，不包括原计入特色投融资板块的附重组类不良债权

资料来源：公司提供

综合性金融服务业务指山东资管依托不良资产业务差异化开展投融资业务，丰富收入来源，包括基于不良资产的追加投资业务、债转股业务、股权投资业务、困难企业救助业务、资产证券化业务。截至 2020 年 3 月底，山东资管综合性金融服务业务相关的应收款项类投资合计金额为 91.69 亿元（固定收益类投资），可供出售金融资产科目投资合计金额 0.62 亿元（股权类投资）。从退出方面来看，山东资管通过被投企业偿还借款、股权收购、并购等多种形式完成退出。由于综合性金融服务能够获取相对稳定的收益，对山东资管利润贡献度较大。但在目前金融监管政策趋严的环境下，综合性金融服务业务面临一定调整压力，对收入或造成一定影响。

资产管理业务板块主要为基金运营业务，山东资管通过组建“金融资产投资基金”、“企业重组发展基金”和“房地产重整基金”等，不断提升专业化经营能力。其中，金融资产投资基金主要投向金融机构出让的金融资产；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，助推企业转型升级；房地产重整基金则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。截至 2020 年 3 月底，山东资管已注册基金 53 支，基金认缴规模 520.96 亿元，实缴规模 200.00 亿元，山东资管出资 113.08 亿元。

（2）信托业务

信托业务发展较稳定，受监管环境趋严，“去通道”“去嵌套”治理力度加大，信托资产规模及信托业务收入有所波动，主动管理能力持续提升，未来仍将继续业务转型，回归信托本源。

信托业务板块由山东国信经营，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 2019 年底，山东国信注册资本为 46.57 亿元，鲁信集团为山东国信第一大股东，直接持股比例为 47.12%。山东国信业务可分为信托业务和固有业务，信托业务是主营业务，包括事务管理型信托和主动管理型信托（融资类信托和投资类信托）；固有业务包括自有资金贷款以及金融产品投资、金融股权投资等投资业务。截至 2019 年底，山东国信资产总额为 145.72 亿元，所有者权益为 98.10 亿元；2019 年实现总经营收入 18.87 亿元，同比增长 11.30%，利润总额 8.78 亿元，同比下降 23.90%，系利息收入、处置经合并的结构性实体持有的联营企业净收益同比减少及员工成本、贷款减值支出、其他信用风险准备同比增加等综合因素影响所致。

2019 年，山东国信总经营收入同比增长，手续费及佣金收入为其主要构成。近年来国内经济增速放缓，金融业监管趋严，“去通道”“去嵌套”治理力度加大，资产管理市场竞争日趋激烈，信托行业紧缩效应显现。2019 年，山东国信信托资产规模和手续费及佣金收入有所回升，主动管理型信托资产规模及信托业务收入占全部信托业务的比重均保持增长，主动管理能力持续提升。

2019 年，山东国信手续费及佣金收入为 10.38 亿元，同比增长 16.40%，系管理信托资产规模增加带动信托报酬增长；2019 年利息收入同比下降 18.20%至 5.30 亿元，主要系并表信托计划授出的贷款规模有所减少所致；2019 年受资本市场影响，山东国信持有的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产价值上升以及持有的以公允价值计量的通过信托计划间接持有的联营企业估值上升带动公允价值变动收益增长至 3.00 亿元；2019 年，山东国信投资收益为 0.14 亿元。其他经营收入主要包括政府补助、汇兑损益等，规模较小。

2019 年，山东国信持续提升主动管理能力，信托资产规模及信托业务收入同比均有上升，主动管理型信托资产规模及信托业务收入占全

部信托业务的比重均保持增长。截至 2019 年底，山东国信受托管理的信托资产总额为 2576.64 亿元，较上年底增长 11.01%；其中主动管理型信托资产规模为 1096.77 亿元，占 42.60%，较上年底提升 3.90 个百分点。2019 年，山东国信管理的主动管理型信托产生的收入为 7.97 亿元，占全部信托业务收入的手续费及佣金收入的 76.80%，同比上升 6.40 个百分点。

表8　山东国信受托资产管理情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	规模	占比	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	1096.77	42.57
事务管理型信托资产	1854.49	70.40	1422.64	61.34	1479.87	57.43
合计	**2634.08**	**100.00**	**2319.22**	**100.00**	**2576.64**	**100.00**

资料来源：公司提供

表 9　山东国信总经营收入构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
手续费及佣金收入	11.30	68.57	8.91	52.60	10.38	55.01
利息收入	4.91	29.79	6.48	38.21	5.30	28.09
投资收益/损失	0.21	1.28	-0.25	-1.49	0.14	0.74
公允价值变动损益	0.02	0.12	-0.32	-1.90	3.00	15.90
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	0.03	0.16
其他经营收入	0.04	0.24	0.52	3.09	0.02	0.11
合计	**16.48**	**100.00**	**16.94**	**100.00**	**18.87**	**100.00**

资料来源：公司提供

从信托资产投向分布来看，山东国信信托资金投向包括基础产业、房地产、证券市场、实业、金融机构等。近三年投向实业和金融机构资金比重有所下降，投向房地产的资金比重呈上升趋势。截至 2019 年底，基础产业占 16.10%、房地产占 30.58%，实业占 27.16%、金融机构占 9.82%。

表 10　2017－2019 年山东国信信托资产运用分布占比情况（单位：%）

资产运用	2017 年	2018 年	2019 年	资产分布	2017 年	2018 年	2019 年
货币资产	1.63	1.26	1.53	基础产业	13.58	16.31	16.10
贷款	49.54	48.07	39.72	房地产	20.92	26.66	30.58
交易性金融资产投资	12.61	8.68	7.23	证券市场	6.81	5.65	7.12
可供出售金融资产投资	0.52	0.71	0.02	实业	31.01	30.16	27.16
持有至到期投资	27.01	29.65	37.64	金融机构	15.97	11.19	9.82
长期股权投资	6.89	7.11	5.51	其他	11.71	10.03	9.22
其他	1.80	4.52	8.35	--	--	--	--

资料来源：山东国信年报

固有业务方面，山东国信运用自有资金进行投资，发挥与信托业务的协同效应，实施投贷联动，着力优化金融股权投资业务布局，开展多元化投资。从固有资产配置看，山东国信开展固有业务时将固有资产配置至各个资产类别，包括对多家金融机构作出战略性长期投资，投资于上市公司股份、共同基金等多种权益产

品以及财富管理产品，存放同业及国债逆回购等具有高度流动性的资产。截至 2019 年底，山东国信固有资产配置中证券投资规模为 61.78 亿元，主要为信托计划投资及资产管理产品等理财产品，长期股权投资为 14.88 亿元，主要包括泰信基金管理有限公司、山东豪沃汽车金融有限公司、富国基金管理有限公司、泰山财产保险股份有限公司、德州银行股份有限公司等金融机构的股权投资。

表 11　山东国信固有业务管理的固有资产配置

（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
货币资产投资	**20.15**	**9.94**	**8.76**
银行存款	10.63	8.99	8.67
国债逆回购	9.51	0.95	0.09
证券投资	**50.23**	**66.43**	**61.78**
权益产品投资	4.14	4.07	6.45
理财产品投资	46.09	62.37	55.32
长期股权投资	**12.38**	**13.64**	**14.88**
固有资金贷款	**5.19**	**5.17**	**12.95**
信托业保障基金	**0.69**	**0.92**	**0.96**
合计	**88.64**	**96.10**	**99.33**

资料来源：山东国信年报

山东国信依照监管要求并根据自身风险状况，定期监控净资本及风险资本。截至 2019 年底，山东国信净资本为 78.69 亿元，总风险资本为 40.18 亿元，净资本与总风险资本的比率为 195.83%，净资本与净资产的比率为 80.61%。山东国信资本充足水平相对稳定，为业务拓展提供保障。

表 12　2017－2019 年山东国信资本充足情况

（单位：亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
净资本	79.43	79.51	78.69
风险资本	39.47	43.48	40.18
净资本/风险资本	201.20	182.87	195.83
净资本/净资产	87.80	84.87	80.61

资料来源：山东国信年报

（3）其他

公司融资租赁、小贷和典当业务规模较小，收入及盈利贡献有限。

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%），济南市鲁信小额贷款股份有限公司（以下简称“鲁信小贷”，持股 30%）和山东省鲁信典当有限责任公司（以下简称“鲁信典当”，持股 40%）。

金鼎租赁业务模式以售后回租为主，2019 年新增租赁合同 5 个，新增合同金额 4.15 亿元。2019 年实现营业总收入 0.73 亿元，净利润 0.30 亿元。截至 2019 年底，金鼎租赁应收租赁款余额为 7.48 亿元，存量租赁合同 19 个，其中单笔租赁款在 1 亿元以上的共 2 个。截至 2019 年底，金鼎租赁前五大客户合计租赁款占 65%。

鲁信小贷主要经营济南市内各项小额贷款业务，2019 年鲁信小贷放款规模 34.92 亿元，期末贷款余额 4.31 亿元，期末不良贷款余额 1.18 亿元，截至 2019 年底，小贷业务前五大客户贷款余额 0.42 亿元。2019 年鲁信小贷营业总收入为 0.46 亿元，万元，净利润为 0.07 万元。

鲁信典当主要业务包括动产抵押典当、财产权利质押典当、房地产抵押典当等，2019 年典当业务放款 1.28 亿元，期末典当业务贷款余额 1.03 亿元，典当业务期末不良贷款余额 0.43 亿元，2019 年，鲁信典当营业总收入为 961.49 万元，净利润为-53.61 万元。

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，按权益法核算）。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%。

4. 创业投资

创投业务持续深化基金化转型，募投管退稳步开展，投资项目储备较充足，行业分散，但资本市场行情波动和投资标的经营业绩等因素影响公司盈利水平。

公司创业投资业务经营主体为上市公司鲁信创投，截至 2020 年 3 月底，鲁信集团持股 69.57%，无质押。截至 2020 年 3 月底，鲁信创投资产总额为 60.39 亿元，所有者权益合计 37.10 亿元。2017-2019 年，鲁信创投营业收入分别为 2.16 亿元、2.07 亿元和 2.22 亿元，主要为磨料磨具经营收入，同期，投资收益分别为 5.60 亿元、4.67 亿元和 2.13 亿元，利润总额分别为 1.25 亿元、3.05 亿元和 3.30 亿元，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 亿元所致。

近年来，鲁信创投持续深化基金化转型，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。募资方面，截至 2019 年底，鲁信创投作为主发起人出资设立的基金及投资平台共 42 个，总认缴规模 155.75 亿元，到位资金规模 106.28 亿元，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门类。

投资方面，2019 年鲁信创投对新设及已设基金/平台分期出资 3.49 亿元，各参股基金及投资平台完成投资项目 22 个，总投资额 7.10 亿元，投资领域涉及生物医药、智能制造、电子、新材料、高端装备等行业。截至 2020 年 3 月底，鲁信创投参投基金及投资平台在投项目 152 个，投资总额 80.08 亿元。从在投项目行业分布看，高端装备制造、生物医药及医疗设备、信息技术、化工类、建筑建材及房地产占比较高，行业范围分布较为广泛，有利于分散行业集中度风险。截至 2019 年底，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 12 家，如新北洋（002376.SZ）、华东数控（002248.SZ）、珠海恒基（002492.SZ）、启迪设计（300500.SZ）、通裕重工（300185.SZ）、华邦健康（002004.SZ）等，持有香港 H 股上市公司 1 家，美股上市公司 1 家，新三板挂牌公司 11 家。总体看，鲁信创投投资项目储备丰富，行业分散。

表13 截至2020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、万元、%）

行业	企业个数	投资总额	投资占比
高端装备制造	30	97157.00	12.13
生物医药及医疗设备	23	97268.28	12.15
新能源新材料	13	42538.50	5.31
信息技术硬件与设备	18	65979.59	8.24
软件及信息技术服务业	23	46164.43	5.77
高端化工	12	58074.89	7.25
现代农业及农副产品加工	8	24005.48	3.00
建筑建材及房地产	5	68525.00	8.56
现代金融服务业	5	46132.53	5.76
环保及公用事业	5	4798.60	0.60
东方电子结构化项目	3	230454.48	28.78
其他	7	19621.02	2.45
合计	**152**	**800719.81**	**100.00**

资料来源：公司提供

退出方面，鲁信创投投资项目以二级市场减持、一级市场股权转让或并购等方式退出。2019 年鲁信创投结合国内资本市场走势，根据减持计划及监管规定减持了部分上市项目公司股票，回笼资金 2.28 亿元，通过山东产权交易中心公开挂牌转让退出回笼资金 1.45 亿元。截至 2019 年底，鲁信创投及其作为主发起人出资设立的各基金共有 25 个拟 IPO 项目，有 3 个项目已上报材料并获受理。

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 4 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基金；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%。2019 年鲁信创投实现管理费收入 408.27 万元，较上年有所增长。

5．文化旅游

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。

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，2019 年，各园区、景点接待游客数量 171.41 万人次，实现收入 2.01 亿元，净利润 0.92 亿元，同比增长 18.87%；2020 年初，国内爆发新冠肺炎疫情，旅游行业面临客流量大幅下滑，2020 年 1－3 月，公司各园区、景点接待游客数量 2.01 万人次，同比下降 88.73%，实现收入 256.57 万元，同比下降 82.35%，净亏损 487.52 万元。

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。2008 年起开始投资布局全省电影院线连锁网络。截至 2019 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 0.94 亿元，鲁信文化实现营业收入 1.40 亿元，净利润 -667.26 万元。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。

6．其他业务

磨料磨具、印刷包装和房地产业务为公司非核心业务，丰富公司收入来源，2019 年房地产业务完成部分交付，结转收入显著增长，对公司收入形成有效补充。

磨料磨具业务系上市公司鲁信创投下属公司经营，主营业务为磨料磨具产品的生产销售，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。2019 年，公司磨料磨具业务实现营业收入 3.04 亿元，同比增长 4.05%。2020 年 1 月，鲁信创投剥离磨料业务，2020 年 1-3 月，该板块收入为 0.19 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 15 亿只纸制包装盒的年生产能力。2019 年，天一印务完成印量 2.45 亿印，糊盒 18.67 亿个，实现营业收入 2.74 亿元，净利润 0.40 亿元。

房地产业务经营主体为山东鲁信金山投资有限公司（以下简称“鲁信金山”），注册资本 1.00 亿元，截至 2019 年底，鲁信金山资产总额为 34.81 亿元，所有者权益为 525 万元；公司房地产销售收入主要来源于鲁信和璧花园项目，2019 年房地产销售收入 10.49 亿元，2020 年 1－3 月，房地产销售收入为 3.43 亿元，截至 2020 年 3 月底，房地产待售面积 8.61 万平方米。2019 年，公司房地产业务部分项目交付，结转收入显著增长，有效补充公司收入来源。

7．经营效率

2019 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 14.74 次、3.15

次和0.09次，其中总资产周转次数下降，系2019年公司获得山东省财政厅增资，投资入股恒丰银行同时收购其不良资产，公司资产规模大幅增加所致。总体看，公司经营效率有待提升。

8．未来发展

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。

金融服务业务方面，近年来，公司金融业务不断加快发展步伐，在行业竞争力不断提升的同时，与其他主业协同作用更加明显，为推动公司主营业务发展起到了重要支撑作用。在未来发展战略中，公司从事信托业务的信托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。公司基金业务的发展重点是做全品种，做大规模，提升业绩，不断提高盈利能力：一是积极争取发行新的基金品种，优化基金结构，努力扩大管理的基金份额和资产规模；二是加强业务研发，不断提升投资业绩；三是加大新型业务申请力度；四是进一步夯实管理基础。同时，公司将不断加大类金融企业投资力度，不断丰富金融综合服务的业务门类。一是抓好金融资产管理公司的运营，做大规模，控制风险，提高效益，同时不断扩大不良资产经营规模，在化解风险的过程中发展特殊机遇投资业务，挖掘和提升潜力资产价值；二是积极寻找机会，在小额贷款、融资租赁、典当、资产管理等多种业态中尽快实施股权投资，增强综合服务能力；三是在条件适宜时，整合各种金融及类金融机构产权，组建自己的金融控股公司。

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2019年财务报告，信永中和会计师事务所（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报告。公司2020年一季度财务数据未经审计。

截至2019年底，公司合并范围内子公司75家，较上年底新增7家，减少5家，变动子公司资产规模较小，对公司财务数据可比性影

响不大。2019 年 12 月，山东省财政厅对鲁信集团增资 360 亿元，同时鲁信集团以增资款对恒丰银行投资入股，持有恒丰银行 32.37%的股权，为其第二大股东，计入长期股权投资，截至 2019 年底，公司合并财务数据较上年度变动大。

截至 2019 年底，公司资产总额 2015.58 亿元，所有者权益合计 667.01 亿元（含少数股东权益 156.09 亿元）。2019 年，公司实现营业总收入 122.85 亿元，利润总额 23.65 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 2056.54 亿元，所有者权益合计 670.80 亿元（含少数股东权益 157.93 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 19.35 亿元，利润总额 4.05 亿元。

1. 资产质量

2019 年，受投资恒丰银行以及购入大规模不良资产影响，公司资产规模及资产结构均发生较大变动。收购的不良资产包、应收款项类投资和长期股权投资构成公司主要资产，山东资管不良资产处置管理能力以及恒丰银行未来经营情况将对公司资产流动性及资产质量产生影响。

截至 2019 年底，公司资产总额为 2015.58 亿元，较上年底大幅增长 153.69%，主要系投资恒丰银行及收购其不良资产所致。从构成看，流动资产占 61.22%，非流动资产占 38.78%，流动资产占比较上年底提升 13.87 个百分点。

流动资产方面，截至 2019 年底，公司流动资产为 1233.97 亿元，较上年底增长 228.02%。其中，货币资金为 146.99 亿元，较上年底增长 196.70%，系融资借款增加所致，受限货币资金为 0.05 亿元，受限比例低；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 818.89 亿元，较上年底增长 712.83%，包括交易性金融资产 67.86 亿元，较上年底增长 62.38%，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 751.03 亿元，较上年底增长 1193.31%，此部分主要为子公司山东资管从金融机构折价收购的不良资产包。其他应收款为 41.87 亿元，较上年底增长 273.27%，系新增对恒丰银行其他应收款 32.48 亿元所致，主要系山东资管收购恒丰银行不良资产包初期，委托清收款项暂未进行账户划转，该款项已在 2020 年一季度完成划转。一年内到期的非流动资产为 85.07 亿元，较上年底增长 21.70%，系一年内到期的应收款项款项类投资增加所致。其他流动资产为 88.61 亿元，主要构成为持有的一年内（含 1 年）的信托计划及其收益、持有的 1 年内（含 1 年）的应收款项类投资及其收益，整体规模较上年底有所下降。截至 2019 年底，公司流动资产构成主要为货币资金（占 11.91%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 66.36%）、一年内到期的非流动资产（占 6.89%）和其他流动资产（占 7.18%）。

非流动资产方面，截至 2019 年底，公司非流动资产为 781.61 亿元，较上年底增长 86.84%。其中，可供出售金融资产为 158.22 亿元，较上年底增长 14.84%，系当期对各类基金出资增加所致。长期股权投资为 451.86 亿元，较上年底增长 465.62%，主要是对恒丰银行增资 360 亿元所致，公司长期股权投资主要包括恒丰银行 360.00 亿元，民生证券股份有限公司 5.31 亿元，管道公司 10.34 亿元，富国基金管理有限公司 6.58 亿元，潍坊市鲁中金融资产运营管理股份有限公司 7.52 亿元和山东石油天然气股份有限公司 8.81 亿元。其他非流动资产为 100.02 亿元，较上年底增长 40.01%，主要包括持有的 1 年以上的应收款项类投资 29.76 亿元，持有的 1 年以上的信托计划 56.25 亿元，预付长期资产款项 19.09 亿元。截至 2019 年底，公司非流动资产构成主要为可供出售金融资产占 20.24%、长期股权投资占 57.81%和其他非流动资产占 12.80%，

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额及资产构成较 2019 年底变动不大，其中货币资金有所增长，为 204.38 亿元，主要是下属子公司山东资管融资增长所致；其他应收款下降至 9.19 亿

元，系应收恒丰银行往来款完成划转；其他非流动资产为 124.83 亿元，较 2019 年底增长 24.80%。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产账面价值合计 15.78 亿元，占净资产的 2.35%，主要包括存货受限 4.80 亿元，一年内到期的非流动资产受限 1.23 亿元，长期股权投资受限 8.56 亿元，资产受限原因主要为抵质押融资借款。

2. 所有者权益和负债

山东省财政厅增资进一步提升公司资本实力，公司权益规模大幅增长，权益结构稳定性增强。公司负债规模大幅增加，其中新增大规模专项应付资金，用于恒丰银行不良资产收购，其余主要为应付的不良资产收购款、长期借款和应付债券；有息债务持续增长，以长期借款和应付债券为主，债务负担较重，未来面临一定集中偿付压力。

所有者权益方面，截至2019年底，公司所有者权益为667.01亿元，较上年底增长121.58%，主要来自于山东省财政厅货币资金增资360.00亿元。所有者权益中实收资本占17.24%，资本公积占42.83%，未分配利润占10.95%、少数股东权益占23.40%。截至2020年3月底，公司所有者权益合计670.80亿元，较2019年底变动不大。

负债方面，截至 2019 年底，公司负债总额为 1348.58 亿元，较上年底增长 173.27%。从结构看，流动负债占 24.16%，非流动负债占 75.84%，非流动负债占比较上年底上升 9.93 个百分点。

流动负债方面，截至 2019 年底，公司流动负债为 325.86 亿元，较上年底增长 93.67%，公司流动负债构成主要为短期借款占 7.18%、其他应付款占 36.90%、一年内到期的非流动负债占 41.12%。截至 2019 年底，公司短期借款为 23.40 亿元，主要构成为信用借款；预收款项较上年底下降 36.09%至 16.95 亿元，系房地产预收销售款结转收入所致；其他应付款为 120.25 亿元，较上年底增长 482.93%，主要系山东资管应付不良资产收购款大幅增长所致；公司一年内到期的非流动负债为 133.99 亿元，较上年底增长 126.40%，主要是山东资管一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券增加所致。

非流动负债方面，截至 2019 年底，公司非流动负债总额为 1022.72 亿元，较上年底增长 214.45%，其中长期借款 134.89 亿元，较上年底有所下降，主要为信用借款和保证借款；应付债券为 158.29 亿元，较上年底增长 64.88%，主要是 2019 年鲁信集团本部发行中期票据 15 亿元，山东资管发行各类中长期债券合计规模 65 亿元，鲁信创投发行中期票据和公司债券合计规模 11 亿元；长期应付款为 700.35 亿元，其中专项应付款为 700.32 亿元，主要为山东资管应付山东省财政厅的专项资金 700.26 亿元，用于收购恒丰银行不良资产。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额及负债结构较 2019 年底变动不大，其中一年内到期的非流动负债增长至 240.66 亿元，长期借款增长至 152.05 亿元，长期应付款下降至 600.09 亿元。

有息债务方面，2017－2019 年，公司全部债务分别为 332.60 亿元、399.85 亿元和 1150.86 亿元，其中 2019 年底全部债务中包括专项应付款 700.26 亿元（计入长期债务），占全部债务的 60.85%。截至 2019 年底，公司短期债务为 157.42 亿元，较上年底增长 66.97%。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 1182.88 亿元，短期债务为 279.52 亿元，长期债务为 903.37 亿元。债务指标方面，截至 2019 年底，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 66.91%、63.31%和 59.83%，截至 2020 年 3 月底，上述三项指标分别上升至 67.38%、63.81%和 57.39%。截至本报告出具日，公司合并口径存续债券规模 232.00 亿元（长短期均包括在内），详见下表，公司面临一定集中偿付压力。

表14　截至本报告出具日公司合并口径存续债券概况

发行主体	债券名称	到期日期	余额（亿元）
鲁信集团	16 鲁信 MTN001	2021-01-13	15.00
	16 鲁信集团债	2021-03-09	6.00
	17 鲁信 MTN001	2022-02-17	15.00
	17 鲁信 01	2022-08-04	10.00
	19 鲁信 MTN001	2024-07-10	15.00
	16 鲁信 01	2026-11-25	15.00
小计		--	**76.00**
山东资管	18 鲁金 03	2020-06-15	14.00
	20 山东金融 SCP001	2021-01-08	15.00
	18 山东金融 MTN001	2021-08-21	10.00
	18 鲁金 01	2021-03-27	12.00
	18 鲁金 02	2021-04-24	10.00
	18 鲁金 04	2021-06-15	4.00
	19 金纾 01	2022-03-22	10.00
	19 金纾 03	2022-05-15	30.00
	19 金纾 05	2022-10-22	10.00
	19 山金 01	2022-11-26	15.00
	20 山金 01	2023-05-29	10.00
小计		--	**140.00**
鲁信创投	19 鲁创 01	2024-04-03	5.00
	19 鲁信创业 MTN001	2024-08-29	6.00
	20 鲁创 01	2025-01-17	5.00
小计		--	**16.00**
合计		--	**232.00**

注：上表包含公司发行的永续中票，附加回售条款债券的到期日期均按照最近一次到期行权日列示
资料来源：Wind、联合资信整理

3. 盈利能力

2019 年收入规模小幅增长，财务费用高企侵蚀利润，投资收益对利润贡献大，但受外部经济环境及投资项目经营业绩变动等因素影响，非经常性损益波动性大，影响公司盈利水平。

得益于房地产销售结转收入，公司整体收入规模保持增长，2019 年营业总收入为 122.85 亿元，同比增长 1.79%；营业成本为 77.87 亿元，同比增长 2.23%。公司营业利润率为 35.58%，同比下降 0.89 个百分点，盈利能力有所下滑。

期间费用方面，2019 年公司期间费用同比增长 10.495 至 28.16 亿元，其中销售费用 2.94 亿元，同比增长 11.65%，以职工薪酬为主，管理费用 6.38 亿元，同比增长 4.85%，以职工薪酬为主，研发费用为 0.31 亿元，同比变动不大，财务费用为 19.52 亿元，同比增长 12.41%。期间费用率为 23.73%，同比增加 1.86 个百分点，公司债务规模增长导致财务费用高企，对利润形成侵蚀。

非经常性损益方面，2019 年投资收益为 13.52 亿元，同比下降 26.52%，仍以长期股权投资、持有至到期投资和可供出售金融资产产生的投资收益为主，公允价值变动收益为 6.44 亿元，同比明显提升（上年为-0.19 亿元），来自于持有的交易性金融资产。资产减值损失为 3.07 亿元，信用减值损失 6.91 亿元，较上年均增加，主要包括坏账损失、可供出售金融资产减值损失、持有至到期投资减值损失、长期股权投资减值损失，固定资产减值损失等。总体看，公司经营信托业务、创投业务以及围绕不良资产开展的投融资业务，形成较大规模交易性金融资产、可供出售金融资产、长期股权投资等，产生的投资收益规模较大，但受市场环境及投资项目业绩波动等多种因素影响呈现波动性。

2019 年，公司利润总额为 23.65 亿元，同比下降 15.28%，主要系期间费用、资产减值损失同比增加所致。盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率呈下滑趋势，分别为 3.32%和 2.56%，主要因 2019 年底公司权益规模大幅上升所致。

2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 19.35 亿元，同比下降 30.89%，利润总额 4.05 亿元，同比下降 23.18%，财务费用 9.03 亿元，期间费用率 55.71%，投资收益 6.49 亿元。

4. 现金流分析

2019 年，公司获山东省财政厅增资入股同时投资恒丰银行并收购其不良资产，经营性及投资性现金流均大幅流出，筹资活动现金流大幅净流入。

2019 年经营活动产生的现金流量净额为-624.13 亿元，净流入规模大幅增加。从构成看，公司经营性活动现金流主要表现为收到其他与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金，2019 年分别为 388.69 亿元和 1009.36 亿元，由子公司山东资管收回投融资业务本金、收回不良资产业务本金、收回保证金、往来款和支付投资融资业务本金、支付不良资产业务本金、往来款构成，其中支付不良资产业务本金达到 740.36 亿元，主要是专项收购恒丰银行不良资产支出。从收入实现质量看，2019 年现金收入比为 66.24%，主要因下属控股子公司以金融类业务为主所致。

2019 年，公司投资活动现金流量净额为-361.92 亿元，净流出规模大幅增加，主要是对恒丰银行投资 360.00 亿元所致。

2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 1088.29 亿元，净流入规模大幅增加，部分来自山东省财政厅货币增资 360.00 亿元，部分来自山东省财政厅 700.00 亿元专项资金，2019 年公司取得借款和发行债券合计收到的现金 193.10 亿元，同比下降 14.54%，偿还债务支付的现金 133.86 亿元，同比下降 15.84%。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 43.97 亿元，仍以收到其他与经营活动有关的现金为主，投资活动产生的现金流量净额为-14.65 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 23.46 亿元，以取得借款收到的现金为主。

5. 偿债能力

公司债务规模快速扩张及利息支出增加对公司偿债安排和流动性管理提出更高要求。公司融资渠道畅通，区域战略地位突出，综合实力很强，公司偿债能力很强。

短期偿债指标方面，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 378.68%和 370.72%，较上年底分别提升 155.10 个和 161.11 个百分点。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 275.46%和 269.77%。截至 2019 年底和 2020 年 3 月底，公司现金类资产/短期债务分别为 1.07 倍和 0.84 倍，公司短期偿债能力指标尚可。公司持有较大规模金融资产及长期股权投资，变现性强，可为公司提供流动性支持。

长期偿债指标方面，2019 年，公司 EBITDA 为 44.76 亿元，全部债务/EBITDA 为 25.71 倍，EBITDA 利息倍数为 2.23 倍。公司 EBITDA 对全部债务利息支出覆盖程度较高。鲁信集团下属公司山东资管经营不良资产管理业务，行业普遍具有高负债经营的特点，近年来业务发展较快，导致公司合并口径债务规模快速增长，未来随着业务规模持续拓展和融资需求不断扩大，对公司偿债安排和流动性管理提出更高要求。公司作为山东省财政厅下属控股企业，贯彻实施省委省政府战略意图，区域战略地位突出，业务运营较易获得地方政府支持，综合实力很强，公司偿债能力很强。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 597.23 亿元，尚未使用额度 349.75 亿元，公司间接融资渠道畅通；此外，子公司鲁信创投为 A 股上市公司，山东国信为香港联交所上市公司，公司具备直接融资渠道。

6. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部资产以股权投资为主，盈利依赖下属子公司分红。2019 年，山东省财政厅增资增强公司资本实力；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。

截至 2019 年底，公司本部资产总额为 525.87 亿元，较上年底增长 214.52%，长期股权投资为 495.39 亿元，较上年底增长 288.74%，对子公司投资 483.33 亿元，其中山东资管 394.98 亿元。截至 2019 年底，公司本部货币资金为 3.20 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司本部资产总额为 539.34 亿元，货币资金增长至 13.18 亿元。

截至 2019 年底，公司本部负债总额为 83.48

亿元，较上年底增长 8.41%，流动负债占 39.18%，非流动负债占 60.19%。截至 2019 年底，公司本部短期借款为 16.00 亿元，一年内到期的非流动负债为 15.00 亿元，长期借款为 4.20 亿元，应付债券为 46.00 亿元，全部债务为 81.20 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司本部负债总额为 99.55 亿元，其中短期借款增长至 29.00 亿元，全部债务增至 94.20 亿元，债务负担较重。考虑到公司本部持有上市公司山东国信和鲁信创投股权，未质押，可为流动性提供一定支持。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 442.38 亿元，较上年底增长 390.48%，得益于山东省财政厅增资，实收资本增至 1115.00 亿元，资本公积增至 284.35 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司本部所有者权益为 439.79 亿元。

2019 年，公司本部营业收入 0.13 亿元，投资收益 5.54 亿元，利润总额为 0.55 亿元。2020 年 1-3 月，公司本部利润总额-0.89 亿元。

2019 年，公司本部经营活动由收到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 6.02 亿元。投资活动现金流入为 5.48 亿元，主要为取得投资收益收到的现金 5.47 亿元；投资活动现金流出 368.79 亿元，主要为投资支付的现金 368.76 亿元，主要对子公司山东资管的投资支出，投资活动现金流量净额为-363.31 亿元。筹资活动现金流入 390.92 亿元，吸收投资收到的现金为 360.00 亿元；筹资活动现金流出 37.01 亿元，包括偿还债务支付的现金 25.00 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金 12.01 亿元；母公司筹资活动现金流量净额为 353.91 亿元。2020 年 1—3 月，公司本部经营活动现金流量净额为 6.79 亿元，投资活动现金流量净额为-7.74 亿元，筹资活动现金流量净额为 10.93 亿元。

十一、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 76.00 亿元，以行权计，一年内到期的债券余额 21.00 亿元。截至 2019 年底和 2020 年 3 月底，公司现金类资产分别为 168.71 亿元和 234.06 亿元，为一年内到期债券余额的 8.03 倍和 11.15 倍，保障能力强；2019 年公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为 44.76 亿元和 487.84 亿元，为存续期债券余额的 0.59 倍和 6.42 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 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额（以行权计）	21.00
现金类资产/一年内到期债券余额	8.03
经营活动现金流入量/应付债券余额	6.42
经营活动现金流净额/应付债券余额	-8.21
EBITDA/应付债券余额	0.59

资料来源：联合资信整理

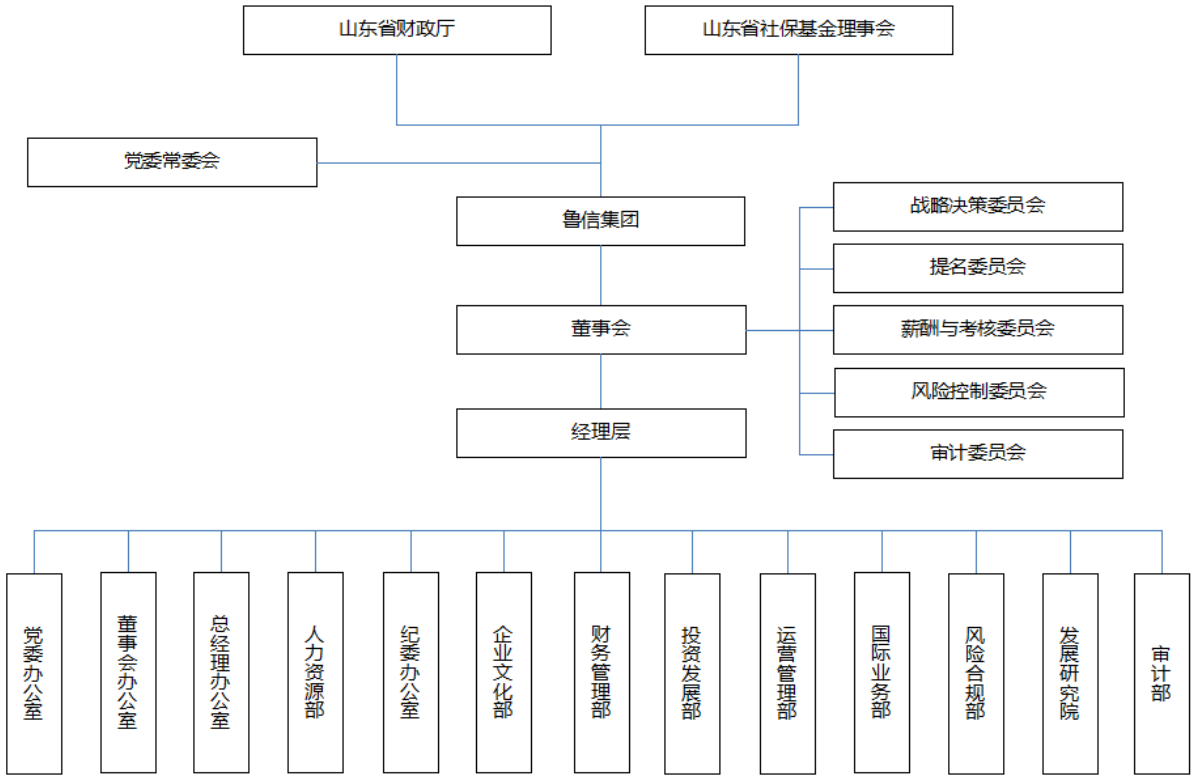
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 鲁信 MTN001”“16 鲁信集团债/16 鲁信债”“17 鲁信 MTN001”和“19 鲁信 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至本报告出具日公司股权结构

投资者	投资金额（亿元）	持股比例（%）
山东省财政厅	112.00	97.39
山东省社会保障基金理事会	3.00	2.61
合计	**115.00**	**100.00**

附件 1-2　截至本报告出具日公司组织机构图



附件 2　截至 2019 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	实收资本	持股比例
1	山东省金融资产管理股份有限公司	金融资产管理	3663910.83	82.28
2	山东省鲁信金融控股有限公司	金融控股服务	68438.28	100.00
3	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
4	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
5	鲁信科技股份有限公司	信息技术服务咨询	19000.00	36.84
6	山东省投资有限公司	投资与资产管理	30000.00	100.00
7	鲁信投资有限公司	投资与资产管理	216445.00（港币）	100.00
8	鲁信海外投资有限公司	投资与资产管理	2339.00（美元）	100.00
9	山东鲁信天一印务有限公司	印刷服务	9417.26	53.01
10	山东鲁信实业集团有限公司	投资与资产管理	124563.11	100.00
11	鲁信创业投资集团股份有限公司	生产销售磨具及磨料、投资	74435.93	69.57
12	山东省国际信托股份有限公司	金融信托与管理	465885.00	51.95

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（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	50.68	65.75	168.71	234.06
资产总额(亿元)	698.14	794.52	2015.58	2056.54
所有者权益(亿元)	293.37	301.02	667.01	670.80
短期债务(亿元)	94.12	94.28	157.42	279.52
长期债务(亿元)	238.48	305.57	993.44	903.37
全部债务(亿元)	332.60	399.85	1150.86	1182.88
营业总收入(亿元)	91.83	120.69	122.85	19.35
利润总额(亿元)	26.16	27.91	23.65	4.05
EBITDA(亿元)	37.08	47.53	44.76	--
经营性净现金流(亿元)	-127.66	-11.96	-624.13	43.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.74	19.17	14.74	--
存货周转次数(次)	3.00	3.66	3.15	--
总资产周转次数(次)	0.15	0.16	0.09	--
现金收入比(%)	75.91	80.52	66.24	36.35
营业利润率(%)	40.33	36.47	35.58	48.66
总资本收益率(%)	4.78	5.52	3.32	--
净资产收益率(%)	6.82	6.75	2.56	--
长期债务资本化比率(%)	44.84	50.38	59.83	57.39
全部债务资本化比率(%)	53.13	57.05	63.31	63.81
资产负债率(%)	57.98	62.11	66.91	67.38
流动比率(%)	204.75	223.58	378.68	275.46
速动比率(%)	192.63	209.61	370.72	269.77
经营现金流动负债比(%)	-85.63	-7.11	-191.53	39.32
EBITDA 利息倍数(倍)	3.52	2.55	2.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.97	8.41	25.71	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；所有者权益包含 30 亿元永续中票；长期应付款中的有息债务已调整至长期债务相关指标

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.10	2.75	3.20	13.18
资产总额(亿元)	150.55	167.20	525.87	539.34
所有者权益(亿元)	89.93	90.19	442.38	439.79
短期债务(亿元)	22.00	25.00	31.00	44.00
长期债务(亿元)	51.00	50.20	50.20	50.20
全部债务(亿元)	73.00	75.20	81.20	94.20
营业收入(亿元)	0.07	0.09	0.13	0.00
利润总额(亿元)	4.29	2.72	0.55	-0.89
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.38	-1.64	6.02	6.79
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	88.11	86.45	23.96	12.61
总资本收益率(%)	2.63	1.64	0.11	--
净资产收益率(%)	4.77	3.01	0.13	--
长期债务资本化比率(%)	36.19	35.76	10.19	10.25
全部债务资本化比率(%)	44.80	45.47	15.51	17.64
资产负债率(%)	40.27	46.06	15.88	18.46
流动比率(%)	240.27	75.76	30.87	32.88
速动比率(%)	240.27	75.76	30.87	32.88
经营现金流动负债比(%)	-3.95	-6.14	18.10	55.12
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 5　同行业企业对比数据

发行人	厦门金圆投资集团有限公司	无锡产业发展集团有限公司	山东省鲁信投资控股集团有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA
企业性质	地方国企	地方国企	地方国企
综合毛利率(%)（2019 年）	30.63	7.20	35.73
销售债权周转次数(次)（2019 年）	2.66	7.55	14.74
财务数据时点	**2019 年**		
资产总额(亿元)	511.21	829.42	2015.58
所有者权益(亿元)	277.61	296.36	667.01
营业收入(亿元)	70.79	672.45	122.85
利润总额(亿元)	12.20	26.49	23.65
经营活动现金流净额(亿元)	17.40	30.63	-624.13
资产负债率(%)	45.46	64.27	66.91

资料来源：联合资信整理

附件 6　主要财务指标的计算公式（新准则）

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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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 7-1　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 7-2　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 7-3　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