

# 信用等级公告

联合 [2016]183 号

山东省鲁信投资控股集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的山东省鲁信投资控股集团有限公司 2016 年 6 亿元公司债券进行了主动评级，确定：

**山东省鲁信投资控股集团有限公司主体长期信用等级为 AAA<sub>pi</sub>，评级展望为“稳定”**

**山东省鲁信投资控股集团有限公司拟发行的 2016 年度 6 亿元公司债券信用等级为 AAA<sub>pi</sub>**

特此公告

联合信用评级有限公司  
信评委主任：丁华伟  
二零一六年三月九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 山东省鲁信投资控股集团有限公司

## 2016年度6亿元公司债券主动评级报告



**评级结果:**

主体长期信用等级: AAA<sub>pi</sub>

评级展望: 稳定

本次债券信用等级: AAA<sub>pi</sub>

本次债券发行额度: 6亿元

本次债券期限: 5+2年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

资金用途: 济南-青岛输气管道二线工程

评级时间: 2016年3月9日

**财务数据:**

项目	2012年	2013年	2014年
资产总额(亿元)	130.45	167.30	220.29
所有者权益(亿元)	87.72	100.96	132.27
长期债务(亿元)	14.27	30.26	46.84
全部债务(亿元)	31.32	42.68	68.15
营业总收入(亿元)	33.15	43.69	54.83
净利润(亿元)	10.57	12.06	12.35
EBITDA(亿元)	16.31	18.84	21.23
经营性净现金流(亿元)	0.63	7.69	8.64
营业利润率(%)	31.33	35.43	31.71
净资产收益率(%)	12.05	11.94	9.34
资产负债率(%)	32.76	39.65	39.96
全部债务资本化比率(%)	26.31	29.71	30.54
流动比率(%)	220.46	165.86	274.93
EBITDA / 全部债务(倍)	0.52	0.44	0.31
EBITDA 利息倍数(倍)	9.68	8.52	6.15
EBITDA/本次发债额度(倍)	2.72	3.14	3.54

**评级观点**

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对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”)的评级,反映了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,在资产质量、多元化投资、外部支持等方面具备的显著竞争优势。同时,联合评级也关注到,公司金融及信托业务受外部环境影响较大、债务规模持续增长等因素对公司造成的不利影响。

经过多年发展,公司已经形成了多元化发展的业务格局,基础设施、信托、创投三大业务行业地位突出,对公司业绩形成良好支撑。山东省国际信托投资公司(以下简称“山东信托”)增资扩股及IPO重启为公司信托及创投业务提供了良好条件;2014年以来公司金融板块经营范围有所扩大,公司的金融控股地位进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用和本次债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本次债券到期不能偿还的风险很低。

**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,在资产质量、多元化投资、外部支持等方面竞争优势明显,抗风险能力很强。

2.公司将作为山东省油气资源投资平台,负责拟定山东省的天然气业务规划,具有一定的区域垄断优势。

3.公司的信托、创投业务行业地位较高,竞争力强,山东信托增资扩股及IPO重启,为信托和创投业务的发展提供了良好条件;2014年以来,山东省政府批准公司入股济南农商行和中援人寿,成立资产管理公司,公司金融业

务经营实力将进一步增强。

4.公司近年来收入和利润规模持续增长，投资收益规模较大，盈利能力强。

5.公司经营活动现金流和 EBITDA 对本次债券保障程度高。

## 关注

1.受监管政策及相关信用风险暴露影响，信托行业风险明显提高；公司信托业务规模快速增长，且近年来信托资金投资房地产比例逐年增高，存在一定的经营风险。

2.公司业务板块较多，且跨度较大，对公司的管理要求较高。

3.近年来，公司债务规模快速增长。

4.公司承担山东省转贷业务，转贷资金未在表内反映，虽有财政兜底偿还，但由于财政到位资金及债务偿还时间不匹配，公司存在一定的短期资金垫付风险。

## 分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

黄旭明

电话：010-85172818

邮箱：huangxm@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以pi后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由山东省鲁信投资控股集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因山东省鲁信投资控股集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与山东省鲁信投资控股集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对山东省鲁信投资控股集团有限公司主体及本次债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

分析师：  
联合信用评级有限公司



## 一、主体概况

山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“公司”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，是在鲁经贸企字【2001】762 号和鲁财国股【2001】53 号文件批准，在原山东信托、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 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“省国资委”）全额出资，2005 年 8 月公司更为现名。截至 2014 年底，公司注册资本 30 亿元，实际控制人为山东省国资委。

公司经营范围：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、资产管理部、风险合规部等部门，拥有二级全资及控股子公司 10 家。

截至 2014 年底，公司资产总额 220.29 亿元，所有者权益 132.27 亿元（含少数股东权益 44.43 亿元）；2014 年公司实现营业总收入 54.83 亿元，净利润为 12.35 亿元（含少数股东损益 4.04 亿），经营活动产生的现金流量净额 8.64 亿元，现金及现金等价物增加额 18.97 亿元。

公司注册地址：济南市历下区解放路 166 号；法定代表人：汲斌昌。

## 二、本次公司债券及募投项目概况

### 1. 本次债券概况

公司计划发行 6 亿元公司债券（以下简称“本次债券”）。本次债券为 7 年期固定利率债券，并于债券存续期第 5 年末附加发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券的最终基本利差和最终票面年利率将根据簿记建档结果，由发行人与簿记管理人按照国家有关规定协商一致确定，并报国家有关主管部门备案，在债券存续期内前 5 年固定不变。在本次债券存续期的第 5 年末，发行人可选择上调债券存续期后 2 年债券票面年利率 0 至 100 个基点（含本数），上调后的票面年利率为债券存续期前 5 年票面年利率加上上调基点，在债券存续期内后 2 年固定不变。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本。

本次债券为无担保债券。

### 2. 本次债券投资项目概况

本次债券募集资金总额为 6 亿元，全部用于济南-青岛输气管道二线工程项目。

表 1 本次债券募集资金项目概况

项 目	投资总额 (万元)	公司 权益比例	公司出资额 (万元)	募集资金 投资额(万元)	占项目投 资额比重
济南-青岛输气管道二线工程项目	361338.00	35%	126468.30	60000.00	47.44%

资料来源：公司提供

济南-青岛输气管道二线工程项目主要建设一条主干线和一条联络线，全长 402km。项目的主干线线路全长 368km，管径 813 毫米，设计输气能力 50 亿立方米/年；临淄联络线线路全长 34km，设计输气能力为 31.5 亿立方米/年；气源主要为鄂尔多斯气、山东 LNG、天津 LNG、新疆煤制气等。天然气输送采用利用气源压力密闭输送工艺，管道设计压力 8 兆帕，配套建设相应输气站场

11 座、阴极保护站 8 座、线路截断阀室 13 座。主干线起于德州市齐河县境内的济南首站，途径济南济阳县、章丘市，滨州邹平县、博兴县，淄博桓台县，东营广饶县，潍坊寿光市、寒亭区、昌邑市，青岛平度市、高密市，最后到达青岛胶州市；临淄联络线起于干线 7 号阀室，经滨州博兴县、淄博临淄区，止于临淄末站。

项目已取得国家发改委《山东省发展和改革委员会关于济南-青岛输气管道二线工程项目核准的批复》（鲁发改能交[2014]1415 号）、山东省国土资源厅《关于济南-青岛输气管道二线工程项目建设用地预审意见的函》（鲁国土资预字[2013]1676 号）和山东省环境保护厅《关于山东天然气管道有限责任公司济南-青岛输气管道二线工程环境影响报告书的批复》（鲁环审[2014]1 号）等相关部门批复。

该项目由公司参股子公司管道公司投资建设与运营管理，管道公司是由鲁信集团和中国石化共同出资设立，鲁信集团的持股比例为 35%。济南-青岛输气管道二线工程项目的总投资为 36.13 亿元，其中，公司出资额 12.65 亿元，拟使用本次债券募集资金 6 亿元，其余资金由公司通过其他融资渠道解决。

该项目建成后，预计可年均实现输气 50.61 亿方，年均营业收入 9.83 亿元，年均利润 4.82 亿元，投资回收期（静态）为 11 年。项目投产后，公司计划围绕主网，进一步投资开发区域性支线管道，开拓天然气批发及零售业务。

截至 2015 年 3 月底，该项目线路部分累计完成扫线 350km，焊接 345km，回填 294km，黄河定向钻穿越完成四级扩孔和管道回拖；场站部分：完成博兴分输清管站综合楼基础、圈梁，辅助用房砌筑，综合楼首层砌筑。

### 三、行业及区域经济环境

#### 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）城市管道燃气供应

天然气与煤炭、石油能源相比，具有使用安全、热值高、洁净等优势，在环保要求日益提高、环保意识不断增强的背景下，天然气需求快速增长。同时由于目前国际上产生相同热值天然气价格相对汽油、柴油而言，低 30~50%；而且，国内天然气价格比国际价格低，所以天然气具有明显的经济性。

近 20 年中国城市化率持续提高，中国城市化率不断提高，城镇人口持续增长，为燃气供应行业提供了可观的市场基础。发达国家的城市气化率 85%左右，北京、上海、深圳等国内发达城市气化率均已超过 90%，而中国城镇平均气化率约为 15%左右，燃气供应行业蕴藏较大的市场空间。同时，燃气供应前期管道铺设投资规模较大，且具有一定排他性，管道燃气供应具有自然垄断性。

从燃气供应上看，目前中国天然气气源供应不足，从能源储备来看，中国天然气资源量与煤炭相比较为缺乏，整体呈现供应不足的现象。目前中国探明地质储量为 53,400 亿立方米，其中海气储量约占中国天然气探明储量的 22%左右，东海、南海天然气储量丰富。陆气主要集中在塔里木、准噶尔、鄂尔多斯、四川、以及松辽等几大盆地，约占中国陆上天然气储量的 75%，天然气的生产地主要位于西部，而消费地主要集中在经济发达东部地区。为解决这一矛盾，国家给予天

然气生产和供应优惠政策和有效法律保障，通过建立全国天然气主管网确保天然气供应。

目前，中国燃气供应商的燃气采购定价受国家发改委限制，不是由供应商自己决定。国内天然气价格调整基本思路为，按照市场化取向，建立起反映市场供求和资源稀缺程度的与可替代能源价格挂钩的动态调整机制，逐步理顺与可替代能源比价关系。

2013年6月，发改委发布通知，从2013年7月10日起，上调非居民天然气价格从每立方米1.69元至1.95元，上涨幅度为0.26元。对下游需求行业而言，天然气价格调整后，与其他可替代能源相比，天然气仍具有竞争优势。

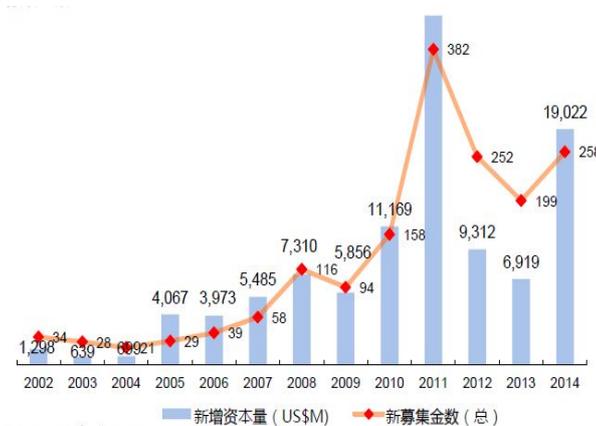
总体看，天然气供应具有一定自然垄断性，价格形成机制行政指令性强，政策变动对行业内企业整体盈利水平具有一定影响。

## (2) 创业投资

创业投资指向处于创业期企业进行股权投资，以期在企业发育成熟或相对成熟后通过股权转让获得资本增值收益的一种以权益资本方式存在的私募股权投资形式。创业投资基金的运作包括融资、投资、管理和退出四个阶段。从募集资金来源看，民营资金、个人富裕资金、地方政府引导资金和海外资金是创业投资基金的主要融资渠道；退出方式上，IPO仍然是创业投资基金最主要的推出方式，特别是在2009年创业板推出后，在创业板市场高溢价推出成为创业投资基金最青睐的退出方式。创业投资一方面具有较高的风险和不确定性，但另一方面又因其高回报率吸引了大量的资金，进而带动行业的快速发展。

受全球经济危机的影响，2009年中国创业投资市场整体走低，新增资本量和新募基金数较2008年的历史高点双双回落，其中中外创投机构新募集可投资于大陆的基金94支（同比下降18.97%）、已知募集规模的基金新增可投资于中国大陆的资本量58.56亿美元（同比下降19.89%）。2010~2011年，创业投资基金实现爆发式增长，其中新募集基金数和新增资本量达到382支和282.02亿美元，相当于2009年的4.06倍和4.82倍。2012年，创投市场进入战略调整期，市场活跃度明显降低，从募集资金来看，2012年中外创投机构共新募集252支可投资于中国大陆的基金，同比降低34.0%；已知募资规模的247支基金新增可投资于中国大陆的资本量为93.12亿美元，同比降低67.0%。

图1 中国创业投资机构基金募集情况比较



2013年，中国创业投资市场延续2012年以来的下滑趋势，进入深度盘整期，新募集基金数和新增资本量进一步降至199支和6,919.07亿美元；全年已披露金额基金平均募集规模为3,585.01

万美元，为近9年最低点。一方面，宏观经济增势放缓，境外投资者对中国大陆地区投资萎缩严重；另一方面，银监会年初会议强调防范和化解金融风险，并叫停银行代销私募股权（PE）理财产品，使创业投资市场募集渠道受到一定相应；同时，境内IPO全年紧闭，退出受阻，抑制了部分投资基金的资金周转，进而对新基金投资放缓。

2014年共完成募资258支基金，同比增长29.6%；而披露募资金额的253支基金共募集到位190.22亿美元，大幅超过2013年同期的69.19亿美元，同比涨幅高达174.9%；单支基金平均募集规模达到7,488.89万美元。

2014年中国创投市场基金募资情况出现好转，尤其表现在募集规模上面。国务院坚决实行简政放权改革，鼓励创新创业；新国九条发布，IPO重新开闸；众筹火爆中国，正式进入规范化监管；互联网领域大热，企业赴美上市潮起等因素无一不增强投资者信心。

从投资市场情况上来看，2014年，中国创投市场共发生投资案例1,917起，涉及金额168.83亿美元。投资案例数同比增长67.0%，涉及投资金额同比增长155.8%，活跃度与规模双双达到历年投资峰值。

图2 创投市场投资情况

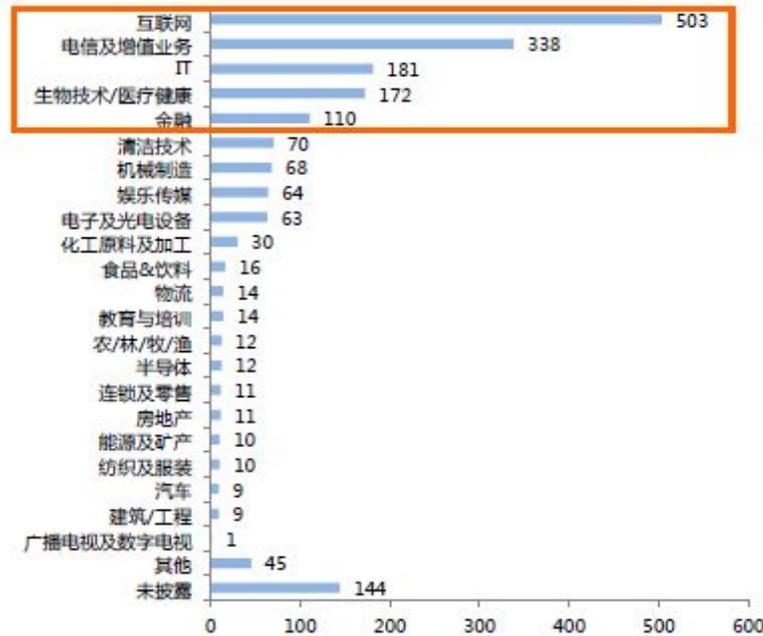


资料来源：清科研究所

从基金募集币种来看，2014年，人民币基金募集数量依然保持领先地位，期间共有228支新募集完成的基金，募资总额为108.43亿美元；外币基金方面，2014年新募集完成的外币基金仅为30支，募资总额81.79亿美元，平均规模高达2.73亿美元。

从行业布局看，2014年中国创投市场分布于24个一级行业，其中互联网、电信及增值业务、IT行业获得投资案例数最多，分别为503起、338起和181起。投资金额方面互联网、生电信及增值业务和半导体分别为35.96亿美元、28.52亿美元和15.56亿美元，位居前三位。

图3 2014年中国创投市场行业分布（单位：起）



资料来源：清科研究所

从退出情况来看，2014年中外创投共发生444笔退出交易，同比上升93.04%。从退出方式上来看，2013年共发生111笔并购退出；IPO退出有172笔，占比38.74%。2014年境内IPO开闸，打破了2013年A股的沉寂，IPO仍然是VC推出的主要渠道，中国2009年创业板出后，境内创投机构数量在近几年疯长，争相寻求IPO退出热潮涌动，并购退出基本处于被冷落的状态。伴随着2013年境内IPO关闭一年，境内机构对并购这一退出方式更加重视，并且一些机构正在积极筹备并购基金，因此长远看并购在退出市场的地位将会有所提升。

总体看，我国政府实施的“双创”发展战略，将会促进创业投资市场的快速发展，但是，创业投资失败的风险较高，创业投资的风险较大。

### (3) 信托行业

信托行业近年来发展迅速，2010年全行业的信托资产规模首次超过公募基金规模，2012年超过保险业规模，一跃成为仅次于银行业的第二大金融业务。截至2014年末，信托公司信托资产总规模为13.98万亿元。2014年信托资产规模的增幅明显回落，较2013年末46.05%的同比增长率，2014年同比回落了17.91个百分点。从年内季度环比增速看，2014年前三季度一直延续了自2013年一季度开始的持续回落态势，其中2014年一季度为7.52%，二季度为6.40%，三季度为3.77%，四季度环比增速则有大幅度回升，为7.95%。信托资产增幅放缓有两方面原因，一是弱经济周期和强市场竞争对信托业传统融资信托业务的冲击效应明显加大；二是旧增长方式的萎缩速度与新增长方式的培育速度之间的“时间落差”，即新业务培育需要一个过程，其培育速度目前尚滞后于旧业务萎缩速度。如何加快转型进程，是信托业未来发展的核心挑战。

尽管过去几年信托行业高速发展，但其外部环境充满不确定性，经济下行增加了信托公司的宏观风险，利率市场化加大了信托公司的市场风险，2013年年中和年末的两次“钱荒”引发了对流动性风险的担心，频繁发生的个案风险事件引起了对信托业系统性风险的担忧；继2012年“资

产管理新政”以来，2013年商业银行和保险资产管理公司资管计划的推出，全面开启了“泛资产管理时代”，进一步加剧了竞争；财政部等四部委2012年底发布的规范地方政府融资行为的“463号文”、2013年3月份银监会发布的规范商业银行理财业务投资运作的“8号文”以及2014年5月份一行三会和外管局联合发布的限制买入返售信托收益权的“127号文”，增加了信托公司政信合作业务和银信合作业务的不确定性。此外，2014年4月份，银监会下发的“99号文”对通道类业务的风险承担主体、资金池以及股东流动性支持有了更明确的界定，对信托行业发展提出了更高的要求。

表2 2012~2014年信托行业业务统计情况（单位：万亿元、%）

项 目	2012 年底		2013 年底		2014 年底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>资金来源:</b>						
集合资金信托	1.88	25.20	2.72	24.90	4.29	30.70
单一资金信托	5.10	68.30	7.59	69.62	8.75	62.58
管理财产信托	0.49	6.50	0.60	5.49	0.94	6.72
<b>功能:</b>						
融资类	3.65	48.87	5.21	47.76	4.70	33.65
投资类	2.68	35.84	3.55	32.54	4.71	33.70
事务管理类	1.14	15.28	2.15	19.70	4.56	32.65
<b>合计:</b>	<b>7.47</b>	<b>100.00</b>	<b>10.91</b>	<b>100.00</b>	<b>13.97</b>	<b>100.00</b>
<b>银信合作</b>	<b>2.03</b>	<b>27.18</b>	<b>2.19</b>	<b>20.03</b>	<b>3.10</b>	<b>22.14%</b>

资料来源：公司提供

从信托财产来源看，2014年度仍然以资金信托为主、财产信托为辅。2014年末，资金信托规模为13.04万亿元，占比为93.28%；管理财产信托规模为0.94万亿元，占比为6.72%。这反映中国目前的主要信托财产类型仍然为资金类，非资金类的信托财产尚较少。

2014年度，单一大客户驱动的单一资金信托占比40.44%，集合资金信托占比30.70%，银信合作单一资金信托占比为22.14%。特别值得一提的是，2014年度集合资金信托占比有了明显的提升，相比2013年末的24.90%占比，同比增幅提高了5.80个百分点；与此同时，2014年度单一大客户驱动的单一资金信托占比有明显下降，较2013年末的49.59%占比，下降了9.15个百分点；而银信合作单一资金信托占比则与2013年末20.03%的占比，仅有小幅上升。综合表明信托业为适应市场变化而加快了提升主动管理能力的步伐，转型效应明显。

从信托功能看，2014年度，融资类信托占比继续下降，为33.65%，与此同时，投资类信托和事务管理类信托的占比则稳步提升，2014年度投资类信托占比为33.70%，2014年度事务管理类信托占比为32.65%，首次突破了30%，由此可见，自2014年，过去融资信托一枝独秀的局面已经得到根本扭转，融资信托、投资信托和事务管理信托“三分天下”的格局得以形成。

从信托资金的投向来看，2014年4季度末信托公司主要业务数据表明，13.04万亿元的资金信托主要投向工商企业、基础产业、金融机构、证券投资和房地产五大领域，但资金信托投向在上述领域的占比有较大程度的变化，市场化对信托资产配置领域变化的驱动非常明显。从信托资金投向看，2014年度投向非实体经济部门的规模为4.11万亿元（包括金融机构及证券投资），占信托总规模的29.40%；投向实体经济部门的规模为9.87万亿元（包括工商企业、基础产业等），占信托总规模的70.60%。信托业依然是实体经济的坚定支持者。

总体上看, 2014年, 在经济下行和竞争加剧的双重挑战下, 信托业结束了自2008年以来的高速增长阶段, 步入了转型发展的阶段, 根据2014年第四季度末的数据来看, 在新的历史发展阶段, 信托业主要业务数据发生了较大的结构性变化, 信托规模再创历史新高, 业务结构继续优化, 系统风险可控, 行业发展平稳, 转型态势良好, 同时, 信托业也面临着增幅放缓、业绩下滑、个案风险增加等方面的挑战。

#### (4) 文化旅游

##### 文化行业

文化产业被称为21世纪的朝阳产业, 是最有发展潜力的优势产业。从国际上看, 文化产业已成为世界经济的支柱产业之一, 美、英、日等发达国家文化产业的产值均超过GDP的30%。中国文化产业已经从探索、起步、培育的初级阶段, 进入快速发展的新时期, 呈现出朝气蓬勃的新局面。“十一五”期间, 中国文化产业快速发展, 年均增长速度在15%以上, 比同期GDP增速高6%, 其中2010年文化产业增速为25.8%, 大大超过GDP和第三产业的增速, 显示出成为国民经济支柱产业的巨大潜力。2011年, 文化产业产值超过3.9万亿元, 占GDP比重将首次超过3%。2012年, 国内文化产业产值突破4万亿元, 比前一年得到进一步提升, 其对国民经济增长的贡献不断提升。文化行业日益成为提升经济、产业和产品的文化内涵、促进国民经济增长的重要引擎, 成为促进经济发展方式转变、优化经济结构、扩大就业和创业的重要行业。

2011年, 中央财政安排20亿元的文化产业发展专项资金, 用于扶持文化产业发展, 使117家文化企业直接受益。2012年2月, 文化部颁布《“十二五”时期文化产业倍增计划》, 指出未来将大力发展影视传媒、动漫游戏、新闻出版、演艺娱乐、文化旅游、创意设计等文化产业, 文化部门管理的文化产业增加值要实现年平均现价增长速度高于20%, 2015年比2010年至少翻一番, 文化产业增加值从4000亿至4300亿元, 提升到8000亿至9000亿元。总体来看, 中国文化行业起步较晚, 但发展迅速, 已经成为促进经济发展的重要引擎。

山东省委办公厅和省政府办公厅联合制定了《山东省文化产业发展专项规划(2007-2015)》, 其中明确提出: “到2010年, 文化产业增加值达到或超过1000亿元, 占全省生产总值的比重达到或超过3%; 到2015年, 文化产业增加值占全省生产总值的比重达到或超过5%; 全省文化产业增加值总量跻身全国前列。”

2014年4月, 国务院办公厅发布《关于印发文化体制改革中经营性文化事业单位转制为企业和进一步支持文化企业发展两个规定的通知》(国办发【2014】15号)(以下简称“《通知》”), 修订完善一系列失去文化改革发展的重要经济政策, 为新一轮文化体制改革提供有力支撑。《通知》指出, 中央财政和地方财政应安排文化产业发展专项资金, 有条件的应扩大专项资金规模, 创新资金投入方式, 完善政策扶持体系。采取贴息、补助、奖励等方式, 支持文化企业发展。《通知》还强调要扩大文化产业发展专项资金规模, 新增对农村有线电视、城市电影放映等增值税优惠政策。11月27日, 为贯彻落实《通知》, 财政部、海关总署、国家税务总局发布《关于继续实施支持文化企业发展若干税收政策的通知》(财税【2014】85号), 指出, 新闻出版广电行政主管部门(包括中央、省、地市及县级)按照各自职能权限批准从事电影制片、发行、放映的电影集团公司(含成员企业)、电影制片厂及其他电影企业取得的销售电影拷贝(含数字拷贝)收入、转让电影版权(包括转让和许可使用)收入、电影发行收入以及在农村取得的电影放映收入免征增值税。一般纳税人提供的城市电影放映服务, 可以按现行政策规定, 选择按照简易计税办法计算缴纳增

值税；承担国家鼓励类文化产业项目而进口国内不能生产的自用设备及配套件、备件，在政策规定范围内，免征进口关税。支持文化产品和服务出口的税收优惠政策由财政部、税务总局会同有关部门另行制定。

中国电影市场需求旺盛，预计未来5年达到3万块银幕，未来10年电影票房会达到300~350亿元规模。

### 旅游行业

旅游消费作为一种享受型、发展型的消费形态，是以居民消费升级为基础的，而消费升级来自于宏观经济持续稳定增长带来的国内居民收入水平不断提升。旅游业关联中国国民经济的109个产业、行业和39个部门，相关产业的发展对旅游业都有不同程度的促进作用，相关产业的发展很大程度上也得益于旅游业的发展。据世界旅游组织测算，旅游收入每增加1元，可带动相关行业增收4.30元。

全国旅游行业围绕国家战略部署以及《国务院关于加快发展旅游业的意见》的贯彻落实做了大量工作，加大金融对旅游业的支持力度，取得了良好的业绩。中国的旅游行业正处于高速发展的黄金时期，近年来在居民收入提升、交通格局改善、区域经济政策等多因素共同促进下，旅游行业总体呈现平稳快速增长，旅游行业占GDP的比重呈上升趋势。2014年，中国国内旅游人数达36.3亿人次，比上年增长11.4%；国内旅游收入3.03万亿元，增长15.4%。据联合国世界旅游组织预测，2015年中国将成为世界第一大旅游接待国、第四大旅游客源国；中国入境过夜旅游者将达到1亿人次；旅游市场总量将达到30亿人次。“十二五”期间，中国旅游业将继续保持增长势头，预计未来5年旅游行业收入年均复合增长率将达到14.6%，其中国内游是最主要的增长动力，预计国内游年均增长15.5%，国家规划至2020年旅游行业占GDP的比重将达到8%。在行业大发展时期，景区人次的增长和人均消费的增长将相伴而生。

近年来，山东省旅游产业迅猛发展。2014年，山东省旅游总收入突破6,000亿元，旅游业在山东省国民经济中的地位日益突出。受益于国家扩大内需、促进经济增长的产业振兴计划，山东省旅游业面临良好的发展机遇。

总体看，随着我国经济的发展，人民可支配收入的增加，相应的会增加文化旅游需求，文化旅游业面临的发展机遇良好。

## 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《2014年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2014年全省实现生产总值(GDP)59,426.6亿元，按可比价格计算，比上年增长8.7%。其中，第一产业增加值4,798.4亿元，增长3.8%；第二产业增加值28,788.1亿元，增长9.2%；第三产业增加值25,840.1亿元，增长8.9%。产业结构调整稳步推进，三次产业比例由上年的8.3:49.7:42.0调整为8.1:48.4:43.5。人均生产总值60,879元，增长8.1%。

工业发展方面，规模以上工业企业38,962家，比上年末增加308家，实现主营业务收入143,488.1亿元，比上年增长9.8%；实现利润8,763.4亿元，增长4.6%；实现利税14,263.1亿元，增长5.6%。亏损企业亏损额344.6亿元。

固定资产投资方面，固定资产投资(不含农户)41,599.1亿元，比上年增长15.8%。新开工项目30,195个，增长5.3%。其中，亿元以上新开工项目6,027个，增长5.4%。重点领域投资增长较快，工业

技术改造投资 12,221.2 亿元，增长 24.1%；高新技术产业投资 6,724.5 亿元，增长 18.2%；基础设施投资 5,130.7 亿元，增长 18.2%。房地产市场基本平稳。房地产开发投资 5,818.0 亿元，比上年增长 6.9%。其中，住宅投资 4,184.3 亿元，增长 5.2%；商业营业用房投资 805.1 亿元，增长 14.7%；商品房销售面积 9,180.1 万平方米，下降 11.1%，其中住宅销售面积 7,972.5 万平方米，下降 14.3%。

资本市场发展加快，新增上市公司 8 家，融资额 77.5 亿元。31 家上市公司实施再融资，融资额 441.8 亿元。新增“新三板”挂牌企业 98 家，融资额 3.2 亿元。齐鲁股权交易中心挂牌企业 412 家，新增 121 家；托管企业 534 家，新增 129 家。发行各类债券 364 只，融资额 3476.5 亿元，分别比上年增长 100%和 85.3%。证券公司代理买卖证券交易金额 6.3 万亿元，其中股票基金交易量 4.5 万亿元。

旅游业快速发展，旅游消费总额 6,192.5 亿元，比上年增长 14.5%。其中，入境游客消费 27.1 亿美元，国内游客消费 5,711.2 亿元。共有 A 级旅游景区 783 家，其中 5A 级景区 9 家，4A 景区 186 家，新评 33 家。

全省居民人均可支配收入 20,864 元，比上年增长 9.8%，扣除价格因素实际增长 7.8%。城镇居民人均可支配收入 29,222 元，增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%。城镇居民人均消费支出 18323 元，增长 10.1%。城镇居民人均现住房建筑面积 37.3 平方米，增加 0.9 平方米。

总体看，近年来，山东省经济快速发展，为公司发展提供了较好的外部环境。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司是山东省国有资产投融资管理的重要主体，拥有多年金融服务及投资管理经验，已形成了以基础设施、创业投资、金融服务及文化旅游为主的产业格局，控股、参股企业超过 100 家。

基础设施方面，公司基础设施业务主要通过和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。截至 2015 年 3 月底，公司拥有天然气管道约 1,259 公里。2014 年，公司完成输气量 25.40 亿立方米，天然气销量 11.96 亿立方米。2015 年 1~3 月，公司完成输气量 5.74 亿立方米，天然气销量 3.95 亿立方米。

创业投资方面，公司是国内最早开展创业投资业务的企业之一，截至 2015 年 3 月底，公司累计投资项目 113 个，总投资额 35.74 亿元，其中已有 27 个项目以协议转让的方式退出，累计投资 7.47 亿元，收回 11.99 亿元；此外还有 14 个拟退出项目，累计投资额 2.65 亿元。公司还托管了 4 个政府专项基金，并参与了多个区域性基金的运作，截至 2015 年 3 月底，公司累计管理基金规模超过 65 亿元。

金融服务方面，公司金融服务业务涵盖信托、基金、担保、融资租赁、小额贷款、典当等业务，金融服务种类丰富，其中，信托是公司的传统核心业务。公司信托业务运营主体是山东省国际信托有限公司（以下简称“山东信托”），是山东省唯一一家被保留的地方性信托投资公司。截至 2014 年末，公司存续信托余额为 3301.90 亿元。截至 2015 年 3 月底，信托公司托管的省政府基金规模为 134.56 亿元。未来，公司还将入股济南市农商行、中援人寿保险股份有限公司等金融企业，目前出资设立材料已报送中国银监会和保监会。

文化旅游方面，公司以旅游产业开发、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。旅游产业方面，公司与青岛海洋科技馆等单位合作，投建了青岛海底世界、青

岛欢动世界等项目，2014年各园区、景点接待游客合计328万人次，2015年1~3月，各园区、景点接待游客合计21万人次；文化产业方面，公司自2008年起投资布局山东省电影院线连锁网络，从济南试点，逐步规范影院建设和经营，初步形成了一套影院网络快速发展的模式，截至2015年3月底，公司下属自建影院家数达17家，座位数达13,351个。

总体看，公司围绕山东经济发展战略和产业政策开展投资业务，充分发挥国有投资控股公司在投资和结构调整等方面的重要导向作用，促进地方经济的发展。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，创投和信托业务的行业地位较高，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。

## 2. 人员素质

公司现有高层管理人员3人，包括总经理1人，副总经理1人，财务总监1人，均具有研究生以上学历，具有丰富的管理经验和较高的专业水平。

公司董事长汲斌昌，1963年出生，大学文化。历任山东省经济体制改革办公室干部，山东省体改办农村处副处长、政策法规处处长、副主任、党组成员，山东省国资委副主任、党委委员、省管企业监事会主席，2013年3月起任公司董事长、党委书记。

公司总经理相开进，1964年出生，律师、工商管理硕士。历任山东信托法律事务部经理，山东省国际信托投资有限公司（后更名为山东省国际信托有限公司）副总经理、总经理，山东省（鲁信）产权交易中心总经理，公司总经理助理、副总经理，2013年3月起任公司总经理、董事。

公司副总经理崔剑波，1963年出生，高级会计师，高级管理人员工商管理硕士。历任山东省计委外资处副处长，山东省国际信托投资有限公司总经理，山东省鲁信投资控股有限公司总经理助理，山东省鲁信投资控股有限公司党组成员、董事、副总经理，2005年7月起任鲁信集团董事、党委委员、副总经理、总法律顾问。

截至2014年底，公司主业从业人员629人；从教育背景看，大学专科及以下69人，占比10.97%，大学本科学历283人，占比44.99%，研究生及以上学历277人，占比44.04%；从职称上看，具有中高级职称人员211人，占比33.55%。

总体看，公司高级管理人员整体素质高，且拥有丰富的管理经验，现有人员构成可以满足公司日常经营管理的需要。

## 五、管理分析

### 1. 治理结构

公司是国有独资公司，不设股东会，由省国资委行使股东会职权。公司根据《公司法》及《公司章程》的要求，建立健全法人治理结构，建立了董事会、监事会及在董事会领导下的经营管理团队。公司按照权责明确、有效制衡的原则，制定了《党政联席会议事规则》、《党委会议事规则》、《董事会议事规则》、《总经理办公会议事规则》及《专题会会议制度》等一系列治理制度，就董事会、党委会、监事会及经理层的权利与责任等做出明确的规定，从制度上形成有效制约、相互制衡的监督约束机制。

公司与国资委之间业务、资产独立，公司机构完整、财务独立，在经营管理的各个环节均保持独立性。

公司董事会成员由省国资委选拔任命，总经理、副总经理、财务总监等高级管理人员经省国资委批准后由董事会聘任，大多在政府相关部门或大型国企工作多年，具有较为丰富的经营管理经验。公司其他管理人员大多通过内部竞聘的方式录用。近年来，公司管理团队较为稳定，能够保障公司的持续稳定运作。

省国资委按年度考评高级管理人员业绩和履职情况。公司高级管理人员实行年薪制，按照年度业绩的完成情况实行绩效考评，并通过各项内部管理制度对高级管理人员的履职行为、权限、职责作了相应约束。

总体看，公司治理结构较为完善，组织内部分工明确，运行情况良好。

## 2. 内部管理

公司根据实际经营和发展的需要，采取分级管理模式管理下属子公司，其中，母公司为公司的管理总部，经过多年发展，已经建立了一套较为完善的内部控制制度，涉及子公司管理、资金管理、预算管理、业务决策、对外担保和风险控制等方面，公司通过日常考核来保证制度的有效执行，基本能够管控公司经营活动中的主要风险，确保战略目标的实现。

子公司管理方面，公司对主要控股子公司主要高级管理人员实行委派，同时对其实行目标管理，通过制定年度生产经营考核目标，利用全面预算管理等方式加以管控。

资金管理方面，公司将资金管理分为现金、银行存款管理、筹资管理、应收及往来款项管理、投资管理、向外部单位贷款或拆出资金管理流程。其中，筹资管理又细分为内部资金调剂管理、外部金融机构借款管理、对外权益性筹资管理和发行债券管理等内容。公司的资金管理制度有助于提高资金的利用效率，降低融资风险。

预算管理方面，公司实行统一计划、分级管理的全面预算管理模式。公司制订了《全面预算管理制度》，明确了预算管理委员会、预算管理办公室、下属公司分预算管理委员会及分预算管理办公室等机构的职责，相关机构共同开展预算管理工作，保证预算管理工作的有效实施。公司要求各下属企业及公司各部门，每年10月下旬上报下一年度资金收支预算，按季度检查落实预算执行情况。

业务决策方面，公司设有项目评审委员会，负责项目的筛选和立项审定，由风险管理部评估投资项目的风险，提交公司总经理办公会或董事会研究。作为国资公司，部分经审定通过的项目，还需向省政府、省国资委报批。

对外担保管理方面，公司为规范对外担保行为，有效控制风险，制定并执行《担保管理办法》，规定在经营过程中，原则上不为公司外部企业提供担保，同时不对私营企业、外商独资企业、不含国有股的中外合资和中外合作企业以及个人提供担保；不为风险投资项目（包括任何形式的委托理财、买卖股票、期货、期权）以及不符合国家产业政策的项目提供担保。

总体看，公司建立了较为完整的经营管理制度，运作方面有待规范，对子公司监管正常。在项目投资和监管方面，建立了严格的规章制度，如果能够持续提高日常运营和项目投资等方面的管理水平，将为公司安全、高效、快速发展提供有利保障。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司是山东省国有资产投融资管理的重要主体，拥有多年的金融服务、投资管理经验，控股、参股企业超过100家。多年来，公司以产权为纽带，实施专业化经营战略，大力发展以基础设施、创业投资、金融服务、文化旅游四大板块为代表的业务，形成了较为稳定的多元化经营格局。创业投资业务对公司盈利贡献主要以投资收益的形式体现，对收入的贡献很小。

表3 2012年~2014年公司收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项 目	2012年			2013年			2014年		
	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	18.41	55.53	4.38	23.94	54.80	6.47	32.59	59.44	4.39
金融服务业务	8.60	25.95	96.32	13.74	31.44	97.46	15.36	28.02	97.68
文化旅游业务	1.01	3.05	8.29	1.40	3.21	17.31	1.64	3.00	21.96
其他业务	5.13	15.47	36.22	4.61	10.55	29.94	5.23	9.55	33.53
其中：房地产业务	0.06	0.17	27.48	0.16	0.37	44.61	0.65	1.18	41.14
磨料、磨具	2.22	6.68	25.53	2.01	4.60	23.55	2.03	3.71	24.84
印刷	2.24	6.76	31.11	2.09	4.78	31.40	2.13	3.88	29.14
<b>合 计</b>	<b>33.15</b>	<b>100.00</b>	<b>33.29</b>	<b>43.69</b>	<b>100.00</b>	<b>37.90</b>	<b>54.83</b>	<b>100.00</b>	<b>33.84</b>

资料来源：公司提供

2012~2014年，随着基础设施板块的天然气业务规模和金融服务板块的信托业务规模快速提升，公司收入规模快速增长，年复合增长率为28.61%，2014年为54.83亿元。从结构上看，基础设施业务和金融服务业务是公司收入的主要来源，近年来两项业务收入占比有逐年提高的趋势，2014年达到87.46%。从毛利率来看，2012~2014年，公司毛利率有所波动，2014年为33.84%，同比下降4.06个百分点，主要是受《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》（发改价格〔2013〕1246号）影响，山东实华天然气有限公司（以下简称“实华公司”，持股50%）缩小了天然气的购销差价，公司天然气毛利率随之下降。金融服务的毛利率很高，是由于公司将信托公司、担保公司等手续费及佣金收入和自营证券买卖价差收入确认为金融服务的营业收入，按照实际盈亏核算，而营业成本主要为财务顾问费、咨询费支出等，近年来金融毛利率维持在95%以上。

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。近三年公司投资收益有所波动，分别为8.96亿元、7.79亿元和8.92亿元，对公司利润总额形成强有力的支撑。

总体看，公司营业收入逐年增长，营业收入主要来源于基础设施业务和金融服务业务，公司毛利率处于较高水平。

### 2. 业务运营

#### 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”）。截至2014年底，实业公司合并资产总额40.94亿元，所有者权益15.54亿元（含少数股东权益3.45亿元）；2014年，公司实现营业总收入32.06亿元，利润总额1.59亿元。

2003年1月，实业公司代表省政府与中石化股份公司（以下简称“中石化”）合资成立了山东

省天然气管道有限责任公司（以下简称“管道公司”，持股35%）和实华公司，主要负责山东省内天然气管网项目的建设和运营。其中，管道公司主要从事天然气管道建设、维护及相关配套业务，并按照国家及地方发改委相关定价，收取天然气管道运输费用（目前收费标准为0.27元/立方米）；实华公司主要负责山东省及周边地区天然气市场的开发、管道天然气销售及分支管道建设。截至2015年3月底，两家公司合计拥有天然气管道约1,600公里。管道公司现已基本整合了中石化在山东省境内的全部天然气管网资源，2014年完成输气量25.40亿立方米，实现营业收入5.90亿元。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。2014年，实华公司完成开天然气销售11.96亿立方米，实现营业收入30.81亿元。

实业公司目前正在与中石化共同投资建设中石化山东LNG项目和天然气管道济青复线项目。LNG项目建成后，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2010年开始建设，计划总投资21.10亿元，其中，实业公司投资额占35%。2014年和2015年计划投资额分别为6.10亿元和2.05亿元，并已于2014年12月完成投产条件确认，截至报告日处于试运行阶段，预计2015年9月完成竣工验收。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36.13亿元（其中，实业公司投资额占35%），已于2013年7月开工建设，截至2015年3月底，累计完成扫线350km，焊接345km，回填294km，预计将于2016年5月完工。

热电业务方面，公司热电业务主要包括电力生产、工业蒸汽供热业务等，经营主体为2011年12月投资8,085万元收购的山东省禹城市新园热电有限公司（以下简称“热电公司”，持股比例50.17%）。2013年公司完成蒸气供汽量103万吨，供电量8,574.23万千瓦时，实现营业收入2.18亿元。同时，热电公司还参与了联合国清洁发展机制（CDM）项目，与欧洲企业进行碳排放权交易。但由于生物质发电盈利能力较弱，碳排放权交易受欧洲经济低迷影响，交易量也较少，热电公司盈利状况一般，2014年，公司转让热电公司股权，转让价格为8,980万元，受让方为通裕重工股份有限公司。热电公司初始投资额较小，对公司的收入及利润贡献度较低，本次股权转让未对公司经营造成重大影响。

未来，公司还将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。2014年11月15日，公司已经与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分别签订托管协议。

总体看，基础设施业务作为公司重要的收入来源，收入规模较大，发展前景和业务持续性较好。

### 创业投资

公司创业投资业务以自有资金投资为主、基金管理为辅的方式，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业投资集团股份有限公司（以下简称“鲁信创投”）下属子公司山东省高新技术投资有限公司（以下简称“高新投”）。截至2014年底，高新投资资产总额35.30亿元，所有者权益26.32亿元；2014年实现营业收入0.09亿元，投资收益4.24亿元，

利润总额3.65亿元。

截至本报告出具日，高新投在投、融、管、退各流程均较通畅，基本形成良性循环。从投资情况看，高新投具有以下几个特点：（1）投资项目多为处于成长期和扩张期的高新技术企业，在行业内具有一定的竞争实力和发展潜力；（2）把对民营高科技企业的投资作为重点，注重对民营经济发展的支持；（3）较好的行业地位使公司能够以较低成本获得较高持股比例，早期所投项目大多拥有相对或绝对控股地位。

投资策略方面，对于自有资金投资，公司主要关注处于成长期和扩张期的高新技术企业，重点投资行业包括：先进制造业、海洋产业、现代农业等山东省优势产业，新材料、新能源、节能环保等低碳经济相关行业；电子信息、网络、物流等新经济、新商业模式类产业，与健康相关的医药、保健、健身等产业，食品等消费行业，现代服务业，文化传媒等产业。

基金投资方面，公司按照各基金的产业导向，参与投资管理，目前受托管理的基金包括：山东省科技风险投资基金、山东省科技创业投资基金、淄博高新技术投资基金、山东省省级创业投资引导基金、山东半岛蓝色经济发展投资基金、黄河三角洲产业投资基金。截至2014年底，高新投累计管理资金规模20亿元，实现基金管理费收入554.08万元（计入营业收入科目，在表3中体现为“其他”），同比下降5.69%。

截至2015年3月底，公司累计投资项目达到113个，项目储备较为充足。对于已投资项目，公司通过增资、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。截至2015年3月底，公司已经上市项目12个，其中主板上市项目8个（华东数控、新北洋、宝莫股份、通裕重工、圣阳股份、龙力生物、华邦颖泰、信威集团），新三板上市项目4个（潍坊圣达、科汇电力、中创中间件、奔速电梯）；待上市项目2个（天力干燥、山东联诚）。

表4 公司部分在投资项目情况

投资对象	业务范围	持股比例
青湖电子	主要从事压电晶体系列产品及自动柜员机（ATM机）的开发、生产和经营。	35.50%
天一化学	从事溴系列产品和各种分离膜及膜过程的生产及销售。	25.34%
高新润农	专业生产贲亭酸甲酯、3-戊酮、甲基异丙基酮、功夫菊酯、功夫酸、DV菊酸甲酯等精细化工产品，部分产品填补国内空白。	16.42%
泰华电讯	以数字城市和移动互联网应用为核心，从事数字市政、城市照明智能管理，基于3G的移动互联网应用软件开发等业务。	21.39%
东岳氟硅	二氯甲烷、三氯甲烷、离子膜烧碱、液氯、合成盐酸等非金属矿物制品制造。	16.78%
星华氨纶	专业生产氨纶丝产品。	45.00%
华芯半导体	生产大容量动态随机存储器（DRAM）芯片、相关产品的设计研发及封装测试服务。	33.33%
福瑞达生物	致力于生物多糖、抗菌肽及生物大分子聚合物等绿色食品添加剂和药品原料类产品的研发、生产和销售。	29.97%
山东国际信托	管理省基建基金、资金信托、财产信托、投资银行、融资租赁、资产管理、证券投资基金等。	6.25%
民生证券	证券代理交易、B股发行和交易、外汇经营、网上证券委托、客户资产管理、保荐机构、债券代理发行主承销、证券投资咨询、基金代理销售等。	9.54%

资料来源：公司提供

对于已投资项目，公司通过增资、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。退出方面，公司拓展了多元化的退出方式，对于效益不佳或短期内不具备上市条件的项目，公司计划通过股权转让或并购等方式退出。截至2015年3月底，公司已有27个项目以协议转让等方式实现退出，累计投资额7.47亿元，收回11.99亿元，此

外还有14个项目拟退出，累计投资额2.56亿元。

公司现已布局深圳、西安、重庆、3个重点区域，下一步还将布局上海、北京2个重点区域，投资规模将进一步扩大。考虑到创投行业风险较高，受经济及政策环境影响较大，公司创投业务规模的扩大将对其投资、风险控制能力提出更高要求。

公司投资的华东数控、新北洋、宝莫股份等项目目前已经上市，并且为公司带来了较为可观的投资回报。2014年，公司投资的已上市项目为公司带来的投资收益为3.13亿元；2015年1~3月，公司投资的已上市项目为公司带来的投资收益为1.24亿元。

总体看，公司创业投资业务项目储备充足，投资策略稳健，投资项目收益较好。

表5 公司已上市项目情况（单位：万元）

被投资企业	持股比例	2014 年底市值	2015 年 3 月底市值	2014 年投资收益	2015 年 1~3 月投资收益
华东数控	16.46%	39,225.75	54,598.59	244.52	6,989.30
新北洋	4.10%	27,055.94	33,224	15,827.36	92.21
宝莫股份	3.27%	15,843.83	16,004.07	11,150.87	38.01
通裕重工	14.75%	75,417.84	105,558.42	1,351.59	131.12
圣阳股份	0.66%	1,246.12	0	793.28	1,135.39
龙力生物	15.42%	66,003.67	77,801.94	1,697.13	3,991.57
华邦颖泰	0.93%	10,985.90	19,373.87	189.63	--
信威集团	0.14%	17,782.60	19,037.80	0	--
<b>合计</b>	-	<b>253,561.65</b>	<b>325,598.69</b>	<b>31,254.38</b>	<b>12,377.60</b>

资料来源：公司提供

注：2014年度投资收益为2013年所持股票的市值变动损益与股票减持收益的加和。

## 金融服务

公司金融服务业务包括信托、基金、担保、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。近年来，在信托业务快速发展的带动下，公司金融服务板块收入持续上升。2012~2014年，公司金融服务板块收入快速增长，年复合增长率33.64%，2014年达15.36亿元。2013年，公司整合下属类金融服务子公司（除山东信托外），发起设立山东省鲁信金融控股有限公司（以下简称“金控公司”），并完成对北京金鼎租赁有限公司的收购，金融服务业务门类更加齐全，板块内协同效应有望逐步显现。

### （1）信托

近年来，公司产品发行速度较快，产品发行规模、存续规模持续快速增长。2014年，公司发行信托产品572支，募集资金规模1,902.96亿元。截至2014年底，公司存续信托余额3,301.90亿元，存续产品1,033支。截至2014年底，山东信托资产总额45.44亿元，所有者权益43.49亿元；2014年实现营业总收入12.23亿元，利润总额10.11亿元。

表6 2012~2014年信托业务情况（单位：亿元、支）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
新增信托业务规模	2,113.46	3,675.29	1,909.24
其中：单一资金信托	1,738.31	3,114.41	1,489.92
单一资产信托	22.78	28.13	12.08
集合资金信托	352.37	532.75	407.24

新增信托产品数量	630	888	547
其中：单一资金信托	395	563	397
单一资产信托	11	9	3
集合资金信托	224	316	147
存续信托余额	1,874.84	2,978.26	3,301.90
信托报酬收入	7.08	9.50	10.17

资料来源：公司提供

2014年以来，在资产管理市场竞争加剧的情况下，公司新增信托业务规模增速明显放缓，但存续信托余额和信托报酬收入仍持续增长。

从产品类型看，公司信托产品以单一信托为主。2014年，新增单一信托（含资金类和资产类）1502.00亿元（占78.67%），集合信托532.75亿元（占21.33%），集合信托产品占比较2012年底上升6.83个百分点，但公司信托业务仍以单一信托产品为主。单一信托报酬率较低，高比例的单一信托在一定程度上影响了公司信托报酬水平，2014年，公司信托报酬率为0.32%，低于0.71%的行业平均水平。

从信托报酬收入看，2014年公司实现信托报酬收入10.17亿元，同比增长7.05%。

从资金投向看，2012~2014年，信托资金投向实业、房地产、基础投资和证券市场，其中，投向房地产领域资金比重整体呈上升趋势，投向金融领域、基础投资、实业领域资金比重整体呈下降趋势，2014年以来，国内证券市场逐步回暖，山东信托调整了投资策略，加大了对证券市场的投资，减少了对实业领域的投资。2015年1~3月，投向主要领域的信托资金占比均有不同程度的提升。整体看，公司资金投向较为分散，房地产领域投资比重的增长对公司风控水平提出更高要求。

表7 2012年以来公司信托资金投向及产品结构

资金投向	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月	产品结构	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月
房地产	2.48%	12.35%	16.57%	18.24%	证券投资	1.90%	4.00%	0.71%	0.8%
金融	5.33%	1.41%	3.33%	6.45%	权益投资	14.51%	8.64%	15.02%	16.83%
基础投资	24.71%	11.32%	15.48%	16.49%	贷款	51.45%	57.42%	50.6%	45.37%
实业	51.54%	40.35%	28.91%	29.11%	债券投资	2.59%	--	10.74%	11.14%
证券类	--	--	11.34%	14.28%	交易性金融资产	--	--	9.89%	11.97%
					可供出售金融资产及持有至到期投资	--	--	21.37%	23.05%
其他	15.94%	34.57%	24.37%	15.43%	其他	29.55%	29.94%	3.12%	2.78%

资料来源：公司提供

从产品结构看，公司产品以贷款类为主。2014年，公司调整了产品结构，将原证券投资重新划分为交易性金融资产产品和可供出售金融资产及持有至到期投资产品，二者占比分别为9.89%和21.37%。

风险控制方面，公司制订了《集合信托融资类业务评级授信实施细则》、《抵押担保管理办法》、《评级授信操作流程》等制度规范，修改完善了《集合信托融资类业务合作企业综合考核评价实施细则》；开展了抵（质）押物、合同执行、信托档案管理等专项检查；设合规审计部和风险控制部，其中，合规审计部负责合规、审计、纪检监察等职责，风险控制部负责信托项目的全流程风险管理和法律事务工作。公司信托业务风险控制制度完善，职能部门分工明确。截至2015年3月底，公司未发生重大信托投资损失事件。

山东信托根据《信托公司管理办法》等法规规定，每年根据资产质量调整资产减值准备，以当年净利润为基数提取信托赔偿准备，以调整后的风险资产为基数提取一般风险准备。2014年，山东信托提取信托赔偿准备 7,372.00 万元，提取一般风险准备 1,959.25 万元。截至 2014 年底，信托赔偿准备余额 20,211.35 万元，一般风险准备余额 6,624.66 万元。

2014 年 8 月，中油资产管理有限公司（中石油旗下投资和资产管理平台，以下简称“中油资产”）向山东信托增资 10.57 亿元，增资后山东信托注册资本变更为 20 亿元，增资后中油资产对山东信托的持股比例为 25%。

## （2）其他

除控股山东信托外，公司还投资成立了泰信基金管理有限公司（持股 45%，以下简称“泰信基金”）、山东省投资担保有限公司（持股 60%，以下简称“山东担保”）、鲁信小额贷款股份有限公司、山东省鲁信典当有限责任公司、金鼎租赁有限公司（持股 51%，以下简称“金鼎租赁”）和山东省金融资产管理股份有限公司（持股 62%，以下简称“山东资管”）。

泰信基金是国内第一家以信托机构为主发起人的基金管理公司。2014 年，泰信基金发行 12 支专户理财产品。截至 2015 年 3 月底，泰信基金拥有产品 25 支。随着基金管理份额及资产规模的扩大，泰信基金管理费收入有所上升。2014 年，泰信基金实现营业收入 1.60 亿元，同比增长 23%；2015 年 1~3 月，实现营业总收入 0.50 亿元。截至 2015 年 3 月底，泰信基金的基金总净值 118.11 亿元。

山东担保主要从事省内中小企业融资性担保业务。截至 2014 年底，与 7 家商业银行建立了合作关系，为 25 家企业提供担保服务。截至 2014 年底，山东担保资产总额 13,490 万元，净资产 10,979 万元。2014 年，山东担保新增 12 家客户，实现营业收入 676 万元。截至 2015 年 3 月底，山东担保在保余额 15,840 万元，计提未到期责任准备金和担保赔偿准备 899 万元。截至 2015 年 3 月底，担保业务共发生 4 项代偿事项：（1）2014 年 7 月，为金蒂尔鞋业有限公司代偿 300 万元，截至本报告出具日已经全部追偿；（2）2014 年 8 月，为山东合众正源现代中药有限公司代偿 500 万元，截至本报告出具日，尚有 162 万待追偿，现已准备起诉；（3）2014 年 9 月，为山东众诚药业股份有限公司代偿 650 万元，截至本报告出具日，尚有 100 万元待追偿；（4）2014 年 11 月，为山东省超越文化传播有限公司代偿 135 万元，截至 2015 年 4 月，已全部追偿。公司持续发生代偿事项，追偿力度尚可，担保业务风险控制力度有待加强。

金鼎租赁成立于 2011 年 1 月，初始注册资本 2 亿元，公司于 2012 年将其收购，注册资本增至 5 亿元。金鼎租赁 2014 年业务扩张明显，新增租赁合同 4 个，新增合同金额 11.60 亿元，2014 年实现营业总收入 10,230.16 万元，净利润 163.98 万元。截至 2015 年 3 月底，金鼎租赁应收租赁款余额为 8.57 亿元。2015 年 1~3 月，金鼎租赁实现营业总收入 3,831.89 万元，净利润-3,997.95 万元。金鼎租赁业务模式以售后回租为主，目前客户主要有滨州高新铝电股份有限公司、威海港集团有限公司、宁夏宝塔能源化工有限公司等。整体看，金鼎租赁业务处于起步阶段，规模偏小，对公司收入和盈利贡献度有限。后续公司计划引入外部投资者，增强金鼎租赁的资本实力和扩展客户资源。

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的通知》（鲁国资收益字【2014】23 号），公司出资 5.6 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。

山东资管成立于 2015 年 3 月，注册资本 10 亿元，公司出资 6.20 亿元。山东资管是山东省唯一一家省级资产管理公司，主营业务为收购、受托经营金融机构不良资产，对不良资产进行管理、投资、处置及资产证券化等业务。

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，截至本报告出具日，已与其他股东签订了发起人股权认购意向书，公司拟出资 2.4 亿元，持股比例约 20%。

总体看，公司的金融服务种类逐步丰富，金融板块的经营实力进一步增强。

### 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（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。

旅游产业开发方面，公司与青岛海洋科技馆等单位合作，投资建立了青岛海底世界、青岛欢动世界等项目。截至本报告出具日上述项目均已建成投入运营，形成了较高的品牌知名度。2014 年，各园区、景点接待游客合计 328 万人次，实现收入 1.97 亿元；2015 年 1~3 月，各园区、景点接待游客数量达 21 万人次。

文化产业方面，公司自 2008 年起在山东省内布局电影院线连锁网络，从济南等城市试点，逐步规范影院建设和经营，初步形成了一套影院网络快速发展的模式。截至 2015 年 3 月底，公司下属自建影院家数达 17 家，座位数达 13,351 个；2014 年实现营业收入 1.15 亿元，同比增长 11.65%。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规模较小，业务具有一定的公益性质，投资回报一般。

### 其他

除四大核心业务外，公司还有磨料磨具、印刷、房地产等多项非核心业务。这些业务能为公司带来较稳定的现金流入，但在营业收入中占比不高，对公司利润贡献程度较低，对公司整体经营效益的影响尚不明显。

磨料磨具的经营主体为鲁信创投，主营业务为磨料磨具产品的生产销售。公司磨料磨具产品广泛应用于航天、航空、国防、汽车、船舶、机床、化工、建筑、冶金、能源设备等领域。磨料磨具产业设两个分厂和五个子公司，合计拥有 16,000 吨磨料、3,800 吨磨具、1 亿张涂附磨具的年生产能力。

印刷包装业务的经营主体为山东鲁信天一印务有限公司，主要从事医药制品的印刷包装，具备 15 亿只纸制包装盒的生产能力。

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。鲁信房地产注册资本 3 亿元，总资产 6.63 亿元，具有房地产开发二级资质。公司 2012~2014 年房地产销售收入主要来源于已开发的鲁信蟠龙山花园一期、鲁信明珠商业广场、淄博鲁信花园 1-3#楼项目的销售。截至 2015 年 3 月底，公司房地产待售面积主要为鲁信蟠龙山花园一期少量商铺、淄博鲁信花园 1-3 楼剩余车位和地下室及 4#楼住宅等。未来，公司将逐步退出房地产业务。

2009 年，公司作为山东省国有资产投融资管理的重要主体，承担了省政府赋予的调控资金

融入及转贷职能。调控资金的用款单位为还款的直接责任人,用款单位不能按时足额还本付息时,由用款单位的同级政府负责偿还;同级政府不能偿还时,由省级财政依据地方政府还款承诺书,予以扣款偿还。公司为名义借款方,虽然不承担实际的还款责任,但考虑到财政到位资金及债务偿还时间的匹配度可能存在差异,公司存在一定的短期资金垫付风险。由于公司仅承担转贷职能,转贷资金不在公司财务报表中反映。截至2015年3月底,公司实际承担的转贷余额为76.95亿元。

总体看,公司其他业务作为公司业务收入来源的有益补充,收入规模波动上升,但是对公司整体收入的贡献却逐年下降。

### 3. 经营效率

公司近三年通过经营规模扩大,资产总额和所有者权益实现较快增长,分别年复合增长29.95%和22.79%。2012~2014年,公司销售债权周转次数、存货周转次数持续上升,总资产周转次数略有波动,三年均值分别为18.43次、3.36次和0.28次,2014年分别为20.74次、3.86次和0.28次。总体看,公司经营效率尚可。

### 4. 经营关注

- (1) 公司收入重要组成部分的基础设施版块毛利率较低,盈利能力偏弱。
- (2) 受监管政策及相关信用风险暴露影响,信托行业风险明显提高;公司信托业务规模快速增长,且近年来信托资金投资房地产比例逐年增高,存在一定的经营风险。
- (3) 公司文化旅游业务收入规模较小,业务具有一定的公益性质,投资回报一般。
- (4) 公司承担山东省转贷业务,转贷资金未在表内反映,虽有财政兜底偿还,但由于财政到位资金及债务偿还时间不匹配,公司存在一定的短期资金垫付风险。

### 5. 未来发展

#### 在建项目

截至2015年3月底,公司主要在建项目有青岛数字文化体验中心等5个项目。其中,青岛数字文化体验中心拟投资规模较大,为6.39亿元,截至2015年3月底已投资3.25亿元;技创2012-1航空发动机磨削砂轮等4个项目投资规模小。表8仅反映纳入公司合并范围的在建工程,公司实际投资规模高于表8所列规模。

表8 截至2015年3月底公司在建工程情况(单位:万元)

项目名称	资金来源		建设期间	截至2015年3月底 完成情况	2015年4~12月投 资计划	2016年投资计划
	自有资金	贷款				
2011 建磨料建设项目	2,997	4496	2012~2016.6	2,107	4,846	540.00
技创2012-1 航空发动机磨削砂轮	358	--	2012~2015.6	344	14	--
技创2012-2 轿车动力磨削砂轮	584	--	2012~2015.6	541	43	--
2009 技创-1 陶瓷微晶	838	--	2010~2015.3	838	--	--
青岛数字文化体验中心	20,000	43, 886	2012~2016	32,510	989	30,387
<b>合计</b>	<b>24,777</b>	<b>48, 382</b>	--	<b>36,340</b>	<b>5,892</b>	<b>30,927</b>

资料来源:公司提供

## 发展规划

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

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

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

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

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

总体看，公司在建项目所需资金规模较小，发展思路较为清晰，发展情景良好。

## 七、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司的2012~2014年三年连审财务数据已经中天运会计师事务所<sup>1</sup>审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

合并范围方面，2013年新纳入5家子公司，其中新设公司3家，通过非同一控制下的企业合并取得子公司2家，有2家（山东鲁信天地置业有限公司、山东鲁信药业有限公司）不再纳入合并范围；2014年，公司新设子公司4家，出售子公司1家（山东省禹城市新园热电有限公司），撤销关闭子公司2家（山东鲁信明珠房地产开发有限公司和淄博泰诺超硬磨具有限公司），丧失控制权2家（莱州市实华泰成天然气有限公司和潍坊中凯清洁能源技术有限公司）。总体看，合并范围的变动对公司财务报表的可比性影响不大。

<sup>1</sup> 公司2012年财务报表原由山东天恒信有限责任公司会计师事务所进行审计。2013年，山东天恒信有限责任公司会计师事务所与中天运原山东分所合并重组，变更为现名。

截至 2014 年底，公司资产总额 220.29 亿元，所有者权益 132.27 亿元（含少数股东权益 44.43 亿元）；2014 年公司实现营业总收入 54.83 亿元，净利润为 12.35 亿元（含少数股东损益 4.04 亿元），经营活动产生的现金流量净额 8.64 亿元，现金及现金等价物增加额 18.97 亿元。

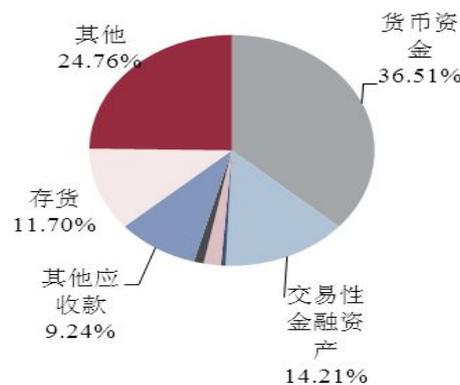
## 2. 资产质量

2012~2014 年，公司合并资产总额稳步增长，复合增长率 29.95%。截至 2014 年底，公司合并资产总额 220.29 亿元，其中流动资产占 46.82%，非流动资产占 53.18%，以非流动资产为主。

### 流动资产

2012~2014 年，公司流动资产波动增长，2014 年底为 103.14 亿元，以货币资金（占 36.51%）、交易性金融资产（占 14.21%）、存货（占 11.70%）和其他流动资产（占 13.58%）为主。

图 4 截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司货币资金持续增长，年均增长 40.80%，2014 年底为 37.65 亿元，以银行存款（占 75.80%）和其他货币资金（占 24.16%）为主，其他货币资金主要为公司用于购买理财产品 and 国债回购的资金；公司货币资金无抵押、冻结等对变现有限制或存放在境外、或有潜在回收风险的款项。

公司交易性金融资产主要由交易性权益工具投资和交易性债券投资构成，其中交易性权益工具主要为高新投持有的上市项目的股票。近三年，公司交易性金融资产分别为 9.22 亿元、7.68 亿元和 14.65 亿元，呈波动增长趋势，2014 年较 2013 年大幅增长，主要是由于公司 2014 年加大了对交易性债券的配置力度所致。

2012~2014 年，公司应收账款有所波动，但在流动资产中占比较小，年均复合变动率为 -0.41%。截至 2014 年底，应收账款为 2.02 亿元，采用账龄分析的应收账款余额中，账龄 1 年以内的占 65.93%，1~2 年占 6.32%，2 年以上的占 27.75%。2014 年公司共计提坏账准备 0.75 亿元，计提比例为 27.20%。总体看，公司应收账款规模坏账准备计提较充分。

2012~2014 年，公司预付款项年均下降 58.98%，2014 年底为 1.14 亿元。预付款项主要为主要为预付工程款、设备款、设计费等费用。

近三年，公司其他应收款波动增长，年均增长 80.59%，2014 年底为 9.53 亿元，其他应收款主要是业务往来款。采用账龄分析的其他应收款余额中，1 年以内和 3 年以上的占比较大，分别

为 59.94%和 39.00%，公司对 3 年以上的计提坏账准备比例较高，为 96.88%，风险较小。公司其他应收款前五大单位占其他应收款净额的比为 98.95%，集中度较高。公司其他应收账款前五大单位大多为地方国有企业，账款损失的可能性较小，但是公司其他应收账款的回收力度有待提高。

表 9 2014 年底其他应收款前五大单位（单位：万元）

应收单位	应收金额	账龄
济南农村商业银行股份有限公司	56,000.00	1 年以内
青岛伟东教育云置业有限公司	13,010.46	1 年以内
省木材集团总公司	11,080.66	3 年以上
山东省水产企业集团总公司	8,000.00	3 年以上
淄博远景房地产开发有限责任公司	6,240.00	3 年
合计	94,331.12	

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货年均增长 9.40%，截至 2014 年底为 12.07 亿元，以库存商品（占 9.34%）和开发成本（占 85.94%）为主，主要为磨具磨料印刷业务中尚未发货的产成品、开发成本、原材料和半成品；2014 年共计提跌价准备 0.26 亿元，计提比例为 2.10%。

公司一年内到期的非流动资产主要是信托计划、发放贷款和委托贷款，近三年，年均增长 69.42%，2014 年底为 11.25 亿元，同比增长 199.27%，主要是本年到期的信托计划增多。

公司其他流动资产主要是信托计划、理财产品、贷款等，近三年增速较快，年均增长 495.13%，2014 年底为 14.00 亿元，同比增加 12.98 亿元，主要是本年增加的信托计划和银行理财产品。

#### 非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产波动增长 24.45%，2014 年底为 117.15 亿元，主要由可供出售金融资产（占 21.63%）、持有至到期投资（占 18.07%）和长期股权投资（占 39.62%）构成。

2012~2014 年，公司可供出售金融资产年均增长 19.09%，2014 年底为 25.34 亿元，主要是可供出售权益工具。

2012~2014 年，公司持有至到期投资波动增长，年复合增长 92.50%，主要是由于公司 2013 年开始大规模持有信托计划所致。截至 2014 年底，持有至到期投资为 21.17 亿元，主要是信托计划（占 96.55%）；2014 年累计计提减值准备 1.75 亿元。

2012~2014 年，公司长期应收款增速较快，年均增长 1914.52%，主要是公司从 2013 年开始涉足融资租赁业务，2014 年底长期应收款余额为 7.94 亿元，其中，应收融资租赁款占比 99.80%，计提减值准备 0.40 亿元。

2012~2014 年，公司长期股权投资年均增长 8.49%，2014 年底为 46.42 亿元，主要是对联营企业的投资，本年计提减值准备 953.84 万元。

2012~2014 年，公司固定资产有所波动，年均下降 1.38%，截至 2014 年底为 6.92 亿元，以机器设备和房屋及建筑物为主要构成部分；累计计提折旧 4.12 亿元，计提减值准备 0.20 亿元。

2012~2014 年，公司在建工程年均下降 4.30%，2014 年底为 1.54 亿元，主要是潍坊实华天然气项目、日照实华天然气有限公司项目和青岛数字文化体验中心旅游综合体项目。

近三年，公司无形资产波动增长，年均增长 67.29%，截至 2014 年底为 4.13 亿元，主要是土地使用权，本年累计摊销 0.49 亿元。

2012~2014 年，公司其他非流动资产分别为 0.83 亿元、2.20 亿元和 2.28 亿元，波动幅度较

大，其中，2013 年较 2012 年同比增长 164.83%，主要是由于委托投资款增加 1.37 亿元所致。

总体看，公司资产规模稳步增长，流动资产中货币资金占比较大，资产流动性较好；非流动资产中长期股权投资、持有至到期投资和可供出售金融资产占比较大，符合公司投资型企业的行业特点；公司整体资产质量较好。

### 3. 负债和权益结构

#### 负债

2012~2014 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长 43.53%，2014 年底为 88.02 亿元，其中流动负债占 42.62%，非流动负债占 57.38%。

2012~2014 年，公司流动负债快速增长，分别为 24.86 亿元、32.01 亿元和 37.51 亿元。截至 2014 年底，公司流动负债以短期借款（占 13.67%）、其他应付款（占 20.23%）、一年内到期的非流动负债（占 16.48%）和其他流动负债（占 26.66%）为主要构成部分。

2012~2014 年，公司短期借款年均下降 35.73%，截至 2014 年底为 5.13 亿元，主要是保证借款（占 87.72%）。

近三年，公司其他应付款波动较大，三年分别为 2.20 亿元、12.47 亿元和 7.59 亿元，其中，2013 年底其他应付款是 2012 年的 5.68 倍，主要系公司对中油资产管理有限公司的 10 亿元拟增资款，挂账于“其他应付款”所致；2014 年底同比下降系增资款相关程序办理完毕所致。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债年均增长 15.56%，2014 年底为 6.18 亿元，由一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券构成。

截至 2014 年底，公司其他流动负债为 10 亿元，系公司于 2014 年发行的两期短期融资券（5 亿元，“14 鲁信 CP001”；5 亿元，“14 鲁信 CP002”）。

2012~2014 年，公司非流动负债持续上升，年均复合增长 68.13%，2014 年底为 50.51 亿元，主要由长期借款（占比 39.46%）和应付债券（占比 53.27%）构成。

图 5 近年来公司债务情况



资料来源：公司审计报告

近三年，随着公司业务规模扩大，融资需求不断增加，公司长期借款和应付债券持续增长，

分别年均增长 94.47%和 72.91%，2014 年底分别 19.93 亿元和 26.91 亿元。

从债务结构看，2012~2014 年，公司全部债务逐年上升，年均复合增长 36.26%，2014 年底为 68.15 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 31.27%和 68.73%，以长期债务为主。从债务指标来看，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率持续上升，2014 年底分别为 39.96%、34.00%和 26.15%。

总体看，随着公司业务不断扩大，公司增加了对外融资的力度，有息债务规模逐年上升，并且以长期债务为主。

#### 所有者权益

2012~2014 年，随着生产经营规模的扩大，公司所有者权益持续上升，年均复合增长 22.79%，截至 2014 年底，公司所有者权益合计 132.27 亿元（含少数股东权益 44.43 亿元），归属于母公司所有者权益中，以实收资本（占比 34.15%）、资本公积（占比 20.34%）和未分配利润（占比 41.96%）为主。

总体看，公司未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

公司营业总收入主要来自营业收入和手续费及佣金收入，近年来，随着公司天然气业务和信托业务规模快速提升，公司营业总收入呈增长态势，2012~2014 年，公司分别实现营业总收入 33.15 亿元、43.69 亿元和 54.83 亿元，年均增长 28.61%，同期，营业成本年均增长 28.14%，略低于营业总收入的增速。

2012~2014 年，公司期间费用逐年上升，年均复合增长 20.68%，分别为 6.46 亿元、7.65 亿元和 9.41 亿元，分别占当期营业总收入的 19.49%、17.51%和 17.16%，在业务经营规模不断扩张的情况下，期间费用控制能力有所提升。截至 2014 年末，公司期间费用为 9.41 亿元，其中财务费用 3.03 亿元，管理费用为 3.40 亿元，销售费用为 2.98 亿元。

近三年，公司计提的资产减值损失分别为 0.41 亿元、1.19 亿元和 2.02 亿元，2013 年出现明显增长，主要是由于计提坏账准备增多。

作为以产权运作为主要经营内容的企业，公司投资收益对营业利润的贡献较大。近三年，随着鲁信创投投资项目的陆续上市，公司获得的投资收益较高，分别为 9.29 亿元、8.86 亿元和 8.92 亿元，主要由长期股权投资收益和持有至到期投资收益构成。

公司营业外收入主要为政府补助，2012~2014 年，分别取得营业外收入 0.57 亿元、0.75 亿元和 0.54 亿元。

2012~2014 年，公司实现利润总额分别为 13.67 亿元、15.75 亿元和 16.64 亿元，年均复合增长 10.34%，主要得益于投资收益和对期间费用的合理控制。

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率有所波动，分别为 31.33%、35.43%和 31.71%，其中，2013 年公司金融板块比重提升，拉升了整体营业利润率；但受债务规模扩大和所有者权益增长的影响，总资本收益率和净资产收益率均呈下降趋势，2014 年分别为 8.23%和 9.34%。

总体看，公司收入和利润规模逐年增长，投资收益较大，整体盈利能力强。

## 5. 现金流分析

经营活动方面，2012~2014年，得益于公司业务规模的不断扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金持续增长，2014年分别为45.24亿元和37.55亿元；收到其他与经营活动有关的现金与支付其他与经营活动有关的现金主要为买卖证券的款项和往来款项等，近三年不断增长，2014年分别为72.81亿元和71.60亿元；2012~2014年，公司收到利息、手续费及佣金的现金规模不断增大，2014年为11.74亿元。2012~2014年公司经营活动流入和流出均呈不断增长趋势，2014年分别为129.88亿元和121.24亿元。近三年，公司经营活动现金净流量增速较快，2014年为8.64亿元；现金收入比小幅波动，分别为104.93%、100.67%和105.79%，现金收入实现质量尚可。

投资活动方面，公司投资活动现金流入主要来自于收回投资收到的现金和取得投资收益取得的现金，近三年，年均复合变动率为54.25%，2014年为26.62亿元。公司投资支付的现金主要是对股权、天然气管网以及影城院线的投资，近三年波动增长85.16%，2014年为28.93亿元。2012~2014年，公司投资活动现金净流量均表现为净流出，分别为-2.79亿元、-22.94亿元和-9.02亿元。

2012~2014年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-2.16亿元、-15.25亿元和-0.38亿元，经营活动获取的现金尚不能补足投资活动现金的缺口，后续随着LNG项目、济青复线以及青岛数字文化体验中心等项目的建设推进，公司将面临一定的资本性支出压力。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款收到的现金（含发行债券收到的现金）和吸收投资收到的现金（吸收少数股东投资收到的现金），近三年增速较快，2014年为51.15亿元。筹资活动现金流出主要为偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金；2014年公司筹资活动现金流量净额为19.35亿元。

总体看，近年来公司经营活动现金流入规模持续增长，且规模加大，随着公司在建及参股投资项目的推进，公司对外融资需求相应上升。

## 6. 偿债能力

短期偿债能力方面，近三年，公司流动比率和速动比率均呈波动上升趋势，2014年分别为274.93%和242.76%。公司经营现金流动负债比波动较大，近三年分别为2.53%、24.02%和23.03%，2013年以来，该指标大幅上升的原因是由于公司卖出证券收到的款项、利息收入和往来款项等增加，导致经营活动现金流量净额大幅增加，从而导致了该指标的上升。总体看，公司短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，近三年，公司EBITDA逐年上升，主要是由于公司利润总额逐年增长以及计入财务费用的利息支出逐年增加所致，近三年分别为16.31亿元、18.84亿元和21.23亿元；同期，EBITDA利息倍数分别为9.68倍、8.52倍和6.15倍，EBITDA对利息保障能力强；公司全部债务/EBITDA波动增长，分别为1.92倍、2.27倍和3.21倍，EBITDA对全部债务保障能力尚可。总体看，整体偿债能力强。

截至2015年3月底，公司合并范围提供对外担保共计2.00亿元，其中，1.53亿元为担保公司对外担保，0.47亿元为子公司山东鲁信能源投资管理股份有限公司对山东耀华鲁信节能投资有限公司公司的担保，总体看，公司或有负债风险低。

截至2015年3月底，公司共获得银行授信额度合计人民币28.45亿元，尚未使用额度19.11

亿元，公司间接融资渠道畅通。公司拥有一家上市公司，直接融资渠道较为通畅。

总体看，公司长短期偿债能力较强，对外担保规模很小，或有负债风险较小，融资渠道较宽。

#### 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2015年6月9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。

### 八、本次债券偿债能力分析

#### 1. 本次债券对公司现有债务的影响

本次债券拟发行额度为6亿元，分别占2014年底公司长期债务和全部债务的12.81%和8.80%，对公司现有债务规模和债务结构有一定影响。

截至2014年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为39.96%、26.15%和30.54%。以2014年底公司财务数据为基础，不考虑其他因素，本次债券发行后，上述指标将分别上升至43.06%、30.79%和37.73%，公司债务负担略有增加，但仍处于合理水平。

#### 2. 本次债券偿还能力分析

2012~2014年，公司EBITDA对本次债券的保障倍数分别为2.72倍、3.14倍和3.54倍；经营活动产生的现金流入量分别为本次债券的7.86倍、16.51倍和21.65倍；经营活动产生的净现金流分别为本次债券的0.10倍、1.28倍和1.44倍。总体看，公司经营活动现金流及EBITDA对本次债券保障程度高。

### 九、债权保护条款分析

公司作为山东省直属综合性投资公司，承担着省内国有资产投资及运营管理职能。公司日常经营获得的收入可用于保障本次债券本息偿还；同时，为确保本次债券本息按期兑付，保障投资者利益，公司还专门设立监管账户和偿债账户，并聘请债权代理人。

#### （1）设立监管账户与偿债账户

为了保证募集资金合理使用，以及按时足额还本付息，公司聘请中信银行股份有限公司济南分行（以下简称“中信银行济南分行”）作为本次债券账户及资金监管银行，并签署《账户及资金监管协议》。公司将于监管银行开立募集资金账户和偿债专户，并按照《账户及资金监管协议》的约定使用上述账户，划转、提取和使用相关资金，并接受监管银行的监管。

偿债账户用于本次债券偿债资金的还本付息，不得用于其他用途。公司应于本次债券的付息日或兑付日前3个工作日确保偿债账户的余额不低于当期应付利息或应付本息及手续费之和，并将当期应付利息或应付本息金额从偿债账户足额划拨至本次债券登记机构指定的银行账户。在本次债券付息日或兑付日前第10个工作日，如果偿债账户的资金余额不足偿付本次债券应付利息/本息，则中信银行济南分行应当立即书面通知公司和本次债券受托管理人。当公司不能按期偿付本次债券本息时，中信银行济南分行有权冻结公司的监管账户，不允许公司自行支配募集资金账

户和偿债账户中的资金。

本次债券存续期内，当公司发生偿债困难时，中信银行济南分行在国家法律、法规和银行信贷政策和规章制度允许的前提下，给予公司信贷资金支持，以解决公司临时偿债困难。

### （2）聘请受托管理人

为更好地保障债券持有人的利益，公司聘请齐鲁证券有限公司作为受托管理人，并签署《受托管理协议》，制定《债券持有人会议规则》。根据该协议，受托管理人有权代理债券持有人监督公司经营状况、募集资金使用情况，代理债券持有人与公司之间的谈判、诉讼义务，组织召开债券持有人会议，办理债券持有人会议授权的其他事项。

### （3）偿债资金来源

本次债券偿债资金主要来源于公司日常生产经营所产生的现金净收入。目前，公司收入主要来自基础设施和金融服务，并且收入规模逐年上升。此外，待募投资项目建成投产后也将为公司带来稳定的收入。总体看，目前公司整体经营情况良好，自身形成收入是本次债券本息偿还的重要来源。

## 十、结论

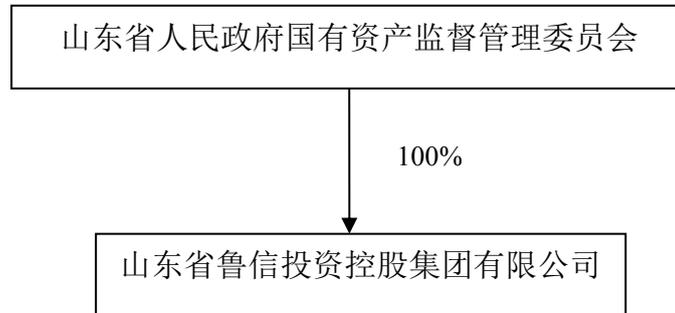
随着中国多层次资本市场体系建设的逐步完善，国有投资公司作为各级政府的投融资主体，承担着重大基础设施建设、引导经济结构调整等重任，已发展成为经济建设的主力军。

公司作为山东省直属综合性投资公司，承担着省内国有资产投资及运营管理职能。公司主业资产涵盖基础设施、创业投资、金融服务及文化旅游等领域，具备明显的竞争优势。公司优势产业信托、创投等业务行业地位高，近年来发展迅速。公司资产质量较好，流动性较好，近年来收入、利润规模逐年增长，投资收益规模较大，整体盈利能力强。

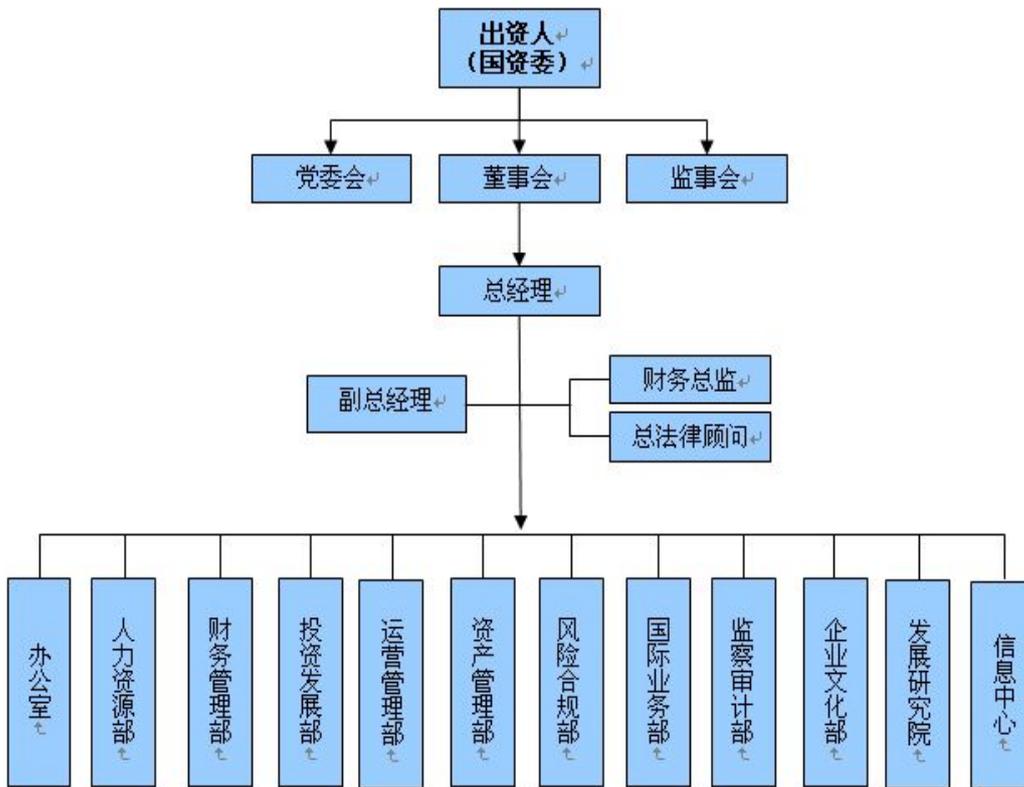
未来，公司将作为山东省政府的油气资源投资平台，全面负责拟定山东省的天然气业务规划。2014年，山东省政府批准公司入股济南农商、中援人寿，公司金融业务的经营实力进一步增强。

公司经营活动现金流及 EBITDA 对本次债券保障程度高，基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

### 附件 1-1 公司股权结构图



### 附件 1-2 公司组织架构图



### 附件 2 截至 2014 年底公司合并范围二级子公司情况

(单位：人民币万元，%)

序号	企业	业务性质	注册资本	持股比例
1	鲁信创业投资集团股份有限公司	生产销售磨具、磨料、投资	74,435.93	68.84
2	山东省国际信托有限公司	金融	200,000.00	69.27
3	山东鲁信实业集团有限公司	投资	7,0000	100
4	山东鲁信恒基投资有限公司	投资与管理	6,000.00	100
5	山东鲁信投资集团股份有限公司	实业投资	31,000.00	74.37
6	山东鲁信文化传媒投资有限公司	投资与资产管理	42,000.00	100
7	鲁信海外投资有限公司	投资与资产管理	2,339.00(美元)	100
8	山东泰山文化艺术品交易所股份有限公司	艺术品现货交易	5,000.00	41
9	山东省鲁信金融控股有限公司	金融控股	50,000.00	70
10	山东省金融资产管理股份有限公司	金融资产管理	100,000.00	62

### 附件 3 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
现金类资产(亿元)	28.62	33.98	52.84
资产总额(亿元)	130.45	167.30	220.29
所有者权益(亿元)	87.72	100.96	132.27
短期债务(亿元)	17.05	12.42	21.31
长期债务(亿元)	14.27	30.26	46.84
全部债务(亿元)	31.32	42.68	68.15
营业总收入(亿元)	33.15	43.69	54.83
净利润(亿元)	10.57	12.06	12.35
EBITDA(亿元)	15.98	17.77	21.23
经营性净现金流(亿元)	0.63	7.69	8.64
应收账款周转次数(次)	16.29	20.58	25.93
存货周转次数(次)	2.32	3.22	3.86
总资产周转次数(次)	0.26	0.29	0.28
现金收入比(%)	104.93	100.67	105.79
总资本收益率(%)	10.29	9.79	7.82
总资产收益率(%)	11.77	11.92	10.30
净资产收益率(%)	12.05	11.94	9.34
营业利润率(%)	31.33	35.43	31.71
费用收入比(%)	19.49	17.51	17.16
资产负债率(%)	32.76	39.65	39.96
全部债务资本化比率(%)	26.31	29.71	34.00
长期债务资本化比率(%)	13.99	23.06	26.15
EBITDA 利息倍数(倍)	9.68	8.52	6.15
EBITDA 全部债务比(倍)	1.92	2.27	3.21
流动比率(%)	220.46	165.86	274.93
速动比率(%)	179.91	144.73	242.76
现金短期债务比(倍)	1.68	2.74	2.48
经营现金流动负债比(%)	2.53	24.02	23.03
EBITDA/本次发债额度(倍)	2.72	3.14	3.54

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n年数据: 增长率=[(本次/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。