



山东省金融资产管理股份有限公司公开发 行公司债券 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1101 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 06 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	山东省金融资产管理股份有限公司	AAA/稳定
--------------	-----------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“21 鲁金 01”、“22 鲁金 01”、“22 鲁金 02”、“23 鲁金 01” 和“23 鲁金 02”	AAA
-------------	--	-----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于山东省金融资产管理股份有限公司（以下称“山东金管”、“发行人”或“公司”）股东资源优势强大及支持力度大，战略地位突出、地缘优势明显，不良资产处置能力较强等正面因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，中诚信国际也关注到宏观经济下行导致资产质量承压，不良资产处置进展及对公司盈利的影响有待观察，投资风险管理能力有待进一步提升等因素可能对其经营及整体信用状况形成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，山东省金融资产管理股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

评级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司治理和内部控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况显著恶化，如资产质量明显下降、资本金严重不足等；外部支持能力及意愿大幅弱化。

- 正 面**
- 股东资源优势强大且公司成立以来多次获得股东增资，资本实力持续夯实
 - 作为山东省首家具有批量转让金融不良资产资质的省级地方AMC，公司战略地位突出，地缘优势较强
 - 公司进入不良资产行业相对较早，积累了丰富的业务经验，处置能力较强
- 关 注**
- 宏观经济下行压力加大，对多个行业经营产生冲击，导致公司资产质量承压
 - 公司不良资产收购规模较大，其处置进度及对公司盈利的影响有待持续观察
 - 综合金融服务业务部分项目出现逾期，投资风险管理能力有待进一步提升

项目负责人：刘 洁 jliu01@ccxi.com.cn
项目组成员：闫 杰 jyan02@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(027)87339288

财务概况

山东金管（合并口径）	2020	2021	2022	2023.03
总资产（亿元）	1,421.14	1,192.47	1,348.28	1,375.61
经调整的所有者权益（亿元）	476.39	482.72	662.88	666.00
总债务（亿元）	915.21	679.89	659.52	684.38
净营业收入（亿元）	16.92	14.18	31.19	2.31
税前利润（亿元）	9.51	8.66	25.91	2.05
净利润（亿元）	11.24	10.36	23.87	2.05
平均资本回报率(%)	2.35	2.16	4.17	--
平均资产回报率(%)	0.74	0.79	1.88	--
营业费用率(%)	27.90	33.69	14.41	10.85
总资本化率(%)	65.77	58.48	49.87	50.68
高流动性资产/总资产(%)	10.28	4.36	3.23	5.03
高流动性资产/短期债务(%)	47.28	15.16	20.55	30.72
短期债务/总债务(%)	33.76	50.49	32.09	32.94
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.32	1.38	2.29	--

注：1、中诚信国际根据提供的经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年、2021 年和 2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度合并财务报表整理。其中 2020 年财务数据为 2021 年经审计报告期初数；2021 年财务数据为 2022 年经审计报告期初数；2022 年财务数据为 2022 年经审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

同行业比较（2022 年数据）

项目	山东金管	广州资产	浙商资产
地区	山东省	广东省	浙江省
总资产（亿元）	1,348.28	449.21	695.32
经调整的所有者权益（亿元）	662.88	97.26	159.95
净利润（亿元）	23.87	7.67	17.24
平均资本回报率(%)	4.17	8.02	11.08
资产负债率(%)	50.84	77.24	77.00

中诚信国际认为，与同行业相比，山东金管的资产和权益规模远高于比较组平均水平，总体资本实力在同业中处于领先地位，盈利规模较大，财务杠杆适中，再融资能力较强。

注：“浙商资产”为“浙江省浙商资产管理股份有限公司”简称；“广州资产”为“广州资产管理有限公司”简称。

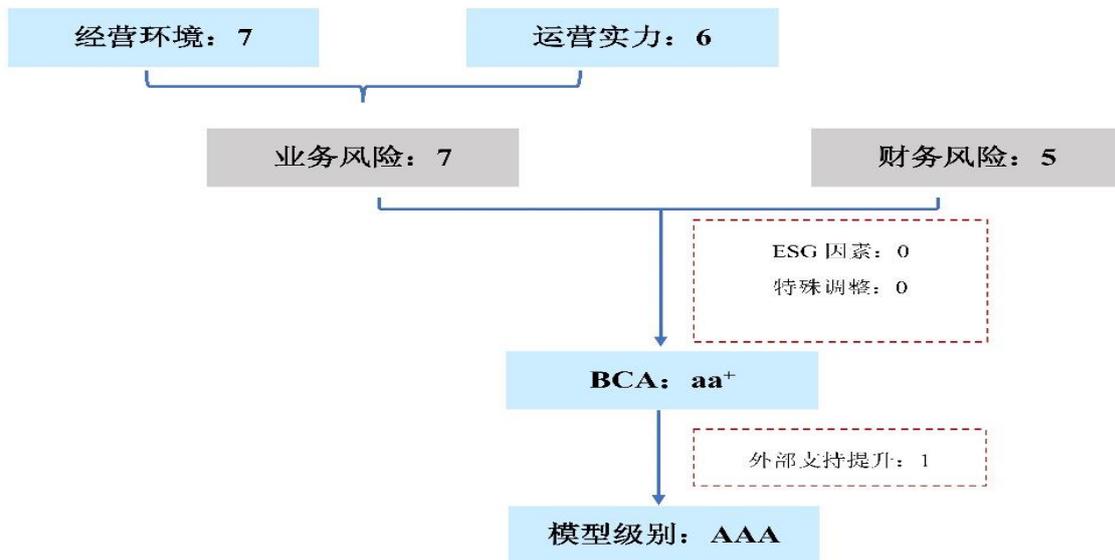
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 鲁金 01	AAA	AAA	2022/06/28	10.00	10.00	2021/03/16~2024/03/16	--
22 鲁金 01	AAA	AAA	2022/06/28	10.00	10.00	2022/03/16~2027/03/16 (3+2 年)	调整票面利率、回售
22 鲁金 02	AAA	AAA	2022/06/28	15.00	15.00	2022/04/26~2025/04/26	--
23 鲁金 01	AAA	AAA	2022/12/29	10.00	10.00	2023/01/17~2026/01/17 (1+1+1 年)	调整票面利率、回售
23 鲁金 02	AAA	AAA	2023/02/16	15.00	15.00	2023/02/24~2028/02/24 (3+2 年)	调整票面利率、回售

评级模型

山东省金融资产管理股份有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际资产管理公司评级方法和模型 C23110_2022_02

■ 业务风险：

山东金管围绕金融不良资产经营主业持续发展，区域竞争优势明显，形成了不良资产经营、综合金融服务和资产管理三大业务板块协同发展的基本格局。在经济下行和市场竞争加剧背景下，不良资产经营收入出现下滑，但由于未再计提大额公允价值变动损失，2022 年营业收入仍大幅提升。公司深耕不良资产经营主业，持续开展资产管理业务，主动压缩综合金融服务业务规模，主业地位日益凸显。但是公司金融机构不良资产收购处置进度有所放缓，综合金融服务业务行业和客户集中度较高，且部分项目出现逾期，需持续关注投资资产质量情况，业务风险评估为极低。

■ 财务风险：

公司不良资产主业经营收入占比仍较高，经评估的不良资产公允价值变动损益增长及利息支出减少带动净利润大幅提升，盈利能力明显改善。受益于股东增资和利润积累，公司资本实力持续夯实，且公司财务杠杆合理，2022 年偿债指标有所改善，整体流动性风险较为可控。但随着业务规模的扩张，仍需加强资产负债及流动性管理，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况：

依据中诚信国际的评级模型，山东金管具有 aa⁺ 的个体基础信用评估等级，反映了其极低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

山东金管作为山东省首家具有批量转让金融不良资产资质的省级地方 AMC，成立以来在资本注入、业务拓展、融资等方面得到控股股东的有力支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

山东省金融资产管理股份有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）（债券简称“21 鲁金 01”，证券代码为“175825.SH”），起息日为 2021 年 3 月 16 日，发行金额 10.00 亿元，期限为 3 年，到期日为 2024 年 3 月 16 日。“21 鲁金 01”募集资金扣除发行费用后用于偿还回售的公司债券。截至 2023 年 3 月末，募集资金已按照规定用途使用完毕。

山东省金融资产管理股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称“22 鲁金 01”，证券代码为“185505.SH”），起息日为 2022 年 3 月 16 日，发行金额 10.00 亿元，期限为 3+2 年，到期日为 2027 年 3 月 16 日，附第 3 年末发行人票面利率调整选择权和投资者回售选择权。“22 鲁金 01”募集资金扣除相关发行费用后全部用于偿还到期债务。截至 2023 年 3 月末，募集资金已按照规定用途使用完毕。

山东省金融资产管理股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）（债券简称“22 鲁金 02”，证券代码为“185701.SH”），起息日为 2022 年 4 月 26 日，发行金额 15.00 亿元，期限为 3 年，到期日为 2025 年 4 月 26 日。“22 鲁金 02”募集资金扣除发行费用后全部用于偿还到期债务。截至 2023 年 3 月末，募集资金已按照规定用途使用完毕。

山东省金融资产管理股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称“23 鲁金 01”，证券代码为“138831.SH”），起息日为 2023 年 1 月 17 日，发行金额 10.00 亿元，期限为 1+1+1 年，到期日为 2026 年 1 月 17 日，附第 1 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“23 鲁金 01”募集资金扣除发行费用后用于置换发行人为回售前次公司债券“19 金纾 05”本金而使用的自有资金。截至 2023 年 3 月末，募集资金已按照规定用途使用完毕。

山东省金融资产管理股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（债券简称“23 鲁金 02”，证券代码为“138962.SH”），起息日为 2023 年 2 月 24 日，发行金额 15.00 亿元，期限为 3+2 年，到期日为 2028 年 2 月 24 日，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。“23 鲁金 02”募集资金扣除相关发行费用后用于置换前期偿还“19 山金 01”已回售且注销本金所使用的自有资金。截至 2023 年 3 月末，募集资金已按照规定用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新

技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，在防范化解重大风险的政策导向下，地方 AMC 仍需积极发挥主业优势，不良资产业务仍具有发展空间，但在经济复苏不确定性加大以及政策日益趋严背景下，如何有效发挥主业优势实现风险处置与自身发展的双赢局面对地方 AMC 而言仍存在多重挑战。

近年来，在防范化解重大风险的政策导向下，监管部门着力引导资产管理公司回归不良资产业务，鼓励资产管理公司发挥主业优势，积极参与各类风险资产处置工作。具体来看，2019 年 7 月，银保监会官网发布了银保监办发[2019]153 号文《关于加强地方资产管理公司监督管理工作的通知》，从严格准入、规范经营、防范风险、压实监管等多方面对地方资产管理公司的经营与监督提出要求，引导其回归主业。2021 年《关于推进信托公司与专业机构合作处置风险资产的通知》提出支持资产管理公司在依法合规的前提下，积极参与信托业风险资产处置；而随着中小银行不良资产规模快速增长以及房地产行业风险加速释放，2022 年以来政策又引导资产管理公司积极参与中小银行及房地产领域的不良资产处置，其中 6 月发布的《关于引导金融资产管理公司聚焦主业积极参与中小金融机构改革化险的指导意见》要求资产管理公司加大对中小金融机构的不良资产收购、管理和处置力度；11 月发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展的通知》明确鼓励金融资产管理公司、地方资产管理公司“与地方政府、商业银行、房地产企业等共同协商风险化解模式，推动加快资产处置”。此外，为加快不良资产处置，提升不良资产处置效率，2021 年初银保监会发布《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》，启动对公不良贷款单户转让和个人不良贷款批量转让试点，并于 2022 年底扩大试点范围，在原来 18 家国有及股份制银行的基础上，将 3 家政策性银行、11 省市的城商行及农村中小银行以及信托公司、消费金融公司、

汽车金融公司、金融租赁公司等非银金融机构纳入不良资产转让试点范围，不良贷款转让试点工作的开展进一步扩大了资产管理公司不良资产收购范围。

上述一系列政策为地方AMC开展不良资产经营业务提供了有利条件，亦对其经营能力提出更高要求。如何有效发挥主业优势实现风险处置与自身发展的双赢局面对地方AMC而言仍存在多重挑战：一是过去几年在监管引导下，商业银行加大不良资产处置，整体不良贷款率有所回落，截至2022年末，商业银行不良贷款率降至1.63%，较2020年9月末的高点1.96%回落0.33个百分点，随不良贷款处置压力的缓解，商业银行出包意愿整体较前期有所下降，特别是大中型银行在自身处置能力上升、息差收窄背景下，更倾向于自主清收，而非对外转让；二是在金融资产管理公司回归主业以及地方资产管理公司数量增多背景下，地方资产管理公司整体竞争压力有所上升。银保监会数据显示，5家金融资产管理公司收购金融机构不良资产占银行业机构全部批量转出不良资产规模的80%以上，地方AMC在金融机构不良处置业务中的市场份额较为有限；三是当前宏观经济复苏仍面临较多制约因素，不良资产质量整体承压，加大了资产处置难度：一方面，在宏观经济复苏周期不确定的背景下，不良债权债务信用修复面临一定挑战；另一方面，由于不良债权多以土地及房产为抵押物，当前房地产复苏进度的不确定性使得不良资产价值修复与资产处置面临一定的困难；四是地方AMC仍需不断提升人才储备、内控管理、不良资产处置等方面的能力。相较于金融AMC，地方AMC发展起步晚，同时因业务相对局限于本省范围内，发展相对受制于本省金融市场环境，长期面临复合人才不足、不良资产处置手段相对单一、风控能力不足等问题。部分发达省市的地方AMC在区域内良好的经济金融环境支持下，已积累起一定的展业经验，但对于多数省市地方AMC，仍需不断加强人才储备，不断提升风险管理与不良资产经营能力。此外，地方AMC发展还面临政策约束，目前地方AMC的展业规范文件相对零散，缺乏相对系统全面的上位法制度。2021年，银保监会发布《地方资产管理公司监督管理暂行办法》（以下简称《暂行办法》），对地方AMC明确提出要专注本地金融不良主业，服务地方经济，严控融资杠杆，并对其业务范围、主营业务投资额及收购不良资产投资额占比以及融入资金余额等方面均提出具体要求，但上述文件的正式稿尚未发布，地方AMC主业经营范围仍缺乏相对清晰的界定标准。2023年以来国务院机构改革，组建国家金融监督管理总局，同时提出“建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制”，未来地方AMC的监管政策将如何演变仍具不确定性，中诚信国际将对此保持关注。

中诚信国际认为，山东省工业产业体系完备，经济发展水平较高；此外存贷款总量保持增长，金融机构发展环境较成熟，为公司展业提供良好的基础。

山东省是国内经济体量较大的省份，工业产业体系完备，经济发展水平较高。随着“三去一降一补”和环保政策的强力推进，该省产业结构层次低、效益差和污染排放重的问题有所暴露。针对发展不充分、不平衡的问题，山东省提出新旧动能转换工程，持续深化“破立降”，在压减过剩产能、淘汰落后产能的同时把握全球科技革命和产业变革趋势，通过推动新技术、新产业、新业态和新模式的不断发展，改造提升传统产业，培育新的经济增长点。2022年山东省“四新”经济增加值占比达到32.9%，投资占比达到54.4%；高新技术产业产值同比增长14.4%，高于规模以上工业增加值增速9.3个百分点。区域协调发展方面，山东省持续推进构建“一群两心三圈”的区域

发展格局，发挥山东半岛城市群的龙头作用，加快推进省会、胶东、鲁南三大经济圈区域一体化发展，并分别以黄河流域生态保护和高质量发展重大国家战略、推动海洋经济发展、打造乡村振兴和农业特色为重点，有序化解区域发展不平衡问题。山东省金融机构众多，六大国有银行和国内主要的股份制银行均在省内设有分行，还有多家城市商业银行、农村商业银行和农村合作银行。近年来山东省金融体系整体向好发展，存贷款总量保持增长。金融市场活跃度较高，金融机构发展环境较为成熟，为公司业务发展提供良好基础。

表 1：2022 年全国及山东省地方经济和财政实力

项目	全国	增速	山东	增速
GDP（亿元）	1,210,207	3.0%	87,435.1	3.9%
一般公共预算收入（亿元）	203,703	0.6%	7,104.0	-2.5%
金融机构存款（亿元）	2,644,472	10.8%	146,076.0	12.0%
金融机构贷款（亿元）	2,191,029	10.4%	123,994.8	11.7%

资料来源：国家统计局、山东省统计局、中诚信国际整理

中诚信国际认为，山东金管围绕金融不良资产经营主业持续发展，区域竞争优势明显，形成了不良资产经营、综合金融服务和资产管理三大业务板块协同发展的基本格局。在经济下行和市场竞争加剧背景下，不良资产经营收入出现下滑，但由于未再计提大额公允价值变动损失，2022 年营业收入仍大幅提升。公司深耕不良资产经营主业，持续开展资产管理业务，主动压缩综合金融服务业务规模，主业地位日益凸显。但是公司金融机构不良资产收购处置进度有所放缓，综合金融服务业务行业和客户集中度较高，且部分项目出现逾期，需持续关注投资资产质量情况。

公司系山东省首家获得批量转让金融不良资产资质的省级资产管理公司，目前主营业务包括不良资产经营、综合金融服务和资产管理业务三大板块，并形成了三大类业务相互协同、融合发展的业务格局。2022 年，由于宏观经济下行及行业竞争加剧，不良资产经营业务收入及占比明显下降，但由于前期已对不良资产计提大额公允价值变动损失，2022 年末，经审慎评估，公司所持不良资产包价值整体较上年评估值未发生大的变化，未再计提大额公允价值变动损失。当期不良资产评估后实现公允价值变动收益 1.91 亿元，较上年上升；同时公司收缩综合金融服务业务，该板块收入占总营业收入比例下降至 10.50%；受存量项目陆续退出影响，资产管理业务收入占营业收入比例下降至 18.14%。此外，公司的理财投资、银行存款等产生的收益对营业收入亦形成一定补充。全年实现营业收入 31.73 亿元，同比增幅较大。2023 年一季度，公司营业收入主要来源于资产管理业务和综合金融服务，收入占比分别为 41.52%和 22.87%。

表 2：近年来公司收入构成及占比情况（金额单位：亿元、%）

	2020		2021		2022		2023.03	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
不良资产经营业务	40.88	145.05	35.19	191.71	18.62	58.69	0.48	17.22
综合金融服务业务	8.84	31.38	5.77	31.44	3.33	10.50	0.64	22.87
资产管理业务	8.90	31.57	7.62	41.52	5.75	18.14	1.17	41.52
理财收入	1.15	4.08	0.52	2.82	0.63	2.00	0.07	2.40
利息收入	2.12	7.53	2.48	13.53	1.17	3.67	0.22	7.67
公允价值变动损益	(33.78)	(119.86)	(33.39)	(181.91)	1.91	6.01	0.08	2.82
其他收入	0.07	0.25	0.16	0.90	0.32	1.00	0.15	5.49
合计	28.18	100.00	18.36	100.00	31.73	100.00	2.81	100.00

注：1、公允价值变动损益系对不良资产评估后形成的变动金额；2、由于四舍五入导致单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：山东金管，中诚信国际整理

不良资产经营板块

跟踪期内，受市场环境及同业竞争加剧影响，公司不良资产收购原值同比下降，但平均收购价格有所上升；同期公司处置规模亦有所下降，导致当期不良资产经营收入进一步减少。但公司不良资产经营业务保持较强区域竞争优势，且处置能力很强，未来业务发展潜力仍较大。

公司于 2015 年 7 月获得山东省批量转让金融不良资产资质，在区域内具有较强的竞争优势。不良资产收购与处置业务为公司的核心业务，也是目前公司主要的利润来源之一。受市场环境影响，2022 年公司不良资产板块实现收入 18.62 亿元，同比大幅下降，但同期不良资产评估后实现公允价值变动收益为 1.91 亿元，同比上升，前期已对不良资产计提大额公允价值变动损失，经审慎评估后，公司所持不良资产包整体价值较上年未发生大的变化，未再计提大额公允价值变动损失。

按不良资产来源区分，公司开展不良资产收购与处置业务的资产来源包括金融机构不良债权及非金融机构不良债权。其中，金融机构不良资产即公司从山东省内的金融机构处收购不良资产；非金融机构不良债权主要包括非金融企业债权和金融机构如信托公司、银行等作为中间人受托管理的其他法人或自然人财产所形成的不良资产，如委托贷款、信托贷款等。

公司不良资产业务模式主要为收购处置和收购重组。前者即在尽职调查基础上通过参与公开竞价、协议转让等市场化方式收购不良债权资产，根据不良债权资产特点制定相应管理处置策略，运用诉讼催收、债权转让等多种处置手段以最大化提升资产价值，将不良债权资产处置完毕实现债权现金回收并取得高于收购成本的资产处置收益。后者即针对出现暂时流动性风险有重组价值的企业、项目、债权等，在尽职调查及估值基础上收购债权，同时与原债务人及相关方达成重组协议，对还款金额、还款方式、还款时间、风控措施等作出重组安排，从而实现盘活和提升存量资产价值，修复债务人信用，实现债权回收并取得重组补偿金等目标收益。由于公司收购的金融机构不良业务占比很高，不良资产处置手段较为丰富且处置能力很强，收购处置类收入占比处于较高水平。2022 年，公司收购处置类业务收入占比高达 99.54%，2023 年一季度不良资产经营收入均来自于收购处置类业务。

表 3：近年来公司不良资产收入构成情况（亿元、%）

项目	2020		2021		2022		2023.03	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
收购处置类	38.85	95.03	34.42	97.82	18.53	99.54	0.48	100.00
收购重组类	2.03	4.97	0.77	2.18	0.09	0.46	-	-
不良资产经营收入合计	40.88	100.00	35.19	100.00	18.62	100.00	0.48	100.00

资料来源：山东金管，中诚信国际整理

公司不良资产收购规模受市场环境和同业竞争影响有所波动，资产收购价格受市场竞争和所收购的资产质量等因素共同影响。2022 年以来，受宏观经济下行及同业竞争加剧影响，当年新增收购不良资产原值 162.79 亿元，较上年有所下降。但由于当期收购的部分不良资产包价格偏高，当期收购成本/当期收购资产原值较 2021 年上升 16.03 个百分点至 40.05%，当期收购成本支出仍保持增长态势。2023 年一季度由于出包量较少，收购规模整体较少。

从处置情况来看，受市场环境及不良资产包处置难度加大影响，2022 年处置不良资产原值及收回

现金均较上年有所下降。截至 2022 年末，公司累计处置不良资产 2,142.17 亿元，累计处置原值/累计收购原值为 58.98%，同比小幅上升；累计回收现金 1,043.17 亿元，累计回收现金/累计处置原值为 48.70%。不良资产处置效率有所提升，但是整体进度放缓。2023 年一季度，公司处置不良资产原值 29.58 亿元，当期回收现金 9.12 亿元，累计回收现金/累计处置原值为 48.45%，较上年度基本持平。公司不良资产处置能力较强，处置手段较为多元化，但还未处置的不良资产规模较大，受市场环境影响，后续处置进度值得关注。

表 4：近年来公司不良资产业务经营情况（金额单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023.03
当期收购资产原值	189.39	229.53	162.79	2.73
当期收购成本	44.79	55.13	65.20	0.67
当期处置资产原值	487.85	277.62	172.60	29.58
累计处置资产原值	1,691.96	1,969.58	2,142.17	2,171.75
当期回收现金	230.29	174.98	133.57	9.12
累计回收现金	734.62	909.60	1,043.17	1,052.29
期末资产余额原值	1,547.74	1,499.65	1,489.85	1,462.99
当期收购成本/当期收购资产原值 (%)	23.65	24.02	40.05	24.54
当期回收现金/当期处置资产原值 (%)	47.21	63.03	77.39	30.83
累计处置原值/累计收购原值 (%)	52.23	56.77	58.98	59.75
累计回收现金/累计处置原值 (%)	43.42	46.18	48.70	48.45

注：由于四舍五入导致单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：山东金管，中诚信国际整理

值得关注的是，近年来宏观经济增速下滑，企业经营压力普遍上升，山东省内担保圈等问题仍未完全解决，省内信用环境不容乐观，在此背景下展业对公司风险控制和不良资产处置能力提出更高要求。同时，公司不良资产余额处于较高水平，其处置进度及对公司盈利的影响有待持续观察。

综合金融服务板块

公司差异化开展综合金融服务业务，2022 年公司主动压缩该板块业务规模，收入进一步下降，但现有综合金融服务业务对公司盈利贡献仍较高；行业和客户集中度较高，且在宏观经济底部运行、信用风险持续暴露的环境下，部分项目出现逾期，业务风险管理能力有待进一步提升。

公司在坚持以不良资产收购与处置为经营核心的同时，差异化开展综合金融服务业务，公司的综合金融服务业务开展模式包括基于不良资产的追加投资、债转股、股权投资、困难企业救助、资产证券化等。

具体来看，公司基于不良资产的追加投资业务主要针对一些行业成长性高、企业质地优良但短期内面临一定财务困境的企业，通过股权投资、债权转股权等方式获得相应股权资产，通过企业经营资产置换重组等方式提升股权价值，在股权退出后实现投资增值获取收益；对不良资产经营过程中发现的、存在价值提升空间的资产和存在短期流动性问题的企业进行债权投资，投资形式包括委托贷款、信托贷款等，为企业减轻债务负担、提供流动性支持，公司通过债权投资获取固定收益。对出现财务困难或经营危机的问题企业，公司综合运用债务重组、资产重组、企业重组、市场化债转股等专业技术手段，充分发挥不良资产收购功能等优势，帮助问题企业摆脱困境、盘活资产，同时公司在提供专业化服务过程中取得相应的固定收益或超额收益。股权投资主要是指

公司以自有资金参与上市公司定向增发，公司通过与银行、证券公司等中介结构合作获取的项目信息建立投融资项目库，以参与项目库中企业定向增发的形式进行投资支持。此外，担保措施方面，公司开展的综合金融服务业务一般会要求客户提供抵押，抵押物主要为不动产。

在宏观经济下行、房地产行业市场景气度不高及公司逐步回归不良资产主业的共同影响下，公司严控综合金融服务板块业务准入规则，主动压缩新增业务规模；同时随着部分存量项目的退出，近年来公司综合金融服务业务投资余额逐年下降。2022 年，公司综合金融服务业务新增投放 32.60 亿元，当期收回 37.42 亿元，截至 2022 年末，公司综合金融服务业务投资余额为 51.33 亿元，同比下降 8.60%，其中 49.23 亿元为固定收益类投资项目，2.10 亿元为股权类投资项目。在宏观经济下行、信用风险持续暴露的环境下，公司部分投资项目出现逾期或违约风险，2022 年公司针对综合金融板块业务计提减值准备 0.51 亿元。截至 2022 年末，公司对综合金融板块业务累计计提减值 3.51 亿元，其中，公司对部分出现逾期或违约风险的项目累计计提减值 1.61 亿元。目前公司已采取了诉讼财产保全措施。2023 年一季度，公司综合金融服务业务新增投放 11.89 亿元，当期回收 12.00 亿元，截至 2023 年 3 月末投资余额为 51.22 亿元，规模进一步下降。

表 5：近年来公司综合金融服务业务开展情况（金额单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023.03
当期投放金额	115.68	57.24	32.60	11.89
当期回收金额	92.45	95.22	37.42	12.00
当期末投资余额	94.14	56.16	51.33	51.22

资料来源：山东金管，中诚信国际整理

项目退出方面，公司主要通过被投资企业偿还借款、股权回购、并购等多种形式完成退出，在满足项目风险可控、收益可观的同时兼顾流动性需求。由于综合金融服务能够获取相对稳定的收益，对公司利润贡献度较大。但在当前金融监管政策趋严的环境下，公司综合金融服务业务面临一定的调整压力，对公司收入贡献有所下降。2022 年实现综合金融服务业务收入 3.33 亿元，同比下降 42.30%；2023 年 1~3 月实现综合金融服务业务收入 0.64 亿元，为 2022 年全年的 19.31%，收入贡献为 22.87%。项目集中度方面，截至 2023 年 3 月末，公司综合金融服务业务前 5 大投资项目投资余额 32.00 亿元，其中涉及房地产行业项目 3 个，金额合计 22.00 亿元，行业和单户集中度较高。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司综合金融服务业务前五大投资情况（金额单位：亿元）

投资标的	类别	投资余额	投资期限
项目 A	委托贷款	12.00	1.5 年
项目 B	委托贷款	6.00	2 年
项目 C	委托贷款	5.00	3 年
项目 D	委托贷款	5.00	2 年
项目 E	资金拆借	4.00	0.3 年
合计	--	32.00	--

资料来源：山东金管，中诚信国际整理

资产管理板块

公司围绕不良资产业务核心开展资产管理业务，跟踪期内资产管理业务收入有所下滑，但该业务板块对公司收入贡献仍较高。

公司资产管理业务主要为基金运营业务，公司基金业务由全资子公司山东汉裕资本管理有限公司（以下简称“汉裕资本”）和控股子公司鲁信资本管理有限公司（以下简称“鲁信资本”）负责运营。除基金管理业务外，公司资产管理业务还包括针对自金融机构及非金融机构收购的不良债权资产从接收开始的时效、保全等全过程进行分类管理，实现价值发现。依托公司专业化不良资产经营团队，可提供资产托管、企业托管、破产清算及重整、重组顾问及担任破产管理人等业务。随着公司逐步回归不良资产主业，2022 年公司资产管理业务板块实现收入 5.75 亿元，同比下降 24.51%，收入占比进一步下降至 18.14%，该板块业务收入对公司营业收入的贡献比例较高；2023 年一季度，资产管理业务板块实现收入 1.17 亿元，为 2022 年全年的 20.35%，对营业收入的贡献比例上升至 41.52%。

公司充分发挥地方政府与社会力量，与山东省主要地市平台公司、行业龙头企业发起设立地方金融稳定与产业转型基金。具体来看，公司通过组建“金融资产投资基金”、“企业重组发展基金”和“房地产重整基金”等基金，不断提升公司的专业化经营能力。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。

公司一方面以汉裕资本和鲁信资本作为基金管理人，通过对基金的运营管理，赚取基金管理费用，基金管理费收取标准为 0.3%~0.5%；另一方面以有限合伙人角色进行投资，获取收益分红。截至 2022 年末，公司已注册基金 74 支，基金认缴规模 637.00 亿元，实缴规模 190.49 亿元；公司基金出资余额为 82.95 亿元。截至 2023 年 3 月末，基金认缴规模为 657.00 亿元，实缴规模 184.22 亿元，公司基金出资余额为 81.85 亿元。

表 7：近年来公司设立基金情况（金额单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023.03
认缴规模	549.92	566.11	637.00	657.00
实缴规模	178.72	164.78	190.49	184.22

资料来源：山东金管，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，公司不良资产主业经营收入占比仍较高，经评估的不良资产公允价值变动损益增长及利息支出减少带动净利润大幅提升，盈利能力明显改善。受益于股东增资和利润积累，公司资本实力持续夯实，且公司财务杠杆合理，2022 年偿债指标有所改善，整体流动性风险较为可控。但随着业务规模的扩张，仍需加强资产负债及流动性管理。

跟踪期内，不良资产处置进度放缓以及压缩综合金融服务和资产管理业务规模，导致公司各业务板块收入均有所下降，但经评估后不良资产公允价值变动损益由负转正及利息支出减少，带动净利润大幅上升，盈利指标有所提升。

公司自成立以来，围绕不良资产收购与处置、综合金融服务和资产管理三大板块开展业务。2022

年，由于前期减值计提较为充分，2022 年经评估后的公允价值变动损益¹同比大幅增长，带动公司实现营业收入 31.73 亿元，同比大幅上升 72.84%。其中不良资产处置收入为 18.62 亿元，同比下降 47.09%，主要因市场环境影响下不良资产处置进度较慢，经不良资产评估后形成的公允价值变动损益为 1.91 亿元，较 2021 年大幅提升；其余主要为综合金融服务获取的固定收益、资产管理业务中基金运营业务取得的投资项目收益及管理费收入，2022 年度公司综合金融服务业务及资产管理业务收入进一步下滑，公司分别实现收入 3.33 亿元和 5.75 亿元，同比分别下降 42.30%和 24.51%，主要因公司收缩相关业务投放，存量资产规模下降导致收入下滑。此外，2022 年公司实现投资收益 20.20 亿元，较上年增长 3.15%，主要系公司收购恒丰银行股份增加权益法核算的长期股权投资所致。营业支出方面，由于债务规模下降，2022 年公司利息支出为 20.52 亿元，较上年下降 12.97%。受上述因素影响，2022 年公司实现净营业收入 31.19 亿元，同比大幅增加 17.01 亿元。

管理费用方面，公司费用主要来源于中介费、职工薪酬及诉讼费，受不良资产供给减少和同业竞争加剧影响，2022 年业务规模明显下降，业务及管理费也随之下降，2022 年公司发生业务及管理费用 4.49 亿元，同比下降 5.98%，由于公司净营业收入大幅增长，使得营业费用率较上年下降 19.28 个百分点至 14.41%。此外，公司严格按照监管要求，足额计提减值准备。2022 年公司计提信用减值损失 0.48 亿元，主要为债权投资减值损失。受上述因素共同影响，2022 年公司实现净利润 23.87 亿元，较上年大幅增加 13.51 亿元；实现综合收益总额 20.60 亿元，较上年大幅增加 11.03 亿元。同期平均资本回报率和平均资产回报率分别为 4.17%和 1.88%，较上年分别提升 2.01 个百分点和 1.09 个百分点，盈利指标有所改善。

2023 年以来，公司业务持续开展，一季度分别实现营业收入和投资收益 2.81 亿元和 5.95 亿元；同期发生财务费用 6.51 亿元、业务及管理费 0.25 亿元，最终实现净营业收入 2.31 亿元，净利润 2.05 亿元，营业费用率为 10.85%。

表 8：近年来公司盈利指标情况（单位：百万元、%）

	2020	2021	2022	2023.03
营业收入	2,818.26	1,835.59	3,172.56	281.19
投资收益	1,831.21	1,957.85	2,019.60	594.78
利息支出	(2,966.86)	(2,357.40)	(2,051.64)	(651.20)
净营业收入	1,691.73	1,418.47	3,118.70	231.42
业务及管理费	(472.06)	(477.94)	(449.37)	(25.11)
资产减值损失	(249.89)	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	0.00	(59.21)	(47.71)	3.21
营业利润	950.54	865.85	2,580.88	204.81
净利润	1,124.05	1,035.66	2,386.57	204.77
平均资本回报率	2.35	2.16	4.17	--
平均资产回报率	0.74	0.79	1.88	--
营业费用率	27.90	33.69	14.41	10.85

资料来源：山东金管，中诚信国际整理

跟踪期内，股权类投资增长带动资产规模小幅增长，公司仍以不良资产收购与处置业务及债权投资业务为主，项目风险整体可控，但不良资产业务清收难度较大，需关注宏观经济波动对资产质

¹ 公司为地方资产管理公司，对于商业化收购与分类处置的不良资产包，在初始确认时划分为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。自 2021 年起，因会计政策变更，该类资产重分类至交易性金融资产，相关资产计提公允价值变动损益计入主营业务收入。

量的影响。受益于股东增资与利润留存，2022 年以来公司权益规模增长较为明显，资本实力进一步夯实。

从公司的资产结构来看，公司主要资产为货币资金、交易性金融资产、债权投资、长期股权投资、其他非流动资产等。截至 2022 年末，公司货币资金为 39.84 亿元，较上年末下降 11.91%，在资产总额中占比为 2.95%，其中其他货币资金（主要为通知存款）同比减少 51.55%至 9.95 亿元，主要因为公司偿还部分债务所致。

交易性金融资产主要为收购的不良资产包以及少量股票定增业务。截至 2022 年末，交易性金融资产为 475.14 亿元，较年初下降 11.50%，在资产总额中占比为 35.24%，主要由于 2022 年不良资产处置规模大于新增规模。2022 年公司经评估的不良资产公允价值变动由负转正，为 1.91 亿元，但由于资产包的清收处置期限相对较长，存在一定的变现风险，同时考虑到不良资产的特殊属性，以及不良资产的逆周期性，公司不良资产公允价值变动较大，不良资产质量变化情况值得关注。

债权投资包括公司收购的部分不良资产包、综合金融服务板块中的债权投资业务（委托贷款、信托贷款）和部分资产管理业务；公司按照预期信用损失法对债权投资计提减值准备。截至 2022 年末，公司债权投资为 60.90 亿元，同比下降 20.32%，计提减值准备为 0.62 亿元；其他流动资产项下的持有的 1 年以内（含 1 年）的债权投资为 48.06 亿元，同比增长 46.11%，计提减值准备为 4.97 亿元；一年内到期的非流动资产项下的 1 年内到期的债权投资为 44.98 亿元，同比下降 11.61%，计提减值准备为 0.46 亿元。

公司长期股权投资主要为对联营企业投资，截至 2022 年末，长期股权投资余额为 473.71 亿元，较年初增加 13.54%，主要系两方面：一是 2022 年公司在山东金融资产交易中心有限公司以摘牌方式取得富国基金管理有限公司 16.675%股权，其股权变更于 2022 年 11 月 25 日经中国证券监督管理委员会核准，并于 2022 年 12 月 28 日完成交割；二是追加投资恒丰银行 2.46 亿元，在资产总额中占比为 35.13%。长期股权投资中，85.71%为公司对联营企业恒丰银行的股权投资。截至 2022 年末，恒丰银行资产总额 13,315.95 亿元，负债总额 12,042.97 亿元，归属于母公司所有者权益 1,267.78 亿元；2022 年恒丰银行实现营业收入 251.20 亿元，净利润 67.31 亿元。

公司其他非流动资产主要为股权类投资，截至 2022 年末，其他非流动资产为 174.53 亿元，较上年末大幅增加 171.28 亿元，在资产总额中占比为 12.95%。

截至 2022 年末，公司投资性房地产同比增加 11.98 亿元至 15.62 亿元，在资产总额中占比为 1.16%，主要是自有房屋建筑物和部分抵债资产转入所致。

截至 2023 年 3 月末，公司资产总额小幅增长，主要系货币资金及长期股权投资较年初有所增长，其中货币资金较年初增加 19.38 亿元，主要为公司一季度发债融资和不良资产处置收回现金共同影响所致；长期股权投资较年初增加 7.08 亿元，主要系权益法核算的恒丰银行的股权投资增加所致。

权益方面，公司成立时注册资本为 10.00 亿元，为了支持公司业务的快速增长，股东对其进行多次增资，资本充足水平显著提升。根据公司 2022 年第二次临时股东大会决议，公司采用非公开协

议交易方式按照 1.3504 元/股的价格定向发行 120.58 亿股 C 类²股股份，其中：增加注册资本人民币 120.58 亿元，增加资本公积人民币 42.25 亿元。新增股份分别由山东省鲁信投资控股集团有限公司（以下简称“鲁信集团”）认缴 90.96 亿元、山东省财金投资集团有限公司认缴 29.62 亿元。完成本次增资扩股后，公司注册资本由年初 366.39 亿元增至 486.97 亿元，资本公积由年初的 102.08 亿元增至 144.33 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司实收资本和资本公积较年初均保持不变，分别为 486.97 亿元和 144.33 亿元，股东权益为 666.00 亿元，资本资产比率为 48.41%。此外，从母公司口径来看，截至 2023 年 3 月末，母公司口径长期股权投资为 496.74 亿元，母公司口径双重杠杆率较年初基本持平为 74.93%。

表 9：近年来公司资本结构（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023.03
总资产	1,421.14	1,192.47	1,348.28	1,375.61
货币资金	139.41	45.22	39.84	59.21
交易性金融资产	662.08	536.87	475.14	471.29
债权投资	85.71	76.43	60.90	52.67
长期股权投资	395.35	417.21	473.71	480.78
其他非流动资产	2.45	3.25	174.54	174.51
经调整的所有者权益合计	476.39	482.72	662.88	666.00
实收资本	366.39	366.39	486.97	486.97
资本公积	102.08	102.08	144.33	144.33
未分配利润	3.53	8.23	24.51	26.58
总资本化率（%）	65.76	58.47	49.87	50.68
双重杠杆率（母公司口径）（%）	85.66	88.95	74.21	74.93

资料来源：山东金管，中诚信国际整理

跟踪期内，总债务有所波动，但财务杠杆处于合理水平且短期债务占比呈下降态势，高流动性资产对短期债务的覆盖能力持续提升，加之公司融资渠道较为畅通，偿债指标总体表现良好。但随着业务规模的持续扩张，公司仍需加强资产负债及流动性管理。

截至 2022 年末，公司高流动性资产为 43.49 亿元，主要包括非受限的货币资金和国债逆回购，占总资产比重同比下降 1.14 个百分点至 3.23%。截至 2023 年 3 月末，公司高流动性资产总额为 69.23 亿元，占资产总额的比重为 5.03%，较年初上升 1.80 个百分点。

截至 2022 年末，公司总债务为 659.52 亿元，同比小幅下降 2.99%，占总负债的比例为 96.22%，其总债务中专项借款为 300.00 亿元，占总债务的 45.53%，其中一年内到期的专项借款金额为 100.00 亿元，随着不良资产包处置难度加大，需关注未来还款情况；公司短期债务为 211.61 亿元，同比下降 38.35%，占总债务的比重为 32.09%，较上年下降 18.40 个百分点。同期末高流动性资产/短期债务为 20.55%，同比上升 5.39 个百分点，高流动性资产对短期债务的覆盖能力有所提升，主要系短期债务减少所致。截至 2023 年 3 月末，公司总债务为 684.38 亿元，较上年末有所增长，其中公司短期债务为 225.41 亿元，占总债务的比重为 32.94%。同期末，由于货币资金增加，高流动性资产对短期债务的覆盖倍数提升，仍处于较低水平，但公司融资渠道通畅，债务接续压力不

² 根据公司章程规定，公司 A 类和 B 类股按照特定的股息率参与公司的利润分配，领取公司规定的股息后不参与公司的剩余利润分配。其中 A 类股息率为 2.25%；B 类股息率为上一年度 12 月 31 日中国人民银行 1 年期基准贷款利率。A 类及 B 类股东分别放弃对除公司合并、分立、解散、清算、变更公司形式或者修改章程中涉及 A 类、B 类股有关事项，以及 A 类、B 类股股份转换为 C 类股股份之外的其他职权的表决权，且享有较 C 类股权更优先的税后利润的分配顺序；C 类股权能够行使公司章程规定的全部职权，并有权获配至少 50% 的剩余股利。

大，流动性风险可控。

目前公司的融资渠道主要为银行借款、直接融资及非标融资。公司与国有四大银行、主要股份制银行、山东省地方性银行以及国开行等政策性银行均建立了稳定的信贷业务关系，截至 2023 年 3 月末，公司在各家商业银行的授信总额为 599.14 亿元，已使用授信额度为 310.15 亿元，未使用授信额度 288.99 亿元，授信余额较为充足。直接融资方面，公司积极开拓交易所市场的公募、私募公司债券以及银行间市场的中期票据、超短期融资券等融资渠道，2022 年新发行 3 期超短期融资券和 2 期公司债券，2023 年一季度新发行 1 期超短期融资券和 2 期公司债。截至 2023 年 3 月末，公司债券余额 135.00 亿元。此外，公司亦与保险资金对接，未来将获得长期资金支持，有利于降低不良资产处置进度的不确定性对公司流动性产生的影响。

表 10：截至 2023 年 3 月末公司债务构成情况（金额单位：亿元）

项目	金额	1 年以内到期	1 年以上到期
金融机构借款	249.38	65.41	183.98
应付债券	135.00	60.00	75.00
长期应付款	300.00	100.00	200.00
债务合计	684.38	225.41	458.98

注：1、金融机构借款含银行借款、信托融资和租赁负债；2、由于四舍五入导致单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源：山东金管，中诚信国际整理

从资产负债匹配来看，资产管理行业普遍具有高负债经营的特点，近年来公司业务发展较快，但能及时获得股东增资，加之留存收益的积累，资产负债率持续下降。截至 2022 年末，公司资产负债率为 50.84%，较年初下降 8.68 个百分点；公司总资本化率为 49.87%，较年初下降 8.61 个百分点。财务杠杆有所下降。截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 51.59% 和 50.68%，较年初均有小幅上升。公司业务规模的持续拓展和融资需求的不断扩大将对公司流动性管理及资产负债管理提出更高要求。

此外，公司利润总额依然是 EBITDA 的主要构成。2022 年，债务规模下降导致利息支出减少，同时利润总额增长带动 EBITDA 显著增加，推动 EBITDA 对利息的保障能力进一步提升，公司偿债指标好转。

表 11：近年来公司流动性及偿债能力指标

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动净现金流（亿元）	192.80	171.77	70.37	10.13
投资活动净现金流（亿元）	(7.44)	(3.22)	(202.68)	(0.01)
筹资活动净现金流（亿元）	(142.86)	(263.08)	121.01	18.63
高流动性资产/总资产（%）	10.28	4.36	3.23	5.03
高流动性资产/短期债务（%）	47.28	15.16	20.55	30.72
短期债务/总债务（%）	33.76	50.49	32.09	32.94
资本资产比率（%）	33.52	40.48	49.16	48.41
资产负债率（%）	66.48	59.52	50.84	51.59
EBITDA（亿元）	39.27	32.52	47.00	--
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.32	1.38	2.29	--

资料来源：山东金管，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司无受限资产。

或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保。诉讼、仲裁事项方面，截至 2023 年 3 月末，公司涉及 1 笔未决诉讼，涉及金额 2.49 亿元，公司诉讼、仲裁事项涉案金额合计相对较小，预期不会对公司业务经营、财务状况及偿债能力产生重大影响。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2023 年 5 月 15 日，公司银行借款和其他债务均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

调整项

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司保持地方资产管理公司的领先地位，聚焦不良资产经营主业，积极探索多元不良资产处置模式，强化资源整合，打造资产管理综合平台。同时制定了严格的内控制度和业务流程，目前治理结构健全且内控体系完善；公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险无负面影响。

环境方面，公司为金融行业，基本无环境风险，目前尚未受到环境方面的监管处罚。

社会方面，公司所提供的产品或服务未发生质量事故，目前尚未受到监管处罚。

治理方面，公司按照《公司法》及现代企业制度要求，不断完善公司法人治理结构，制定了《公司章程》并建立了由董事会、监事会、经营层组成的治理结构体系；同时构建了较为完善的制度体系，规范各项议事规则和程序，形成科学有效的职责分工和制衡机制。股东大会是公司的最高权力机构，董事会作为股东大会的执行机构，对股东大会负责。根据《公司法》、《公司章程》相关规定，公司董事会设有 9 名董事，其中包括 6 名董事、3 名独立董事，未设执行董事、职工董事⁴。董事会下设战略委员会、风险管理与关联交易审查委员会、审计与监督委员会、提名与薪酬管理委员会等四个专门委员会，各委员会对董事会负责。监事会对股东大会负责，由 7 名监事组成，其中包括 3 名职工监事和 4 名非职工监事⁵，主要对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。从高级管理层来看，公司设总经理、副总经理、首席风险官和首席财务官，并根据实际情况增设其他高级管理人员。公司依照相关法规和自身业务需求，制定了较为完善的公司治理制度，包括财务会计管理、风险控制制度和重大事项决策制度等，针对各业务领域的不同特点制定了严格的内部控制制度和业务流程，对公司重大事项进行决策和管理。战略规划方面，公司以“打造成为地方不良资产经营的领先者，具有竞争优势的特色金融企业”为愿景，保持地方资产管理公司的领先地位。以“防范化解区域金融风险、提供差异化的资产管理服务、创造可持续的资本回报、构建共同成长的发展平台”为使命，通过提升不良资产处置能力，探索可持续商业盈利模式，实现做优做大做强。具体来看，一是积极探索多元不良资产处置模式，推动业务结构从“资金驱动”向“资金+服务”驱动转型；二是积极培育特殊机遇股权投资业务及特殊机遇物权业务；三是加快省外展业步伐，把握区外不良资产增长红利；四是围绕山东金融资产打造不良资产

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

⁴ 截至报告出具日，公司董事会共有 7 名董事任职，其中包括 4 名董事、3 名独立董事。对于存在的董事缺位情况，公司将协调股东单位落实相关人选，尽快依照法定程序完善治理结构，以满足相关法律及公司治理要求。

⁵ 2022 年 10 月，一名监事由于工作原因向公司监事会提出辞职申请，监事会批准同意。截至报告出具日，公司监事共 6 名，低于公司章程规定的监事人数，公司已建立完善的内控管理制度，监事缺位未对公司正常生产经营造成不利影响。对于存在的监事缺位情况，公司将协调股东单位落实相关人选，尽快依照法定程序完善治理结构，以满足相关法律及公司治理要求。

经营六大“生态圈”；五是围绕全生命周期资产开展投资，打造全生命周期资产经营。

外部支持

作为山东省最早经营不良资产收购与处置业务的地方资产管理公司，在资本注入、业务拓展及融资等多个方面得到控股股东的有力支持。

公司是经山东省人民政府批准设立、原中国银监会批准的地方资产管理公司。作为在山东省全省范围内最早经营不良资产收购与处置业务的地方资产管理公司，公司承担着维护山东金融系统稳定，防范和化解区域金融风险的重要使命。在股东支持、项目获取、融资渠道和人才聚集等方面有着得天独厚的优势。

公司控股股东鲁信集团为山东省财政厅下属企业，截至 2023 年 3 月末，直接持有公司 82.09% 股权。鲁信集团成立于 2002 年 1 月 31 日，初始注册资本为 115.00 亿元人民币，截至 2023 年 3 月末，注册资本为 312.00 亿元，鲁信集团是经山东省人民政府批准而整合组建的一家大型国有投资控股公司。按照国家和地区的经济发展战略、产业政策和区域经济布局政策，该公司不断加强对经营性国有资产的运营，实现国有资产的保值增值，增强核心竞争力。经过多年发展，鲁信集团通过投资新建或参股、控股子公司，对外扩展业务范围，已经成为以基础设施、创业投资、金融服务为主营业务的大型国有投资控股公司。截至 2022 年末，鲁信集团总资产为 1,925.39 亿元，净资产为 770.39 亿元；2022 年鲁信集团实现营业总收入 123.05 亿元，净利润 18.89 亿元。截至 2023 年 3 月末，鲁信集团总资产为 1,962.55 亿元，净资产为 774.39 亿元；2023 年 1~3 月鲁信集团实现营业总收入 22.54 亿元，净利润 5.70 亿元。

此外，公司其他股东涵盖了山东省主要省属骨干国有企业和重要区域国有龙头企业，股东背景较强，在资本注入、业务资源培育等方面能够给予公司较多支持。得益于股东背景优势和本土信息优势，公司较易受到区域内地方法人金融机构的信任，已逐步与省内多家银行建立起常态化的业务联系机制，在区域项目获取上优势明显，在处理不良资产时也较易获得地方政府的支持，中诚信国际将此支持因素纳入本次评级考虑。

同行业比较

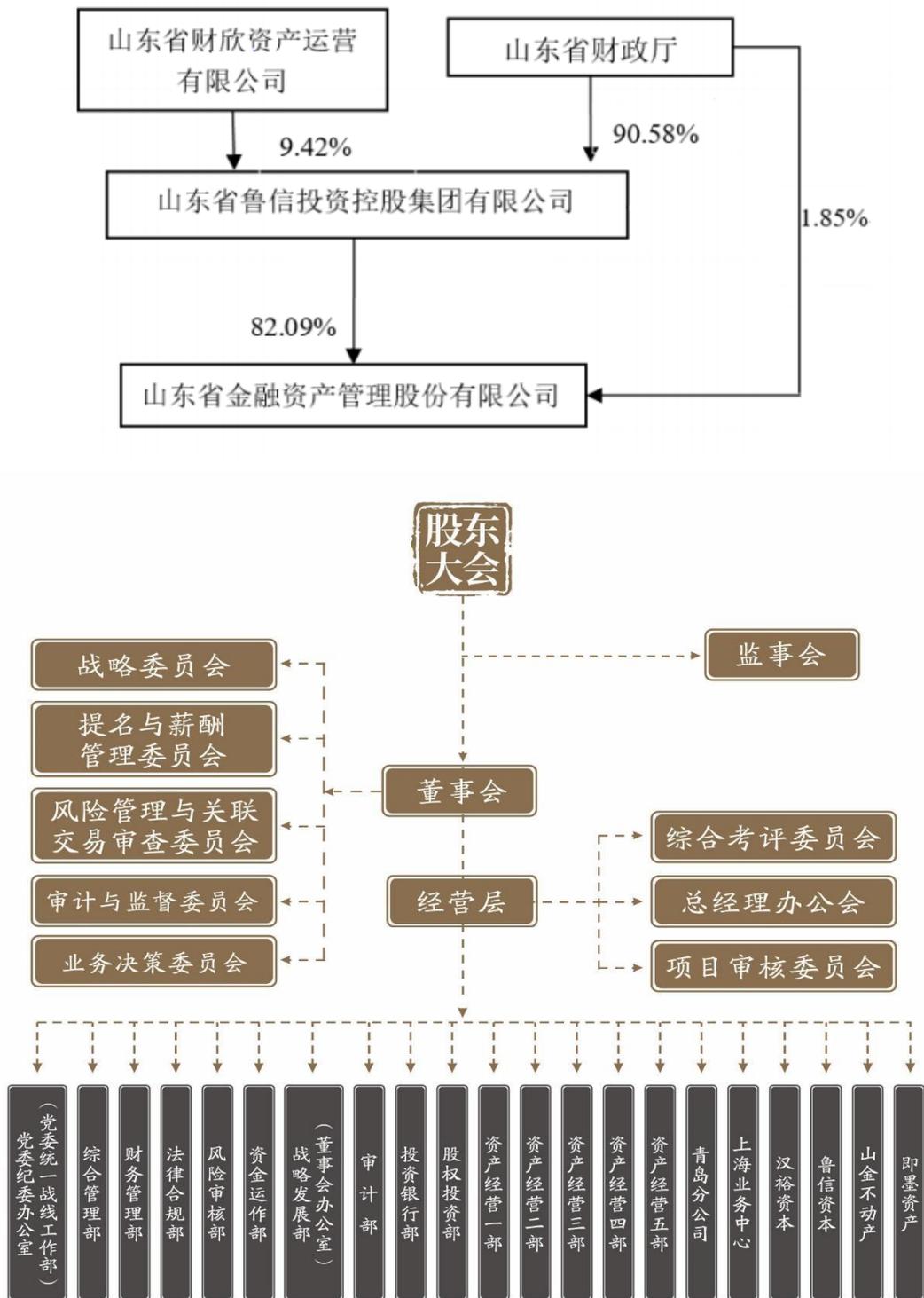
中诚信国际选取了“浙商资产”和“广州资产”作为山东金管的可比公司，上述两家公司与公司在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，首先，山东省不良资产经营环境与广东省及浙江省相近，山东金管与上述公司均为地方国资委实际控制的最重要的地方持牌 AMC 主体，当地政府对它们均有较强的支持意愿。其次，山东金管的经营实力高于浙商资产和广州资产，且三家企业在所属省内不良资产行业均具有很强的竞争优势。最后，从财务风险来看，山东金管资产和权益规模大幅高于可比公司，在同业中亦处于领先水平，整体资本实力很强，盈利能力尚可，财务杠杆适中，EBITDA 对利息覆盖能力处于中上水平；同时债券市场认可度较高，可用银行授信较充足，再融资能力很强。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持山东省金融资产管理股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 鲁金 01”、“22 鲁金 01”、“22 鲁金 02”、“23 鲁金 01”和“23 鲁金 02”的信用等级为 **AAA**。

附一：山东省金融资产管理股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：山东省金融资产管理股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：百万元）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	13,940.59	4,522.01	3,983.66	5,921.21
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	--	--	--	--
交易性金融资产	66,208.25	53,686.98	47,513.60	47,128.50
债权投资	8,571.19	7,643.09	6,090.10	5,267.24
一年内到期的非流动资产	6,779.47	5,088.27	4,497.74	5,378.69
其他流动资产	5,643.71	4,402.40	5,261.64	5,677.27
长期股权投资	39,535.11	41,721.06	47,370.58	48,078.10
其他应收款	4.31	97.92	39.28	57.89
资产总计	142,114.37	119,246.53	134,828.44	137,561.46
长期应付款	40,000.00	20,000.00	20,000.00	20,000.00
其他应付款	2,144.09	2,301.46	2,051.74	1,993.91
短期债务	30,900.22	34,326.48	21,160.89	22,540.50
长期债务	60,621.13	33,662.09	44,791.51	45,897.52
负债合计	94,474.97	70,974.16	68,540.91	70,961.40
少数股东权益	110.27	121.68	121.59	119.96
股东权益合计	47,639.41	48,272.37	66,287.53	66,600.06
营业收入	2,818.26	1,835.59	3,172.56	281.19
利息支出	(2,966.86)	(2,357.40)	(2,051.64)	(651.20)
投资收益	1,831.21	1,957.85	2,019.60	594.78
净营业收入	1,691.73	1,418.47	3,118.70	231.42
营业利润	950.54	865.85	2,580.88	204.81
税前利润	950.54	866.02	2,590.91	204.81
净利润	1,124.05	1,035.66	2,386.57	204.77
综合收益总额	434.64	956.36	2,059.80	312.52
EBITDA	3,927.48	3,252.06	4,700.38	--
经营活动产生的现金流量净额	19,279.57	17,177.33	7,037.29	1,012.75
投资活动产生的现金流量净额	(743.97)	(322.20)	(20,267.80)	(1.20)
筹资活动产生的现金流量净额	(14,285.70)	(26,308.04)	12,101.17	1,862.87
财务指标（%）	2020	2021	2022	2023.03
税前利润/平均总资产	0.63	0.66	2.04	--
所得税/税前利润	(18.25)	(19.59)	7.89	0.02
平均资本回报率	2.35	2.16	4.17	--
平均资产回报率	0.74	0.79	1.88	--
营业费用率	27.90	33.69	14.41	10.85
资本资产比率	33.52	40.48	49.16	48.41
双重杠杆率（母公司）	85.66	88.95	74.21	74.93
短期债务/总债务	33.76	50.49	32.09	32.94
高流动性资产/总资产	10.28	4.36	3.23	5.03
高流动性资产/短期债务	47.28	15.16	20.55	30.72
总资本化率	65.77	58.48	49.87	50.68
资产负债率	66.48	59.52	50.84	51.59
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	1.32	1.38	2.29	--

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
盈利能力与效率	净营业收入	营业收入+公允价值变动收益+投资收益+资产处置收益+其他收益-营业成本-财务费用
	营业费用率	业务及管理费用/净营业收入
	平均资本回报率	净利润/[当期末净资产+上期末净资产]/2]
	平均资产回报率	净利润/[当期末资产总额+上期末资产总额]/2]
	不良资产经营收入占比	(不良资产经营净收益+利息、投资收益及其他项目中的不良资产经营收入)/营业收入
资本结构	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	短期债务	短期借款+短期债券+拆入资金+一年内到期的卖出回购款项+一年内到期的长期借款+其他短期债务+同业及其他金融机构存放款项+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+向中央银行借款+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	总负债/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
流动性及偿债能力	高流动性资产	货币资金+对央行的债权+对同业的债权+交易性金融资产中高流动性部分+以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产中高流动性部分+其他资产调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn