信用评级公告

联合〔2022〕4915 号

联合资信评估股份有限公司通过对中静新华资产管理有限公司的信用状况进行跟踪分析和评估，确定中静新华资产管理有限公司主体长期信用等级为 AA，“16 中静 02”信用等级为 AA，评级展望为发展中。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

中静新华资产管理有限公司
公开发行公司债券 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中静新华资产管理有限公司	AA	发展中	AA	稳定
16 中静 02	AA	发展中	AA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 中静 02	9.00 亿元	9.00 亿元	2022/8/24

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2022 年 6 月 24 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202204

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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
--				--

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对中静新华资产管理有限公司（以下简称“中静新华”或“公司”）的跟踪评级反映了公司作为一家规模较大的专业股权投资企业，目前仍以对徽商银行股份有限公司（以下简称“徽商银行”）的投资为主；2021 年，徽商银行经营情况良好，继续为公司带来较好的投资收益，受益于此，公司盈利规模有所增长，资产质量较好。跟踪期内，“16 中静 02”的质押物完成质押登记手续，对保障“16 中静 02”到期偿付具有一定的增信作用。

联合资信也关注到股权投资行业固有风险较高，公司投资标的集中度很高，徽商银行股权交易引发了多起重大诉讼，且公司自身资产流动性较弱，财务现金流偏紧，2022 年存在债务集中兑付压力等因素可能对公司产生的不利影响。

未来随着徽商银行交易相关诉讼的推进、公司重新出售徽商银行股权交易的推进，公司投资组合将有所变化，需持续关注徽商银行交易进展及公司其他投资情况。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“16 中静 02”的信用等级为 AA，评级展望为发展中。

优势

1. **核心投资标的徽商银行整体发展较好，为公司带来良好投资收益。**2020 年，公司终止了对核心投资标的徽商银行的股权转让交易，但目前公司仍以对徽商银行的投资为主；2021 年，徽商银行整体发展较好，盈利能力处于城商行行业中上游水平，继续为公司带来较好的投资收益。
2. **债券质押物完成质押登记手续。**2020 年，“16 中静 02”新增了由公司控股股东上海中静安银投资有限公司提供连带责任保证担保和 10.00 亿元债权资产质押的增信措施，相关质押物已于 2022 年 3 月完成质押登记，增信措施对保障“16 中静 02”到期偿付具有一定的积极作用。

分析师： 卢芮欣
张晨露
邮箱： lianhe@lhratings.com
电话： 010-85679696
传真： 010-85679228
地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

关注

1. **股权投资行业固有风险较高。**由于公司所处的股权投资行业固有风险较高，公司业务经营易受宏观经济环境和国家相关政策影响，营业收入和利润存在较大波动性。
2. **投资组合集中度很高，且核心投资标的涉及多起重大诉讼。**目前公司投资仍主要集中在徽商银行，公司经营业绩易受徽商银行经营情况变化的影响；同时，因转让徽商银行股权事项引发了多起重大诉讼，后续诉讼进展及对公司的影响有待观察，且出售成功后公司置换的新投资标的未知，未来经营方向的不确定性较大。
3. **现金流紧张，且短期偿债压力大。**公司整体现金流紧张，同时资产受限金额大，对关联方的应收款项占资产比重较大，其他应收款中 10.00 亿元债权的回款也因涉诉存在不确定性，整体资产流动性较弱。“16 中静 02”将于 2022 年 8 月到期，公司拟通过推进重新出售徽商银行股权交易并收取约定的全部或部分股权转让价款、通过再融资获取资金、引入外部战略投资人提供资金、出售其他资产并酌情清收往来款回笼资金等方式筹措债券兑付资金，但上述筹措方案目前均未实质落地，需关注偿债资金的到位情况。

主要财务数据：

发行人（合并口径）		
项目	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	157.72	172.66
所有者权益(亿元)	73.53	81.68
全部债务(亿元)	29.92	30.79
短期债务(亿元)	10.86	29.63
营业总收入(亿元)	12.21	13.27
利润总额(亿元)	7.80	8.48
EBITDA(亿元)	10.36	11.17
筹资前净现金流(亿元)	10.90	5.00
营业利润率(%)	65.42	66.04
净资产收益率(%)	11.10	10.93
资产负债率（%）	53.38	52.70
全部债务资本化比率(%)	28.92	27.38
流动比率(%)	51.85	38.40
全部债务/EBITDA(倍)	2.89	2.76
EBITDA 利息倍数(倍)	4.24	4.42
发行人（公司本部/母公司）		
项目	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	111.99	116.45
所有者权益(亿元)	46.34	45.32
全部债务(亿元)	8.99	9.44
营业收入(亿元)	2.85	3.28
利润总额(亿元)	0.71	0.21
净资产收益率(%)	1.54	0.82
资产负债率（%）	58.62	61.09
全部债务资本化比率(%)	16.24	17.24
流动比率(%)	100.19	78.04
全部债务/EBITDA(倍)	6.02	8.42
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	1.29
担保方（合并口径）		
项目	2020 年	2021 年
资产总额(亿元)	171.11	186.05
所有者权益(亿元)	86.93	95.07
营业总收入(亿元)	12.21	13.27
利润总额(亿元)	7.80	8.47
EBITDA(亿元)	10.36	11.16
净资产收益率(%)	9.33	9.31
资产负债率（%）	49.20	48.90

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据除非特别说明均为合并口径

资料来源：公司和担保方财务报告，联合资信整理

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
16 中静 02	AA	AA	稳定	2021-06-24	卢芮欣 张晨露	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（打分表）V3.0.201907	阅读全文
16 中静 02	AA	AA	稳定	2016-06-03	周 旭 陈 凝	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）（2015 年 4 月）	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受中静新华资产管理有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

中静新华资产管理有限公司
公开发行公司债券 2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中静新华资产管理有限公司（以下简称“中静新华”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司成立于 2003 年，初始注册资本 1.00 亿元，曾用名上海新华担保有限公司、休宁新华担保有限公司，2015 年更为现名。经多次股权转让及增资，截至 2021 年末，公司注册资本 28.75 亿元，控股股东为上海中静安银投资有限公司（以下简称“中静安银”），持股 58.61%，实际控制人是上海宋庆龄基金会。截至 2021 年末，股东所持公司股权无质押。

公司经营范围：企业投资管理；企业管理，企业并购及资产重组策划；项目投资咨询，经济信息咨询，商务信息咨询，市场信息咨询与调查，资产经营，实业投资，投资咨询，技术咨询，技术服务（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）。

截至 2021 年末，公司合并范围内有一级子公司 9 家，较上年末无变化；公司设有总经理办公室、行政人事部、投资部、金融投资管理部、内审部和财务部等部门；公司合并口径共有员工 64 人，较上年末增加 5 人。

截至2021年底，公司资产总额172.66亿元，所有者权益81.68亿元（含少数股东权益1.87亿元）；2021年，公司实现营业收入13.27亿元，利润总额8.48亿元。

公司注册地址：安徽省黄山市休宁县海阳镇北远台；法定代表人：GAO YANG。

三、本次跟踪债券概况

本报告跟踪债券具体情况见下表，募集资金已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。2020年8月，在“16中静02”行权期内，投资者债券回售金额为5.4525亿元，债券剩余存续部分票面利率由6.50%调整为8.50%。2020年9月，“16中静02”债券被回售部分完成全额转售。

2020年，“16中静02”新增了增信机制。2020年8月，经“16中静02”债券2020年第一次债券持有人会议表决通过，①“16中静02”原无担保，变更为由公司控股股东中静安银提供连带责任保证担保，中静安银已向“16中静02”的受托管理人北京市中伦律师事务所（以下简称“中伦律所”）出具了正式的担保函。②新增由上海中静远东国际贸易有限公司（以下简称“中静远东”）以其对芜湖隆耀实业有限公司（以下简称“芜湖隆耀”）的10.00亿元债权（以下简称“标的债权”）为“16中静02”提供质押担保，标的债权的质押登记手续已于2022年3月办理完成。（参见本报告质押物分析部分）。

表 1　本次跟踪债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
16 中静 02	9.00	9.00	2016/8/24	4+2 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，

政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2　中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪

[1]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

五、行业环境

公司主营业务为股权投资，利润主要来源于项目投资收益，主要投资项目是徽商银行股份有限公司（以下简称“徽商银行”）；公司利润受股权投资行业和商业银行行业发展影响较大。

1. 股权投资行业

2019 年以来，受宏观经济和资管新规等政策影响，私募股权市场募资受到了一定影响，2021 年私募监管政策密集出台，对私募基金的规范发展提出进一步要求。

2019 年以来，科创板注册制实施落地、保险资金开展股权投资范围取消限制、新三板建立精选层和转板上市机制、两类基金多层嵌套适度放

开、新证券法修订注册制落地、再融资新规松绑等一系列重磅政策组合出台，对中国资本市场影响重大，体现了政策的一致性，表现了监管层希望企业加强直接融资，突出市场在资源配置中起决定作用的决心，私募股权市场迎来新的发展机遇。2021 年私募监管政策密集出台，对私募基金的规范发展提出进一步要求。具体来看，私募监管政策主要对管理人名称、经营范围、信息披露、登记注册、处理纠纷问题等方面进行规范。

截至 2021 年末，中国私募基金管理人共有 2.46 万个，管理基金数量 12.44 万只，管理基金规模 19.78 万亿元，较 2020 年末增加 3.80 万亿元，同比增长 23.81%。私募证券投资基金、私募股权和创投基金规模分别达 6.13 万亿元和 12.79 万亿元，其中，证券类私募规模相较比去年同期增长 62.5%，私募股权和创新基金规模位居世界第二。试点注册制以来，超过八成的科创板上市公司、超过六成的创业板上市公司都获得过私募股权和创投基金支持。2021 年全年 VC/PE 市场新成立基金共计 9350 支，同比上升 70.53%。投资方面，2020 年 VC/PE 市场共发生投资 9171 起，同比上升 17%，投资案例规模 2330 亿美元，市场整体回温。2021 年，共有 613 家中企实现 IPO 上市，其中 415 家上市公司身后有 VC/PE 机构背景，渗透率为 67.70%，处于近十年峰值。得益于环境、社会和公司治理（ESG）正相关性，2020 年，ESG 领域吸引了越来越多投资者的兴趣和注意力；2021 年，近两年热度高涨的赴美 IPO 计划在下半年逐渐降温。

2. 商业银行行业

（1）行业概况

商业银行资产规模增速放缓，资产及信贷结构进一步优化。2021 年，随着我国经济运行稳定恢复，商业银行资产规模保持增长，但受房地产和城投平台融资环境收紧等因素影响，贷款增速的放缓带动整体资产增速略有放缓。从资产结构来看，全国性大型银行资产端各项资产占比基本保持稳定，而中小银行在政策引导下，贷款占比持续上升，资产结构进一步优化；贷款结构方面，商业银行信贷投放向制造业和普惠小微企业等领域倾斜，信贷资产结构趋于优化。截至 2021 年末，我国商业银行资产总额 288.59 万亿元，较上年末增长 8.58%；负债总额 264.75 万亿元，较上年末增长 8.26%（见表 3）。

表 3 商业银行主要财务数据

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
资产总额（万亿元）	196.78	209.96	239.49	265.79	288.59
负债总额（万亿元）	182.06	193.49	220.05	244.54	264.75
不良贷款额（万亿元）	1.71	2.03	2.41	2.70	2.85
不良贷款率（%）	1.74	1.83	1.86	1.84	1.73
拨备覆盖率（%）	181.42	186.31	186.08	184.47	196.91
净息差（%）	2.10	2.18	2.20	2.10	2.08
净利润（万亿元）	1.75	1.83	1.99	1.94	2.18
资产利润率（%）	0.92	0.90	0.87	0.77	0.79
资本利润率（%）	12.56	11.73	10.96	9.48	9.64
存贷比（%）	70.55	74.34	75.40	76.81	79.69
流动性比例（%）	50.03	55.31	58.46	58.41	60.32
资本充足率（%）	13.65	14.20	14.64	14.70	15.13
一级资本充足率（%）	11.35	11.58	11.95	12.04	12.35
核心一级资本充足率（%）	10.75	11.03	10.92	10.72	10.78

数据来源：中国银行保险监督管理委员会，联合资信整理

商业银行信贷资产质量稳步改善，拨备覆盖率有所提升。2021 年，随着企业有序复工复产恢复经营，叠加不良贷款处置力度的加大，商业银行不良贷款规模增幅明显减小，且随着贷款总额的较快增长，商业银行不良贷款率以及关注类贷款占比均较上年末有所下降，且不良贷款率已连续五个季度保持下降趋势，信贷资产质量稳步改善，面临的信用风险可控。截至 2021 年末，商业银行不良贷款率为 1.73%，关注类贷款占比 2.31%，分别较上年末下降 0.11 和 0.26 个百分点。另一方面，疫情以来，监管部门多次鼓励金融机构通过展期和续贷等方式加大对企业的支持，但普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持政策已于 2021 年 12 月 31 日到期，由于不良贷款率指标具有一定的滞后性，需持续关注未来商业银行的信贷资产质量变动情况。从拨备情况来看，2021 年，商业银行仍保持较大的贷款减值准备计提力度，拨备覆盖率有所上升。截至 2021 年末，商业银行拨备覆盖率 196.91%，较上年末上升 12.44 个百分点，风险抵补能力增强。

非信贷类资产面临的信用风险有所上升，相关资产质量变化情况值得关注。随着“包商事件”打破同业刚兑以及部分非银金融机构风险暴露，商业银行同业资产面临的信用风险有所上升。另一方面，近年来商业银行投资资产配置向债券等标准化资产倾斜，信托及资管计划等非标投资占比有所压降，但仍有一定规模底层资金投向制造业、房地产和批发及零售业等行业的信贷类资产，随着宏观经济增速放缓叠加新冠疫情的爆发，以及房地产行业监管政策的收紧，上述企业抗风险能力和经营状况出现不同程度的恶化，导致部分非标资产形成逾期；同时，债券市场违约率上升亦对商业银行投资风险管理带来一定压力，商业银行投资资产质量变化情况需持续关注。

净息差收窄幅度得到控制，且随着资产质量改善，净利润同比增速回升，整体盈利水平有所提升。2021 年以来，在疫情反复的背景下，监管不断强调金融机构让利于实体，为受疫情影响的小微企业提供减费让利的金融支持，引导贷款利率下行；同时，1 年期和 5 年期以上 LPR 下行引导实际贷款利率进一步下降，2021 年 12 月贷款加权平均利率降至 4.76%。受贷款利率下行、疫情背景下中小企业延期还本付息等因素影响，商业银行资产端收益率下行，导致净息差进一步收窄；但 2021 年下半年，存款利率定价自律机制优化一定程度上引导存款成本下行，加之银行自身加大对负债结构的调整力度，压降高成本负债，导致净息差呈现边际改善趋势，收窄幅度得到控制，2021 年商业银行净息差为 2.08%，较上年下降 0.02 个百分点。2021 年，商业银行实现净利润 2.18 万亿元，较上年增长 12.63%，增速明显回升，主要是由于信贷投放规模增大带来营业收入上升，同时资产质量改善导致拨备计提压力缓解，叠加 2020 年基数较低所致。商业银行盈利水平整体有所改善，但在资产端收益率持续下行的情况下，负债端仍面临存款成本刚性、定期化等问题，且信贷资产质量变化可能带来的拨备计提压力亦将侵蚀利润空间，净息差及盈利能力变动情况值得关注。

商业银行各项流动性指标均保持在合理水平，但部分中小银行面临的流动性风险有所上升。中国人民银行坚持稳健的货币政策，综合运用降准、中期借贷便利（MLF）、再贷款、再贴现和公开市场操作等多种货币政策工具投放流动性，2021 年 7 月及 12 月，中国人民银行两次下调金融机构人民币存款准备金率各 0.5 个百分点（不含已执行 5%存款准备金率的机构），共释放长期资金约 2.2 万亿元，通过流动性管理持续优化金融机构资金结构。因此，未来商业银行在监管政策引导、央行货币政策支持等多方面因素的影响下，整体流动性水平将保持合理充裕。截至 2021 年末，商业银行流动性相关指标保持在较好水平；但存贷比持续上升，长期流动性管理压力有所加大，且随着市场竞争和信用分层加剧，部分区域中小银行吸收存款和同业负债的难度加大，其面临的流动性风险有所上升。

资本充足水平有所提升，但部分中小银行仍面临一定的资本补充压力。2021 年以来，信贷投放规模的增长以及资管新规背景下表外理财

资金回表都在一定程度上加大了商业银行资本消耗；但盈利水平提升带动资本内生能力增强，同时，中国人民银行定期开展央行票据互换（CBS）操作，对于提升银行永续债的二级市场流动性以及支持中小银行发行永续债补充资本发挥了积极作用，加之 2021 年我国系统重要性银行（D-SIBs）名单及附加监管规定落地推动 D-SIBs 加大资本补充力度，商业银行发行资本性债券的积极性有所提升，永续债及二级资本债券发行规模明显增加，商业银行资本充足水平较上年末有所提升，2021 年末商业银行资本充足率为 15.13%。此外，2020 年，国务院批准 2000 亿元专项债券用于地方支持化解中小银行风险，专项债的成功发行一定程度上缓解了中小银行的资本补充压力，但其并非资本补充的常态化措施，且部分资金计入负债，在资本补充形式及补充结果上存在一定限制。考虑到部分中小银行抵御风险的能力相对较弱，资产端信用风险管理压力较大导致其面临一定的资本补充需求，加之受限于自身信用资质较弱，资本补充渠道相对较窄，面临一定的资本补充压力。

强监管环境引导银行规范经营，推动银行业高质量发展。2021 年以来，监管部门出台多项政策支持普惠小微、绿色金融、乡村振兴等领域发展，并对商业银行互联网金融业务、房地产融资、地方隐性债务、公司治理及关联交易等方面进行规范和限制；同时，加大对银行业的治理处罚力度，2021 年银保监会及其派出机构对银行业开出罚单共 3804 张，主要涉及公司治理、股东股权、关联交易、流动资金贷款、房地产和地方政府融资以及互联网金融等领域。2022 年 1 月，银保监会下发《银行保险机构关联交易管理办法》并于 3 月 1 日正式实施，对关联方的识别认定，关联交易的内部管理、统计、报告、披露及监管等方面进行了修订和完善，在管理机制、穿透识别、资金来源与流向、动态评估等方面提出了具体要求，全面加强银行保险机构关联交易管理，进一步推动银行业高质量发展。此外，在政府支持下，部分省份推动区域内城商行合并重组，在帮助其化解风险的同时，提高其资本实力和区域竞争力；同时，进一步推进省联社改革，推动农村金融机构健康持续发展。

随着我国经济运行持续稳定恢复，生产需求继续回升，银行业整体保持平稳发展态势，且在监管、政府的支持下，商业银行未来补充资本的渠道将不断拓宽，能够具备较好的风险缓释能力；综上所述，联合资信认为商业银行行业整体信用风险展望为稳定。

（2）城商行

城商行作为金融体系中的重要组成部分，在支持区域经济发展等方面发挥了重要作用，但经营及财务表现呈现一定的区域分化；2020 年以来部分城商行加速合并重组，风险抵御能力有所增强。

截至 2021 年末，我国共有 129 家城商行，其资产总额 45.07 万亿元，占全部银行业金融机构资产总额的 13.07%。作为服务地方金融的主体，城商行业务发展与当地经济结构和产业特色高度相关，发展定位与大型商业银行形成良好补充，是银行业金融体系中的中坚力量。在当前宏观及区域经济下行、新冠肺炎疫情持续冲击以及城商行信用分层加剧的背景下，部分地区城商行面临信用风险加速暴露、股权结构复杂、资产负债结构不合理等问题，其生存和发展面临一定挑战。为此，部分地区城商行通过合并重组的方式化解信用风险、优化股权结构、增强风险抵御能力，并通过省级政府入资或增资的方式提升同业声誉。随着四川银行、山西银行、辽阳银行等省级城商行相继成立，预计未来将有更多省份城商行走向兼并重组的道路。

表 4　城商行主要监管数据

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
不良贷款率（%）	1.79	2.32	1.81	1.90
拨备覆盖率（%）	187.16	153.96	189.77	188.71
净息差（%）	2.01	2.09	2.00	1.91
资产利润率（%）	0.74	0.70	0.55	0.56
流动性比例（%）	60.14	63.51	67.60	73.49
资本充足率（%）	12.80	12.70	12.99	13.08

数据来源：中国银行保险监督管理委员会，联合资信整理

从资产端来看，在监管不断强调金融机构回归业务本源叠加金融市场业务监管趋严的背景下，城商行通过发行同业存单扩表投资同业理财等非标类资产的业务模式受阻，资产从“表外”回流“表内”，从“非标”“同业”等非信贷类资产回流到信贷类资产，贷款占资产总额的比重上升，投资资产和同业资产占比下降，且投资资产配置逐步向债券等标准化资产倾斜，非标类资产收缩，资产结构趋于优化。资产质量方面，得益于企业客户基础较好，客户资质和信用意识相对较强，加之风险管理水平相对农商行而言较高，信贷投放也更为规范，城商行信贷资产质量明显优于农商行。但区域性经营的特点仍使部分城商行资产质量易受经营所在地产业结构及经济发展状况制约，城商行经营及财务表现呈现明显的区域差异，部分城商行信贷资产质量下行压力较大。值得关注的是，随着资本市场违约率不断上升，部分投资资产占比较高，特别是非标投资占比较高的城商行投资资产风险敞口有所扩大，且普遍存在减值缺口，非信贷类资产质量下行或将对其盈利水平及资本充足水平产生不利影响。

2021 年以来，受制于新冠肺炎疫情对实体经济的持续冲击，城商行不良贷款率有所上升，信贷资产质量趋于下行，且与大型商业银行的差距逐步拉开。从拨备情况来看，受资产质量下行影响，城商行拨备覆盖水平略有下降，但仍保持在 150%以上，拨备水平相对较充足。从盈利水平来看，受限于资产定价能力较弱以及存款成本相对较高，城商行净息差与资产利润率持续低于商业银行平均水平，且 2021 年净息差进一步收窄至 1.91%，盈利能力持续承压，尤其东北地区城商行在资产质量持续承压的影响下盈利面临较大压力。从资本水平来看，城商行盈利水平下滑削弱了其资本内生能力，但随着增资扩股及资本补充债券发行力度加大，加之其贷款投放向小微及普惠金融倾斜，以及投资资产配置持续向低资本消耗类资产转型，城商行资本充足水平趋于改善，2021 年末资本充足率为 13.08%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年末，公司注册资本 28.75 亿元，较上年末无变化，控股股东为中静安银，持股 58.61%，实际控制人是上海宋庆龄基金会，均较上年无变化。

2. 企业规模及竞争力

公司是股权投资类企业，对外投资业务规模较大，主要为对徽商银行的股权投资，集中度很高。

公司为中静实业（集团）有限公司下辖的核心股权投资平台，主要以股权直接投资的方式进行对外投资，另有少量项目通过私募股权投资基金模式进行投资；截至2021年末，公司股权直投项目在投余额合计117.54亿元，投资所涉行业以金融业为主，其他还涉及环保、风电、私募股权基金和基金管理公司等。

公司金融业投资项目以徽商银行为主，公司实质上仍为徽商银行第一大股东，截至2021年末直接及间接持有徽商银行10.59%股权，并另有3.64%股权在原子公司中静四海实业有限公司（以下简称“中静四海”）名下，正通过起诉追回。徽商银行近年经营状况较好，2021年稳步发展，可对公司资产规模、盈利水平等提供有效支撑。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的公司《企业信用报告》，截至 2022 年 4 月 26 日查询日，公司未结清和已结清信贷中无关注类和不良类记录。

公司过往在公开市场发行的债务融资工具本息偿付无逾期或违约记录。

截至 2022 年 5 月末，公司未被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

2021 年以来，公司内部管理情况无重大变化，管理团队有所调整，但对公司经营稳定性无

重大影响。

2021 年以来，公司持续加强风险管控，内控体系、管理制度等方面无重大变化。

公司管理团队有所调整，2021 年 4 月，公司原财务总监谭开国因个人原因离任，公司取消执行总裁职位，原执行总裁朱文贤改任财务总监；其他管理团队基本稳定。

八、重大事项

公司原出售所持徽商银行全部股份的交易已于 2020 年 6 月公告终止，但因该交易引发了多起重大诉讼，并因此影响到公司重新出售徽商银行全部股份以及公司资产流动性，联合资信将持续关注诉讼后续进展及对公司的影响。

1. 交易背景

根据公司公开披露的信息，2019 年 8 月，公司（代表全体卖方）与相关意向方杉杉控股有限公司（以下简称“杉杉控股”，代表全体买方）签署了《关于转让徽商银行股份有限公司股份及中静四海实业有限公司股权之框架协议》（以下简称《框架协议》），约定公司将所持（直接加间接）全部徽商银行股份（含内资股和 H 股股份）转让给买方，转让价格为 6.981818 元/股，交易方式为一揽子交易，收购总金额约 121.50 亿元，买方应于 2019 年 11 月 15 日前支付全部交易款项。

根据公司公开披露的信息，截至 2020 年 4 月 27 日，买方累计支付的对价款仅 38.90 亿元，构成根本违约；根据公司提供的资料，2020 年 4 月 28 日和 29 日，买方向公司分两天分别支付了 6.00 亿元和 4.00 亿元（共 10.00 亿元）《框架协议》项下转让价款；截至 2020 年 4 月末，杉杉控股向公司累计支付的转让价款增至 48.90 亿元。

2020 年 4 月 28 日和 29 日，公司委托中静远东按照公司指定条件向杉杉控股的指定方芜湖隆耀提供借款共 10.00 亿元（即标的债权），并约定芜湖隆耀或其指定方应于 2020 年 8 月 30 日前（含当日）向中静远东或其指定方清偿 10 亿元本息，同时中静远东有权随时要求芜湖隆耀提前还款；杉杉集团对该 10.00 亿元借款本金及相应利息、罚息及芜湖隆耀应向中静远东支付的其他款项，以及中静远东为实现债权而发生的合理费用提供连带责任担保。2020 年 6 月 1 日，受公司委托，中静远东要求芜湖隆耀偿还 10.00 亿元借款本金并付清利息，但芜湖隆耀未履行还款付息义务，杉杉集团亦未承担连带担保责任。

2020 年 6 月 3 日，公司发布公告，因杉杉控股仅支付了部分转让价款，未按约定时间支付全部转让价款，且一直未落实剩余款项的解决方案，公司于 2020 年 6 月 1 日向杉杉控股发出了终止《框架协议》的通知，并要求杉杉控股按约承担违约责任。

2. 终止交易后的诉讼情况--中静四海股权出售纠纷

（1）中静新华诉三位被告（杉杉控股、杉杉集团、中静四海）

根据公司公开披露信息和提供的资料，2020 年 6 月 19 日，公司在安徽省黄山市中级人民法院（“黄山中院”）依法起诉杉杉控股、杉杉集团、中静四海，案号（2020）皖 10 民初 70 号。

黄山中院依法查封了杉杉控股、杉杉集团价值 13.00 亿元的资产，包括两公司账户存款 5.71 亿元及杉杉控股持有的杉杉股份的股票（股票代码 600884.SH）6339.14 万股。后前述被冻结账户由杉杉控股向上海金融法院申请以天津银行上海闵行支行内账户资金 5.71 亿元的账户替换。

2020 年 7 月 17 日，公司收到黄山中院的移送裁定书，黄山中院裁定将本案移送上海金融法院，新案号为（2020）沪 74 民初 1715 号。

（2）杉杉控股诉中静新华

根据公司公开披露信息和提供的资料，2020 年 7 月 16 日，公司收到上海金融法院寄送的通知及诉讼材料（案号为（2020）沪 74 民初 1254 号）。材料显示，杉杉控股于 2020 年 6 月 2 日在上海金融法院起诉中静新华，诉请为：①偿还 9.70 亿元股权转让款，②继续过户中静新华持有的徽商银行内资股，③并承担 2.10 亿元滞纳金的违约责任及承担诉讼相关费用；后续得知上海金融法院于 2020 年 6 月 17 日查封了公司名下

徽商银行内资股2.25亿股，截至目前尚未解封。后于2020年9月，公司收到上海金融法院材料，杉杉控股变更其诉请为：①判令被告向原告返还已付资金14.60亿元，并自本诉请主张之日起按照全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率（LPR）计算利息至实际清偿之日；②案件受理费由被告承担。

2021年7月，杉杉控股再次申请变更其1254号案件诉讼请求，改为：①要求中静新华返还约20.07亿元股权转让款；②要求中静新华向杉杉控股赔偿定金24.30亿元；③要求徽商银行承担连带赔偿责任。理由是：鉴于杉杉控股已支付定金约24.30亿余元、股权转让款约14.60亿元，合计金额约38.90亿元，扣除已交割的中静四海51.6524%股权对应股权转让款约18.80亿元，中静新华应返还股权转让款约20.10亿元，并赔偿定金约24.30亿元。杉杉控股同时提出，要求追加徽商银行及中静新华下属的三个徽商银行H股持股公司为1254号案件被告。最终，法院驳回杉杉控股对三个H股持股公司的申请，仅在1254号案件追加徽商银行为被告，1715号案件追加徽商银行为第三人。因在2021年9月开庭中，杉杉控股撤回对徽商银行的控告，故截至本报告出具日，两案中主体仅有一个变化，即徽商银行作为1715号案件的第三人；杉杉控股2021年7月变更的诉请第③条同时予以撤回。

针对公司2021年6月29日公告的关于徽商银行股份出售事项，杉杉控股向上海金融法院提请行为保全，要求禁止中静新华在诉讼期间转让H股，上海金融法院已经裁定驳回杉杉控股申请。

（3）上述两案被合并审理

在中静四海股权出售纠纷的（1）（2）两案中，涉及两项非上市股权诉请，分别为中静新华诉杉杉控股返还中静四海51.6524%股权，杉杉控股诉请要求受让中静新华持有的徽商银行非上市流通内资股2.25亿股（杉杉控股调整诉请后已经撤回该项诉请）。2021年至今，（1）（2）两案法院前后组织过几次开庭和庭外证据交换、质证，目前庭审程序尚未结束，有待再次开庭。新的开庭日期原定为2022年3月21日，后由于上海新冠疫情原因延期至2022年7月6日。

3. 终止交易后的诉讼情况--公司、中静远东与芜湖隆耀、杉杉集团借款纠纷

（1）杉杉集团、芜湖隆耀诉中静远东

根据公司提供的资料，2020年7月16日，杉杉集团（担保人）、芜湖隆耀（借款人）因10.00亿元企业借款纠纷在浙江省宁波市中级人民法院（以下简称“宁波中院”）起诉中静远东。

2021年1月19日，中静远东收到裁定，该案因杉杉集团向宁波市公安局鄞州分局（以下简称“鄞州公安”）报案被虚假诉讼案已于2020年8月11日受理，全案驳回起诉，移送公安侦查。2021年2月4日，鄞州公安决定：因没有犯罪事实，对杉杉集团被虚假诉讼案撤案处理。

2021年2月4日，杉杉集团、芜湖隆耀向宁波中院提起新的诉讼，案号（2021）浙02民初471号。诉讼请求：①确认两原告与被告于2020年4月28日签订的借款协议无效；②本案诉讼费由被告承担。

（2）中静远东诉芜湖隆耀、杉杉集团

根据公司提供的资料，2020年7月20日，中静远东就10.00亿元的企业借款纠纷在上海市第一中级人民法院提起诉讼，案号（2020）沪01民初183号。该案于2020年7月27日被裁定移送宁波中院并于2020年9月30日收宁波中院裁定：因杉杉集团向鄞州公安报案被虚假诉讼案已于2020年8月11日受理，全案驳回起诉，移送公安侦查。

2021年2月4日，中静远东收到鄞州公安《撤案决定书》：因没有犯罪事实，杉杉集团向鄞州公安报案被虚假诉讼案撤案处理。

（3）中静新华诉杉杉集团、芜湖隆耀

根据公司提供的资料，在鄞州公安撤案后，中静新华于2021年3月15日向黄山中院提起诉讼，案号（2021）皖10民初26号。诉讼请求杉杉集团、芜湖隆耀偿还借款，中静远东为第三人。

2021年3月19日，黄山中院受理本案并出具保全裁定书，裁定冻结芜湖隆耀、杉杉集团名

下银行存款 11.38 亿元或查封、扣押其价值相当的其他财产，裁定立即开始执行。截至 2021 年 4 月 1 日，黄山中院已按照保全裁定的额度查封了杉杉集团、芜湖隆耀银行存款 5.48 亿元及杉杉集团持有的杉杉股份价值超过 5.90 亿元的股票。后杉杉集团以企业经营为由将冻结的账户中 16 个账户申请置换为徽商银行宁波分行账户，并以企业融资等为由申请以上海、芜湖房产置换另外的保证金账户，目前法院已出具裁定同意以杉杉集团提供的上海地区 5 套房产及车位、芜湖地区 72 套房产置换杉杉集团的 4 个保证金账户，账户被置换金额为 3.15 亿元。

2021 年 3 月 31 日，杉杉集团向黄山中院提出管辖权异议，该案被黄山中院裁定移送宁波中院审理，2021 年 4 月 16 日宁波中院受理本案，新案号为（2021）浙 02 民初 1008 号。

2021 年 7 月、8 月，471 号、1008 号案件在宁波中院合并开庭审理两次，截至目前尚未判决。

4. 中静新华重新出售徽商银行股权

中静新华于 2021 年 11 月发布公告称，公司（代表全体卖方）已于 2021 年 11 月 6 日与深圳正威（集团）有限公司（以下简称“正威集团”）（代表全体买方）签订了相关协议书，出售徽商银行 19.77 亿元股份（包含内资股及 H 股），转让总价为 160.00 亿元（约折合 8.0941 元/股）。根据相关监管规定，受让方股东资格尚需获得徽商银行董事会及相关监管部门审批。

截至 2022 年 5 月末，上述交易并未完成，尚存在较大不确定性。

九、经营分析

1. 经营概况

2021年，公司营业总收入有所增加，仍主要为所持徽商银行的投资收益，由于投资收益的实现依赖于证券市场波动和所投资项目未来分红及退出时点能锁定的价格，公司未来投资收益的可实现性及实现金额都存在较大的不确定性。

公司业务仍以股权投资为主。2021 年，公司实现营业总收入 13.27 亿元，同比增长 8.70%，主要系 2021 年徽商银行自身净利润同比有所上升综合导致当期对徽商银行确认的长期股权投资收益同比增加所致。同期，公司利润总额同比上升 8.76%。

2021 年，公司营业总收入构成仍以投资收益为主，其中对徽商银行确认的长期股权投资收益占营业总收入的比重有所下降。委托投资收益来自于公司委托间接控股股东现代创新控股有限公司（以下简称“现代创新”）进行投资的收益[2]，收益情况基本稳定。风力发电收入来自于全资子公司上海新能源环保工程有限公司（以下简称“上海新能源”），公司已将所持上海新能源公司的 100%股权用于租赁融资的质押。2021 年，公司新增少量资金占用费收入，其他如咨询服务等收入规模均不大。

表 3 公司营业总收入构成和利润实现情况（单位：亿元、%）

项目	金额		占比	
	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
投资收益	11.40	11.82	93.39	89.03
其中：对徽商银行的长期股权投资收益	10.55	11.25	86.42	84.74
委托投资收益	0.57	0.57	4.64	4.26
风力发电	0.17	0.14	1.38	1.09
咨询服务及技术服务	0.08	0.02	0.64	0.13
资金占用费	--	0.45	--	3.36
公允价值变动损益	-0.01	0.28	-0.05	2.13
营业总收入	**12.21**	**13.27**	**100.00**	**100.00**
利润总额	**7.80**	**8.48**	**--**	**--**

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2 公司委托现代创新管理的资产总额度为 10.00 亿元，委托期限为十年（2013 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日止），固定收益按委托资产管理标的 6%收取，浮动收益按委托资产管理标的对外投资净收益的 80%扣除已支付固定收益后的余额收取；该协议尚在执行中。

2. 投资业务

截至2021年末，公司投资项目仍以徽商银行为主，投资集中度很高，公司收入和利润受徽商银行经营情况的影响很大，需持续关注徽商银行经营及估值情况变化；公司原出售所持徽商银行全部股份的交易已公告终止，目前公司已就重新出售徽商银行股份签订了协议，后续进展及再投资情况需关注。

公司目前主要投资领域为金融业，主要投资项目为徽商银行，此外投资领域还涉及环保、风电、私募股权基金和基金管理公司等。

直接股权投资方面，2021年，公司新增投资项目1个，新增投资金额1.57亿元；当期退出项目2个；年末在投项目18个，在投余额合计117.54亿元，其中徽商银行投资余额占比88.90%，此外较重要的投资项目还有杭州大地环保有限公司（以下简称“大地环保”）、Cedarlake Private Equity Fund I, LP（以下简称“沄柏基金”）、安徽歙县农村商业银行股份有限公司（以下简称“歙县农商行”）、Star CM Holdings Limited（以下简称“星空华文”）和北京红杉禹德股权投资中心（有限合伙）（以下简称“北京红杉”），此外的其他项目投资余额占比均未超过1%。徽商银行项目情况详见后文；大地环保系于1998年基于中德两国政府在环保领域的合作而组建的专业性公司，其先后承担多个国家级项目，并与宁波富邦控股集团共同打造了“浙江桐庐大地循环经济产业园”；沄柏基金主要投资于欧洲地区国家经济体重要组成部分的细分行业，通过嫁接中国资源以产生协同效应，重点关注行业包括高端技术机械制造、机械人与自动化、汽车工业、新能源及环保、医疗健康及互联网新媒体等；歙县农商行是公司在金融领域的另一重要投资，公司董事朱华兼任歙县农商行董事。星空华文是2021年新增投资项目，该投资的部分资金来源于其他外部投资者，星空华文的前身为上海灿星文化传媒股份有限公司，后者是中国最大的综艺节目IP创造商及运营商。

项目管理方面，由金融投资管理部负责徽商银行和歙县农商行等金融行业项目的投后管理，投资部全面负责对非金融项目的投后管理；除徽商银行外，其余项目均正常进行投后管理，并适时寻找退出机会。

表 4 截至 2021 年末公司直接投资业务重点在投项目（单位：亿元、%）

项目	所属行业	初始投资时间	年初投资余额	年初持股比例	年末投资余额	年末持股比例	年末余额占比
徽商银行股份有限公司	银行	2007 年 3 月	92.31	10.59	104.50	10.59	88.90
杭州大地环保有限公司	新能源环保	2016 年 9 月	3.92	49.00	4.17	49.00	3.55
Cedarlake Private Equity Fund I，L.P.	基金管理	2015 年 9 月	3.33	37.16	3.23	37.16	2.75
Star CM Holdings Limited	传媒文化	2021 年 5 月	--	--	1.57	0.94	1.34
北京红杉禹德股权投资中心（有限合伙）	基金管理	2016 年 3 月	0.70	5.83	1.46	5.83	1.24
安徽歙县农村商业银行股份有限公司	银行	2015 年 5 月	1.33	9.96	1.43	9.96	1.22
合计	--	--	**101.59**	--	**116.36**	--	**99.00**

资料来源：公司提供，联合资信整理

基金投资方面，2021年较上年无变动，年内公司未成立新的基金，也无基金投资新增和退出项目，年末存续在管基金仍为2只，在管基金的投资项目仍为4个，投资成本合计仍为1.53亿元。2只存续在管基金均主要投向先进制造业，分别为新疆盘古大业股权投资有限合伙企业（以下简称“盘古大业”）和安徽中静创业投资基金（有限合伙）（以下简称“中静创投基金”），其中盘古大业认缴和实缴规模均为2.00亿元，由公司间接全资出资，2021年仍处于基金退出期，年末存续投资项目2个，投资成本合计0.97亿元，所投资项目均在以前年度出现了风险，盘古大业均通过诉讼方式进行回收，截至2021年末，其中一个案件仍在执行异议审理中（涉及金额0.42亿元），另一个案件于2020年7月被杭州中院依法裁定中止，有待后续恢复审理（涉及金额0.55亿元）；中静创投基金总认缴额1.50亿元（其中公司认缴0.10亿元），实缴额合计0.75亿元（其中公司实缴0.05亿

元），2021年仍处于基金清算期，年末存续投资项目2个，投资余额合计0.56亿元。

3. 徽商银行项目情况

2021年，徽商银行存贷款规模较快增长，整体盈利能力处于城商行行业中上游水平，但资本充足性仍劣于城商行同业水平。

公司通过母公司及多个下属主体直接持股的方式投资于徽商银行，出售中静四海股权后，截至2020年末，公司合并口径对徽商银行的投资余额合计104.50亿元，占公司资产总额的60.52%，占比较上年末上升1.99个百分点，集中度很高，公司收入和利润受徽商银行经营情况的影响很大。截至2021年末，公司合并口径共持有徽商银行内资股2.25亿股、徽商银行H股12.46亿股，合计持股占徽商银行总股本的10.59%，较上年末持股数量及持股比例均无变化，但公司合计持股比例原为徽商银行第一大股东，2021年末变为徽商银行第二大股东，公司董事长GAO YANG兼任徽商银行董事。2020年，公司收到徽商银行派发的2019年度现金股利2.31亿元；徽商银行针对2020年度利润不分配现金股利；根据2022年5月徽商银行发布的公告，预计2021年派发现金股利约12.36亿元，按照公司持股比例预计可获得1.31亿元股利（不含中静四海持股部分可获得的股利）。

徽商银行成立于1997年，是区域性股份制银行，2013年在香港上市（3698.HK）。2020年，徽商银行完成了入股蒙商银行股份有限公司，收购了原包商银行股份有限公司内蒙古自治区以外4家分行等工作。截至2021年末，徽商银行设有21家分行及478家对外营业机构、609家自助服务区（点）；拥有4家子公司，即徽银金融租赁有限公司、徽银理财有限责任公司、无为徽银村镇银行有限责任公司和金寨徽银村镇银行有限责任公司，并参股奇瑞徽银汽车金融股份有限公司、蒙商银行股份有限公司。2021年，徽商银行在英国《银行家》杂志“全球银行1000强”中排名132位；在《福布斯》杂志发布的“全球企业2000强”排行榜中，排名国内银行第20位，城商行第6位。

从整体规模来看，截至2021年末，徽商银行资产总额、负债总额和股东权益均呈增长趋势，但增速同比放缓；资产中，发放贷款和垫款的增幅较大，带动资产整体增长；负债中，吸收存款较上年末保持增长；股东权益有所增长，主要系利润留存所致。

表 5 徽商银行规模指标（单位：亿元、%）

项目	金额		占比		增速	
	2020 年末	2021 年末	2020 年末	2021 年末	2020 年末	2021 年末
资产总额	**12717.01**	**13836.62**	**100.00**	**100.00**	**12.37**	**8.80**
其中：发放贷款和垫款	5533.99	6283.06	43.52	45.41	22.86	13.54
投资资产	5151.39	5480.81	40.51	39.61	7.60	6.39
负债总额	**11660.28**	**12721.46**	**100.00**	**100.00**	**11.88**	**9.10**
其中：吸收存款	7267.43	7838.13	62.33	61.61	20.43	7.85
股东权益	**1056.73**	**1115.16**	**100.00**	**100.00**	**18.08**	**5.53**
其中：股本	138.90	138.90	13.14	12.46	14.27	0.00
其他权益工具	159.90	100.00	15.13	8.97	0.00	-37.46

注：财务数据取自徽商银行中国会计准则下的财务报表；资产、负债和所有者权益项目的占比均为占各自类别的比重
资料来源：徽商银行审计报告，联合资信整理

经营业绩方面，2021年，徽商银行营业收入及利润规模同比均有较好增长。营业收入构成无重大变化，公司银行业务仍是主要业务，且该业务收入占比进一步提升。

表 6　徽商银行收入和利润实现情况（单位：亿元、%）

项目	金额		占比		同比增速	
	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
营业收入	**317.14**	**357.11**	**100.00**	**100.00**	**1.37**	**12.60**
其中：公司银行业务	163.04	189.95	51.41	53.19	11.76	16.51
个人银行业务	65.72	72.52	20.72	20.31	5.55	10.33
资金业务	92.64	90.44	29.21	25.32	-9.88	-2.38
其他业务	-4.26	4.21	-1.34	1.18	-320.92	-198.75
利润总额	120.83	135.37	--	--	-1.77	12.04
净利润	**99.21**	**117.85**	--	--	**-1.39**	**18.79**

注：财务数据取自徽商银行中国会计准则下的财务报表
资料来源：徽商银行年报和审计报告，联合资信整理

盈利指标方面，2021年，徽商银行主要盈利指标同比变化不大，和同期城商行行业整体的盈利能力指标变动趋势一致，徽商银行盈利能力指标仍处于城商行行业的中上游水平。

表 7　徽商银行盈利能力指标（单位：亿元、%）

项目	徽商银行		城商行整体	
	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
成本收入比率（含税金及附加）	23.71	24.45	--	--
平均总资产收益率	0.83	0.89	0.55	0.56
平均净资产收益率	12.94	12.33	--	--
净利差	2.17	1.98	2.00	1.91

注：徽商银行盈利指标均为徽商银行年报披露口径
资料来源：徽商银行年报、银保监会公开信息，联合资信整理

贷款质量方面，徽商银行的贷款主要分布在安徽省，2021年末安徽省贷款总额占比86.78%，占比较上年末减少1.28个百分点，其他主要分布在泛长三角地区；贷款行业集中度有所下降，2021年末第一大行业仍为公用事业，占贷款总额的23.14%，占比较上年末下降0.82个百分点。截至2021年末，受外部经营环境变化影响，徽商银行不良贷款规模小幅增长2.18%，但不良贷款率有所下降，2021年，徽商银行不良贷款增速和不良贷款率均低于城市商业银行行业整体水平（20.30%和1.90%）；不良贷款拨备覆盖率有所提升，高于行业整体水平（188.71%）；贷款拨备率小幅提升。

表 8　徽商银行贷款质量（单位：亿元、%）

项目	2020 年末	2021 年末	增速/比率变动
贷款和垫款总额（不含应计利息）	5729.54	6,547.95	14.28
其中：不良贷款	113.58	116.06	2.18
不良贷款率	1.98	1.78	-0.20
拨备覆盖率	181.90	239.74	57.84
贷款拨备率	3.61	4.27	0.66

资料来源：徽商银行年报和审计报告，联合资信整理

投资资产分布方面，徽商银行主要投资于资管计划、信托计划等非标产品和债券，债券以政府债券为主，2021年末企业债券占比有所上升。

表 9　徽商银行投资资产构成（单位：亿元、%）

项目	金额		占比	
	2020 年末	2021 年末	2020 年末	2021 年末
资管计划、信托计划和其他	2684.05	2,612.72	52.10	47.67
债券	2321.04	2,712.04	45.06	49.48
其中：政府债券	1531.15	1,723.82	29.72	31.45
金融债券	511.78	445.02	9.93	8.12
企业债券	278.11	543.20	5.40	9.91

金融机构非保本理财产品	135.09	141.60	2.62	2.58
其他	11.21	14.45	0.22	0.26
投资资产	**5151.39**	**5,480.81**	**100.00**	**100.00**

注：财务数据取自徽商银行中国会计准则下的财务报表
资料来源：徽商银行审计报告，联合资信整理

资本充足性方面，截至2021年末，徽商银行资本净额有所上升，其中一级资本净额和核心一级资本净额均较上年末有所增长；资本充足率及核心一级资本充足率较上年末小幅增长，一级资本充足率较上年末有所下降，均符合监管要求，资本充足率指标低于城商行同业平均水平（13.08%），各级资本充足率指标均低于行业整体水平，面临一定资本补充需求。

表 10　徽商银行资本充足性（单位：亿元、%）

项目	2020 年末	2021 年末	监管要求	2020 年商业银行行业整体水平	2021 年商业银行行业整体水平
资本净额	**1059.51**	**1,161.33**	--	--	--
一级资本净额	865.14	905.79	--	--	--
其中：核心一级资本净额	702.71	803.06	--	--	--
风险加权资产	8743.46	9,498.31	--	--	--
资本充足率	**12.12**	**12.23**	**≥10.50**	**14.70**	**15.13**
一级资本充足率	9.89	9.54	≥8.50	12.04	12.35
核心一级资本充足率	8.04	8.45	≥7.50	10.72	10.78

资料来源：徽商银行年报、银保监会公开信息，联合资信整理

4. 未来发展

公司将继续优化投资组合，具体发展规划将视徽商银行股份重新出售进展而定，徽商银行股份的处置进度对公司未来发展具有重大影响，因此公司未来发展存在较大不确定性。

公司全部重新出售所持徽商银行股权事项已签订了转让协议，未来将根据诉讼进展及市场实际情况具体推进。公司还将通过各种方式对现有投资组合进行调整，计划着重增加对新兴行业及相关实体企业的投资；通过调整和优化，力争构建更为稳健且蕴含潜在回报机会的投资组合，进一步分散风险、增强整体盈利能力。

十、财务分析

1. 财务概况

公司财务报表根据财政部《企业会计准则》等编制。公司2020年及2021年财务报告均经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2020年审计报告被出具了无保留审计意见，2021年审计报告被出具了带与持续经营相关的重大不确定性段（因流动负债高于流动资产）的无保留意见。

2021年，公司合并范围变动不大；截至2021年末，公司共有一级子公司9家，各级子公司22家。此外，公司自2021年1月1日起执行各项新会计准则，依据新会计准则的要求，对部分会计报表科目进行了调整，并对追溯调整产生的累积影响数调整了2021年的年初留存收益。其他新会计准则的执行对公司财务报表影响不大。

综上，公司财务数据可比性较强。

截至2021年底，公司资产总额172.66亿元，所有者权益81.68亿元（含少数股东权益1.96亿元）；2021年，公司实现营业收入13.27亿元，利润总额8.48亿元。

2. 合并报表分析

（1）资产质量

2021年末，公司资产规模进一步增长，仍以徽商银行股权投资为主，整体资产质量较好；但公司受限资产和对关联方的应收款项占比大，其他应收款中10.00亿元债权的回款也因涉诉存在较大不确定性，整体资产流动性较弱。

截至2021年底，公司合并资产总额较上年末增长9.48%，主要系长期股权投资增加所致；公司资产构成始终以非流动资产为主。

表 11　公司资产构成（单位：亿元、%）

项目	金额		占比	
	2020 年末	2021 年末	2020 年末	2021 年末
流动资产：	**33.10**	**33.74**	**20.98**	**19.54**
其中：货币资金	0.65	2.84	0.41	1.65
其他应收款	32.32	30.86	20.49	17.87
其他	0.13	0.04	0.08	0.02
非流动资产：	**124.62**	**138.92**	**79.02**	**80.46**
其中：长期股权投资	97.99	110.47	62.13	63.98
其他非流动资产	20.44	20.26	12.96	11.74
其他	6.19	8.19	3.93	4.74
资产总额	**157.72**	**172.66**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年末，公司其他应收款较上年末小幅下降 4.52%，主要系由于执行新会计准则计提减值增加所致；其他应收款中借款 21.19 亿元（占比 65.07%）、委托投资款 6.82 亿元（占比 20.94%）、往来款 4.29 亿元（占比 13.18%）。从账龄来看，一年及以内的款项占比 19.72%、1～2 年款项占比 61.14%。前五名欠款方款项余额合计占比 91.78%，集中度高，其中第一大欠款方中静远东的借款系公司与杉杉集团在徽商银行股权交易中，公司委托中静远东向芜湖隆耀提供的 10.00 亿元借款（由杉杉集团提供连带担保责任，涉诉情况详见本报告“重大事项”部分）。公司其他应收款主要系关联方款项，公司认为有关款项可收回，因此与中静远东及现代创新的其他应收款未计提坏账准备。

表 12　截至 2021 年末其他应收款前五名欠款方情况（单位：亿元、%）

项目	是否关联方	款项性质	期末余额	占其他应收款余额的比例	账龄	坏账准备期末余额
上海中静远东国际贸易有限公司	否	借款	10.00	30.70	1～2 年	0.00
现代创新控股有限公司	是	委托投资款[3]	6.82	20.94	3 年内	0.00
上海峰晓投资管理公司	否	借款	5.20	15.96	2～3 年	0.78
上海宗昆实业有限公司	否	借款	4.95	15.20	1～2 年	0.50
浙江东方世纪实业有限公司	否	往来款	2.92	8.98	1 年以内	0.09
合计	**--**	**--**	**29.89**	**91.78**	**--**	**1.36**

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至2021年末，公司长期股权投资较年初增长12.74%，主要系权益法下确认投资收益而调增长期股权投资账面价值（主要是对徽商银行确认的投资收益）所致。其中，期末公司对徽商银行的长期股权投资余额占比94.59%，占比较上年末基本持平。公司未对长期股权投资计提减值准备。

截至2021年末，公司其他非流动资产较上年变化不大。其他非流动资产中，中静四海股权

3 公司委托现代创新管理的资产总额度为 10.00 亿元，委托期限为十年（2013 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日），固定收益按委托资产管理标的 6%收取，浮动收益按委托资产管理标的对外投资净收益的 80%扣除已支付固定收益后的余额收取；该协议尚在执行中。

18.40亿元[4]（占比90.80%）、收藏品1.86亿元（占比9.20%）。2021年末，其他非流动资产已计提的减值准备余额0.18亿元，均为对子公司中静新华资产管理（香港）有限公司投资的收藏品计提的减值准备，期末收藏品减值准备计提比例8.90%（2020年末计提比例8.68%）。

截至2021年底，公司受限资产共104.92亿元，占资产总额的60.77%，受限金额大；其中受限的长期股权投资占全部长期股权投资的80.09%，占比很高。

表 13　2021 年末公司受限资产（单位：亿元）

项目	金额	受限原因
货币资金	0.0004	银行对债券专用账户管控资金受限
长期股权投资	88.48	徽商银行H股处置现金流受限
长期股权投资	16.02	徽商银行内资股诉讼冻结
固定资产	0.43	融资租赁抵押物
合计	**104.92**	--

注：本表中徽商银行H股因涉及孖展融资，其股权的出售交易不受限制，但对交易所获现金流的支配存在一定限制
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（2）资本结构

2021年末，公司所有者权益规模有所增长，权益结构稳定性较弱。

截至2021年末，公司所有者权益81.68亿元，较年初增长11.08%，主要系利润滚存所致。其中，归属于母公司的所有者权益占比97.71%，占比较上年末基本持平。在归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比36.02%，资本公积占比11.87%，未分配利润占比49.46%，公司所有者权益稳定性较弱。

公司对2021年度利润尚无分配方案，公司对2020年度利润现金分红7500.00万元，占当年归母净利润9.70%。

2021年，公司负债规模进一步增长，债务规模也有所增加，且债务结构以短期债务为主，短期内偿债压力较大。

截至2021年底，公司合并负债总额较上年末增长8.08%，主要系其他应付款增加所致；公司负债构成始终以流动负债为主。

表 14　公司负债结构（单位：亿元、%）

项目	金额		占比	
	2020 年末	2021 年末	2020 年末	2021 年末
流动负债：	**63.83**	**87.87**	**75.82**	**96.57**
其中：短期借款	10.08	9.94	11.98	10.93
预收款项	48.90	48.90	58.09	53.75
其他应付款（合计）	4.37	9.79	5.19	10.76
一年内到期的非流动负债	0.10	18.79	0.11	20.65
其他	0.38	0.45	0.45	0.49
非流动负债：	**20.35**	**3.12**	**24.18**	**3.43**
其中：应付债券	8.99	0.00	10.68	0.00
长期应付款	10.07	1.65	11.97	1.81
其他	1.29	1.47	1.54	1.62
负债总额	**84.18**	**90.99**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年末，公司短期借款有所下降，均为公司以徽商银行 H 股股权进行的境外孖展借款。预收款项较上年未发生变化，均为公司收到的《框架协议》项下转让价款。其他应付款大幅

4 公司 2019 年将子公司中静四海股权转让后不再作为子公司纳入合并范围，但因后续协议执行存在不确定性而暂记为持有待售资产。2020 年末，因公司提起诉讼要求杉杉集团返还公司已转让的中静四海股权，公司对已完成股份变更登记的中静四海股权，基于其在股权变更登记日的公允价值，从持有待售资产调整至其他非流动资产列示。截至 2021 年末，上述案件尚在诉讼中，尚未判决。

增加，主要系当期收取的合同保证金导致其他应付款项大幅增加所致。公司一年内到期的非流动负债较上年末大幅增加，主要系应付债券及长期应付款一年内到期的部分转入所致。公司应付债券余额为0，主要系“16中静02”转入一年内到期的非流动负债所致。长期应付款大幅下降，主要系公司2017年设立的 Wealth Honest Fund LP.(Cayman)（以下简称“WH 基金”）的有限合伙人份额（有限合伙人在 WH 基金收取固定收益，故确认为金融负债）于本期末转入一年内到期的非流动负债所致，期末长期应付款为子公司于2018年取得的融资租赁借款0.33亿元及委托投资款1.32亿元。

债务方面，2021年末，公司全部债务规模较上年小幅上升2.43%；债务结构转变为以短期为主，主要系部分应付债券与长期应付款转入一年内到期的非流动负债所致，但债务偿还期集中于2022年，届时有较大集中偿还压力。同时，截至2021年末，公司可对抗第三人的优先偿付负债合计19.52亿元，其中9.94亿元主要为香港证券公司孖展账户的融资余额，9.16亿元为有限合伙基金融资，该优先偿付对“16中静02”兑付无影响。

杠杆水平方面，2019－2021年末，公司主要杠杆指标保持在一般水平。

表 15　公司债务和杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年末	2021 年末
全部债务	**29.92**	**30.79**
其中：短期债务	10.86	29.63
长期债务	19.06	1.16
短期债务占比	36.29	96.23
资产负债率	**53.38**	**52.70**
全部债务资本化比率	28.92	27.38
长期债务资本化比率	20.59	1.40

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表 16　2021 年末公司全部债务到期结构
（单位：亿元、%）

到期时间	金额	占比
6～12 个月	18.28	60.65
1~2 年	1.23	4.08
无固定到期日	10.63	35.26
合计	**30.14**	**100.00**

注：本表未含一年内到期的非流动负债相关利息及租赁负债，因此和表 15 有少量差异
资料来源：公司提供，联合资信整理

（3）盈利能力

2021年，公司营业总收入小幅上升，财务费用在成本中占比较高，盈利规模有所上升，整体盈利能力一般；公司利润主要来源于对徽商银行的投资收益，银行业经营相对稳健，可为公司贡献较为稳定的投资收益，但公司收入对徽商银行经营情况的依赖度高，未来随着徽商银行股权转让的推进，公司需要寻找新的盈利来源。

公司利润主要由营业总收入贡献，2021年，公司营业总收入和各级口径利润规模均有所上升。

2021年，公司营业总成本同比小幅下降，主要系期间费用下降所致，营业总成本主要由期间费用构成，2021年期间费用占营业总成本的98.25%；期间费用同比下降主要系管理费用下降及财务费用增加综合所致，期间费用中财务费用占比64.21%、管理费用占比32.28%。

表 17　公司收入和利润实现情况（单位：亿元、%）

项目	金额		同比增速	
	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
营业总收入	**12.21**	**13.27**	**-20.43**	**8.70**
营业总成本	4.08	3.93	-22.72	-3.86
其中：期间费用	4.01	3.86	-23.06	-3.72
营业利润	7.99	8.77	-21.01	9.73
利润总额	7.80	8.48	-21.27	8.76
净利润	**7.79**	**8.48**	**-16.21**	**8.89**

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从盈利能力指标来看，2021年，公司主要盈利能力指标同比变化不大，仍处于较好水平，但考虑其盈利稳定性一般，整体盈利能力一般。

表 18　公司盈利能力指标（单位：%）

项目	2020 年	2021 年
营业利润率	65.42	66.04
总资产收益率	5.18	5.13
净资产收益率	11.10	10.93

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（4）现金流

2021年，公司经营活动现金流规模不大，投资活动持续回流现金，筹资活动现金流呈持续净流出状态，整体现金流仍偏紧。

2021 年，公司经营活动现金流仍保持较小规模的净流出额；投资活动净流入规模大幅下降，主要系公司收到与其他投资活动有关的现金大幅下降所致；筹资前净现金流保持净流入状态，但净流入额大幅下降；筹资活动仍保持现金流持续净流出，但流出规模大幅下降；期末现金及现金等价物余额有所上升，但现金余额仍旧紧张。

表 19　公司现金流量（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流量净额	-0.93	-0.66
投资活动现金流量净额	11.82	5.66
筹资前净现金流	**10.90**	**5.00**
筹资活动现金流量净额	-13.93	-2.67
现金及现金等价物净增加额	**-3.33**	**2.23**
期末现金及现金等价物余额	0.62	2.84

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

3.　母公司报表分析

母公司资产主要为长期股权投资和借款等；母公司负债以《框架协议》项下预收的转让价款为主，整体债务负担处于一般水平，但债务集中在一年内到期，短期偿债压力大；所有者权益结构稳定性较好。

（1）资产负债表分析

截至2021年底，母公司资产总额有所增长，流动资产和非流动资产占比相当；流动资产主要由其他应收款构成，其他应收款主要是借款、委托投资款和应收股利；非流动资产主要由长期股权投资和其他非流动资产构成，其他非流动资产主要是中静四海股权18.40亿元，以及少量收藏品。

截至2021年底，母公司负债总额有所增长，以流动负债为主；流动负债主要由预收款项（收到的《框架协议》项下转让价款）、其他应付款（主要为合同定金）和一年内到期的非流动负债（主要是一年内到期的应付债券）构成。

截至2021年底，母公司所有者权益45.32亿元，较上年末下降2.20%，系未分配利润减少所致，受新会计准则实施导致2021年期初未分配利润重新计量减少0.80亿元及公司2021年6月支付了2020年度利润分配方案的分红款7500.00万元的影响，公司未分配利润大幅下降至2021年末的-0.19亿元；所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，占比分别为63.44%和22.13%，权益稳定性较好。

表 20　母公司资产负债表主要构成（单位：亿元、%）

项目	金额		占比	
	2020 年末	2021 年末	2020 年末	2021 年末
资产总额	**111.99**	**116.45**	**100.00**	**100.00**
流动资产	55.48	54.37	49.53	46.69
其中：货币资金	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	55.45	54.36	49.51	46.68
非流动资产	56.52	62.09	50.47	53.31
其中：长期股权投资	30.90	40.69	27.59	34.94
其他非流动资产	25.16	20.55	22.46	17.65
负债总额	**65.66**	**71.14**	**100.00**	**100.00**
流动负债	55.37	69.67	84.34	97.93
其中：预收款项	48.90	48.90	74.48	68.74

其他应付款	5.85	11.17	8.90	15.70
一年内到期的非流动负债	0.00	9.29	0.00	13.06
非流动负债	10.28	1.47	15.66	2.07
其中：应付债券	8.99	0.00	13.69	0.00

注：资产、负债的占比为占各自类别的比重
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

债务方面，2021年末，母公司全部债务规模较上年末增长5.00%，债务期限主要为短期债务，其中偿还期在2022年的占比99.98%。

杠杆水平方面，母公司主要财务杠杆指标保持在一般水平。

表 21　母公司债务和杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年末	2021 年末
全部债务	**8.99**	**9.44**
其中：短期债务	0.00	9.29
长期债务	8.99	0.14
短期债务占比	0.00	98.46
资产负债率	**58.62**	**61.09**
全部债务资本化比率	16.24	17.24
长期债务资本化比率	16.24	0.32

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（2）利润表分析

母公司盈利主要来源于投资收益，2021年，盈利指标同比大幅下降，盈利能力弱。

母公司利润主要由营业总收入贡献，2021年，公司营业总收入有所上升，主要系营业收入增加所致。营业总收入由营业收入和投资收益贡献，营业收入较上年大幅增加84.78%，主要系营业收入中新增资金占用费所致；投资收益主要是权益法核算的长期股权投资收益，投资收益较上年变化不大。

2021年，母公司营业总成本有所上升，系财务费用增加所致；营业总成本主要由期间费用构成，期间费用同比上升主要系财务费用增加与管理费用减少综合所致。

利润规模方面，母公司2021年各级口径利润规模均较上年有所下降，主要系2021年公司实施新会计准则，对其他应收款新增计提了较大规模的信用减值损失所致。

表 22　母公司收入和利润实现情况
（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年
营业总收入	**2.85**	**3.28**
减：营业总成本	1.96	2.16
减：信用减值损失	0.00	-0.66
营业利润	0.90	0.48
利润总额	0.71	0.21
净利润	**0.71**	**0.38**

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从盈利能力指标来看，2021 年，母公司主要盈利能力指标同比大幅下降，盈利能力弱。

表 23　公司盈利能力指标（单位：%）

项目	2020 年	2021 年
营业利润率	31.68	14.48
总资产收益率	0.67	0.33
净资产收益率	1.54	0.82

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（3）现金流分析

2021年，公司经营活动现金流持续净流出，投资活动现金净流入额减少，筹资活动现金流净额持续为负，整体现金流很紧张。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流量净额持续净流出，投资活动现金净流入额有所减少，筹资活动现金净流出减少，期末现金余额极少，现金流很紧张。

表 24　公司现金流量（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流量净额	-1.17	-1.22
投资活动现金流量净额	6.63	2.24
筹资前净现金流	**5.46**	**1.02**
筹资活动现金流量净额	-9.10	-1.02
现金及现金等价物净增加额	**-3.64**	**0.00**
期末现金及现金等价物余额	0.00	0.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

4. 偿债能力

截至 2021 年底，公司短期偿债指标表现较弱，长期偿债指标表现较好，整体偿债指标表现较好。

截至 2021 年底，公司合并口径及母公司口径短期偿债指标均有所下降，处于很弱水平。

从长期偿债能力指标看，合并口径方面，2021年，随着利润总额的上升，公司EBITDA同比增长7.79%，EBITDA仍主要由利润总额构成（2021年利润总额占比75.95%）；EBITDA对全部债务和利息的覆盖程度同比均有所改善，处于良好水平。母公司口径方面，2021年，EBITDA有所下降，EBITDA对全部债务和利息的覆盖程度同比均有所下降，覆盖程度一般。

表 25 公司偿债能力指标

项目		2020 年	2021 年
短期	流动比率（%）	51.85	38.40
	筹资前净现金流流动负债比（%）	17.07	5.69
	期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.06	0.10
长期	EBITDA（亿元）	10.36	11.17
	全部债务/EBITDA（倍）	2.89	2.76
	EBITDA 利息倍数（倍）	4.24	4.42

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表 26 母公司偿债能力指标

项目		2020 年	2021 年
短期	流动比率（%）	100.19	78.04
	筹资前净现金流流动负债比（%）	9.86	1.46
	期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	--	0.00
长期	EBITDA（亿元）	1.49	1.12
	全部债务/EBITDA（倍）	6.02	8.42
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.91	1.29

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年底，公司无对外担保。

截至2021年底，公司涉及的未决诉讼、仲裁案件为公司与杉杉控股关于徽商银行股权转让纠纷案件，公司、中静远东与芜湖隆耀、杉杉集团借款纠纷案件，详见本报告重大事项部分。

截至2021年末，公司未获得银行授信额度。

十一、 担保方分析

担保方中静安银只作为持有中静新华股权的平台公司，其财务实力和中静新华趋同，其为“16中静02”提供的担保增信作用有限。

“16中静02”由公司控股股东中静安银提供连带责任保证担保。

中静安银成立于2014年5月，初始注册资本10.00万元，2017年8月增资至16.85亿元；截至2021年末注册资本和实收资本均为16.85亿元，现代创新持股100.00%；注册地为上海市徐汇区石龙路345弄3号7幢东119室；经营范围：实业投资，资产管理，物业管理，房地产开发，投资咨询（除经纪），市场信息咨询与调查（不得从事社会调查、社会调研、民意调查、民意测验），设计制作各类广告，从事货物进出口及技术进出口业务，日用百货、五金交电、汽车配件（除蓄电池）、服装的销售（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）。

根据中静新华提供的中静安银2021年审计报告（经上海琳方会计师事务所有限公司审计并出具了带与持续经营相关的重大不确定性段的无保留意见）。中静安银只有中静新华一家子公司，且中静安银本部只作为持股平台，不经营其他业务，因此中静安银合并口径的主要科目构成基本和中静新华合并财务数据趋同，合并口径主要财务指标详见下表。

根据公司提供的中静安银《企业信用报告》，截至2022年02月21日查询日，中静安银未与金融机构发生过信贷业务。

表 27　中静安银主要财务指标

类别	项目	2020 年末	2021 年末
资产负债表	资产总额（亿元）	171.11	186.05
	负债总额（亿元）	84.18	90.99
	所有者权益合计（亿元）	86.93	95.07
利润表	营业总收入（亿元）	12.21	13.27
	营业总成本（亿元）	4.08	3.93
	净利润（亿元）	7.79	8.48
现金流量表	筹资前净现金流（亿元）	10.90	5.00
	现金及现金等价物净增加额（亿元）	-3.32	2.23
	期末现金及现金等价物余额（亿元）	0.62	2.84
杠杆水平	资产负债率（%）	49.20	48.90
盈利能力	净资产收益率（%）	9.33	9.31

资料来源：中静安银财务报告，联合资信整理

十二、 质押物分析

质押物质押手续于2022年3月办理完成，但10.00亿元标的债权涉及多起诉讼，增信效果一般。

“16中静02”的质押担保物是中静远东持有的对芜湖隆耀的10.00亿元债权，该债权对“16中静02”的质押担保期限自2020年8月25日至债券到期日（2022年8月24日）。

根据公司提供的天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）出具的针对标的债权的专项审计报告，审计师认为标的债权真实存在，且标的债权不存在权利负担。标的债权是中静新华委托中静远东向芜湖隆耀提供的借款，中静新华承担委托借款的相关风险和收益，且由杉杉集团对该借款债权项下本金及相应利息、罚息及其他相关款项和合理费用提供不可撤销的连带责任保证担保，中静新华有权在借款到期日前宣布委托借款到期，中静远东有权随时要求芜湖隆耀提前还款。截至2022年3月末，标的债权本金10.00亿元。

标的债权涉及的诉讼详见本报告重大事项部分。

根据2020年8月“16中静02”2020年第一次债券持有人会议决议，标的债权需由中伦律所代表债券持有人的利益，作为名义质权人与中静远东签署有关的债权质押协议，并将该质权登记于中伦律所名下，但债券持有人为实际质权人，享有实际质押担保权利。但后续公司协调出质人中静远东与中伦律所协商债权质押协议，长期未达成一致。根据公司公告，中伦律所作为名义质权人与中静远东于2022年3月完成了债券质押合同签署，前述10.00亿元债权质押登记手续已于2022年3月在中国人民银行征信中心动产融资统一登记公示系统完成应收账款质押登记。

十三、 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AA，维持“16中静02”的信用等级为AA，评级展望为发展中。

附件 1-1 中静新华资产管理有限公司
主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年
财务数据		
资产总额（亿元）	157.72	172.66
负债总额（亿元）	84.18	90.99
所有者权益（亿元）	73.53	81.68
归属于母公司所有者权益（亿元）	71.57	79.81
全部债务（亿元）	29.92	30.79
短期债务（亿元）	10.86	29.63
长期债务（亿元）	19.06	1.16
营业总收入（亿元）	12.21	13.27
利润总额（亿元）	7.80	8.48
EBITDA（亿元）	10.36	11.17
筹资前净现金流（亿元）	10.90	5.00
财务指标		
费用收入比（%）	32.82	29.07
营业利润率（%）	65.42	66.04
总资产收益率（%）	5.18	5.13
净资产收益率（%）	11.10	10.93
资产负债率（%）	53.38	52.70
自有资产负债率（%）	53.38	52.70
全部债务资本化比率（%）	28.92	27.38
长期债务资本化比率（%）	20.59	1.40
流动比率（%）	51.85	38.40
筹资前净现金流流动负债比（%）	17.07	5.69
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	0.06	0.10
全部债务/EBITDA（倍）	2.89	2.76
EBITDA 利息倍数（倍）	4.24	4.42

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据除非特别说明均为合并口径

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 1-2 中静新华资产管理有限公司

主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2020 年	2021 年
财务数据		
资产总额（亿元）	111.99	116.45
负债总额（亿元）	65.66	71.14
所有者权益（亿元）	46.34	45.32
全部债务（亿元）	8.99	9.44
短期债务（亿元）	0.00	9.29
长期债务（亿元）	8.99	0.14
营业收入（亿元）	2.85	3.28
利润总额(亿元)	0.71	0.21
EBITDA（亿元）	1.49	1.12
筹资前净现金流（亿元）	5.46	1.02
财务指标		
营业利润率（%）	31.68	14.48
总资产收益率（%）	0.67	0.33
净资产收益率（%）	1.54	0.82
资产负债率（%）	58.62	61.09
全部债务资本化比率（%）	16.24	17.24
长期债务资本化比率（%）	16.24	0.32
流动比率（%）	100.19	78.04
筹资前净现金流流动负债比（%）	9.86	1.46
期末现金及现金等价物余额/短期债务（倍）	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.02	8.42
EBITDA 利息倍数（倍）	1.91	1.29

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 1-3 担保方上海中静安银投资有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年
财务数据		
资产总额（亿元）	171.11	186.05
负债总额（亿元）	84.18	90.99
所有者权益（亿元）	86.93	95.07
归属于母公司所有者权益（亿元）	55.34	60.60
营业总收入（亿元）	12.21	13.27
利润总额（亿元）	7.80	8.47
EBITDA（亿元）	10.36	11.16
筹资前净现金流（亿元）	10.90	5.00
财务指标		
营业利润率（%）	65.43	66.02
总资产收益率（%）	4.76	4.75
净资产收益率（%）	9.33	9.31
资产负债率（%）	49.20	48.90
流动比率（%）	72.84	53.64
筹资前净现金流流动负债比（%）	17.07	5.69

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在微小差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，财务数据除非特别说明均为合并口径

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 2　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率或变动率	（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%
盈利指标	
营业利润率	营业利润/营业收入×100%
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+期初全部有息债务+期末所有者权益+期末全部有息债务）/2]×100%
资产收益率	当期净利润/[（期初资产总额+期末资产总额）/2]×100%
净资产收益率	当期净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部有息债务/（全部有息债务+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%
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%
筹资前净现金流流动负债比	筹资前净现金流/流动负债合计×100%
期末现金及现金等价物余额/短期债务	期末现金及现金等价物余额/短期债务

注：短期债务=短期借款+拆入资金+应付票据+卖出回购金融资产款+一年内到期的非流动负债中的有息债务+应付短期债券+其他科目里的短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他科目里的长期有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+计入利润表的利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+计入利润表的利息支出

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

筹资前净现金流=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件 3-1　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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表：

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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 3-2　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 3-3　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