跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1268 号

南方工业资产管理有限责任公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

南方工业资产管理有限责任公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

南方工业资产管理有限责任公司公开发行的“18 南资 01”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

南方工业资产管理有限责任公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 南资 01	10.00 亿元	5(3+2)年	AA+	AA+	2018/6/26

评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年
资产总计（亿元）	103.88	101.13
所有者权益（亿元）	57.02	65.18
长期债务（亿元）	--	10.00
全部债务（亿元）	40.89	31.54
营业收入（亿元）	1.93	2.01
投资收益（亿元）	11.78	11.29
净利润（亿元）	6.93	2.17
筹资活动前净现金流（亿元）	-6.67	5.48
营业利润率（%）	32.49	31.38
净资产收益率（%）	12.63	3.55
资产负债率（%）	45.11	35.55
全部债务资本化比率（%）	41.76	32.61
流动比率（倍）	0.76	1.61
速动比率（倍）	0.74	1.55
EBITDA（亿元）	9.68	4.00
EBITDA 利息倍数（倍）	6.84	2.36
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.13
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.97	0.40

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点：

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对南方工业资产管理有限责任公司（以下简称“公司”或“南方资管”）的跟踪评级反映了公司作为中国兵器装备集团有限公司（以下简称“兵装集团”）旗下实现国有资产保值增值的资产管理平台，股东支持力度较大，2018 年获得股东增资 10.00 亿元，公司资本实力进一步增强。2018 年，公司仍以资产经营、股权及产业投资和金融证券投资为三大主业，整体业务稳步发展，营业收入和投资收益规模较为稳定，财务杠杆水平有所下降，债务负担一般。

联合评级也关注到，由于公司所投部分信托项目出现减值风险，公司计提资产减值损失规模增加，2018 年公司利润大幅下滑；同时，公司投资业务对利润贡献度较大，且易受外部市场、经济环境及政策变化对公司投资业务的不良影响，投资收益存在波动风险。

未来，随着公司产业投资布局项目的逐步成熟，公司利润规模和盈利能力有望继续保持增长，综合实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望维持“稳定”；同时维持“18 南资 01”债项信用等级为 AA+。

优势：

1. 公司系兵装集团全资子公司，兵装集团背景雄厚、实力较强，能够为公司提供强有力支持，下属财务公司对公司授信40.00亿元。2018年，兵装集团向公司增资10.00亿元，公司资本实力进一步增强。

2. 2018 年，公司整体业务稳步发展，营业收入和投资收益规模较为稳定，财务杠杆水平进一步下降，债务负担一般。

关注：

1. 公司总收益对投资业务的依赖度较高，

而投资业务受外部经济环境和政策变化影响较大，整体风险较高，投资收益存在波动风险。

2．2018 年，公司投资的部分信托项目出现减值风险，公司出于谨慎性原则计提较大规模资产减值损失，使得当期利润规模大幅下滑，需关注风险项目后续资金回收处置情况，或有进一步损失风险。

分析师

张　祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@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

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

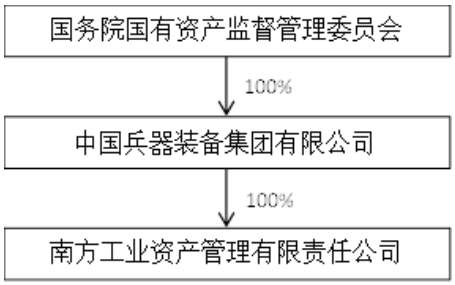
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

南方工业资产管理有限责任公司（以下简称“南方资管”或“公司”）成立于 2001 年，初始注册资本 1.00 亿元，其中中国兵器装备集团有限公司（原中国兵器装备集团公司，以下简称“兵装集团”或“集团”）出资 90.00%；西南兵器工业公司出资 10.00%。经历次股东增资、股权转让、利润留存转增资本等，截至 2017 年末公司注册资本为 23.00 亿元。2018 年，兵装集团向公司增资 10.00 亿元，截至 2018 年末，公司注册资本增至 33.00 亿元，兵装集团持股 100.00%，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图 1　截至 2018 年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围主要为：实业投资；信息咨询。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动）

截至 2018 年末，公司合并范围内含 7 家子公司，公司本部拥有员工 39 人。截至报告出具日，公司设有综合管理部、党群工作部（人力资源部、纪检监察部）、财务管理部、审计与风险管理部、战略投资部、股权投资部、金融投资部和固定收益部共 8 个部门。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 101.13 亿元，负债合计 35.95 亿元，所有者权益 65.18 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 64.23 亿元；2018 年，公司实现营业收入 2.01 亿元，实现投资收益 11.29 亿元，净利润 2.17 亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润 2.19 亿元；筹资活动前现现金流量净额为 5.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.89 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区车道沟 10 号院 3 号科研办公楼 6 层；法定代表人：李红源。

二、债券概况

“18 南资 01”

“南方工业资产管理有限责任公司 2018 年公司债券（第一期）”，发行规模为 10.00 亿元，发行期限为 5（3+2）年，发行票面利率 5.30%，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券起息日为 2018 年 4 月 18 日，付息日为存续期内每年的 4 月 18 日。本期债券于 2018 年 5 月 9 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“18 南资 01”，证券代码“143541.SH”。截至 2018 年末，“18 南资 01”募集资金已全部使用完毕，募集资金使用用途与募集说明书一致。跟踪期内，公司已按期足额支付利息。

三、行业分析

公司作为兵装集团的全资子公司，是兵装集团旗下通过从事产业投资、金融投资和资产管理业务，实现国有资产保值增值的综合性资产管理平台，属于国有资产投资管理行业。

我国的国有资本投资管理公司的产生与发展和社会主义市场经济体制建立的进程密切相关，并随着我国投资体制改革的深化而不断发展壮大。国有资本投资管理公司作为政府的出资人代表，需要执行政府的投资意图，承接政府交办的投资任务，保证国有资产的保值增值；同时作为一个市场主体，又必须按照市场规则和效益原则去运作和经营，此双重身份决定了国有资本投资管理公司的特殊性。国有资本投资管理公司侧重于市场失灵或市场残缺的纠正和弥补。对于信息不对称和自然垄断的领域，对于市场无力或不愿意投资但对于国民经济又特别重要的领域，以及关系国家安全和国民经济命脉的领域，国有资本的投入都将发挥重要的作用。国有资本投资管理公司意在实施国家对经济的引导，实现政府特殊的公共目标，如减少社会不公、促进区域协调发展等。国有资本投资管理公司为了实现政策性目标进行产业类投资，通过资本投资而不是行政权力保持国有经济的控制力和影响力。

目前，我国国有资本投资管理公司主要有三种类型：1、城市运营型，以市政工程、城市公共设施建设为主，为所在城市的建设、发展和正常运营服务，该类型以市属投资公司为多。2、产业型，产业比较单一，投资领域比较集中，着重于从投资开发-项目建设-生产经营的全过程管理，该类型以国家或省属投资公司为多。3、综合型，即在业务构成上有金融业务、资产管理业务和实业投资，而在实业投资中又涉足多个行业。

随着现代产权制度改革的深入，在十八届三中全会后，国家全面推进国企改革背景下，国有资本投资管理公司从单一的股权管理主体向集团化运作的投资主体进行转变。2018 年 7 月，国务院发布《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》，指出要进一步改革国有资本授权经营体制，完善国有资产管理体制，实现国有资本所有权与企业经营权分离，实行国有资本市场化运作，并按照国有资产监管机构授予出资人职责和政府直接授予出资人职责两种模式，继续推进和深化国有资本投资、运营公司试点。2018 年 12 月，国资委宣布新一批 11 家中央企业国有资本投资公司试点启动，2019 年以来，国资委相继印发《中央企业工资总额管理办法》、《中央企业负责人经营业绩考核办法》、《改革国有资本授权经营体制方案》和《国务院国资委授权放权清单（2019 年版）》等文件，在战略规划、工资总额管理、选人用人和激励机制、财务和产权管理等方面进一步加大授权放权的力度，推进国有资本投资、运营公司深化改革。未来，国有资本投资管理公司将在我国国企改革进程中将起到重要作用。

总体看，随着国有企业改革的逐步推进，国有企业发展和国有资产的保值增值将进入新时期，国有资本投资、运营公司将迎来发展机遇期。

四、管理与内控分析

跟踪期内，公司管理团队存在变动。2018 年 9 月，公司监事会主席由严明变更为付有贤；2018 年 12 月，董事喻宗斌辞任，新增董事孙伟；现任管理人员从业经验丰富，专业素质较高，管理团队变动对公司经营无不良影响。公司组织架构和风险管理架构未发生变化；公司治理、内控制度等方面，均不存在违反《公司法》、《公司章程》规定的情况。2019 年 4 月，公司组织结构进行调整，由 7 个部门变更为 8 个部门，新增战略投资部和固定收益部，撤销资产运营部，此外，原人力资源部

（党委工作部）变更为党群工作部（人力资源部、纪检监察部），原风险管理部变更为审计与风险管理部，组织架构进一步完善。

总体看，2018 年以来，公司管理团队和组织结构有所调整，对公司经营影响较小，整体管理内控保持稳定。

五、经营分析

1．经营概况

公司作为兵装集团产融结合和资本运作平台，业务主要以服务兵装集团多产业专业化经营为目标，主要经营资产经营、股权及产业投资和金融证券投资三大主业。利润构成上，控股子公司生产经营和公司的资产经营管理业务体现为营业收入，公司本部股权投资和金融投资体现为投资收益。2018年，公司实现总收益（营业收入与投资收益之和）13.30亿元，同比小幅下滑2.98%，其中营业收入同比小幅上升4.26%至2.01亿元，投资收益同比下滑4.17%至11.29亿元，投资收益对总收益的贡献仍较高，占比为84.88%。2018年，公司净利润为2.17亿元，同比大幅下降68.70%，主要系股票市场行情波动以及公司投资项目出现风险，计提资产减值损失规模较大所致。

从营业收入结构来看，控股子公司北京石晶光电科技股份有限公司（下称“石晶光电”）主营的石英晶体材料制造业务仍是公司第一大营业收入来源，2018年，石英晶体材料实现营业收入1.04亿元，同比增长16.24%，占营业收入的比例进一步上升至51.72%。资产经营和管理业务主要系子公司南方兵器装备产业有限责任公司（下称“产业公司”）的资产经营业务，以及南方天辰（北京）投资管理有限公司（下称“南方天辰”）等子公司的金融资产管理业务，2018年资产经营和管理业务收入为0.54亿元，同比下降15.31%，主要系2018年租赁市场价格下降导致租金收入减少所致，占营业收入比例降至27.01%。碳碳复合材料制品业务主要由控股子公司湖南南方搏云新材料股份有限公司（下称“南方搏云”）负责运营，2018年碳碳复合材料制品收入为0.40亿元，同比增长9.45%，占营业收入比例为19.95%，较上年变化不大。

表 1　公司营业收入及投资收益情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
石英晶体	0.89	46.39	1.04	51.72
资产经营和管理	0.64	33.26	0.54	27.01
碳碳复合材料制品	0.37	19.00	0.40	19.95
其他	0.03	1.36	0.03	1.32
营业收入	**1.93**	**100.00**	**2.01**	**100.00**
投资收益	**11.78**	--	**11.29**	--
总收益	**13.71**	--	**13.30**	--

资料来源：公司提供

投资收益构成方面，公司投资收益主要来自于产业投资和金融投资业务产生的持有及转让收益。公司产业投资业务仍为公司投资收益的重要来源，2018年产业投资类收益为8.33亿元，同比小幅下降3.23%，占投资收益的73.72%，占比变化不大；金融投资类收益为2.97亿元，同比下降6.70%。公司投资业务易受宏观经济环境、投资企业经营状况、股权退出政策、证券市场波动等因素影响，收益存在一定波动风险。

表2 公司投资收益结构（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
产业投资类收益	8.60	73.00	8.33	73.72
金融投资类收益	3.18	27.00	2.97	26.28
投资收益合计	**11.78**	**100.00**	**11.29**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司资产经营、股权及产业投资和金融证券投资三大主业稳步发展，公司总收益较上年变化不大，但受资产减值损失计提增加影响，利润大幅下滑；联合评级也关注到，公司利润主要来源于投资收益，其受市场环境影响较大，面临一定波动风险。

2．业务运营

（1）产业投资业务

公司产业投资业务主要由股权投资部负责，主要系通过直接投资（含非上市公司直接股权投资和通过定向增发、战略配售等方式进行上市公司直接投资[1]）、基金LP份额以及QDII专户投资的方式参与集团内外公司股权，目前公司已成为兵装集团“产融结合”平台。

从产业投资收益情况来看，2018年，公司产业投资类收益为8.33亿元，同比下降3.23%，主要系项目退出收益减少，其中持有期间投资收益同比增长23.78%至2.77亿元，处置股权投资收益同比下滑12.74%至5.55亿元，公司产业投资收益仍主要来源于处置股权投资产生的投资收益，2018年占比66.70%，较上年下滑7.27个百分点。

表3 公司产业投资业务收益结构（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
持有期间投资收益	2.24	26.04	2.77	33.30
处置股权投资收益	6.36	73.96	5.55	66.70
合计	**8.60**	**100.00**	**8.33**	**100.00**

资料来源：公司提供

目前，公司产业投资仍主要投资成长期或进入Pre-IPO阶段的企业，围绕集团主业和现有上市平台并购重组、国企和国防科研院所及军工改制、上市公司战略性投资及新兴产业投资以及金融平台公司投资等；主要投资行业为医药、新材料、石油机具、水处理、风电、光伏发电、垃圾处理、生物质能等。2018年，公司新增投资项目4个，投资金额为2.26亿元，主要投资于服务集团公司主业的产业投资项目。截至2018年末，公司在投项目数量为38个，较上年末减少1个，在投项目账面余额51.05亿元，较上年末增长2.02%。

表4 公司产业投资项目情况（单位：个，亿元）

项目	2017 年末	2018 年末
在投项目数量	39	38
在投项目账面余额	50.04	51.05

资料来源：公司提供

[1] 从投资领域、投资目的和业务管理方式等方面来看，公司将上市公司定向增发和战略配售作为获取外部上市公司股权投资的手段，并将其作为产业投资进行管理。

从业务类型来看，截至2018年末，公司产业投资项目中集团内存量产业股权投资项目个数较多，为18个，占投资成本的比例为48.97%，另外集团外上市项目共4个，投资成本占比16.13%，LP份额投资项目共6个，占投资成本的17.95%，其余业务类型投资金额占比相对较小。从投资标的类型来看，公司投资的非上市公司主要为22家并表子公司、参股的实业类企业以及产业基金等，2018年末投资成本占比47.48%；所投A股上市公司共6个，年末投资成本占比26.25%；港股上市公司主要是通过QDII通道进行的专户投资。从投资的行业来看，主要以制造类、金融类和产业基金为主，投资成本分别占比32.89%、27.17%和24.87%。

表5　截至2018年底公司产业投资在投项目情况（单位：个，亿元，%）

分类标准	类别	项目数量	投资成本	账面余额	投资成本占比	账面余额占比
按业务类型	集团内存量产业股权投资	18	21.25	32.50	48.97	63.66
	集团外非上市项目直接投资	7	4.09	4.20	9.43	8.23
	集团外上市项目投资	4	7.00	4.71	16.13	9.23
	通过 QDII 专户投资海外股权	3	3.26	3.05	7.51	5.97
	LP 份额投资	6	7.79	6.59	17.95	12.91
按标的类型	非上市公司	22	20.60	29.70	47.48	58.18
	A 股上市公司	6	11.39	11.44	26.25	22.41
	有限合伙 LP	6	7.79	6.59	17.95	12.91
	港股上市公司	3	3.26	2.97	7.51	5.82
	新三板公司	1	0.35	0.35	0.81	0.69
按所投行业	金融类	10	11.79	14.41	27.17	28.23
	制造类	13	14.27	15.71	32.89	30.77
	产业基金	7	10.79	9.59	24.87	18.79
	医药相关类	2	2.98	6.93	6.87	13.57
	其他	6	3.56	4.41	8.20	8.64
合计		**38**	**43.39**	**51.05**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

从项目退出情况来看，公司项目退出以追求投资效益最大化为基本原则，根据投资项目经营情况，采用IPO上市退出、股权转让、破产清算等方式退出。2018年，公司退出项目3个，其中股权转让退出1个，二级市场减持1个，LP股权退出1个。截至2018年末，公司累计退出项目28个，其中有3个项目是集团内无偿划转退出，有2个项目是清算退出，投资成本较小，不影响整体收益情况。

项目储备方面，截至2018年底，公司调研阶段项目5项，上会阶段项目5项，已过会待实施项目11项，金额共计36.39亿元。

总体看，2018 年公司产业投资业务稳步运营，受市场行情影响，退出收益减少导致产业投资收益小幅下滑。但联合评级也关注到，基于服务集团主业的战略定位，公司项目投资大多集中在集团公司内部，市场化程度仍不够高。

（2）金融投资业务

公司金融投资业务系由金融投资部负责，目前仍以自营投资为主。2018 年，受市场行情影响，公司金融投资收益为 2.97 亿元，同比减少 6.70%。截至 2018 年末，公司金融投资业务投资规模合计 42.58 亿元，较年初减少 15.50%，主要系金融市场行情波动，公司主动压缩金融投资业务规模所致。

从投资结构来看，公司金融投资仍主要以信托、基金和其他投资为主。2018 年末，信托投资规模较上年末有所缩减，但受整体金融投资规模下降影响，信托占比小幅增至 48.73%，主要系对信托

优先受益权投资；基金投资占比由 2017 年的 30.66%下滑至 14.49%。其他投资主要系公司进行的流动资金管理，以银行理财、国债逆回购为主，其余为结构化存款、定向资管计划，2018 年末，其他投资规模同比增长 47.66%，占比上升至 36.25%，主要系国债逆回购规模增加所致。公司股票投资规模较小，且规模进一步收缩，2018 末仅为 0.23 亿元。2018 年，公司投资的信托项目或出现减值风险，投资规模合计 10.50 亿元，公司出于谨慎性原则计提 5.25 亿元减值损失，需对项目后续回收处置情况保持关注，或存在进一步损失风险。

表6　公司金融投资业务期末余额结构和当期收益情况（单位：亿元，%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
信托	22.70	45.04	20.75	48.73
基金	15.45	30.66	6.17	14.49
股票	1.79	3.55	0.23	0.53
其他	10.45	20.74	15.43	36.25
合计	**50.39**	**100.00**	**42.58**	**100.00**
金融投资收益	**3.18**	--	**2.97**	--

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司金融投资规模有所下降，其中基金投资大幅减少，国债逆回购投资规模增加；2018年，公司信托投资出现风险，需关注后续项目回收处置情况，或出现进一步损失风险；由于公司金融证券类投资受市场行情等影响较大，金融投资收益面临一定波动风险。

（3）资产经营与管理

公司的资产经营和管理业务包含公司本部和子公司产业公司的资产经营和处置业务，以及子公司南方天辰等子公司的金融资产管理业务。2018年公司资产经营和管理业务为0.54亿元，同比下降15.31%，主要系租金收入减少所致。

资产经营平台构建方面，公司依托产业公司搭建资产经营平台，作为集团低效、无效资产的盘活和处置平台，主要通过加强与集团内企业的合作，借助产权市场价值发现功能，协助兄弟企业做好集团公司非主业资产受托处置；在此基础上，积极拓展金融资产管理和处置业务。

非主业资产经营方面，主要是受托经营管理集团的非主业资产，公司实际上作为财务顾问，借助市场化手段和金融工具，通过改组改制、债权重组、股权重组、分类整理、资产证券化等方式增强非主业资产的流动性，挖掘和提升资产价值，利用资本市场和各类产权交易平台实现资产价值最大化。

持有型物业运作方面，目前由产业公司运营自持物业中国兵器大厦，为南方工业研究院项目、中建材创新科技研究院提供物业管理服务，同时参与集团公司旗下企业的资产经营、物业管理等工作。截至2018年底，自有兵器大厦用于对外出租，出租面积约1.58万平方米，2018年出租率为97.97%，单位租金收入为4.18~5.88元/平米/天，2018年，公司实现租金业务收入2,303.76万元，同比下降19.90%，主要系2018年租赁市场价格下降，且出租率小幅下降所致。此外，物业管理方面，公司负责中建材创新科技研究院有限公司项目的管理面积合计6.6万平方米，2018年物业费收入447.42万元；负责中国南方工业研究院一期工程物业服务项目的管理面积合计9.6万平方米，2018年物业费收入为936.41万元。

总体看，2018 年，公司资产经营业务收入有所下降，目前对公司整体收入的贡献较小。

3．未来发展

按照兵装集团质量提升“365”登高行动的总体部署，公司将按照“党建引领发展，提升发展质量”的总体工作思路，聚焦“服务主业，价值创造”的发展理念，加快转型升级，面向集团主业推动产业发展，把金融服务和产业服务紧密结合，提升价值创造能力，实现高质量高效益高效率高品牌发展，努力成为国内一流的资产管理公司。

一是依托集团公司强大的产业实力，建立市场化专业化的体制机制，形成科学高效的投研能力，实现稳健增长的经营业绩，2019~2021年，公司贯彻落实“365”登高行动战略规划利润总额27亿元，到2021年公司运营及管理的资产规模达到200亿元。二是立足当前资源，加大服务集团公司主业支持力度。关注新能源汽车、关键汽车零部件、出行服务等细分领域，挖掘汽车行业产业的投资机会；把握军工行业混改和院所改制以及“十三五”后期军工行业盈利能力提升的行业机会，加大军工产业链战略性的投资布局；抓住虚拟现实、增强现实等消费升级的投资机会，支持光电板块做大做强。三是调整资源配置，提升可持续发展能力。协助推进汽车、军品、光电、医药等重点板块的产业并购、资源整合，加快技术创新、管理创新、模式创新，通过内外资源联动，助推集团公司混改举措踏实落地，促进集团公司产业可持续发展和转型升级，有效提升资产价值。四是盘活存量资产，提升资产经营能力做大持有型物业。聚焦办公和养老等领域，通过市场化收购、集团公司资产转让或划转，到2021年，管理物业资产规模达到30亿元；抓住国家大健康产业红利政策，以杭州疗养院良好的养老医疗资源为契机，探索大健康产业，提升土地价值。五是聚力创新质量提升。利用金融工具，引入社会资本，加大对科技创新的投入，支持集团公司科技创新；围绕集团公司产业链，探索企业、科研机构和高等院校的“产学研”合作，助推集团公司完善创新机制和体系，夯实创新驱动基础，进一步提升核心竞争能力。

总体看，公司具有较详细的发展规划，有利于指导公司业务进一步发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年财务报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了无保留意见的审计结论，2017 年财务数据取自 2018 年审计报告期初数。2018 年，公司合并范围内共 7 家子公司，较上年无变化。会计政策方面，公司参照财政部于 2018 年 6 月发布的《财政部关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会（2018）15 号），对财务报表格式进行了修订。整体看，公司财务数据可比性较好。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 101.13 亿元，负债合计 35.95 亿元，所有者权益 65.18 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 64.23 亿元；2018 年，公司实现营业收入 2.01 亿元，实现投资收益 11.29 亿元，净利润 2.17 亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润 2.19 亿元；筹资活动前现现金流量净额为 5.48 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.89 亿元。

2．资产质量

截至 2018 末，公司资产规模为 101.13 亿元，较年初小幅下降 2.65%；其中流动资产占比 39.06%，非流动资产占比 60.94%，流动资产占比较上年末上升 5.29 个百分点，但资产结构仍以非流动资产为主。

截至 2018 年末，公司流动资产为 39.50 亿元，较年初增长 12.60%，主要系股东增资使得货币资金增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 7.82%）和其他流动资产（占比 86.82%）构成。

截至 2018 年末，公司货币资金为 3.09 亿元，较年初大幅增长 209.80%，主要系银行存款，其中 2,000.00 万元使用受限，系定期存单；公司其他流动资产主要系公司国债逆回购业务和投资的基金、信托产品（优先收益权），2018 年末其他流动资产为 34.29 亿元，较年初增长 6.83%，主要系国债逆回购规模增长所致，其中国债逆回购为 14.88 亿元，较年初增长 104.26%，基金、信托（优先受益权）为 18.85 亿元，较年初下降 23.30%，主要系公司信托项目计提资产减值损失所致。

截至 2018 年末，公司非流动资产为 61.63 亿元，较年初下降 10.43%，主要系可供出售金融资产和其他非流动资产减少所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资和其他非流动资产构成，分别占比 36.36%、46.87%和 9.74%。截至 2018 年末，公司可供出售金融资产为 22.41 亿元，较年初减少 29.23%，主要系以公允价值计量的权益工具账面价值减少所致；其中以公允价值计量的权益工具为占比 28.46%，以成本计量的权益工具占比 21.73%，主要系持有的重庆南方工业股权投资基金、中央企业贫困地区产业基金等股权和部分基金，其他类投资占比 49.84%，主要系 LP 股权投资；可供出售金融资产减值准备合计 3.51 亿元，计提比例为 13.56%，计提较充分。截至 2018 年末，公司长期股权投资为 28.89 亿元，较年初增长 10.63%，主要系新增投资中国新时代科技有限公司等企业股权，以及权益法下确认的投资收益增加所致。2018 年末，公司其他非流动资产为 6.00 亿元，较年初下降 29.41%，主要系前期持有的资产管理计划退出所致，期末公司非流动资产均为持有的信托产品（优先受益权）。

总体来看，2018 年，公司资产规模小幅下降，仍以非流动资产为主，公司资产构成中其他流动资产和可供出售金融资产占比较高，资产结构符合其业务特征，整体资产质量尚可，但公司金融资产价值易受市场波动的影响，存在一定的资产减值风险。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2018 年末，公司负债合计 35.95 亿元，较年初下降 23.29%；其中流动负债占比 68.36%，占比较上年下降 29.63 个百分点，负债结构有所改善，但仍以流动负债为主，由于公司资产以非流动资产为主，公司资产负债结构匹配程度有待进一步改善。

截至 2018 年末，公司流动负债合计 24.57 亿元，较年初减少 46.49%，主要系短期借款规模减少所致；公司流动负债以短期借款（占比 67.14%）和其他应付款（占比 28.14%）为主。公司短期借款主要以兵装集团下属财务公司信用借款为主，截至 2018 年末短期借款为 16.50 亿元，较年初下降 53.97%。公司其他应付款主要系关联单位往来款，截至 2018 年末其他应付款为 6.91 亿元，较年初下降 13.58%，主要系应付股利减少所致。截至 2018 年末，公司非流动负债合计 11.37 亿元，较上年末大幅增加 10.43 亿元，主要系新增发行 10.00 亿元公司债所致，期末公司应付债券为 10.00 亿元，递延所得税负债为 1.15 亿元。

从债务结构看，截至 2018 年末，公司全部债务规模为 31.54 亿元，较年初下降 22.86%，其中短期债务占比 68.30%，长期债务占比 31.70%，其中长期债务均为 2018 年新增，债务结构较上年末有所优化，但仍以短期债务为主。从债务指标看，截至 2018 年末，公司资产负债率为 35.55%，较年初下降 9.56 个百分点，财务杠杆水平下降，处于较低水平；受债务规模下降影响，公司全部债务资本化比率为 32.61%，较年初下降 9.15 个百分点，长期债务资本化率为 13.30%，债务负担有所降低，整体债务负担一般。

整体看，2018 年，公司负债规模有所下降，负债结构仍以流动负债为主，资产负债匹配度仍有待改善，整体杠杆水平一般。

（2）所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益为 65.18 亿元，较年初增长 14.31%，主要系股东向公司增资 10.00 亿元所致，其中归属于母公司所有者权益合计 64.23 亿元；归属母公司所有者权益中，实收资本占 51.38%，资本公积占 7.02%，盈余公积占 8.72%，未分配利润占 34.67%，公司所有者权益结构的稳定性较好。2018 年度公司预计向股东现金分红 6,700.00 万元，占 2018 年净利润的 30.91%，留存利润对所有者权益的补充效果尚可。

总体来看，2018 年，随着股东增资，公司所有者权益有所增长，所有者权益结构稳定性较好。

4．盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 2.01 亿元，同比小幅增长 4.26%，主要系公司石英晶体和资碳碳复合材料制品收入增加所致。由于公司为资产管理类企业，相关投资管理活动所产生的收益为公司的核心利润来源，2018 年公司实现投资收益 11.29 亿元，同比小幅下滑 4.17%，占营业利润的比例为 146.76%。

2018 年，公司营业总成本为 11.28 亿元，同比大幅增长 98.62%，主要系公司投资的信托产品出现风险，出于谨慎性原则计提的资产减值损失规模增加所致，2018 年资产减值规模为 7.20 亿元，较上年大幅增加 5.28 亿元。2018 年，公司营业成本为 1.31 亿元，较年初增长 8.92%。从期间费用看，2018 年，公司期间费用合计 2.61 亿元，同比增长 10.13%，主要系 2018 年融资成本增加使得计入财务费用的利息支出增加所致；公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成，2018 年分别占比 32.06%和 65.32%。

受资产减值损失规模增加影响，2018 年，公司净利润为 2.17 亿元，同比大幅下降 68.70%。从盈利指标看，2018 年，公司营业利润率、总资产收益率和净资产收益率分别为 31.38%、2.11%和 3.55%，分别较上年下滑 1.11 个、4.44 个和 9.08 个百分点，公司盈利能力指标下滑明显，整体盈利能力一般。

总体来看，2018 年公司营业收入和投资收益规模较为稳定，但受公司投资项目出现风险，资产减值损失大幅增加影响，净利润大幅下滑，盈利水平下滑幅度较大，整体盈利能力一般。联合评级也关注到，投资收益对公司利润贡献度较高，易受市场行情波动影响。

5．现金流

在经营活动方面，2018 年，公司经营活动现金流仍呈净流出态势，净流出规模为 1.58 亿元，经营活动现金流较上年变化不大；投资活动现金流由净流出转为净流入状态，净流入规模为 7.06 亿元，投资收回现金和投资支付的现金均较上年有所减少；筹资活动现金流由净流入转为净流出状态，主要系偿还债务支付的现金增加所致。

表 7　公司现金流量情况表（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年
经营性现金流量净额	-1.06	-1.58
投资性现金流量净额	-5.60	7.06
筹资性现金流量净额	5.23	-3.59
现金及现金等价物净增加额	-1.44	1.89
年末现金及现金等价物余额	1.00	2.89

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2018 年，公司经营活动仍呈净流出状态，投资活动现金流转为净流入状态，筹资现金流转为净流出状态，整体公司现金流活动状况正常。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年末，公司流动比率和速动比率分别为 1.61 倍和 1.55 倍，分别较上年末上升 0.84 倍和 0.82 倍，主要系流动负债规模快速下降所致；公司的短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，受利润规模下滑影响，2018 年，公司 EBITDA 为 4.00 亿元，同比减少 58.73%；主要由计入财务费用利息支出（占比 42.42%）和利润总额（占比 53.01%）构成，折旧和摊销占比较小，分别为 4.05%和 0.53%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 2.36 倍，EBITDA 全部债务比为 0.13 倍，较上年分别下降 4.48 倍和 0.11 倍，EBITDA 对利息的保障能力仍为很强，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度 64.00 亿元，已使用额度 3.90 亿元；此外，兵装集团下属财务公司对公司授信额度 40.00 亿元，尚未使用额度为 24.50 亿元；公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2018 年末，公司无对外担保情况；公司无重大未决诉讼或仲裁情况。

根据中国人民银行《企业信用报告》，截至 2019 年 1 月 14 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。

总体看，公司整体偿债指标表现尚可，考虑到公司持有的可供出售金融资产规模较大，且拥有较大规模的银行及集团财务公司授信，公司偿债能力仍属很强。

七、跟踪债券偿债能力分析

以 2018 年财务数据为基础，公司对存续的公司债券“18 南资 01”的待偿本金（10.00 亿元）的各项偿付能力指标见下表，公司净资产、利润指标和筹资活动前现金流净额对合计待偿本金的保障程度均较好。

表 8　本报告所跟踪债券的偿付能力（单位：倍）

项目	2018 年
所有者权益/待偿本金合计	6.52
EBITDA/待偿本金合计	0.40
净利润/待偿本金合计	0.22
筹资活动前现金流量净额/待偿本金合计	0.55

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

综合以上分析，并考虑到公司作为兵装集团的全资子公司，股东支持力度较大，自身资产规模较大、资产质量尚可，联合评级认为，公司对“18 南资 01”的偿还能力仍属很强。

八、综合评价

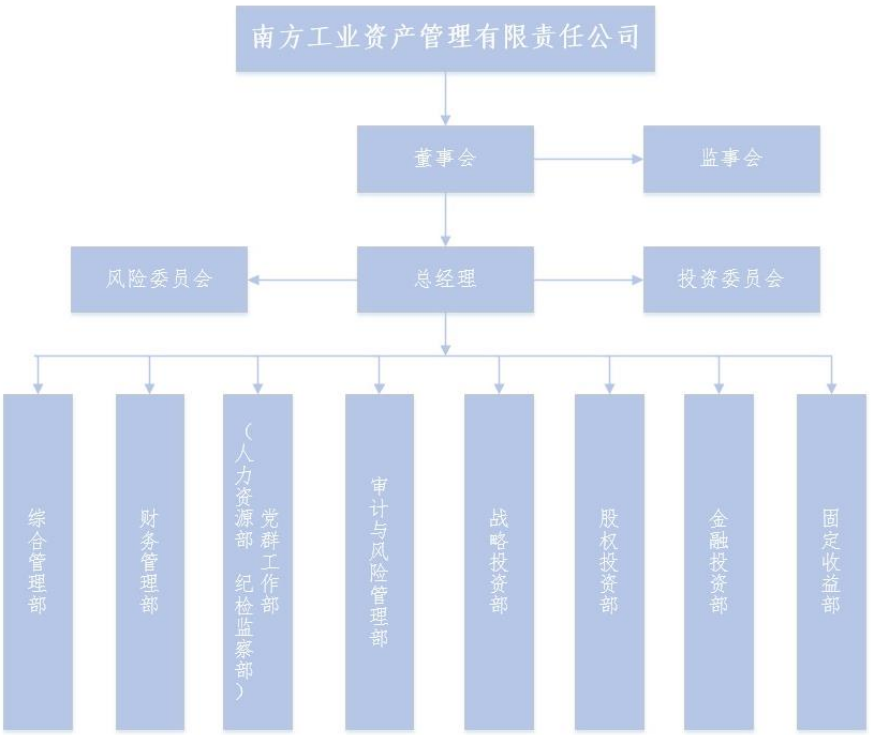
公司作为兵装集团旗下实现国有资产保值增值的资产管理平台，股东支持力度较大，2018 年获得股东增资 10.00 亿元，公司资本实力进一步增强。2018 年，公司仍以资产经营、股权及产业投资和金融证券投资为三大主业，整体业务稳步发展，营业收入和投资收益规模较为稳定，财务杠杆水平有所下降，债务负担一般。

联合评级也关注到，由于公司所投部分信托项目出现减值风险，公司计提资产减值损失规模增加，2018 年公司利润大幅下滑；同时，公司投资业务对利润贡献度较大，且易受外部市场、经济环境及政策变化对公司投资业务的不良影响，投资收益存在波动风险。

未来，随着公司产业投资布局项目的逐步成熟，公司利润规模和盈利能力有望继续保持增长，综合实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望维持“稳定”；同时维持“18 南资 01”债项信用等级为 AA+。

附件 1　截至 2019 年 4 月末南方工业资产管理有限责任公司组织结构图



附件 2　南方工业资产管理有限责任公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	103.88	101.13
负债总额（亿元）	46.86	35.95
所有者权益（亿元）	57.02	65.18
短期债务（亿元）	40.89	21.54
长期债务（亿元）	--	10.00
全部债务（亿元）	40.89	31.54
营业总收入（亿元）	1.93	2.01
净利润（亿元）	6.93	2.17
EBITDA（亿元）	9.68	4.00
经营性净现金流（亿元）	-1.06	-1.58
现金收入比率（%）	95.98	89.33
总资产收益率（%）	6.56	2.11
净资产收益率（%）	12.63	3.55
营业利润率（%）	32.49	31.38
费用收入比（%）	122.95	129.88
资产负债率（%）	45.11	35.55
全部债务资本化比率（%）	41.76	32.61
长期债务资本化比率（%）	0.00	13.30
流动比率（倍）	0.76	1.61
速动比率（倍）	0.74	1.55
现金短期债务比（倍）	0.03	0.15
经营现金流动负债比率（%）	-2.31	-6.43
EBITDA 利息倍数（倍）	6.84	2.36
EBITDA 全部债务比（倍）	0.24	0.13
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.97	0.40

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
资产负债率	负债总额/资产总计×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%
营业费用率	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
总资产收益率	净利润/[（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%
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
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+一年内到期的非流动负债+其他应付款中的有息部分
长期债务	长期借款+应付债券
全部债务	长期债务+短期债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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%
全部债务资本化比率	全部债务/（全部债务+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%
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销
EBITDA 利息倍数	EBITDA/计入财务费用的利息支出
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务

附件 4　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。