

2015 年湘江产业投资有限责任公司
公司债券 2020 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【119】号 01

债券简称：15 湘产债
债券剩余规模：3 亿元

债券到期日期：
2022 年 12 月 8 日

债券偿还方式：单利按
年付息，到期一次还本，
最后一期利息随本金一
起支付，附第 5 年末公
司上调票面利率选择权
及投资者回售选择权

分析师

姓名：
陈勇阳 刘志强

电话：
0755-82870013

邮箱：
chenyy@cspengyuan.co
m

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于公司
官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

2015 年湘江产业投资有限责任公司公司债券 2020 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 6 月 15 日	2019 年 6 月 14 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对湘江产业投资有限责任公司（以下简称“湘江投资”或“公司”）及其 2015 年 12 月 8 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司投资收益和利润总额大幅增长，负债率较低，偿债压力相对较小；同时中证鹏元也关注到公司投资收益和利润对股权投资退出状况依赖性较强，未来可能存在一定波动；公司持有有一定规模的上市公司股权，二级股票市场价格波动较大，未来投资收益存在较大不确定性；其他应收款账龄较长且回款时间不确定，对公司资金存在一定占用等风险因素。

正面：

- 公司投资收益和利润总额大幅增长。公司利润主要来源于投资收益，2019 年公司实现投资收益 2.23 亿元，同比增长 63.08%；利润总额为 1.62 亿元，同比增长 43.87%。
- 公司负债率较低，偿债压力相对较小。2019 年末公司资产负债率为 14.52%，EBITDA 利息保障倍数为 12.34，有息债务主要为本期债券，偿债压力相对较小。

关注：

- 公司投资收益和利润对股权投资退出状况依赖性较强，未来可能存在一定波动。2019 年公司投资收益和利润主要来源于处置权益性投资，权益性投资处

置时点受市场环境、投资标的的经营情况、公司自身退出策略等因素综合影响，各项目的退出时间和退出收益存在一定的不确定性，未来投资收益可能存在一定波动。

- **公司持有有一定规模的上市公司股权，二级股票市场价格波动较大，未来投资收益存在较大不确定性。**截至 2020 年 3 月末，公司持有上市公司股权的公允价值为 2.23 亿元（股权价格为 2020 年 3 月 31 日收盘价），二级股票市场价格波动较大，未来从处置上市公司股份获取投资收益的规模和时间存在不确定性。
- **公司其他应收款账龄较长且回款时间不确定，对公司资金存在一定占用。**截至 2019 年末，公司其他应收款余额为 3.31 亿元，占总资产比重为 12.92%，应收对象主要为公司股东和实际控制人，账龄较长且回款时间不确定，对公司资金存在一定占用。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	255,868.70	272,685.80	290,557.08
归属于母公司所有者权益合计	215,563.39	233,593.70	251,661.61
有息债务	31,400.00	32,595.00	30,000.00
资产负债率	14.52%	12.83%	13.39%
流动比率	16.64	21.46	66.70
速动比率	16.43	21.32	66.70
营业收入	2,017.29	442.61	0.00
投资收益	22,310.62	13,680.66	9,051.16
利润总额	16,213.10	11,269.60	6,613.79
净利润	6,896.95	9,024.94	5,198.75
综合收益总额	12,845.83	-17,143.36	-28,695.88
综合毛利率	-9.66%	9.54%	-
净资产收益率	3.02%	3.69%	1.92%
EBITDA	18,656.59	13,215.23	8,098.79
EBITDA 利息保障倍数	12.34	8.03	5.45
经营活动现金流净额	-9,914.46	16,192.80	-11,030.42

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2015年12月8日发行7年期3亿元公司债券，募集资金已用于湖南国企改革发展基金企业（有限合伙）、怀化高新技术产业投资合伙企业（有限合伙）和湖南正佳特种材料有限公司（以下简称“正佳特材”）等多个项目。截至2020年4月30日，本期债券募集资金专项账户余额为99.05万元。

二、发行主体概况

2019年公司注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，截至2019年末，公司注册资本和实收资本仍为20亿元，控股股东仍为湖南湘投控股集团有限公司（以下简称“湘投控股”），持有公司99.50%股权，实际控制人仍为湖南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“湖南省国资委”）。

公司主要从事股权投资业务，投资方向为湖南省重点产业、优势产业及高新技术产业。2019年2月，公司法定代表人由蔡神元变更为石文华。2019年10月，公司撤销董事会，设立执行董事为石文华，新增监事龚婷。2019年公司合并报表范围无变化。

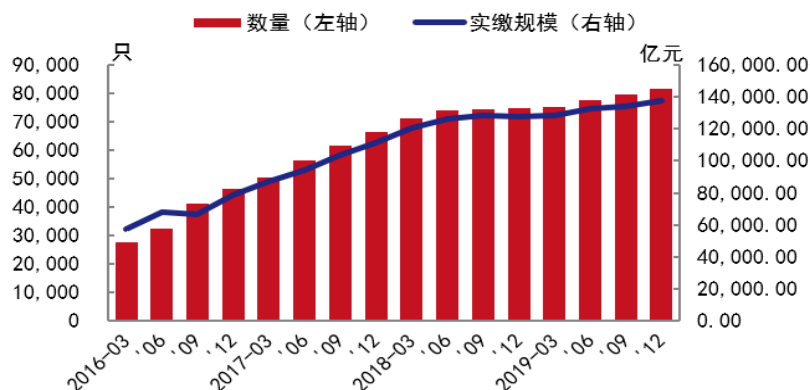
三、运营环境

受宏观经济环境及监管政策影响，2019年我国股权投资市场活跃度下降；受益于科创板的发展，退出案例数量有所上升

2019年中国股权投资市场活跃度下降。根据清科研究中心统计，2019年中国股权投资市场共新募集2,710只基金，同比下降25.49%；已募集完成基金规模为1.24万亿元，同比下降6.56%，受宏观经济环境及监管政策影响，我国股权投资市场困境仍未缓解，2019年新募基金数量、金额均有所下降。

截至2019年末，国内私募管理机构管理基金数量合计为81,739只，实缴规模合计为13.74万亿元，同比分别增长9.51%、7.52%，增速分别降低2.87、7.60个百分点。

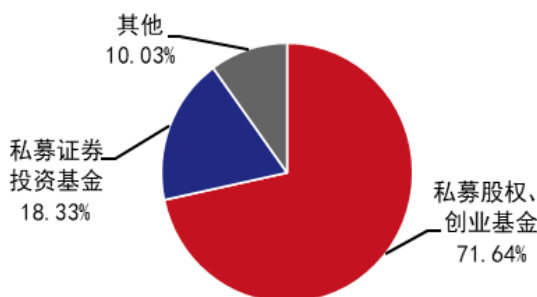
图1 2016-2019年中国私募基金管理机构管理的基金变动情况



资料来源：wind，中证鹏元整理

从基金构成情况来看，私募股权、创业基金为私募基金占比最大的品种，截至2020年3月末，私募股权、创业基金管理规模为10.21万亿元，占比为71.64%。

图2 2020年3月末私募基金管理规模结构



资料来源：Wind，中证鹏元整理

投资方面，2019年股权投资市场投资案例数量和投资金额均有所下降，在科创领域的布局持续加深。2019年中国股权投资市场共发生投资案例数量8,234起，涉及投资金额合计为0.76万亿元，同比分别下降17.83%、29.26%，经济下行压力带来的不确定性使得投资机构较为谨慎，投资活跃度有所下降。目前我国经济正在由高速增长转为高质量发展阶段，科技创新是主要驱动力，股权投资市场在科创领域的布局持续加深，2019年共发生投资案例数量2,164起，涉及投资金额合计0.12万亿元，远高于其他行业。在国际环境日益复杂、监管持续升级的背景下，中国股权投资市场进入调整期，市场将逐步回归价值投资。

退出方面，受益于科创板的发展，我国股权投资市场退出笔数有所上升。2019年我国股权投资市场退出案例数量为2,949笔，同比上升19.0%，其中IPO退出案例数量为1,573笔。随着我国股权投资市场的发展，投资机构退出压力较大，未来有望向并购、股权转让、回购等多元化退出方式发展。

四、经营与竞争

公司主要从事股权投资业务，经营活动主要为以自有合法资金（资产）开展对高新技术项目和企业的投资、资本经营、产权管理等。公司利润主要来源于投资收益，2019年公司实现投资收益2.23亿元，同比增长63.08%，占利润总额的比重为137.61%，其中转让公司所持有的湖南盐业股份有限公司（以下简称“湖南盐业”，股票代码为：600929.SH）、中国航发湖南南方宇航工业有限公司等股权取得的投资收益占比较高。

表1 公司投资收益及利润构成（单位：万元）

项目	2019年	2018年
投资收益	22,310.62	13,680.66
其中：权益法核算的长期股权投资收益	2,513.08	3,680.50
处置长期股权投资产生的投资收益	18,458.41	1,067.37
可供出售金融资产等取得的投资收益	122.48	144.99
处置可供出售金融资产取得的投资收益	1,044.47	8,628.15
其他	172.19	159.65
政府补助	832.52	652.12
利润总额	16,213.10	11,269.60

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

公司投资项目主要分布在装备制造和新材料等领域，近年随着优质项目陆续退出，投资收益情况较好，但部分被投资项目处于亏损状态，后续投资业绩仍存在一定不确定性

截至 2019 年末，公司长期股权投资涉及投资项目 10 个，以联营企业方式持有在投资项目股权，在投资项目主要分布在轨道交通、电工电器等装备制造业、新材料、生物医药以及文化产业领域，其中装备制造、新材料是公司投资力度较大的行业；从区域分布来看，投资对象主要分布在湖南省内，投资区域较为集中，在投资项目盈利状况易受区域经济和行业发展景气度影响。

2019年公司按权益法核算的长期股权投资收益为2,513.08万元。长期股权投资项目中有7个项目实现盈利，主要为湖南南方通用航空发动机有限公司、湖南恒光科技股份有限公司等，其中湖南恒光科技股份有限公司准备走IPO流程。同时中证鹏元也关注到，2019年公司长期股权投资的项目中有3个项目出现亏损，其中投资湘西老爹生物有限公司和湘能华磊光电股份有限公司分别减少投资收益673.61万元和191.25万元。

表2 按权益法核算的长期股权投资收益情况（单位：万元）

公司名称	投资成本	投资收益	发放股利	账面价值
湖南南方通用航空发动机有限公司	15,000.00	1,721.83	1,250.00	19,486.63

湖南恒光科技股份有限公司	5,203.69	833.19	462.40	8,725.18
怀化高新技术产业投资合伙企业（有限合伙）	5,880.00	599.19	0.00	6,535.44
湖南盐业股份有限公司	1,488.14	163.91	129.78	2,875.45
湖南春光九汇现代中药有限公司	2,102.09	106.15	0.00	2,444.40
湖南省天心博力科技有限公司	2,074.80	5.00	0.00	2,474.39
湖南英捷高科技有限责任公司	1,100.00	4.26	0.00	1,769.71
乐田娱乐（湖南）有限责任公司	5,000.00	-55.59	0.00	4,645.74
湘能华磊光电股份有限公司	13,710.75	-191.25	0.00	13,222.72
湘西老爹生物有限公司	1,760.00	-673.61	0.00	799.91
合计	53,319.47	2,513.08	1,842.18	62,979.58

资料来源：公司2019年审计报告，中证鹏元整理

2019年公司处置长期股权投资产生的收益为1.85亿元，同比大幅增长，来自公司转让所持有的湖南盐业、中国航发湖南南方宇航工业有限公司和湖南玉新药业有限公司的股权取得的投资收益。公司投资收益主要来源于处置权益性投资，权益性投资处置时点受市场环境、投资标的经营情况、公司自身退出策略等因素综合影响，各项目的退出时间和退出收益存在一定的不确定性，未来公司投资收益可能存在一定的波动。

表3 2019年公司处置长期股权投资取得的投资收益情况（单位：万元）

减持标的	投资成本	投资收益
湖南盐业股份有限公司	4,159.10	13,735.74
中国航发湖南南方宇航工业有限公司	6,500.00	2,765.64
湖南玉新药业有限公司	2,511.4	1,957.03
合计		18,458.41

资料来源：公司提供

2013年9月10日，公司与湖南乐田电影媒体有限公司（以下简称“乐田电影公司”）及第三人乐田娱乐公司签署《乐田娱乐（湖南）有限责任公司增资扩股协议》，约定公司向乐田娱乐公司增资5,000万元取得乐田娱乐公司1,388.89万元的股权，占其注册资本的29.41%；若乐田娱乐公司2014-2016年累计归属于母公司所有者的净利润（扣除非经常性损益后）低于5,907万元，公司有权要求乐田电影公司回购其所持有的乐田娱乐公司的股权。乐田娱乐公司2014-2016年累计归属于母公司所有者的净利润（扣除非经常性损益后）未能达到5,907万元，而乐田电影公司并未履行回购义务，公司向法院提起诉讼。2018年5月，根据湖南省长沙市中级人民法院的一审民事判决书，乐田电影公司应回购公司持有乐田娱乐公司的29.41%股权，支付股权回购款7,000万元及利息。公司计划引入战略投资者重组该公司，但目前仍处于洽谈阶段。

公司持有一定规模的上市公司股权，二级股票市场价格波动较大，未来投资收益存在

较大不确定性

2019 年公司处置可供出售金融资产取得的投资收益为 1,044.47 万元，为减持金健米业股份有限公司（以下简称“金健米业”，股票代码：600127.SH）605.38 万股、湖南海利化工股份有限公司（以下简称“湖南海利”，股票代码：600731.SH）717.81 万股和奥特佳新能源科技股份有限公司（以下简称“奥特佳”，股票代码：002239.SZ）386.97 万股所取得的收益。

截至 2020 年 3 月末，公司持有的上市公司股份主要有湖南盐业、湖南海利和奥特佳，其公允价值为投资成本的 1.33 倍。二级股票市场价格波动较大，公司最终获取的投资收益仍取决于最终处置股份的实际价格，未来投资收益存在较大不确定性。

表4 2020 年 3 月末公司持有的上市公司股权明细（单位：万股、万元）

被投资对象	数量	投资成本	公允价值	持股比例	购入时间	解禁时间
湖南盐业	1,000.34	2,705.70	6,072.06	1.09%	2011/12/16	2019/03/26
湖南海利	2,162.48	13,039.78	13,883.12	6.09%	2013/12/20	2016/12/26
奥特佳	627.04	1,010.45	2,376.48	0.02%	2014/12/06	2018/05/21
合计	3,789.86	16,755.93	22,331.66	-	-	-

注：表中公允价值采用 2020 年 3 月 31 日收盘价计算。

资料来源：公司提供

2019 年末公司按成本计量的可供出售金融资产为 6.52 亿元，同比增长 1.31%，主要为公司对湖南黑金时代股份有限公司、湖南国企改革基金企业（有限合伙）等项目投资，以及本期债券募集资金对湖南湘江大健康创业投资合伙企业（有限合伙）、湖南春光九汇现代中药有限公司、湖南桃花源农业科技股份有限公司、湘电军工项目等项目投资。2019 年公司新增对郴州市产业引导基金企业（有限合伙）投资，投资成本为 0.42 亿元，以成本法计量，该合伙企业的资金主要用于投资郴州市委市政府确定的主导产业，包括有色金属、旅游文化等五大主导产业和大数据、电子信息等九大工业优势产业链。

子公司正佳特材营业收入规模较小，受新产品前期投入较大且还未实现规模生产影响，2019 年尚处于亏损状态

公司营业收入来自于子公司正佳特材销售滤纸所取得的收入，正佳特材成立于 2011 年，主要经营内燃机滤纸、微玻纤过滤材料及器材等产品的生产和销售，2018 年 9 月公司通过非同一控制下企业合并取得正佳特材 51.55% 的股权，交易对价为 0.46 亿元，截至 2019 年末正佳特材注册资本为 1.07 亿元。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务小计	2,003.01	-10.07%	440.39	9.49%
其中：滤纸销售	2,003.01	-10.07%	440.39	9.49%
其他业务小计	14.29	47.34%	2.22	18.58%
营业收入合计	2,017.29	-9.66%	442.61	9.54%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

正佳特材于 2018 年 9 月 30 日起纳入公司合并范围，因此 2018 年营业收入规模较小。2019 年正佳特材营业收入为 2,017.29 万元，主要产品为木浆纤维过滤纸和玻璃纤维过滤纸，产销率分别为 111.18% 和 78.54%，销售情况良好，其中玻璃纤维过滤纸为正佳特材新产品，与木浆纤维过滤纸相比，具有容尘量大和过滤效率高的特点。2019 年正佳特材研发费用为 540.15 万元，均用于玻纤高效过滤材料的研发，玻璃纤维过滤纸业务前期投入较大且还未实现规模生产，尚处于亏损状态。

表6 2019 年正佳特材产品销售情况

产品名称	项目	数额
木浆纤维过滤纸	产量（单位：吨）	678.95
	销量（单位：吨）	754.88
	均价（单位：万元/吨）	1.47
	产销率	111.18%
玻璃纤维过滤纸	产量（单位：吨）	286.75
	销量（单位：吨）	225.21
	均价（单位：万元/吨）	4.03
	产销率	78.54%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

当地政府继续给予公司一定的支持

公司为湖南省当地产业发展和国有资产保值增值发挥着重要作用，政府也在投资项目等方面给予公司一定支持，2019 年公司获得财政支持资金 832.52 万元，一定程度上提升了公司利润水平。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准

无保留意见的2018-2019年审计报告，报告均采用新会计准则编制。2019年公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

2019年公司资产规模有所下降，资产仍以对外投资为主，其他应收款账龄较长且回款时间不确定，对公司资金存在一定占用，整体资产流动性一般

截至2019年末，公司总资产为25.59亿元，较上年末下降6.17%，其中流动资产占比为37.21%。

表7 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	48,791.83	19.07%	22,253.78	8.16%
其他应收款	33,060.29	12.92%	63,099.83	23.14%
流动资产合计	95,216.31	37.21%	93,436.98	34.27%
可供出售金融资产	88,409.23	34.55%	87,424.58	32.06%
长期股权投资	62,979.58	24.61%	80,341.71	29.46%
非流动资产合计	160,652.40	62.79%	179,248.82	65.73%
资产总计	255,868.70	100.00%	272,685.80	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019 年末公司货币资金为 4.88 亿元，主要为银行存款，无使用受限的货币资金，较上年末增长 119.25%，主要因为公司收到湘投控股 3 亿元往来款。2019 年末其他应收款账面余额为 3.31 亿元，同比降低 47.61%，其中应收控股股东湘投控股 2.24 亿元，账龄为 2-4 年；应收实际控制人湖南省国资委 1.00 亿元，账龄为 5 年以上，账龄较长且回款时间不确定，对公司资金存在一定占用。

可供出售金融资产主要为公司对湖南国企改革基金企业（有限合伙）、湖南春光九汇现代中药有限公司等项目的投资及公司持有的湖南盐业、湖南海利等上市公司股票，2019 年末为 8.84 亿元。公司长期股权投资主要为对湖南南方通用航空发动机有限公司、湘能华磊光电股份有限公司等股权投资，2019 年末账面价值为 6.30 亿元，同比下降 21.61%。受经济下行压力较大、资本市场价格波动影响，公司可供出售金融资产、长期股权投资存在一定的减值风险。

整体来看，2019 年公司资产规模有所下降，资产仍以对外投资为主，其他应收款账龄较长且回款时间不确定，对公司资金存在一定占用，整体资产流动性一般。

盈利能力

2019年公司处置长期股权投资取得的投资收益规模较大，利润规模大幅增加

公司主要从事股权投资业务，利润主要来源于投资收益，2019年公司实现投资收益2.23亿元，同比增长63.08%，其中处置湖南盐业、中国航发湖南南方宇航工业有限公司和湖南玉新药业有限公司等长期股权投资取得的投资收益为1.85亿元，权益法核算的长期股权投资收益为0.25亿元。因权益性投资处置时点受市场环境、投资对象经营情况、公司自身退出策略等因素综合影响，存有较大不确定性，未来投资收益可能存在一定波动。2019年公司计提资产减值损失2,029.68万元，主要因为公司投资的湖南黑金时代股份有限公司、湘西老爹生物有限公司盈利情况较差。受公司所持有的上市公司的股票股价上涨影响，2019年公司综合收益总额扭亏为盈。公司营业收入来自于子公司正佳特材销售滤纸所取得的收入，受新产品前期投入较大且还未实现规模生产影响，2019年综合毛利率为-9.66%，尚处于亏损状态。

表8 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年
营业收入	2,017.29	442.61
资产减值损失	2,029.68	329.59
投资收益	22,310.62	13,680.66
营业利润	16,603.98	10,622.48
利润总额	16,213.10	11,269.60
净利润	6,896.95	9,024.94
综合收益总额	12,845.83	-17,143.36
综合毛利率	-9.66%	9.54%
净资产收益率	3.02%	3.69%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

受公司减持、退出部分项目影响，2019年公司投资活动现金净流入规模大幅增加，整体资金面尚可

2019年公司支付税费及为职工支付的现金大幅增加，使得经营活动现金流净流出0.99亿元。2019年公司投资活动现金净流入7.04亿元，较上年大幅增加的主要原因是公司减持、退出部分项目导致收回投资收到的现金大幅增加。2019年公司筹资活动现金净流出3.39亿元，主要是分配利润和偿付债务、利息的现金流出较大，其中分配现金股利数为3.11亿元。

表9 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
收现比	0.79	0.79
销售商品、提供劳务收到的现金	1,597.79	350.19
收到其他与经营活动有关的现金	2,493.00	20,851.89
经营活动现金流入小计	4,090.79	21,202.08
购买商品、接受劳务支付的现金	1,748.44	225.41
支付的各项税费	7,224.24	3,547.10
支付其他与经营活动有关的现金	4,286.97	1,033.31
经营活动现金流出小计	14,005.25	5,009.28
经营活动产生的现金流量净额	-9,914.46	16,192.80
投资活动产生的现金流量净额	70,397.13	1,234.14
筹资活动产生的现金流量净额	-33,944.62	-715.72
现金及现金等价物净增加额	26,538.05	16,711.22

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债率较低，偿债压力相对较小

2019年公司所有者权益有所下降，主要系当期分配现金股利数较多所致。2019年末公司产权比率为16.99%，所有者权益对负债总额的覆盖保障程度仍然较好。

表10 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2019年	2018年
负债总额	37,158.10	34,975.75
所有者权益	218,710.61	237,710.06
产权比率	16.99%	14.71%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

截至2019年末，公司短期借款为0.14亿元，其中0.10亿元为抵押借款，抵押物为土地及地上建筑物，抵押物期末账面价值为0.53亿元。2019年末公司应付15湘产债3.00亿元，有息债务合计3.14亿元，整体有息债务规模较小，偿债压力相对较小。

表11 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	1,400.00	3.77%	2,595.00	7.42%
应交税费	3,306.88	8.90%	709.48	2.03%
流动负债合计	5,723.83	15.40%	4,353.64	12.45%

应付债券	30,000.00	80.74%	30,000.00	85.77%
非流动负债合计	31,434.27	84.60%	30,622.11	87.55%
负债合计	37,158.10	100.00%	34,975.75	100.00%
其中：有息债务	31,400.00	84.50%	32,595.00	93.19%

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

2019年末公司资产负债率为14.52%，较上年末上升1.69个百分点，仍处于较低水平。2019年流动比率和速动比率分别为16.64和16.43，仍处于较高水平。受投资收益增加影响，2019年公司EBITDA大幅上升，有息债务与EBITDA的比有所降低，EBITDA利息保障倍数提高为12.34，息税折旧前利润对利息保障程度较好。

表12 公司偿债能力指标

指标名称	2019 年	2018 年
资产负债率	14.52%	12.83%
流动比率	16.64	21.46
速动比率	16.43	21.32
EBITDA（万元）	18,656.59	13,215.23
EBITDA 利息保障倍数	12.34	8.03
有息债务/EBITDA	1.68	2.47

资料来源：公司 2018-2019 年审计报告，中证鹏元整理

六、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

七、评级结论

公司主要从事股权投资业务，利润主要来源于投资收益，2019年投资收益和利润总额大幅增长。公司有息债务主要为本期债券，负债率较低，偿债压力相对较小。

同时中证鹏元也关注到了以下风险因素：公司投资收益和利润对股权投资退出状况依赖性较强，未来可能存在一定波动；公司持有有一定规模的上市公司股权，二级股票市场价格波动较大，未来投资收益存在较大不确定性；其他应收款账龄较长且回款时间不确定，对公司资金存在一定占用。

综上，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年	2018年	2017年
货币资金	48,791.83	22,253.78	5,542.56
其他应收款	33,060.29	63,099.83	83,391.83
流动资产合计	95,216.31	93,436.98	88,934.39
可供出售金融资产	88,409.23	87,424.58	112,736.69
长期股权投资	62,979.58	80,341.71	83,885.99
非流动资产合计	160,652.40	179,248.82	201,622.68
资产总计	255,868.70	272,685.80	290,557.08
短期借款	1,400.00	2,595.00	0.00
流动负债合计	5,723.83	4,353.64	1,333.30
应付债券	30,000.00	30,000.00	30,000.00
递延所得税负债	1,383.52	580.86	7,562.16
非流动负债合计	31,434.27	30,622.11	37,562.16
负债合计	37,158.10	34,975.75	38,895.46
其中：有息债务	31,400.00	32,595.00	30,000.00
所有者权益合计	218,710.61	237,710.06	251,661.61
营业收入	2,017.29	442.61	0.00
资产减值损失	2,029.68	329.59	2,088.03
投资收益	22,310.62	13,680.66	9,051.16
营业利润	16,603.98	10,622.48	5,081.68
净利润	6,896.95	9,024.94	5,198.75
综合收益总额	12,845.83	-17,143.36	-28,695.88
经营活动产生的现金流量净额	-9,914.46	16,192.80	-11,030.42
投资活动产生的现金流量净额	70,397.13	1,234.14	-14,995.00
筹资活动产生的现金流量净额	-33,944.62	-715.72	-1,485.00
财务指标	2019年	2018年	2017年
综合毛利率	-9.66%	9.54%	-
净资产收益率	3.02%	3.69%	1.92%
资产负债率	14.52%	12.83%	13.39%
流动比率	16.64	21.46	66.70
速动比率	16.43	21.32	66.70
EBITDA（万元）	18,656.59	13,215.23	8,098.79
EBITDA 利息保障倍数	12.34	8.03	5.45
有息债务/EBITDA	1.68	2.47	3.70

资料来源：公司 2017-2019 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付债券}$

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。