

跟踪评级公告

联合〔2020〕1601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”和“19南方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： 

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10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 2020 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+	2019/6/21
19 南方 01	5.00 亿元	3(1+1+1) 年	AA+	AA+	2019/7/24

评级时间：2020 年 6 月 19 日

主要财务数据：

项目	2018 年	2019 年
资产总计 (亿元)	101.13	100.78
所有者权益 (亿元)	65.18	65.00
长期债务 (亿元)	10.00	10.00
全部债务 (亿元)	31.54	30.54
营业收入 (亿元)	2.01	1.69
投资收益 (亿元)	11.29	10.91
净利润 (亿元)	2.17	3.46
经营活动现金流净额 (亿元)	-1.58	-2.00
筹资活动前现金流净额 (亿元)	5.48	26.10
营业利润率 (%)	31.38	29.41
净资产收益率 (%)	3.55	5.32
资产负债率 (%)	35.55	35.50
全部债务资本化比率 (%)	32.61	31.97
流动比率 (倍)	1.61	1.07
速动比率 (倍)	1.55	1.03
EBITDA (亿元)	4.00	4.76
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.36	3.66
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.16
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.27	0.32

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，2019 年，公司各业务仍围绕兵装集团主业稳步开展。受经济下行压力加大、金融市场行情波动等影响，公司营业收入及投资收益有所下滑，但整体利润规模随着资产减值损失规模相对减少而有所增加，整体盈利能力有所提升。公司整体杠杆水平保持稳定，处于较低水平，债务负担不重。

联合评级也关注到，由于公司投资的个别信托项目出现风险，公司 2019 年仍计提较大规模资产减值损失规模，对公司利润造成一定负面影响，需关注项目后续回收处置情况；同时，公司投资业务对利润贡献度较大，易受外部市场、经济环境及政策变化影响，投资收益存在波动性。

未来，随着公司各业务稳步发展和股东的持续支持，公司业务运营有望继续保持良好发展，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“稳定”；同时维持“18 南资 01”和“19 南方 01”债项信用等级为 AA+。

优势：

1. 股东实力强且持续提供较强支持。公司系兵装集团全资子公司，兵装集团背景雄厚、实力很强，能够在管理、平台、渠道、资源共享、业务协同等各方面为公司持续提供强有力支持。

2. 公司保持较强运营实力。公司产业及股权投资业务继续围绕集团主业开展，依托集团

内部资源和公司对外市场拓展，2019 年仍取得了较好的收益，盈利能力有所提升。

3. **杠杆水平较低**。2019年末，公司资产负债率保持稳定，处于较低水平，整体债务负担不重，财务杠杆弹性空间较大。

关注：

1. 关注投资收益波动性对盈利水平影响。

公司总收益对投资业务的依赖度较高，而投资业务易受外部经济环境、市场行情波动、政策变化等因素影响，近年来投资收益逐年下滑，未来仍存在波动风险。

2. 资产减值计提对利润的负面影响。

2019年，公司针对前期风险项目计提较大规模资产减值损失，对公司利润造成一定负面影响。虽然该部分信托项目已全额计提资产减值损失，但仍有必要对项目后续回收处置情况保持关注。

分析师

张晨露 登记编号（R0040216120003）

张 祎 登记编号（R0040216070001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：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他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：

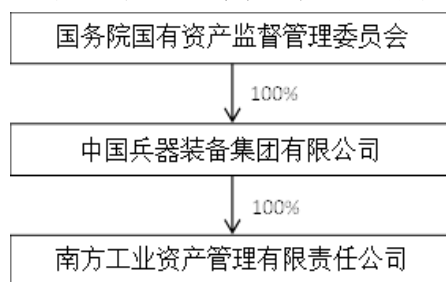


联合信用评级有限公司

一、主体概况

南方工业资产管理有限责任公司（以下简称“南方资产”或“公司”）成立于 2001 年 8 月，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”）持股 90.00%；西南兵器工业有限责任公司持股 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，公司注册资本增至 33.00 亿元。截至 2019 年末，公司注册资本及实收资本均为 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。截至 2019 年末，兵装集团持有的公司全部股权均未进行质押。

图 1 截至 2019 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 2019 年末，公司设有股权投资部、战略投资部、金融投资部、固定收益部、审计与风险管理部、党群工作部（人力资源部、纪检部）、综合管理部和财务管理部共 8 个部门。截至 2019 年末，公司合并范围内有 6 家子公司，较上年末减少 1 家；公司本部拥有员工 48 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 100.78 亿元，负债合计 35.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）65.00 亿元，其中归属于母公司所有者权益 64.41 亿元。2019 年，公司营业收入为 1.69 亿元，投资收益为 10.91 亿元，净利润为 3.46 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 3.83 亿元；筹资活动前现金流量净额为 26.10 亿元，现金及现金等价物净增加额 14.36 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，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行票面利率 5.30%，目前仍未到期。本期债券每年付息一次，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 2019 年末，“18 南资 01”募集资金已全部使用完毕，使用用途与募集说明书一致，均已用于偿还公司债务。跟踪期内，公司已按期足额支付利息。

“19 南方 01”

“南方工业资产管理有限责任公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）”，发行规模为 5.00 亿元，发行期限为 3（1+1+1）年，附第 1 年末和第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行票面利率 3.90%，目前仍未到行权期。本期债券每年付息一次，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 2019 年 8 月 2 日，付息日为存续期内每年的 8 月 2 日。本期债券于 2019 年 8 月 9 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“19 南方 01”，证券代码“155580.SH”。截至 2019 年末，“19 南方 01”募集资金已全部使用完毕，使用用途与募集说明书一致，均已用于偿还公司债务。截至报告出具日，本期债券尚未到首次付息日。

三、行业分析

随着国有企业改革的逐步推进，国有企业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，同时也需关注宏观经济变化、市场竞争加剧等因素带来的不利影响。

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起到重要作用。

国有企业运营管理情况不仅取决于企业自身的经营管理，更与整体宏观经济环境息息相关。近年来，世界经济的持续低迷，以及中国经济发展进入新常态，经济增长从高速转为中高速，“供给侧”改革成了经济发展的主题，并且 2020 年以来新冠肺炎疫情对我国经济及世界经济均造成了较大影响，未来国有企业的发展及国有资产保值增值的实现仍存在较大挑战和不确定性。同时，国有资产管理业务起初源于各级机构出于实现国有资产保值增值的目标，大多带有政策性指标，缺少市场化竞争机制及管理机制。随着市场化程度的逐步推进，并且随着拥有更先进技术、更丰富管理经验和更广泛国际网络的外资企业在中国的进一步布局发展，国有企业面临的竞争压力将逐步增大。

四、管理与内控分析

跟踪期内，公司管理团队稳定，组织结构有所优化，内控及风控体系建设不断完善，整体保持稳健运营。

跟踪期内，公司管理团队较为稳定。

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；具体来看，公司撤销资产运营部，新设战略投资部和固定收益部，其中战略投资部在原有资产运营部、资本运营研究中心职能的基础上增加公司战略规划、战略管理与研究等职能，固定收益部主要职责为负责开展债券相关金融资产和产品投资；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。

制度体系建设方面，公司持续优化内部控制和 risk 管理制度，修订了《公司董事会授权管理办法》《公司“三重一大”决策实施办法》《固定收益类产品投资指引》《金融投资 risk 管理办法》等多项制度，内控及风控体系不断完善。

2019 年，公司投资资产无新增重大 risk 事项，整体经营稳健。

五、经营分析

1. 经营概况

受经济下行压力加大、金融市场行情波动等影响，2019 年公司经营实现的总收益小幅下滑，但由于计提资产减值损失和财务费用减少，利润有所增加；公司总收益仍主要来源于投资收益，而投资收益受市场环境的影响较大，仍面临一定波动 risk。

公司作为兵装集团产业投资平台、资产经营平台、资本运营平台和金融投资平台，公司以产业及股权投资、价值投资和资产运营三大业务为主业。受经济下行压力加大、金融市场行情波动等影响，2019 年，公司总收益（营业收入与投资收益之和）为 12.60 亿元，同比下降 5.30%；但由于 2019 年资产减值计提规模和财务费用减少，同期净利润为 3.46 亿元，同比增长 59.80%。

从总收益来源来看，公司营业收入主要系资产运营业务产生的物业经营及资产管理服务收入，以及产业投资形成的并表子公司湖南南方搏云新材料股份有限公司（以下简称“南方搏云”）及北京石晶光电科技股份有限公司（以下简称“石晶光电”）的生产经营收入；公司投资收益来源于产业及股权投资业务、价值投资业务以及资产运营收益。公司总收益主要来自于投资收益，2019 年占比在 86.56%，较上年小幅上升 1.68 个百分点。

表1 公司营业收入及投资收益情况(单位:亿元、%)

项目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
营业收入	2.01	100.00	1.69	100.00
其中:石英晶体	1.04	51.72	1.09	64.26
碳碳复合材料制品	0.40	19.95	0.11	6.60
物业经营及资产管理服务收入	0.54	27.01	0.47	27.85
其他	0.03	1.32	0.02	1.29
投资收益	11.29	100.00	10.91	100.00
其中:产业及股权投资	7.05	62.41	8.15	74.73
价值投资	3.67	32.51	1.62	14.89
资产运营	0.57	5.08	1.13	10.38
总收益	13.30	--	12.60	--

注:分项占比计算分母分别为营业收入或投资收益
资料来源:公司提供

具体来看,2019年,公司营业收入为1.69亿元,同比下降15.81%,主要系南方博云受当地环保政策变化影响,2019年停产并逐步进入清算程序,导致碳碳复合材料制品收入减少所致,预计该部分业务收入仍将逐步减少。公司营业收入目前主要来源于石英晶体业务收入和物业经营及资产管理服务收入,2019年分别为1.09亿元和0.47亿元。

公司投资收益主要来源于产业及股权投资收益和价值投资收益,2019年分别占比74.73%和14.89%。2019年,公司投资收益为10.91亿元,同比下降3.43%;公司产业及股权投资收益同比增长15.62%,但受投资结构调整及股票二级市场波动影响,价值投资收益同比下滑55.76%。资产运营投资收益主要系集团内闲置资产盘活以及闲置资金管理产生,2019年收益规模快速增加,同比增长97.31%,对投资收益贡献度增至10.38%。

2. 产业及股权投资业务

公司产业及股权投资业务围绕集团内部资源整合和对外市场拓展取得了较好的收益,其中持有期间投资收益规模有所增加,项目储备较丰富。

目前,公司产业及股权投资业务主要由股权投资部负责,通过直接投资、基金LP份额投资以及QDII专户投资等方式,主要围绕集团主业开展,已形成较为成熟的项目投资/退出决策流程及相应的风险管理体系。

2019年,公司实现产业及股权投资收益8.15亿元,同比增长15.62%,主要系持有期间投资收益增加所致;其中处置股权投资收益占比53.49%、持有期间投资收益占比46.51%,持有期间投资收益占比有所提升。

表2 公司产业及股权投资业务收益结构(单位:亿元、%)

项目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
持有期间投资收益	2.51	35.56	3.79	46.51
处置股权投资收益	4.54	64.44	4.36	53.49
合计	7.05	100.00	8.15	100.00

资料来源:公司提供,联合评级整理

2019年,公司产业及股权投资业务在投项目数量及规模保持增长趋势,期末在投项目共26个,

账面价值合计53.06亿元，较上年末增长29.08%；其中非上市公司项目合计14个，账面价值合计30.52亿元，占比57.52%；另外，所投上市公司项目和LP份额投资均为6个，投资规模分别占比22.30%和20.18%。从行业分布来看，公司在投项目仍主要分布在制造类、金融类和产业基金等行业；其中制造类投资规模占比73.98%，主要以汽车、医药、军工、高端装备制造为主；产业基金投资规模占比20.18%，亦主要围绕汽车、军工、高端装备等行业进行投资；金融类和其他投资规模占比较小，分别为3.83%和2.00%。

表3 公司产业及股权投资项目情况（单位：个、亿元）

项目	2018 年末	2019 年末
在投资项目数量		
非上市公司	14	14
上市公司	4	6
LP 份额	5	6
合计	23	26
在投资项目账面价值		
非上市公司	22.95	30.52
上市公司	9.50	11.83
LP 份额	8.66	10.71
合计	41.11	53.06

资料来源：公司提供，联合评级整理

表4 截至2019年末公司产业及股权投资项目行业分布（单位：亿元、%）

项目	账面价值	占比
制造类	39.26	73.98
产业基金	10.71	20.18
金融类	2.03	3.83
其他	1.06	2.00
合计	53.06	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理

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上市减持退出、股权转让、清算等方式退出。2019年，公司退出项目共5个，较上年增加4个，其中二级市场减持2个，股权转让退出3个，但整体退出收益较上年小幅下降，处置股权投资收益为4.36亿元，同比下降4.02%。

表5 公司产业及股权投资项目退出数量（单位：个）

退出方式	2018 年	2019 年
IPO 上市减持退出	0	2
股权转让	1	3
LP 清算	0	0
合计	1	5

资料来源：公司提供

项目储备方面，截至2019年底，公司产业及股权投资业务调研阶段项目2项；上会阶段项目1项；已过会待实施项目8项，已过会待实施项目拟投资金额共计31.42亿元；项目储备较丰富。

3. 价值投资业务

受经济下行压力增大及市场行情波动影响，公司主动调整投资结构，2019年公司价值投资规模有所缩减，价值投资收益有所下滑。联合评级也关注到，公司个别信托项目出现风险，已全额计提资产减值损失，仍需对项目后续回收处置情况保持关注；此外，随着外部信用风险增加，公司需对价值投资风险加强把控。

公司价值投资业务主要由金融投资部和固定收益部负责，以自营投资为主。公司价值投资业务围绕资本增值、产业培育开展，投资于权益类及债权类证券金融产品，风控措施较为完善。受市场行情及公司投资结构调整影响，2019年公司价值投资收益延续下降趋势，同比下降55.76%至1.62亿元。

受市场行情波动影响，公司主动压缩证券金融产品投资规模，截至2019年末，公司价值投资规模为21.63亿元，较年初减少36.58%。从投资结构来看，公司价值投资标的主要包括公募/私募基金、信托、资管计划投资和股票。随着经济下行压力增加和外部信用风险累积，公司主动调整投资结构，减少非标准化产品投资。截至2019年末，公司信托投资规模较上年末下降66.27%，占比亦大幅下降至32.36%；基金投资规模有所上升，较上年末增长23.81%，占比增至47.06%；资管计划投资规模较上年末变动不大，但因价值投资整体规模下降，其占比小幅升至11.29%；股票投资规模较年初下降27.28%，占比9.29%。

表6 公司价值投资业务投资结构和当期收益情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比
基金	8.22	24.11	10.18	47.06
信托	20.75	60.84	7.00	32.36
资管计划	2.37	6.95	2.44	11.29
股票	2.76	8.11	2.01	9.29
账面价值合计	34.11	100.00	21.63	100.00
价值投资收益	3.67	--	1.62	--

资料来源：公司提供，联合评级整理

此外，2018年，公司投资的个别信托项目出现风险，投资规模合计10.50亿元，公司已于2018年末和2019年末分次全额计提资产减值损失，公司正积极推进风险项目处置，但仍需对项目后续回收处置情况保持关注。

4. 资产运营业务

公司资产运营业务整体收入规模仍较小，对利润贡献度较低；但作为集团公司打造的资产经营平台，公司依托集团的资源优势和现有存量资产，未来资产运营业务仍将有一定发展前景。

公司资产运营业务主要由公司战略投资部和财务管理部负责管理，业务范围包括持有型物业的运营管理、集团内部闲置资产（土地、房产等）处置盘活以及闲置资金投资等。公司依托子公司南方兵器装备产业有限责任公司（以下简称“兵装产业公司”）搭建资产经营平台。

持有型物业方面，目前由兵装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2019年底，自有兵器大厦部分楼层用于对外出租，出租面积约1.58万平方米，2019年实现租金业务收入2,423.06万元，同比增长5.17%，主要系租金小幅上涨所致。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6.60万平方米，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9.60万平方米，2019年前述项目实现物业费收入合计1,304.59万元。

闲置资产处置盘活方面，公司及子公司南方瑞源（北京）投资管理有限公司将利用兵装集团闲置土地和房产清理和处置机遇，获取受托处置机会，完成市场化处置，收取增值服务费。2019年以来，公司进一步聚焦养老健康产业，目前已投资杭州疗养院作为健康养老产业投资平台，借助杭州疗养院养老医疗资源，拟将杭州疗养院、小汤山以及集团公司系统内所拥有的其他合适的闲置土地资源予以整合，打造医养结合型养老社区，提升存量土地价值。

闲置资金管理方面，财务管理部作为公司流动性管理部门，在公司暂时不实现投资资金投放，账面资金存在盈余时，投资于国债、AAA可质押债券、国债逆回购及银行理财等，以提升资金运营效率。2019年，公司闲置资金实现投资收益0.36亿元，同比增长28.57%。

5. 未来发展

公司已制定了较为详细的发展战略，发展思路较为清晰，具有良好的发展前景。

公司将继续围绕股权投资、资产运营和价值投资，形成“三项业务+四个平台公司+二个资产运营平台”的“3+4+2”业务体系。公司本部业务重点是为支持集团主业发展，推动集团的结构调整，同时做好战略性投资，创造价值。平台公司专注市场化业务，利用社会资本放大资产管理规模，推动公司高质量发展和盈利能力不断提升。

公司本部以兵装集团内部投资为主。一是加大股权投资，支持集团产业发展；积极服务集团主业，根据集团发展总体要求，构建服务主业体系，提升主业投资力度，强化市值管理，积极参与集团产业改制重组。到2025年末，公司本部服务主业投资比例从目前近50%提升到60%，产业基金投资规模达到100亿元，公司股权总体投资规模达到150亿元。二是稳定金融投资，提升价值创造能力；严格按照国资委等上级机关监管和集团产业布局的要求展开，围绕主业，注重产融结合，加强风险管控，规范内部决策程序。到2025年末，金融投资规模稳定在60~70亿元，其中固定收益产品及类固定收益产品投资30亿元，战略投资30~40亿元，并根据实际经营情况上报集团予以调整。三是做好资产经营，盘活存量资产价值；做大持有型物业，聚焦物业和健康养老等领域，通过市场化收购、集团资产转让或划转，到2025年末，管理的物业资产达到50亿元，物业管理的面积达到50万平米。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2019年财务报表经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了不带强调事项段的无保留意见审计结论。从合并范围来看，2019年公司合并范围内含6家子公司，合并范围内因新设增加子公司1家，因股权转让减少子公司2家，减少/增加子公司规模较小，对合并范围财务数据影响不大。从会计政策来看，会计政策变更对公司财务数据影响较小。

整体看，公司财务数据可比性较好。

2. 资产质量

截至2019年末，公司资产规模变化不大，主要由投资资产构成，资产结构仍以非流动资产为主且占比有所升高，整体资产质量较好；但公司投资资产易受市场波动的影响，存在一定的资产减值风险。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 100.78 亿元，较上年末小幅下降 0.35%；公司资产仍以非流动资产为主，其中流动资产占 25.76%，非流动资产占 74.24%，非流动资产占比较上年末上升幅度较大。

表 7 公司资产结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
流动资产	39.50	39.06	25.96	25.76
其中：货币资金	3.09	3.06	17.36	17.22
其他流动资产	34.29	33.91	7.01	6.95
非流动资产	61.63	60.94	74.81	74.24
其中：可供出售金融资产	22.41	22.16	31.79	31.54
长期股权投资	28.89	28.56	38.09	37.80
资产总额	101.13	100.00	100.78	100.00

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动资产 25.96 亿元，较年初下降 34.27%，主要系其他流动资产大幅减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占 66.85%）、其他流动资产（占 26.98%）构成。2019 年末，公司货币资金因年末项目资金回流较年初增长 461.63%至 17.36 亿元。公司其他流动资产主要系国债逆回购业务和投资的信托产品优先受益权等，2019 年末大幅下降 79.57%至 7.01 亿元，主要系公司减少非标类固定收益类产品投资所致。

截至 2019 年末，公司非流动资产 74.81 亿元，较年初增长 21.26%，主要系长期股权投资增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 42.49%）和长期股权投资（占 50.91%）构成。截至 2019 年末，可供出售金融资产为 31.79 亿元，较年初增长 41.87%，债务工具、权益工具和其他债权类投资规模均有所增加。其中以公允价值计量的权益工具占比 26.48%，主要系公司持有的上市公司股票；以成本计量的权益工具占比 31.61%，主要系持有的产业投资或股权投资基金；可供出售债务工具占比 2.20%，为持有的公司债券；其他类投资占比 39.70%，主要系公司投资的公/私募基金、资管计划等。从减值计提来看，2019 年，公司可供出售金融资产减值准备账面余额 2.98 亿元；其中由于股票市场行情波动，针对以公允价值计量的权益工具计提减值准备 0.93 亿元，计提比例 9.94%；针对按成本计量的权益工具计提减值准备 1.43 亿元，计提比例 12.43%；针对其他类投资计提减值准备 0.62 亿元，计提比例为 4.70%。公司可供出售金融资产减值计提较充分，同时，联合评级关注到若市场行情波动较大，公司可供出售金融资产存在一定的资产减值风险。截至 2019 年末，长期股权投资 38.09 亿元，较年初增长 31.86%，主要系新增投资及参股企业权益法核算带来的资产增值。

截至 2019 年末，公司受限资产仅 1,049.49 万货币资金，为定期存款，到期日均在 3 个月以上，其中 1 年以上的为 700.00 万元。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至 2019 年末，公司负债规模较上年基本持平，仍以流动负债为主，财务杠杆保持较低水平，债务负担不重；但债务结构仍以短期债务为主，且有息债务主要集中在 2020 年和 2021 年到期，需关注公司流动性管理情况。

截至 2019 年末，公司负债总额 35.78 亿元，较年初下降 0.47%，较年初变化不大。公司负债结构仍以流动负债为主，2019 年末流动负债占 67.65%，非流动负债占 32.35%。

截至 2019 年末，公司流动负债 24.20 亿元，较年初下降 1.51%，较年初变化不大；公司流动负债主要由短期借款（占 43.38%）、其他应付款（占 28.86%）、其他流动负债（占 20.66%）构成。2019 年末公司短期借款 10.50 亿元，较年初下降 36.36%，主要以兵装集团下属财务公司信用借款为主。公司其他应付款主要系集团往来款，2019 年末为 6.99 亿元，较年初小幅增长 1.03%。2019 年末，公司新增其他流动负债 5.00 亿元，系 2019 年发行的含回售选择权的公司债“19 南方 01”。

截至 2019 年末，公司非流动负债 11.57 亿元，较年初增长 1.75%，较年初变化不大；公司非流动负债主要由应付债券（占 86.41%）和递延所得税负债（占 13.59%）构成。2019 年末，公司应付债券余额为 10.00 亿元，较年初持平，系公司 2018 年发行的公司债券“18 南资 01”。公司递延所得税负债为 1.57 亿元，较年初增长 37.15%。

表 8 公司负债结构（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比
流动负债	24.57	68.36	24.20	67.65
其中：短期借款	16.50	45.90	10.50	29.35
其他应付款	6.91	19.24	6.99	19.53
其他流动负债	0.00	0.00	5.00	13.98
非流动负债	11.37	31.64	11.57	32.35
其中：应付债券	10.00	27.82	10.00	27.95
负债总额	35.95	100.00	35.78	100.00

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司全部债务 30.54 亿元，较年初小幅下降 3.17%；其中短期债务占比 67.26%，债务结构偏向以短期债务为主。2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较年初变化不大，整体债务负担不重。

表 9 公司债务和杠杆情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年
全部债务	31.54	30.54
其中：短期债务	21.54	20.54
长期债务	10.00	10.00
资产负债率	35.55	35.50
全部债务资本化比率	32.61	31.97
长期债务资本化比率	13.30	13.33

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

截至 2019 年末，若考虑投资者行使回售选择权，公司有息债务主要在 2020 年和 2021 年到期，需关注公司流动性管理。

表 10 截至 2019 年末公司全部债务偿还期限结构 (单位: 亿元、%)

项目	金额	占比
2020 年	20.54	67.26
2021 年	10.00	32.74
全部债务合计	30.54	100.00

注: 上表债务到期期限按照可提前回售统计
资料来源: 公司提供, 联合评级整理

(2) 所有者权益

截至 2019 年末, 公司所有者权益整体保持稳定, 所有者权益稳定性仍较好。

截至 2019 年末, 公司所有者权益为 65.00 亿元, 较年初小幅下降 0.28%, 主要系其他综合收益增长和未分配利润减少综合所致; 其中, 归属于母公司所有者权益占比为 99.10%, 为 64.41 亿元。归属于母公司所有者权益中, 实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 51.23%、7.54%、6.39%、9.29% 和 25.54%; 所有者权益结构稳定性较好。针对 2019 年实现的利润, 公司拟进行分红 0.20 亿元, 占 2019 年末未分配利润的 0.91%; 留存利润对所有者权益的补充效果较好。

4. 盈利能力

2019 年, 公司营业收入及投资收益均有所下滑, 但受计提资产减值损失规模下降等因素影响, 公司利润规模增加, 盈利能力有所提升; 此外, 投资收益对公司利润贡献度仍较高, 并且公司投资业务易受市场行情影响, 投资收益仍存在一定波动性。

2019 年, 公司实现营业收入 1.69 亿元, 同比下滑 15.81%, 主要系 2019 年子公司南方博云受当地环保政策变化影响而停产导致。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。2019 年投资收益 10.91 亿元, 同比下降 3.43%。

从成本来看, 2019 年, 公司营业成本 1.11 亿元, 同比下滑 15.72%。

从期间费用看, 2019 年, 公司期间费用为 2.13 亿元, 较上年下降 21.41%, 主要系融资成本下降使得财务费用减少所致。公司期间费用主要由管理费用和财务费用为主, 2019 年分别占比 47.34% 和 45.69%。其中, 管理费用为 1.01 亿元, 较上年增长 20.22%, 主要系折旧费、聘请中介机构费等费用增加所致; 财务费用为 0.97 亿元, 较上年下降 43.05%。

此外, 由于部分信托产品出现减值风险, 2018 年公司出于谨慎性原则计提的资产减值损失规模较大, 2019 年公司又新增计提资产减值损失 5.98 亿元, 同比下降 16.92%。受总收益下降及资产减值损失计提等因素综合影响, 2019 年公司净利润为 3.46 亿元, 同比增长 59.80%。2019 年, 公司净资产收益率和总资产收益率分别为 5.32% 和 3.43%, 分别较上年提升 1.77 个和 1.32 个百分点, 盈利能力有所提升。

表 11 公司盈利情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年
营业收入	2.01	1.69
投资收益	11.29	10.91
营业成本	1.31	1.11
期间费用	2.71	2.13
资产减值损失	7.20	5.98
营业利润	2.03	3.30
净利润	2.17	3.46

营业利润率	31.38	29.41
净资产收益率	3.55	5.32
总资产收益率	2.11	3.43

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

从部分国有经营性投资公司对比数据（均取自 Wind 公开资料）来看，目前公司杠杆水平较低，受资产计提减值影响，公司盈利存在波动，盈利能力有所下降，但仍处于较好水平。

表 12 2019 年部分国有经营性投资公司财务指标比较（单位：%）

名称	净资产收益率	总资产收益率	资产负债率	盈利稳定性
中航资本控股股份有限公司	10.54	1.47	85.90	13.19
中电科投资控股有限公司	5.95	4.51	31.31	50.37
华润资产管理有限公司	7.00	3.14	54.62	19.23
上述样本企业平均值	7.83	3.04	57.28	27.60
南方资产	5.32	3.43	35.50	57.39

注：盈利稳定性=近3年利润总额标准差/利润总额算数平均值×100%

资料来源：公司财务报告、公开资料，联合评级整理

5. 现金流

2019 年，公司现金流状况正常，整体现金流较为充裕。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流仍呈小幅净流出态势，净流出规模较上年增长 26.93%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金减少同时支出的税费增加所致。投资活动方面，2019 年公司投资活动现金净流入规模同比大幅增长 297.88%，主要系存量项目集中回款，公司收回投资收到的现金规模增加所致。筹资活动方面，公司筹资活动现金流仍呈净流出状态，2019 年净流出规模增至 11.74 亿元，主要系融资规模减少同时仍有较大规模偿还债务的现金流出。截至 2019 年末，公司现金及现金等价物余额为 17.25 亿元，现金流较为充裕。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年
经营性现金流量净额	-1.58	-2.00
投资性现金流量净额	7.06	28.10
筹资性现金流量净额	-3.59	-11.74
现金及现金等价物净增加额	1.89	14.36
期末现金及现金等价物余额	2.89	17.25

资料来源：公司财务报告，联合评级整理

6. 偿债能力

2019 年末，公司整体偿债指标表现较好，考虑到公司拥有较大规模的银行及集团财务公司授信，股东背景强且对公司支持力度较大，公司的偿债能力仍很强。

从短期偿债能力指标看，2019 年末，公司流动比率为 1.07 倍，较年初有所下降；随着公司投资活动现金净流入规模增加以及公司债务规模下降，公司筹资前净现金流对公司短期债务与利息的保障倍数均较上年大幅提升，2019 年分别为 1.27 倍和 20.05 倍，处于较好水平；整体来看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 4.76 亿元，同比增长 19.22%；其中利润总额占比 68.70%，计入财务费用利息支出占比 27.32%，折旧占比 3.51%，摊销占比较小。公司 EBITDA

利息倍数和 EBITDA 全部债务比均较上年增加，分别为 3.66 倍和 0.16 倍，EBITDA 对利息的保障能力仍很强，EBITDA 对全部债务的保障能力尚可。整体看，公司长期偿债能力尚可。

表 14 公司偿债能力指标 (单位: 亿元、倍)

项目	2018 年	2019 年
流动比率	1.61	1.07
筹资前净现金流短期债务比	0.25	1.27
筹资前净现金流利息保障倍数	3.23	20.05
EBITDA	4.00	4.76
EBITDA 利息倍数	2.36	3.66
EBITDA 全部债务比	0.13	0.16

资料来源: 公司财务报告, 联合评级整理

截至 2019 年末, 公司共获得银行授信额度 74.50 亿元, 未使用额度 66.60 亿元; 此外, 兵装集团下属财务公司兵器装备集团财务有限责任公司对公司授信额度 40.00 亿元, 尚未使用额度为 34.50 亿元; 公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 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 2020 年 4 月 7 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。

七、跟踪债券偿还能力分析

公司本报告所跟踪的债券“18 南资 01”和“19 南方 01”债券余额合计 15.00 亿元。根据公司 2019 年合并财务数据计算的各项偿还能力指标见下表, 各主要指标对合计待偿本金的覆盖程度较好。

表 15 本报告所跟踪债券的偿还能力 (单位: 倍)

项目	2019 年
所有者权益/待偿本金合计	4.33
EBITDA/待偿本金合计	0.32
净利润/待偿本金合计	0.23
筹资活动前现金流量净额/待偿本金合计	1.74

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、资产质量较好, 联合评级认为, 公司对“18 南资 01”和“19 南方 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, 2019 年, 公司各业务仍围绕兵装集团主业稳步开展。受经济下行压力加大、金融市场行情波动等影响, 公司营业收入及投资收益有所下滑, 但整体利润规模随着资产减值损失规模相对减少而有所增加, 整体盈利能力有所提升。公司整体杠杆水平保持稳定, 处于较低水平, 债务负担不重。

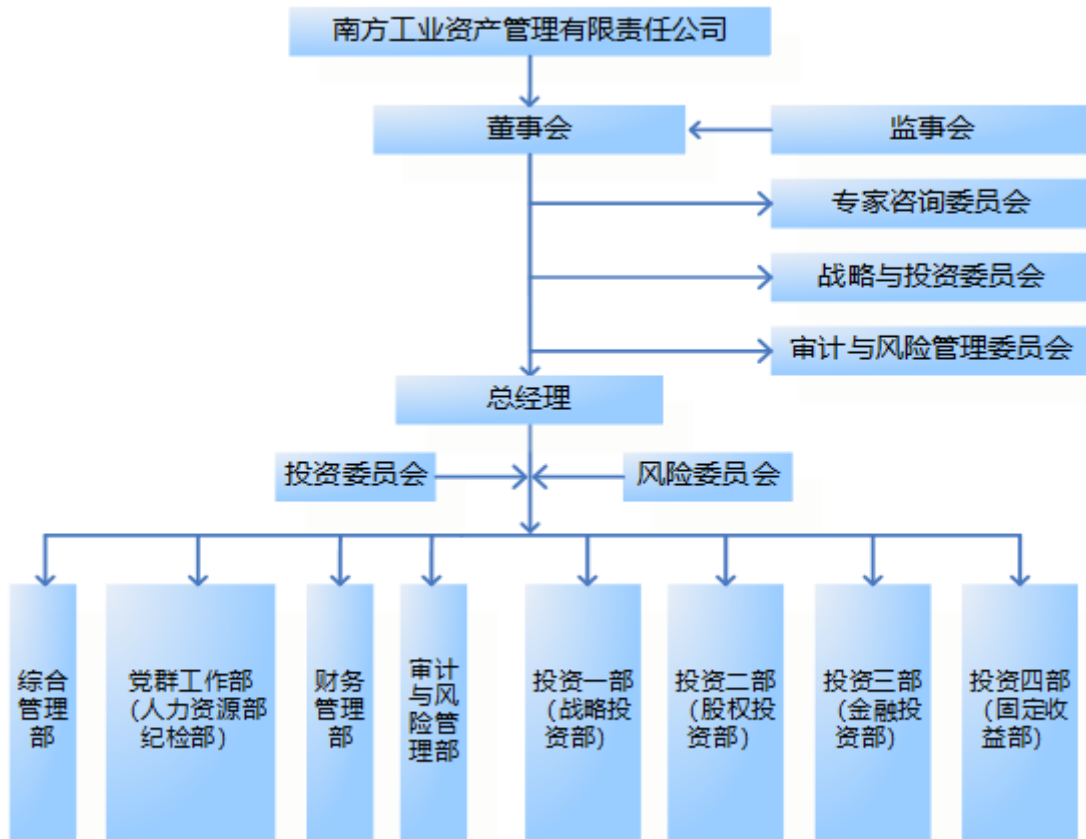
联合评级也关注到, 由于公司所投部分信托项目出现风险, 公司 2019 年仍计提较大规模资产减值损失规模, 对公司利润造成一定负面影响, 需关注项目后续回收处置情况; 同时, 公司投资业务

对利润贡献度较大，易受外部市场、经济环境及政策变化影响，投资收益存在波动性。

未来，随着公司各业务稳步发展和股东的持续支持，公司业务运营有望继续保持良好发展，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“稳定”；同时维持“18 南资 01”和“19 南方 01”债项信用等级为 AA+。

附件 1 截至 2019 年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	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	101.13	100.78
负债总额 (亿元)	35.95	35.78
所有者权益 (亿元)	65.18	65.00
短期债务 (亿元)	21.54	20.54
长期债务 (亿元)	10.00	10.00
全部债务 (亿元)	31.54	30.54
营业总收入 (亿元)	2.01	1.69
净利润 (亿元)	2.17	3.46
EBITDA (亿元)	4.00	4.76
经营活动现金流净额 (亿元)	-1.58	-2.00
筹资活动前现金流净额 (亿元)	5.48	26.10
现金收入比率 (%)	89.33	94.09
总资产收益率 (%)	2.11	3.43
净资产收益率 (%)	3.55	5.32
营业利润率 (%)	31.38	29.41
费用收入比 (%)	129.88	121.16
资产负债率 (%)	35.55	35.50
全部债务资本化比率 (%)	32.61	31.97
长期债务资本化比率 (%)	13.30	13.33
流动比率 (倍)	1.61	1.07
速动比率 (倍)	1.55	1.03
现金短期债务比 (倍)	0.15	0.85
经营现金流动负债比率 (%)	-6.43	-8.28
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.36	3.66
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.16
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.27	0.32

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
盈利指标	
总资产收益率	净利润/[(期初资产总额+期末资产总额) /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%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益) ×100%
自有资产负债率	自有负债/自有资产×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+其他应付款中的有息部分

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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。