

信用等级公告

联合[2018]249 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南方工业资产管理有限责任公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2018 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年三月二十一日

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

2018 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 15 亿元（含 15 亿元）

本期债券期限：3+2 年，附第 3 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

还本付息方式：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

评级时间：2018 年 3 月 21 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 9 月
资产总计（亿元）	102.98	94.50	107.38	92.37
所有者权益（亿元）	43.77	47.66	52.64	57.98
长期债务（亿元）	16.00	--	--	--
全部债务（亿元）	42.30	32.26	31.05	30.90
营业收入（亿元）	1.71	1.44	1.49	1.24
投资收益（亿元）	8.31	11.45	8.49	9.24
净利润（亿元）	6.06	8.36	7.05	7.29
经营性净现金流（亿元）	-0.40	-1.38	-0.75	-0.61
营业利润率（%）	39.07	3.96	20.97	28.28
净资产收益率（%）	16.11	18.28	14.06	13.80
资产负债率（%）	57.49	49.56	50.98	37.23
全部债务资本化比率（%）	49.15	40.37	37.10	34.77
流动比率（倍）	0.41	0.38	0.51	0.46
速动比率（倍）	0.38	0.35	0.49	0.42
EBITDA（亿元）	7.89	10.28	8.34	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.37	7.04	9.10	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.19	0.32	0.27	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	0.53	0.69	0.56	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、2017 年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

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“南方资产”）的评级反映了公司系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，主要从事产业投资、金融投资和资产管理业务。公司产业投资主要围绕兵装集团相关产业进行布局。受益于良好的股东背景、产业布局较早、近年来投资环境良好等因素影响，近年来公司产业投资和金融投资业务收益较好，较好的实现了国有资产保值增值。同时，联合评级也关注到，投资行业受外部经济环境及政策影响较大、公司投资收益不确定性较大等因素对公司经营可能产生的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

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，能够在管理、平台、渠道、资源共享、业务协同等各方面为公司提供强有力支持。

2. 公司是以产业投资、证券金融投资、资产经营三大业务体系为主要支撑的综合性资产管理公司，具有较强的运营实力。其中，股权投资和金融投资业务开展良好，较好地实现了兵装集团国有资产的保值增值。

3. 公司资产构成中可供出售金融资产占比比较高，资产流动性较强。

关注：

1. 产业投资和金融证券投资业务均受外部经济环境和政策变化影响较大，整体风险较高，公司投资收益实现存在较大不确定性，收益实现的稳定性较弱。
2. 公司总收益对金融投资和产业投资的依赖度较高，公司的资产管理和运营能力还有待于增强。
3. 随着公司投资业务及资产管理规模的不断增长，对公司专业化业务能力、财务管理、风险管理和人力资源管理等提出了更高要求。

分析师

张 祎

电话：010-85172818

邮箱：zhangy@unitedratings.com.cn

贾一晗

电话：010-8517 2818

邮箱：jiayh@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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。

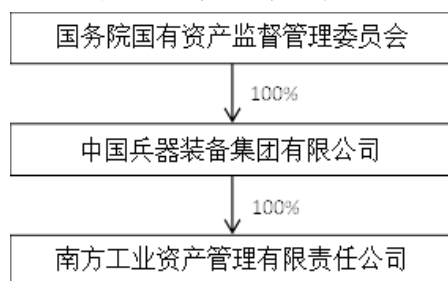
分析师：  贾一晗

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”）出资 0.90 亿元，持股 90.00%；西南兵器工业公司出资 0.10 亿元，持股 10.00%。2003 年 1 月，兵装集团以货币方式对公司增资 1.00 亿元，公司注册资本变更为 2.00 亿元，其中，兵装集团持股 95.00%。2009 年 8 月，西南兵器工业公司将所持股权全部转让给兵装集团，公司成为兵装集团全资子公司。2009 年 10 月，公司以未分配利润、资本公积转增注册资本，注册资本变更为 10.00 亿元；2014 年 9 月，公司以未分配利润转增资本，增资后公司注册资本变更为 20.00 亿元。2016 年 12 月，集团对公司增资 3.00 亿元，公司注册资本变更为 23.00 亿元。截至 2017 年 9 月末，公司注册资本合计 23.00 亿元，由兵装集团 100.00%持股，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 2017 年 9 月末公司股权结构图



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 2017 年 9 月末，公司设有综合管理部、人力资源部（党委工作部）、财务管理部、风险管理部、股权投资部、金融投资部和资产运营部共 7 个部门。截至 2017 年 9 月末，公司合并范围内含 7 家子公司，公司本部拥有员工 33 人（含内退员工 1 名）。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 107.38 亿元，负债合计 54.74 亿元，所有者权益 52.64 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 51.58 亿元；2016 年，公司实现营业收入 1.49 亿元，实现投资收益 8.49 亿元，净利润 7.05 亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润合计 7.16 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.75 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.13 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 92.37 亿元，负债合计 34.39 亿元，所有者权益 57.98 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 56.97 亿元；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 1.24 亿元，实现投资收益 9.24 亿元，净利润 7.29 亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润合计 7.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.61 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.30 亿元。

公司注册地址：北京市西城区月坛南街 7 号；法定代表人：李红源。

二、本期公司债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“南方工业资产管理有限责任公司 2018 年公司债券（第一期）”，发行规模不超过 15 亿元（含 15 亿元）。本期债券发行期限为 5 年，附第 3 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券为固定利率债券，票面利率将根据簿记建档结果确定。本期债券采取单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债券面向符合《公司债券发行与交易管理办法》规定的合格投资者公开发行。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务。

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以实现国有资产保值增值的综合性资产管理平台。公司积极参与兵装集团旗下及社会优质企业的股权投资、资产经营、债务重组、改制上市工作，目前已成功布局特种装备、汽车零部件、新材料、光电、医药、金融等领域，属于国有资产投资管理行业。

1. 行业概况

国有资产是法律上确定为国家所有并能为国家提供经济和社会效益的各种经济资源的总和，就是属于国家所有的一切财产和财产权利的总称。国有资产属于国家所有即全民所有，国务院和地方人民政府依照法律、行政法规的规定，分别代表国家对国家出资企业履行出资人职责，享有出资人权益。国务院确定的关系国民经济命脉和国家安全的大型国家出资企业，重要基础设施和重要自然资源等领域的国家出资企业，由国务院国有资产监督管理机构代表国家履行出资人职责；其他的国家出资企业，由地方人民政府按照国务院的规定设立的国有资产监督管理机构，根据本级人民政府的授权代表国家履行出资人职责。各级国有资产监督管理机构加强对国有资产的监督管理是对所出资企业履行出资人职责，维护所有者权益的需要；也是适应社会主义市场经济，实现国有资产保值增值，维护我国基本经济制度的根本要求。

我国的国有资产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。国有资产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产投资管理公司的特殊性。

目前，我国国有资产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。

近年来，为更好的适应市场经济的发展，发展壮大国有企业，主要大型国企大都采取设立资产管理公司的方式来盘活国企内现有资源，有效利用和撬动国企外社会资源，配合国企推动资源优化配置和产业结构调整，从而实现国有资产的保值增值。该类型资产管理公司作为国企的资产经营管理平台，在各种资源获取方面能得到股东集团的有力支持；在业务方面，该类型公司依托于股东集团，以承接股东集团非主营业务为主，围绕股东集团发展战略，进行相应业务运营。

表 1 主要国企及其资产管理公司情况

国企名称	资产管理公司名称	注册资本
中国科学院	中国科学院国有资产经营有限责任公司	50.67
中国石油天然气集团公司	中油资产管理有限公司	49.46
华润（集团）有限公司	华润资产管理有限公司	25.00
中国兵器工业集团公司	中兵投资管理有限责任公司	10.00
中国航空工业集团公司	中航资产管理有限公司	2.00
中国铝业公司	中铝资产经营管理公司	1.50

资料来源：联合评级整理。

总体看，国有资产属于国家所有即全民所有，国务院和地方各级人民政府代表国家履行出资人职责，对其进行监督和管理，以实现保值增值。当前，大型国企大都已设立资产管理公司进行国有资产的经营管理，整合调动企业内外资源，实现国企的发展壮大。

2. 行业政策

为建立适应社会主义市场经济需要的国有资产监督管理体制，推动国有经济布局和结构的战略性调整，发展壮大国有经济，实现国有资产保值增值，2003 年 5 月，国家相关部门制定实施了《企业国有资产监督管理暂行条例》，为各级人民政府更好的代表国家履行出资人职责，加强对企业国有资产的监督和管理，制定了明确的规章制度。同时，为真实反映企业国有资本运营状况，规范国有资本保值增值结果确认工作，维护国家所有者权益。2004 年 8 月，国务院公布施行了《企业国有资本保值增值结果确认暂行办法》，将国有资产保值增值工作结果进行了具体量化，同时为国有资产监督管理机构和国有资产具体运营机构确认了明确的依据和指标。

总体看，随着各项国有资产监督管理制度和条例的出台施行，国有资产的监督管理工作更具体化和明确化，有力的促进了国有资产监督管理机构和国有资产具体运营机构职能的履行。

3. 行业关注

（1）宏观经济波动的风险

国有企业作为国有资产的具体运营机构和社会主义市场经济的主体，其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，国有企业的发展及国有资产保值增值的实现遇到了巨大的挑战和不确定性。

（2）市场化程度较低，国有资产业务拓展由于各方面因素制约而受到较大限制。

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，因而其整体业务的拓展和发展受到了较多限制。

（3）市场竞争加剧带来的风险

随着市场化程度的逐步推进，更多国有企业没有了政策的保护，更直观的参与市场竞争。此外，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，进一步加剧了国内相关行业的竞争，从而给国有企业带来了前所未有的竞争压力。

（4）经营管理效率较低，国企发展受到限制

基于历史的原因，国企大都实行行政管理体制，其经营管理效率较低下，不能及时有效适应市场变化，其经营管理决策往往缺乏时效性，为国企参与市场化竞争及进一步发展带来了明显的限制。

总体看，国有企业发展以及国有资产保值增值的实现面临着宏观经济变化、国企经营管理效率低下、市场化程度较低、市场竞争加剧的风险。

4. 未来发展

国有企业作为国有资产的运营机构和国家经济发展的重要力量，推动国有企业改革，激发国有企业发展活力，更好的适应市场经济是实现国有资产保值增值和维护国家基本经济制度的必然要求。

2015 年 9 月，国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，明确了国企改革的指导思想与基本原则，提出了国企改革的主要目标和相关举措，使酝酿已久的国企改革大大提速。同时，《关于深化国有企业改革的指导意见》强调以管资本为主改革国有资本授权经营体制，改组组建国有资本投资、运营公司，作为国有资本市场化运作的专业平台。随着国有企业改革的全面提速，近期国有资本投资、运营公司试点也出现实质性进展。未来，随着国有企业改革以及国有资本投资、运营公司试点的逐步推进，国有企业将更具发展活力，更利于国有资产的保值增值。

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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司系兵装集团的全资子公司，是其产融结合和资本运作平台，经过十余年的稳步发展，公司已形成以产业投资、证券金融投资、资产经营三大业务体系为主要支撑的综合性资产管理公司。公司主要围绕兵装集团现有产业转型升级和新兴产业培育孵化开展各类投资业务，充分发挥国有控股投资公司在投资和结构调整等方面的重要导向作用，目前已在特种装备、汽车零部件、新材料、光电、医药、金融等领域拥有参控股企业 40 家，其中包括上市公司 15 家、新三板挂牌公司 1 家，产业布局初见成效。

从业务开展来看，公司通过技术与资本、产业与资本结合等多种手段，通过直接投资、基金 LP 份额投资等多种方式参与集团旗下及社会优质企业的股权投资、资产经营、债务重组、改制上市工作。截至 2017 年 9 月底，公司产业投资累计退出项目 25 项，退出项目总投资回报率 181.77%，在投项目共 40 项，在投项目总投资成本 39.78 亿元。同时，加大公司金融市场投资规模，在资产证券化、资本运营、资产处置、证券金融投资等方面，积累了一定人才队伍和较丰富的业务经验。截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 92.37 亿元，所有者权益 57.98 亿元；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 1.24 亿元，实现投资收益 9.24 亿元。

总体看，公司是综合性资产管理公司，具有一定的经营经验，产业布局初见成效。

2. 股东支持

兵装集团是公司的唯一股东，持有公司 100% 的股权。兵装集团成立于 1999 年 6 月，注册资本 353.00 亿元，是中央直接管理的国有重要骨干企业，作为国家战略性新兴产业的重要组成部分，是我国国防科技工业的基础和核心力量之一，也是我国最具活力的军民融合特大型军工企业集团之一。兵装集团近年来通过实施“622 战略”和“211 战略”，实现了快速发展，现拥有长安等 50 多家企业和研发机构，拥有特种产品、车辆、装备制造等主业板块，培育出了“长安汽车”、“天威变压器”等一批知名品牌，在全球建立了 30 多个生产基地和营销网络，2017 年位列世界 500 强第 101 位。

兵装集团对公司的支持主要体现在资源等方面的隐性优势上：公司是兵装集团的全资子公司，经营业务也主要依托于集团的资源、服务于集团主业。公司作为兵装集团打造的产融结合发展平台，承担着集团主业发展助推器、新兴产业孵化器、资本运营和资产经营中心的职责，在集团内具有重要的战略地位，兵装集团能够在平台、渠道、资源共享、业务协同等方面为公司提供强有力支持和广阔的空间。公司近年来业务模式由完全依靠集团资源，主要从事内部资产管理逐步向外拓展，集团提供的市场基础、品牌认知、社会资源、行业知识等，成为公司发展的依托和对外拓展的基础。

此外，兵装集团对公司的支持还包括资金、公司管理、人才等方面的支持。资金支持方面，兵装集团对公司提供资本金和借款支持。管理支持方面，公司管理制度受制于兵装集团现有制度，国有企业规范的管理制度保证了公司日常业务的有序开展。人员支持方面，目前由兵装集团党组成员、副总经理、总会计师李守武先生兼任公司董事长；兵装集团原发展计划部、资本运营部副主任李红源先生调任公司总经理，为公司的战略发展和业务开展提供了人员保证。

总体看，公司股东背景雄厚、实力较强，在资金、公司管理等方面对公司支持力度较大。

3. 人员素质

公司主要管理人员全部具有本科及以上学历水平和较高的职业技能，从事金融财务行业时间较长，从业经验丰富，具有丰富的管理经验。2017 年 9 月，公司更换了公司董事长、法定代表人及总经理，现任董事长及总经理均具备较长从业及管理经验，此次人员变动对公司经营情况影响有限。

公司董事长李红源先生，硕士学历；1994 年~1999 年，先后任中国兵器工业总公司教育局规划处副处长、计划处处长等职；1999 年~2012 年，先后任兵装集团发展计划部副主任、资本运营部巡视员兼副主任等职；2012 年~2017 年 9 月任公司董事、总经理；2017 年 9 月起任公司党委书记、董事长。

公司董事兼总经理王锬，毕业于上海财经大学；1999 年~2011 年，先后任兵装集团财务审计部资产处副处长、资本运营部资本运作处（综合处）副处长、资本运营部副主任等职；2011~2014 年，先后任中国长安董事、总会计师，财务公司董事，长安汽车董事、副总经理等职；2014 年~2018 年 1 月，先后任长安汽车董事、副总经理、党委委员，财务公司董事，长安汽车金融董事；2018 年 1 月起任公司董事、总经理

截至 2017 年 9 月底，公司本部在职员工 32 人，从教育程度看，硕士研究生及以上学历人员占 90.62%，本科学历人员占 9.38%；从职务情况看，财务人员占 12.50%，管理及运营人员占 68.75%，其他人员占 18.75%；从年龄结构来看，30 岁以下人员占 6.25%，30~50 岁人员占 75.00%，50 岁以上人员占 18.75%。

总体看，公司管理人员素质普遍较高，具有丰富的金融业务管理经验；公司人员结构合理，员工基本素质较高，能满足公司经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司依照《中华人民共和国公司法》的相关要求，制定了较为完善的法人治理结构。

公司不设股东会，由出资人兵装集团行使股东会职权，负责决定公司经营方针、投资计划；委派和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项，审议批准董事会、监事会的报告，审议批准公司年度财务预决算方案和利润分配以及弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决定，对发行公司债券作出决定，对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决定，就公司与公司的董事、高级管理人员订立合同或者进行交易做出决定等。

公司日常经营活动的决策机构为董事会。董事会现由 7 名董事组成，设董事长 1 人，由董事会选举产生，其中有 5 名董事由出资人委派，1 名董事由职工选举产生，董事任期三年；公司董事会向兵装集团报告工作、执行其决定，决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案，制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券的方案；制订公司合并、分立、解散及变更公司形式的方案；决定公司内部管理机构的设置；决定聘任或者解聘公司总经理及其报酬事项；并根据总经理的提名决定聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人及其报酬事项等。

公司设监事会，目前，监事会现由 3 名监事组成，设监事会主席 1 人。公司设非职工监事和职工监事，职工监事由公司职工民主选举产生，监事的任期每届为三年，主要负责对公司财务和高管人员的任职行为进行监督。

公司设总经理 1 名、副总经理 2 名，由董事会聘任或解聘。经兵装集团同意，董事会成员可以兼任总经理。

总体来看，公司组织内部分工明确，运行情况良好，但整体治理结构尚待进一步健全。

2. 管理体制

作为兵装集团的全资子公司，公司基本依据兵装集团的各项规定和制度建立了公司的财务管理、风险管理、投资管理、资产管理等各项管理制度，形成了较规范健全的控制管理体系。

财务管理方面，公司依据兵装集团的具体规定和制度制定了各项细化管理制度或办法，包括预算管理制度、财务报告制度和资金使用办法等，对公司的财务体系、日常财务管理、对外资金管理和流动性资金安排等作出了规定。公司的财务管理部负责公司及子公司的全面预算管理工作，履行组织编制年度预算，监督预算执行等各项职能。

风险管理方面，公司根据国务院国资委《中央企业全面风险管理指引》、《中国兵器装备集团有限公司全面风险管理办法》等相关制度，结合公司实际情况，制定了《南方工业资产管理有限责任公司全面风险管理制度（试行）》，建设了全面风险管理体系，涉及董事会、高级管理层、风险管理部、公司各部门、控股子公司等多个层级。风险管理部作为公司的风险管理专职机构，负责事前评估、事中检查和事后评价，以及风险事件的应对工作。

投资管理方面，公司以《中国兵器装备集团有限公司投资管理办法》为依据，建立了包括董事会、总经理办公会、投资决策委员会、投资部、风控部门等各部门的投资管理架构。董事会是公司投资业务的最高决策机构，负责审议批准公司年度投资计划和预算；总经理办公会负责审议董事会批准的股权和产权投资额度范围内的投资项目及业务授权；投资决策委员会负责对投资部上报并经风控部门审查通过的投资计划、投资申请进行审议，可在总经理办公会授权范围内批准投资申请；

投资部是公司股权投资项目的执行与管理部，依据本制度开展投资业务，具体负责投资项目开发、选择、尽职调查、投资方案设计与谈判、项目实施、后期管理等；公司风控部门负责对投资项目风险进行评估，为投资评审、决策、实施、后期管理和项目退出提出风险分析与评估，并进行风险监控。

资产管理方面，公司依据《中国兵器装备集团有限公司资产处置管理办法》并结合公司实际情况制定了《资产经营业务管理办法》，建立了包括董事会、总经理办公会、资产部等部门的资产管理架构。董事会负责审批兵装集团授权范围内的资产经营业务投资项目和业务事项；公司总经理办公会负责审批董事会授权范围内的资产经营业务投资项目及业务事项；公司资产部是资产经营业务的具体实施部门，负责各项相关工作的具体实施。

总体来看，公司内部组织结构相对健全，基本满足公司目前经营需求。从目前公司风险管理情况来看，主要风险控制依赖于业务条线，公司风险控制措施有待加强。

六、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，主要经营产业及股权投资、金融证券投资、资产经营三大主业，为兵装集团提供产融结合平台。

2014年~2016年，受产业投资板块收入波动减少和金融投资板块取得投资收益波动增长的复合影响，公司业务经营的总收益¹呈波动减少趋势，三年复合减少0.20%，2016年为9.98亿元。从总收益的构成来看，投资收益是主要来源，且占比波动增长。2014~2016年，公司实现投资收益年均复合增长1.07%，2016年公司实现投资收益合计8.49亿元，占公司总收益比重由2015年的88.83%小幅下降至85.05%，对公司业务经营总收益贡献仍较大。营业收入整体规模较小，对总收益的贡献不大，且占比波动下降，2016年公司实现营业收入1.49亿元，三年年均复合减少6.57%，占比降至14.95%。2014~2016年，公司利润总额和净利润分别复合增长6.09%和7.85%，增速明显，2016年分别为7.21亿元和7.00亿元。

表2 公司总收益情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	1.71	17.06	1.44	11.17	1.49	14.95	1.24	11.82
投资收益	8.31	82.94	11.45	88.83	8.49	85.05	9.24	88.18
总收益合计	10.02	100.00	12.89	100.00	9.98	100.00	10.48	100.00

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

公司营业收入主要体现为通过产业投资形成的纳入合并子公司的业务收入，以及公司的资产经营和管理业务收入，详见下表。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是公司营业收入的主要贡献来源，近三年受行业景气度影响，石晶光电毛利率波动增长，2016年收入较2015年小幅增长，为0.67亿元，其收入贡献度近三年保持基本稳定，2016年石英晶体材料制造业务收入占比45.06%。公司的资产经营和管理业务包含公司本部和子公司南方兵器装备产业有限责任公司（下称“产业公司”）的资产经营和处置业务，以及南方九鼎投资管理有限公司（下称“南方九鼎”）等子公司的金融资产管理业务，公司资产经营和管理业务近三年收

1 本报告将营业收入和投资收益的合计视为公司主营业务的总经营业绩，简称总收益。

入波动下降，系南方九鼎逐步进入清算、收入波动减少所致，其毛利率亦逐年减少，2016年资产经营与管理业务收入为0.59亿元，占比39.45%。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”）主营的碳碳复合材料制造业务近三年收入波动减少，其毛利率逐年减少，2016年碳碳复合材料业务收入为0.23亿元，占比15.27%。

表3 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2014 年			2015 年			2016 年			2017 年 1~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
石英晶体材料	0.75	44.11	22.71	0.64	44.14	19.57	0.67	45.06	23.34	0.66	52.96	25.95
资产经营和管理	0.68	39.52	86.25	0.56	39.19	69.59	0.59	39.45	52.12	0.34	27.58	62.70
碳碳复合材料	0.26	15.49	18.82	0.22	15.61	11.04	0.23	15.27	10.74	0.24	19.46	18.52
其他	0.01	0.87	87.11	0.02	1.06	84.76	--	--	--	--	--	--
合计	1.71	100.00	47.78	1.44	100.00	38.53	1.49	100.00	32.82	1.24	100.00	34.64

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

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。2014年~2016年，公司投资收益波动增加，主要系产业投资业务收益波动增长所致。公司产业投资业务是公司投资收益的主要来源，近三年波动增长，年均复合增长15.63%；2015年产业投资类收益为7.42亿元，同比增长101.63%，主要系当期被投资企业经营状况较好所致；2016年产业投资类投资收益4.81亿元，同比下降35.18%；产业投资受宏观经济环境、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，取得的收益波动较大。金融投资取得的收益近三年持续下降，年均复合减少13.43%，2016年实现金融投资收益3.47亿元，同比下降7.47%，金融投资易受证券市场波动等影响，收益面临一定波动风险。

表4 公司投资收益结构（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
产业投资类收益	3.68	44.32	7.42	64.82	4.81	56.65	7.50	81.15
金融投资类收益	4.63	55.68	3.75	32.74	3.47	40.76	1.74	18.85
其他	--	--	0.28	2.45	0.22	2.59	--	--
投资收益合计	8.31	100.00	11.45	100.00	8.49	100.00	9.24	100.00

资料来源：公司财务报告，联合评级整理。

2017年1~9月，公司实现总收益10.48亿元，同比增长29.37%，主要系产业投资退出导致投资收益增长所致；同期实现营业收入1.24亿元，同比增长20.68%；实现投资收益9.24亿元，同比增长30.63%；实现净利润7.29亿元，同比增长12.52%，整体业务稳定发展。

总体看，近年来，公司经营实现的总收益波动增长，主要来源于产业投资和金融投资业务产生的投资收益，投资收益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

公司产业投资业务最初只是按照兵装集团要求而从事兵装集团内部资产投资和管理，后逐步向外拓展市场，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²)、基金LP份额以及QDII专户投资的方式参与集团外公司股权，逐步成为兵装集团“产融结合”平台。目前，产业投资业务主要由股权投资部负责，股权投资部投资人员共计6人。

产业投资业务模式

公司产业投资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。公司建立了“集团内部项目直接投资+以LP份额投资+QDII专户投资集团外上市及非上市公司的股权投资”驱动模式，逐步优化“存量项目+市值管理+上市公司战略性投资+海外市场投资+新三板投资”的组合投资模式。非上市公司股权方面，受公司国有产权管理体制影响，公司面临出售非上市公司股权必须通过产权交易所以“招、拍、挂”的方式进行、公司无法直接投资境外公司、公司控股的子公司无法在境外上市、公司控股的非上市子公司暂不能实行期权计划等较多不利因素，对公司投资标的选择、投资退出模式等有一定影响。

集团内部项目投资方面，公司主要依托集团产业背景，重点围绕集团内具有增长潜力的企业和与集团产业有整合或协同效应的企业，充分利用现有上市公司平台，积极推进并购重组和市值管理，助推集团主业发展。

集团外部项目投资方面，主要围绕助推集团公司主业发展目标，依托于集团军工央企背景、产业经营经验和研究能力，发掘并投资未来有成长的优质企业。投资模式涵盖以公司为投资主体的股权投资、通过认购合伙企业LP份额进行境内股权间接投资以及通过QDII专户投资海外股权。

公司通过兵装集团、外部机构、外部自然人、公司内部人员等多种渠道获取项目信息，并实行投资项目信息登记备案制，由投资部负责项目信息渠道的系统性建设。围绕集团公司主业发展拟定、修正投资方向，通过项目合作、资金合作、人员交流等方式，初步建立了长期稳定、多元化的项目合作渠道，合作伙伴包括央企集团及投资公司、国内优质券商、国际大投行、同业PE机构、行业资讯机构等。

产业投资业务流程

公司产业投资的管理架构包括：董事会、总经理办公会、投资决策委员会、业务部门和风控部门。

对于参与上市公司战略配售和股权增发的直接投资，公司每年制定年度投资计划并拟定投资总额，报董事会和集团公司审批。在投资实施过程中，严格按照批复总额度执行，如需调整额度，需重新上报董事会及集团公司审批。在额度范围内，针对投资标的风险高低和投资规模设置不同决策权限：公司董事会授权公司总经理办公会对2亿元（含2亿元）以下的单一投资项目进行决策，2亿元以上由公司董事会进行决策。

对于非上市公司直接股权投资，公司投资流程主要为：项目初选——初步可研——项目立项——项目调研和评估——项目谈判——项目决策——集团审批——项目实施和监管——项目退出——项目后评价，具体为：由投资部对投资项目及信息进行初步筛选后，提出拟跟踪项目申请，经分管领导同意，可对项目备案立项。经现场考察形成初步尽职调查报告后，对具备正式立项条件的项目提出正式项目立项报告，由投资部组织召开项目立项会审议决定。项目正式立项后，由项目团队实施项目调研，并出具符合公司《股权投资指引》要求的可行性研究报告。投资部总经理负责组织与被投资方进行项目谈判。谈判成功后，由投资决策委员会或总经理办公会根据可行性研究报告和风险评估报告进行项目决策。决策通过后，由投资部将可行性报告报集团审批。审批通过后，项目团

² 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。

队按如下程序组织实施：编制项目投资规划和项目进度计划、规范公司制度文件、完善法人治理结构、调拨投资资金、严控项目进度、完成项目评估。项目实施中，投资部负责对投资项目的战略、投融资、财务、人力、运营等方面内容进行监管，并进行定期调研、定期评估，对投资项目公司经营班子进行巡视考核，参与投资项目公司的重大决策并协助实施。对达到退出条件的项目，投资部提出退出方案，并报总经理办公会和集团公司批准后，由投资部负责组织实施退出。项目退出之后还要进行项目后评价，由项目经理向投资部提出《投资项目总结报告》，并由项目风控人员做出投资项目的损益评估，项目后评价主要服务于投资决策及业绩考核。

产业投资风险控制

公司制定了《股权投资管理暂行办法》《股权投资指引》《投资项目价值评估操作指引》等制度用于规范产业投资业务。

公司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、地产、垃圾处理、生物质能等。公司每年根据宏观经济形势及产业发展方向选择投资板块偏好，基于板块偏好配置战略投资标的；定增投资坚持价值投资理念，围绕三大一强领域寻找基本面扎实、估值合理并有一定价差的项目进行投资；参与战略投资、定向增发等投资主要以景气或景气回升行业中的优质或转型企业为投资对象，募集资金有明确投向，能够在投资期限内显著提升公司盈利或估值水平。公司将新增单个非上市公司项目投资规模控制在0.30亿元~2.00亿元之间，将单一上市公司定向增发投资规模原则上控制在该公司增发完成后总股本的5%以内，且不得超过获得该上市公司实际控制权的最低持股比例；战略投资、定向增发等投资业务不得投资于明显产能过剩行业以及近1年内受到监管部门处罚和谴责的上市公司。公司在项目筛选中，对拟投资公司的管理团队、经营状况、财务指标等方面均设定了相应的选择标准，且项目至少满足以下条件中的两条方可立项：行业需求增长在20%以上，市场地位前三，具有清晰的竞争优势，具有两年以上经营历史且年净利润2,000万以上。项目尽调中，风控人员参与项目调研并出具独立的风险评估报告，对于Pre-IPO项目必须现场调研一次以上并形成独立的调研报告，且需得到真实的券商、律师尽职调查报告和会计师审计报告；对于成长期项目必须组织尽职调查，必要时应组织会计师和律师等中介机构参与。

产业投资业务开展情况

2014年以来，公司产业投资项目数量逐步增加，投资金额呈波动下降趋势系项目逐步退出减持所致，截至2016年末，公司在投项目40项（含合并子公司），投资金额61.54亿元，详见下表。公司对参控股企业分类制定了IPO、并购重组、新三板运作方案，加大已投项目的资本运作力度，各项业务取得了较好发展，在投、融、管、退各流程均较通畅，基本形成良性循环。整体投资布局方面，围绕集团主业，重点在军工产业、国企改革、军民融合、新型装备及金融平台等方向布局投资。集团内部资源整合方面，公司主要围绕集团产业开展供应链管理，降低集团产业链融资成本。集团外部投资方面，一是通过增发、配售方式投资于上市公司股权，二是通过直接股权投资和认购基金LP份额等方式投资集团外非上市公司的股权。

表5 公司产业投资项目情况（单位：个，亿元）

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
在投项目数量	27	30	40	40
在投项目账面余额	61.64	56.35	61.54	48.79

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从产业投资收益情况来看，2014年~2016年，产业投资收益以股权处置收益为主，受退出时机选择等原因，波动较大；持有期间的收益占比相对较小，但收益规模相对稳定。2016年，公司产业及股权投资实现收益4.81亿元，2017年1~9月实现收益7.50亿元。

表6 公司产业投资业务收益结构（单位：亿元，%）

项目	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
持有期间投资收益	1.10	29.97	0.99	13.33	1.56	32.45	1.49	20.57
处置股权投资收益	2.58	70.03	6.43	86.67	3.25	67.55	6.01	79.43
合计	3.68	100.00	7.42	100.00	4.81	100.00	7.50	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上市退出、股权转让、破产清算等方式退出。项目实现可行性研究报告预期目标时，实施主动退出；项目企业销售收入、利润严重下滑，产业政策、产品市场发生重大不利变化，核心人员流失等情况发生时，实施被动退出。截至2017年9月末，公司累计退出项目共25项，主要以项目上市后二级市场退出和股权转让退出为主，暂无并购方式退出；公司退出项目总投资回报率181.77%，整体退出投资回报较高；此外，除3个项目是集团内无偿划转退出，仅2个项目通过清算退出，但投资成本较小，不影响整体收益情况。

产业投资在投项目情况

截至2017年9月底，公司在投项目共40项，总投资成本39.78亿元，截至2017年9月末的总账面余额48.79亿元，详见下表。

表7 截至2017年9月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	投资占比	余额占比
按标的类型	非上市公司	22	20.34	26.69	51.13	54.70
	A股上市公司	11	11.23	14.25	28.23	29.21
	有限合伙 LP	2	3.46	3.10	8.70	6.35
	港股上市公司	4	4.40	4.40	11.06	9.02
	新三板公司	1	0.35	0.35	0.88	0.72
按所投行业	金融类	14	16.07	20.46	40.40	41.93
	制造类	15	10.90	13.14	27.40	26.93
	产业基金	4	6.47	6.11	16.26	12.52
	医药相关类	2	2.98	5.72	7.49	11.72
	其他	5	3.36	3.36	8.45	6.89
合计		40	39.78	48.79	100.00	100.00

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从投资标的类型来看，公司所投的A股上市公司系8项增量上市公司股权投资和3项存量股权直投项目，存量股权直投项目均为公司投资后经培育实现股改上市；港股上市公司主要是通过QDII通道进行的专户投资；新三板公司为并表子公司石晶光电，系公司投资后经培育实现新三板上市；非上市公司主要为22家并表子公司和参股的实业类企业，以及产业基金等。

从投资的行业来看，金融类投资金额占比最大，主要系金融类企业通常体量较大所致，主要是对兵器装备集团财务有限责任公司（持股22.60%，截至2017年9月底账面余额10.51亿元）的直接投资以及对北京银行、光大银行和中航资本等上市公司的二级市场投资；制造业、医药类及其他（房地产、零售业等）实业类投资项目数量较多，但投资额总体占比不大；此外还有公司通过参股和投资LP份额方式所投资的4家产业基金，整体规模不大。

项目储备方面，截至2017年9月底，公司调研阶段项目5项，上会阶段项目3项，已过会待实施项目3项，金额共计约20亿元。

总体看，近年来，公司产业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，项目储备较好，投资策略稳健，风控措施较得当，业务运行整体良好。但联合评级也关注到，公司项目投资和融资渠道大多集中在集团公司内部，市场化程度仍不够高，业务拓展由于各方面因素制约而受到较大限制。

（2）金融投资

公司金融投资定位于为集团公司提供全方位金融服务，目前以自营投资为主，未来将向内外部资产管理并重转型。金融投资业务由金融投资部负责，现有人员7人。

金融投资策略

公司金融投资标的按风险类别分类管理，分为高风险和低风险投资业务两大类。高风险投资业务包括股票、股票型基金、非标准化基金专户产品及金融衍生品（期货、期权等）投资等。低风险投资业务包括新股申购、各类债券、货币基金、债券基金、理财产品（如抵押融资类信托、银行固定收益类投资产品）等。

具体投资策略方面，围绕战略投资开展，从通信行业、高端制造、水电、环保等方向精选不超过10只标的；基金投资围绕基金经理开展，建立了基金经理池和基金产品池，定位入池基金经理投资风格，并针对不同基金经理的投资习惯、研究深入程度采取波段投资或长期持有投资。固定收益产品投资多元化，不依靠单一类型项目，降低投资收益预期，适当配置杠杆，警惕信用风险事件引起的系统风险。

金融投资风险控制

公司制定了《金融投资总则》、《高风险投资管理办法》、《金融投资风险管理办法》等制度规范金融投资业务。

公司采取总量控制、比例控制、研究先导的原则进行金融投资。总量控制方面，公司在每年年末制定下一年度投资计划并拟定投资总额及各类业务投资规模上限，报董事会及集团公司审批；在投资实施过程中，严格按照批复总额度执行，如需调整额度，要重新上报董事会及集团公司审批。比例控制方面，公司严格控制各业务投资比例，原则上高风险业务投资规模不得高于年度投资规模的50%。

金融投资（二级市场自营及基金投资除外）决策和管理体系包括董事会、总经理办公会、风险管理部、金融投资部；二级市场自营及基金投资的决策和管理体系包括总经理办公会、高风险业务投资决策委员会、高风险业务风险控制委员会、金融投资部、投资经理。公司建立了金融投资业务决策授权体系，董事会负责对年度金融投资额度内超过2.00亿元的单一标的高风险业务和超过5.00亿元的低风险业务进行决策；总经理办公会根据董事会授权，对年度金融投资额度内2.00亿元（含）以下的单一标的高风险业务和5.00亿元（含）以下的低风险业务，以及单一标的投资额超过0.30亿元的二级市场自营投资及基金投资进行决策；高风险业务投资决策委员会根据总经理办公会授权，对单一标的投资额0.30亿元（含）以下的二级市场自营投资及基金投资进行决策。

公司对金融投资风险实行分类管理。对于可度量风险，如市场风险、流动性风险，利用指标体系进行监控，并根据实际情况不断进行调整。而对于不可度量风险，如操作风险、法律风险等，通过标准化业务流程等进行管理。按照投资项目的初始投资计划设定风险预警指标，对于风险预警指标偏离初始投资计划的投资项目，业务部门应及时展开专项调查，并进行专项汇报。

投资标的选择方面，类固定收益类产品依据各类产品所侧重的风险点分类制定投资项目准入标准，优选投资标的；二级市场自营及公募基金投资实施投资的标必须从入池品种中选择。

在金融投资过程中，金融投资部推行全员风险管理，建立金融投资隔离墙制度，涉及金融投资

业务的部门保持相对独立，防范利益输送、风险传导、内幕交易等行为发生。金融投资部建立了风险责任制和问责制，对违法违规造成的风险或损失按规定问责。投资必须以公司或下属投资公司名义设立各类投资账户，由财务部门负责金融投资业务的资金管理，场内交易需在公司设立的独立金融投资交易室内完成。高风险业务投资设立止损线，原则上高风险业务的止损线设置不低于投资额的70%，在可操作范围内严格执行止损机制。金融投资部将投资操作结果和投资项目运行情况以周报、月报等形式向公司报告，严格执行项目风险控制报告制度，风险管理部及高风险业务风险控制委员会应定期或不定期对所辖金融投资业务进行检查、投资跟踪评估以及重大投资项目定期专项风险评估。

在合作伙伴的选择方面，原则上要求合作的金融机构股东背景雄厚，自身经营业绩良好，持续经营时间较长且拥有较好市场信誉（承担项目通道角色的金融机构除外）。

金融投资业务开展情况

近年来，公司强化流动性管理和资金收益管理，通过与券商、基金、信托等机构合作，不断丰富和创新产品；通过加强与申万宏源、国泰君安等外部券商的战略合作，加大投资研究力度，优化金融投资策略和配置组合，取得了较好的收益。2014年~2016年，公司金融投资规模分别为31.34亿元、28.20亿元和33.63亿元，规模波动增长，主要系公司投资的信托产品投资逐年减少以及基金投资逐年增长所致。

表8 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	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
信托	17.85	56.95	8.87	31.46	8.80	26.09	9.20	22.83
股票	0.87	2.76	2.07	7.35	1.78	5.28	2.25	5.59
债券	0.51	1.62	1.49	5.28	--	--	--	--
基金	6.13	19.56	9.35	33.17	19.74	58.52	21.46	53.25
其他	5.99	19.11	6.41	22.74	3.41	10.11	7.39	18.33
合计	31.34	100.00	28.20	100.00	33.73	100.00	40.30	100.00
金融投资收益	4.63	--	3.75	--	3.47	--	1.74	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从金融投资资产结构来看，近三年公司金融投资种类不断丰富、投资结构逐步优化。公司金融投资结构变动较大，2014年以信托产品等固定收益类投资为主，2015年和2016年以信托、基金和银行理财产品为主，2017年1~9月以基金和信托产品为主。2015年以前，公司基金投资只有公募基金，2015年公司在基金专户产品中创新设计了基金经理跟投结构，因此2015年以来，基金专户产品投资大幅增加导致基金类投资规模增加。2014年起，公司通过结构化定增类产品参与产业投资，通过逆向选择方式，主动筛选投资标的和寻找合作方，借助信托或基金专户渠道进行投资，以固定收益类为主，主要是投资于相关信托和基金产品的优先级，主要投资领域为医药、能源、制造业等；公司股票和债券投资比重较小；2016年，公司进一步调整投资策略，取消了债券投资，增加了基金投资的比重。截至2017年9月末，公司金融投资以基金产品和信托产品为主，分别占比53.25%和22.83%，占比均较2016年末有所下降；股票占比2.25%，占比较2016年末变动不大；其他投资占比18.33%，较2016年末增长8.22个百分点；无债券投资。截至2017年9月末，公司金融投资资产中，基金投资包含5只公募基金及其他基金专户产品，基金专户产品主要是基金渠道的结构化定增产品。信托产品主要投资于债权类信托产品。其他投资主要为公司开展的流动资金管理业务，以银行理财和国债逆回购

为主，其余为少量结构化存款和定向资管计划等。

从金融投资收益情况来看，2014年~2016年实现金融投资收益逐年减少，年均复合减少13.43%，2015年以来金融投资收益有所下降系投资规模逐年减少所致。2016年，公司金融投资实现收益3.35亿元，2017年1~9月，公司金融投资实现收益1.74亿元。2013年以来，公司二级市场投资转型，开展以价值白马投资和事件套利投资为主要类型的战略投资，坚持审慎投资原则，通过维持低仓位运行，较好地规避了市场震荡，股票类投资收益呈逐年增长趋势。因公司金融投资业务以提供金融服务、管理流动资金、实现保值增值为目的，且金融证券类投资受市场行情等影响较大，因此金融投资收益面临较大波动风险，但公司投资种类较多元，且以固定收益类为主，可以一定程度上平抑风险。

总体看，公司金融投资业务围绕资本增值、产业培育和流动资金管理取得了较好的收益，投资结构多元，风控措施较为完善。

（3）资产经营与管理

公司资产经营业务主要是通过资产的获取、分类、运营、重组、处置等经济活动来获取增值收益或收取管理费用，主要标的资产为股权、土地、房产、设备等资产；业务类型主要包括公司自有资产及集团内部资产等存量资产利用与处置业务，资产类投资业务（即市场化获取资产进行投资经营与处置）和资产管理中间业务（即公司不拥有资产所有权的情况下提供资产经营管理服务，从而收取佣金）等。2014年~2016年，公司资产经营与管理业务分别实现收入0.68亿元、0.56亿元、0.59亿元，2017年1~9月，公司资产经营与管理业务实现收入0.34亿元，目前对公司总收益的贡献非常小。

资产经营业务管理和风控体系

资产经营业务流程方面，存量资产利用与处置业务包括资产接收、资产运营、资产处置等环节；资产类投资业务包括项目信息获取、项目立项、尽职调查、项目决策、投后管理、项目退出等环节；资产管理中间业务包括等项目信息获取、项目论证、项目审批和项目实施等环节。

公司资产经营业务组织管理包括：董事会—总经理办公会—资产部。董事会负责审批单笔账面原值5,000.00万元（不含）以上、1.00亿元（不含）以下的资产类投资和非上市公司股权处置项目，以及年度投资计划外的资产类投资项目；超出额度范围的项目，以及对土地使用权的各种处置行为，单笔账面原值3,000.00万元（含）以上的其他资产处置项目均需上报集团公司审批。总经理办公会在董事会授权范围内负责审批单笔账面原值5,000.00万元（含）以下的资产类投资和非上市公司股权处置项目，账面原值200.00万元（含）以上、3,000.00万元（不含）以下的其他资产处置项目，以及资产管理中间业务。资产部负责审批200.00万元（不含）以下的其他资产处置项目，以及资产经营业务的具体实施。

资产经营业务开展情况

2015年，公司提出构建资产经营“1+4”业务体系的总体思路，即以一个资产经营平台为依托，以非主业资产经营、持有型物业运作、资产证券化和互联网金融四个业务方向为突破，逐步建立集团的资产经营平台。目前，资产证券化和互联网金融业务暂未开展。

资产经营平台构建方面，公司依托南方兵器装备产业有限公司（下称“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及处置业务。2014年~2016年，子公司金融资产管理业务收入分别为0.28亿元、0.10亿元、0.01亿元，系南方九鼎逐步进入清算、收入减少所致。2017年1~9月，子公司金融资产管理业务收入为0.03亿元。

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。近年来，公司收购重组集团原343厂、126厂和5628厂等三户破产企业，原343厂实现破产获利退出，妥善处理了原126厂破产遗留问题，成功处置知春大厦房产、152厂房房产等，完成上海润南、岳阳物流的处置工作，以股权转让方式整合产业公司和上城家园资产，积极承接157厂、107厂、长安工业、上海建设等集团成员企业的资产委托处置工作；积极与产权交易所开展合作等。

持有型物业运作方面，截至2017年9月底，公司仅有自有兵器大厦部分楼层用于对外出租，由产业公司负责运营，出租面积约1.58万平方米，约占总建筑面积的37.38%，近三年出租率近100%，单位租金收入为4.40~5.10元/平米/天。此外，公司承接并于2014年完成的南方工业研究院项目，项目一期工程获得“结构长城杯”金奖和绿色三星建筑设计标识，南方工业研究院项目物业近年来经营良好；2015年获取了小汤山土地，借助市场专业地产机构力量，完成了小汤山土地的整体运作方案；稳步开展许昌中泰土地处置退出；2017年，公司中标中建材未来科技城三新产业研发中心一期工程物业项目，办公楼拟建筑面积为6.6万平米，预计年管理费收入约393.15万元；同时探索物业资产经营管理，积极拓展土地、写字楼物业经营等持有型物业相关投资项目。

总体看，公司资产业务尚未形成成型的业务模式，目前对公司整体收入的贡献较小；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，未来资产业务将有较好发展。

（4）主要子公司业务

截至2017年9月末，公司纳入合并范围的全资子公司5家，控股子公司2家，主要系产业投资控股及集团划拨形成。其中对公司收入贡献较大的为石晶光电、产业公司、南方搏云。子公司管理方面，公司对纳入合并子公司委派总经理，各子公司的董事长、董事由公司高级管理人员、部门经理等担任；公司对子公司进行年度预算管理与考核；子公司各项重大投资需上报公司，公司根据集团相关规定统一向集团上报审批。

控股子公司石晶光电，成立于2003年，设有3家分公司和1家子公司。截至2017年9月末，石晶光电注册资本5,650.80万元，公司持股61.57%。石晶光电主营人造石英晶体材料制造等，拥有多项技术专利，产品采取直销方式，客户主要是世界知名电子企业，产品销往日本、韩国、德国、泰国、菲律宾、台湾等国家和地区。截至2016年末，石晶光电总资产1.41亿元，总负债0.18亿元，净资产1.23亿元。2016年，石晶光电实现营业收入0.67亿元，净利润34.83万元。截至2017年9月末，石晶光电总资产1.44亿元，总负债0.20亿元，净资产1.24亿元。2017年1~9月，石晶光电实现营业收入0.66亿元，净利润132.32万元。

全资子公司产业公司，成立于2002年，是公司资产业务的运营主体，主要经营房地产开发、商品房销售、技术咨询、技术服务、信息服务等业务，拥有控股子公司北京南方国际物业管理有限责任公司。截至2017年9月末，产业公司注册资本5,000万元。目前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2016年末，产业公司总资产1.51亿元，总负债0.65亿元，净资产0.86亿元。2016年，产业公司实现营业收入0.42亿元，净利润832.50万元。截至2017年9月末，产业公司总资产1.54亿元，总负债0.63亿元，净资产0.91亿元。2017年1~9月，产业公司实现营业收入0.31亿元，净利润599.44万元。

控股子公司南方搏云，成立于2006年，于2015年完成了股份制改革。截至2017年9月末，南方搏云注册资本8,100.00万元，公司持股32.80%。南方搏云主营石墨及碳素制品制造，已获得高新技术企业认证并拥有多项自主知识产权，研发生产的新型炭/炭复合材料制品及相关设备主要应用于

太阳能光伏产业、电子信息产业、国防科技工业等领域，替代传统石墨热场系统和进口同类产品，产品市场占有率、制造水平目前处于国内前列。截至 2016 年末，南方搏云总资产 1.56 亿元，总负债 8,403.44 万元，净资产 7,190.52 万元。2016 年，南方搏云实现营业收入 2,278.58 万元，净利润 -1,654.40 万元。截至 2017 年 9 月末，南方搏云总资产 1.07 亿元，总负债 0.45 亿元，净资产 0.62 亿元。2017 年 1~9 月，南方搏云实现营业收入 0.24 亿元，净利润 -969.45 万元，整体仍处亏损状态，主要系受前期去产能等宏观环境影响，整体行业低迷所致。随着南方搏云技术逐步改进，2017 年下半年起业务量有所改善，2017 年前三季度营业收入较上年同期增长 204.26%。

全资子公司南方天辰，成立于 2005 年，原名北京北方晶技投资咨询有限公司，2015 年更为现名，截至 2017 年 9 月末，南方天辰注册资本 1,000 万元。南方天辰经营范围为投资咨询、投资管理、资产管理、企业管理。截至 2016 末，南方天辰总资产 0.52 亿元，总负债 536.81 万元，净资产 0.47 亿元。2016 年，南方天辰实现营业收入 122.72 万元，净利润 893.35 万元。

此外，南方九鼎原作为基金管理人和 GP 管理产业基金，进行市场化股权投资，2013 年根据合伙企业法中有关国有企业不得成为普通合伙人相关规定，公司对南方九鼎开展了改制清算工作，截至 2016 年 6 月末南方九鼎已基本清算完毕。南方科创投资管理有限公司主营南方工业研究院项目的代建服务，截至 2017 年 6 月末，该项目已竣工结算。南方瑞源（北京）投资管理有限公司 2016 年 6 月成立，是公司资产管理的平台之一。许昌中泰投资发展有限公司是兵装集团在收购原 126 厂破产资产的基础上成立而来，主要负责原 126 厂历史遗留问题及资产处置，近年来公司逐步推进许昌中泰的资产处置和退出事宜，已形成了市场化退出方案，目前正与各方协调对接。北京上城家园房地产开发有限责任公司系 2014 年被兵装集团划转给公司，目前仅为 2 块兵装集团早期取得的土地资产，限于土地性质约束，暂无开发计划。

总体来看，公司子公司主要系产业投资和集团划拨形成，收入规模不大，对公司收入利润贡献有限。

3. 未来发展

公司根据自身发展制订了《“十三五”发展规划》，秉持创新、协调、绿色、开放、共享五大发展理念，坚持集团公司产融结合发展平台的核心定位，坚持产融结合、创造价值的投资策略，成为集团的“两器两中心”（新兴产业培育发展的孵化器、现有产业转型升级的助推器，利润贡献中心、资本运营中心），通过引入战略投资者、管理层和员工持股等方式完善公司治理结构，按照业务板块以子公司模式推进混合所有制改革，推进南方瑞源、南方科创和南方天辰等金融平台建设，通过各类业务板块逐步下沉发展、专业平台化发展来助推公司业务市场化，形成以管资本为核心的集团管控模式，计划到 2020 年初步建成国内一流的资产管理公司。

产业投资业务方面，投资布局集中在“三大一强”领域，即大金融、大健康、大消费和强国之路；同时，立足集团公司现有产业技术优势，促进新兴产业孵化、提升技术创新能力，促进集团产业结构调整升级，到 2020 年，建成资产经营平台，业务体系逐步完善，促进集团公司资产优化配置。

金融投资业务方面，坚持长期投资、价值投资理念，参与境内外两个市场投资，高低风险业务协同发展，合理进行大类资产配置；择机进入非银金融产业，获取必要金融牌照，搭建金融平台，为集团公司提供全方位的金融服务，到 2020 年，实现金融投资业务从自营投资向内外部资产管理并重转型。

资产经营业务方面，打造非主业资产经营专业化平台，促进集团资产优化配置，同时向外拓展外部资产管理以形成新的增长点；以南方工业研究院为契机，以兵器大厦持有型物业运营经验为基

础，建立专业化的持有型物业运作模式，投资布局科技地产、商业、酒店、写字楼、工业园区等持有型物业资源；适时开展资产证券化和互联网金融业务，为集团公司盘活存量资产、促进转型升级提供专业化投融资服务，到2020年建成资产经营平台。

总体看，公司发展思路较为清晰，发展前景良好。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2014~2016 年合并财务报表立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2017 年半年报未经审计，相关数据未年化。2014 年，公司处置 1 家子公司股权，同时新纳入 1 家子公司；2015 年，公司合并范围无变化；2016 年，公司处置 2 家子公司股权；总体看，近三年，公司财务报表合并范围变化幅度较小，财务数据可比性较好。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 107.38 亿元，负债合计 54.74 亿元，所有者权益 52.64 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 51.58 亿元；2016 年，公司实现营业收入 1.49 亿元，实现投资收益 8.49 亿元，净利润 7.05 亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润合计 7.16 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.75 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.13 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额 92.37 亿元，负债合计 34.39 亿元，所有者权益 57.98 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 56.97 亿元；2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 1.24 亿元，实现投资收益 9.24 亿元，净利润 7.29 亿元，其中归属于母公司的所有者的净利润合计 7.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额-0.61 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.30 亿元。

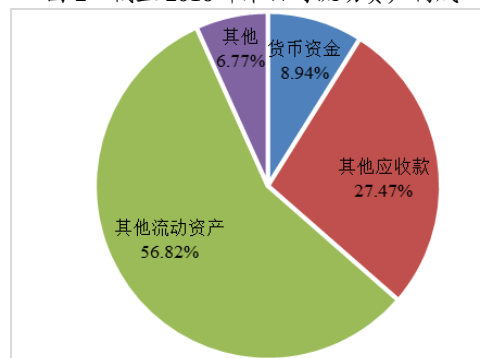
2. 资产质量

近三年，公司资产规模波动增长，年均复合增长率为 2.11%。截至 2016 年末，公司资产总额 107.38 亿元，较上年底增长 13.63%，主要系增加信托产品和资管计划投资以及增加国债逆回购使得其他流动资产增加所致；其中，流动资产和非流动资产占比分别为 25.35%和 74.65%，公司资产结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

近三年，公司流动资产分别为 16.43 亿元、16.75 亿元和 27.23 亿元，呈持续增长趋势，年均复合增长率达 28.71%，其中 2016 年较 2015 年增长 62.53%，主要系其他流动资产增加所致。截至 2016 年末，公司流动资产构成以货币资金（占 8.94%）、其他应收款（占 27.47%）和其他流动资产（56.82%）为主。

图 2 截至 2016 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

2014~2016 年，公司货币资金逐年下降，年均复合减少 3.21%。截至 2016 年底，公司货币资金合计 2.43 亿元（主要由银行存款和其他货币资金构成），较年初小幅减少 4.95%，无使用受限的资金。

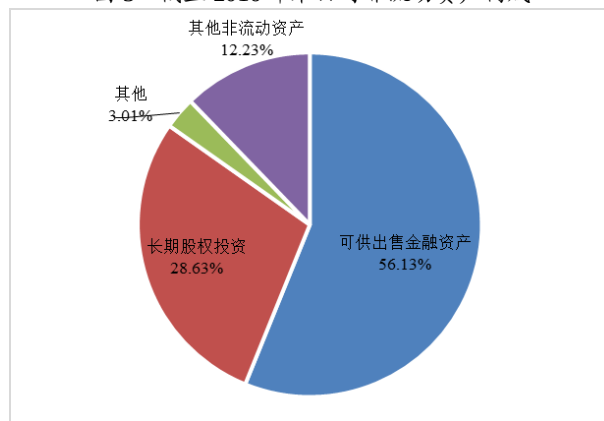
2014~2016 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长率为 17.40%。截至 2016 年底，公司其他应收款合计 7.48 亿元，较年初增长 30.09%，主要系内部往来款快速增加所致。从账龄分布和集中度来看，截至 2016 年底，公司其他应收款第一名欠款方为中国兵器装备研究院（以下简称“研究院”）总额为 7.13 亿元的内部往来款，占比 95.03%，集中度高，其账龄为 0~4 年，账龄较长。根据兵装集团的批复，研究院作为产权人，公司作为项目具体实施方，联合开发未来科技城项目，兵装集团将建设款项划至公司，后由公司根据建设进度拨至研究院用于对外支付，相关款项分别计入公司的其他应付款和其他应收款，待未来科技城项目竣工结算后，将公司对研究院的债权转让给兵装集团，以偿还公司对兵装集团的借款，该笔其他应收款对公司不构成实质资金占用，也无需进行实质回收，因此公司未对该项账款计提坏账准备。

公司其他流动资产主要为国债逆回购、定向资产管理计划和信托投资产品。2014~2016 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长率为 60.71%。截至 2016 年末，公司其他流动资产为 15.47 亿元（其中国债逆回购占 17.45%，信托产品及资管计划占 79.88%），较年初大幅增长 147.06%，主要系公司增加国债逆回购、定向资管计划和信托产品投资所致。

（2）非流动资产

近三年，公司非流动资产规模波动下降，年均复合减少 3.76%。截至 2016 年末，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 56.13%）、长期股权投资（占 28.63%）和其他非流动资产（占 12.23%）构成。

图 3 截至 2016 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

近三年，公司可供出售金融资产账面价值波动增长，年均复合增长 3.63%。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产合计 47.69 亿元，较年初快速增长 13.80%，主要系银行理财和基金类投资增加所致。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 45.00 亿元，较年初下降 5.64%，主要系可供出售权益工具减少所致；截至 2016 年底，公司可供出售金融资产中可供出售权益工具为 32.23 亿元，占 71.63%；其他类（主要为基金投资和银行理财）规模为 12.77 亿元，占 28.37%。截至 2016 年底，公司计提减值准备 0.86 亿元，占可供出售金融资产总额的 1.87%，计提比例一般；同时，联合评级关注到市场行情波动较大，公司可供出售金融资产存在一定的资产减值风险。

公司长期股权投资主要系对与公司相关产业有关的联营企业的投资。近三年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长率为 7.93%。截至 2016 年末，公司长期股权投资为 22.95 亿元，较年初增长 12.71%，主要系公司追加对兵器装备集团财务有限公司的投资所致。

公司其他非流动资产主要系具有优先级受益权的信托产品投资和资产管理计划。2014~2016 年，公司其他非流动资产规模波动下降，年均复合减少 33.73%。截至 2015 年末，公司其他非流动资产为 7.18 亿元，较年初大幅减少 67.85%，主要系信托产品投资规模大幅减少所致；截至 2016 年末，公司其他非流动资产为 9.80 亿元，较年初增长 36.60%，主要系当期资产管理计划投资规模增长所致。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 92.37 亿元，较年初减少 13.98%，主要系其他应收款和可供出售金融资产减少所致；其中，流动资产占比 16.74%，非流动资产占比 83.26%，非流动资产占比较年初有所提高。

总体来看，近年来公司资产规模波动增长，资产结构以非流动资产为主，其中可供出售金融资产占比较高，符合所处行业特征，整体资产质量较好，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

2014~2016 年，公司负债规模波动下降，年均复合减少 3.84%。截至 2016 年末，公司负债合计 54.74 亿元，较上年末增加 16.88%，主要系流动资产增加所致；其中流动负债和非流动负债占比分别为 97.25%和 2.75%，负债结构以流动负债为主。

流动负债

2014~2016 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长 15.52%。截至 2016 年末，公司流动负债为 53.24 亿元，较年初增长 20.06%，主要系短期借款增长所致。截至 2016 年末，公司流动负债主要以短期借款（占 39.44%）和其他应付款（占 55.62%）为主。

2014~2016 年，公司短期借款快速增加，年均复合增长 124.95%。截至 2016 年末，公司短期借款为 21.00 亿元，较年初大幅增长 400.60%，主要系公司增加对外融资使得借款增加所致；公司短期借款全部为信用借款。

公司其他应付款主要系与关联方的往来款。2014~2016 年，公司其他应付款规模波动下降，年均复合减少 6.89%。截至 2015 年末，公司其他应付款为 28.98 亿元，较年初减少 15.15%，主要系关联方往来款减少所致；截至 2016 年末，公司其他应付款为 29.62 亿元，较年初增长 2.19%，主要系关联方往来款增长所致；从账龄看，公司其他应付款中，1 年以内的占 57.18%，1~2 年的占 11.62%，2~3 年的占 29.69%，3 年以上的占 1.52%。从集中度看，截至 2016 年末公司前五大其他应收款占其他应收账款总额的比重为 98.10%，集中度较高。

表 9 公司截至 2016 年末其他应付款前五名情况（单位：亿元，%）

单位名称	款项性质	期末余额	占比
中国兵器装备集团有限公司	往来款	19.08	64.44
上海长威股权投资合伙企业（有限合伙）	往来款	8.97	30.29
湖南鼎瑞鑫数码科技有限责任公司	设备款	0.44	1.49
南方建信投资有限公司	往来款	0.41	1.38
武汉钟山雷石天衡股权投资合伙企业（有	往来款	0.15	0.51
合计	--	29.05	98.10

资料来源：公司提供

非流动负债

2014~2016 年，公司非流动负债规模波动下降，年均复合减少 72.09%。截至 2016 年末，公司非流动负债为 1.50 亿元，较年初减少 39.72%，主要系递延所得税负债大幅减少所致。截至 2016 年末，公司非流动资产主要由专项应付款（占 35.95%）和递延所得税负债（占 64.05%）构成。

公司专项应付款主要为承接集团公司下属企业破产清算及安置工作专项资金，2014~2016 年，公司专项应付款保持稳定，截至 2016 年末，公司专项应付款为 0.54 亿元，与上年底基本持平。

2014~2016 年，公司递延所得税负债逐年减少，年均复合减少 40.58%。截至 2016 年末，公司递延所得税负债为 0.96 亿元，较年初大幅减少 50.71%，主要系北京银行、南京熊猫、中航资本等上市公司股权公允价值变动损益对应的所得税按照所得税法可予以递延所致。

从债务结构看，2014~2016 年，公司有息债务规模逐年减少，年均复合减少 14.33%，主要系长期债务减少所致。截至 2016 年底合计 31.05 亿元（含其他应付款中有息负债部分 10.04 亿元），全部为短期债务。从债务指标方面，2014~2016 年，公司资产负债率波动下降，近三年分别为 57.49%、49.56%和 50.98%；全部债务资本化比率呈逐年下降的态势，近三年分别为 49.15%、40.37%和 37.10%；2014 年长期债务资本化比率为 26.77%，2015 和 2016 年，公司无长期债务，因此长期债务资本化比率指标不适用。

截至 2017 年 9 月末，公司负债总额 34.39 元，较年初下降 37.18%，主要系其他应付款减少所致；其中，流动负债 33.49 亿元，占比 97.38%，非流动负债 0.90 亿元，占比 2.62%，负债结构较年初变化不大。截至 2017 年 9 月末，公司全部债务 30.90 亿元，较年初变化不大，全部为短期债务，存在一定流动性压力；其中包括短期借款 25.85 亿元，主要为银行借款、兵装财务公司借款和兵装集团委贷等，以及其他应付款中有息负债 5.04 亿元，主要为应付兵装集团、湖南云箭集团和中国兵器工业第五九研究所的关联借款。截至 2017 年 9 月末，受其他应付款减少影响，公司资产负债率较年初下降 13.75 个百分点至 37.23%；受净资产增加影响，公司全部债务资本化率较年初下降 2.33 个百分点至 34.77%。

整体看，近三年，公司负债规模波动下降，公司负债以流动负债为主，其中集团往来借款占比较大，有息债务规模相对较低；同时，公司有息债务均为短期债务，存在一定流动性压力，整体债务压力一般。

（2）所有者权益

近三年，公司所有者权益规模持续增长，年均复合增长率为 9.66%。截至 2016 年末，公司所有者权益为 52.64 亿元，较上年末增长 10.45%，主要系股东增资和净利润增加使得未分配利润增加所致；截至 2016 年末，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益合计 51.58 亿元，占比 97.98%，归属母公司所有者权益中实收资本占 44.59%，资本公积占 7.13%，其他综合收益占 5.67%，盈余公积占 9.12%，未分配利润占 33.49%，实收资本占比较高，公司所有者权益结构的稳定性较好。

截至 2017 年 9 月末，公司所有者权益 57.98 亿元，较年初增长 10.14%，主要系利润留存增多所致；其中归属于母公司的所有者权益 56.97 亿元，少数股东权益 1.01 亿元。

总体来看，公司所有者权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入规模波动下降，年均复合减少 6.57%，主要系公司石英晶体销售和资产管理服务收入下降所致。受投资收益波动增长的影响，公司近三年净利润规模波动上升，年均复合增长 7.85%。

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，公司近三年投资收益呈波动上升趋势，年均复合增长 1.07%，2015 年受产业投资类收益增长影响，投资收益大幅增加，2016 年公司实现投资收益 8.49 亿元，较 2015 年下降 30.36%，主要系产业投资和金融投资类收益共同下降所致。2014~2016 年投资收益分别为营业利润的 130.32%、134.26%和 117.84%，公司营业利润主要来自于投资收益。从投资收益结构来看，近三年公司的投资收益主要来源于对上市/非上市公司股权、基金、债券、信托、理财产品的持有期收益和处置收益；其中上市/非上市公司股权持有收益分别占投资收益的比重为 13.24%、8.65%和 18.46%，上市/非上市公司股权处置收益分别占投资收益的比重为 31.05%、66.76%和 48.86%。

从期间费用看，近三年公司期间费用规模波动下降，年均复合减少 25.89%，三年分别为 2.37 亿元、2.47 亿元和 1.30 亿元。近三年，公司管理费用分别为 1.15 亿元、1.02 亿元和 0.97 亿元，呈逐年下降趋势，主要系子公司南方九鼎持续降薪使得职工薪酬下降所致；公司财务费用分别为 1.18 亿元、1.40 亿元和 0.29 亿元，2016 年财务费用大幅下降，主要系公司对研究院的其他应收款为有息借款，当期确认了部分利息收入，抵减了部分财务费用所致。

公司近三年营业外收入分别为 280.77 万元、680.83 万元（2015 年营业外收入较 2014 年增长较大主要系当期处置固定资产利得增加所致）和 301.92 万元，主要为固定资产处置利得。该类收入规模较小，对公司盈利能力贡献度不大。

从盈利指标看，由于投资收益波动增加导致净利润波动增长，2014~2016 年，公司总资本收益率分别为 9.32%、11.83%和 9.74%，总资产报酬率分别为 8.11%、10.18%和 8.05%，净资产收益率分别为 16.11%、18.28%和 14.06%。整体上，公司的盈利能力整体有所增强。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 1.24 亿元，同比增长 20.68%；投资收益 9.24 亿元，同比增长 30.63%；净利润 7.29 亿元，同比增长 12.52%，其中归属于母公司所有者的净利润 7.35 亿元。

总体来看，公司利润主要来源于金融资产投资和股权投资业务，近年来，公司总收益规模波动增长，盈利水平有所增长，整体盈利能力较好，但公司投资收益易受市场行情影响，其可持续性值得关注。

5. 现金流

在经营活动方面，2014~2016 年公司经营活动现金流均呈净流出状态，分别为-0.40 亿元、-1.38 亿元和-0.75 亿元。2014~2016 年公司经营活动现金流入量分别为 2.08 亿元、1.61 亿元和 1.75 亿元，呈波动减少趋势，年均复合减少 8.45%，主要系南方九鼎改制清算使得收入减少以及石晶光电受行业景气度较低影响收入减少所致；2014~2016 年公司经营活动现金流出量规模呈波动增长趋势，分别为 2.48 亿元、2.99 亿元和 2.49 亿元，年均复合增长 0.21%，主要系公司支付的税费波动增长所致。

在投资活动方面，2014 年和 2015 年公司投资活动现金流呈净流入状态，2016 年转为净流出状态，分别为 4.69 亿元、15.22 亿元和-6.53 亿元；从投资活动现金流流入来看，2014~2016 年公司投资活动现金流入量分别为 182.08 亿元、287.31 亿元（2015 年流入规模较 2014 年增加较大，主要系当期收回投资规模较大所致）和 171.89 亿元，年均复合减少 2.84%，主要系处置、转让股权投资以及金融投资收回资金规模波动减少所致；从投资活动现金流流出来看，2014~2016 年公司投资活动现金流出量分别为 177.38 亿元、272.09 亿元（2015 年流出规模较 2014 年增加较大，主要系当期增加对外投资规模所致）和 178.41 亿元，年均复合增长率为 0.29%，主要系公司对外投资规模波动增长所致。

在筹资活动方面，2014~2015 年公司筹资活动现金流呈净流出状态，2016 年转为净流入状态，分别为-3.39 亿元、-13.87 亿元和 7.15 亿元。从筹资活动现金流入来看，2014~2016 年公司筹资活动现金流入量分别为 51.55 亿元、14.21 亿元（2015 年流入规模较 2014 年大幅下降，主要系当期减少对外借款所致）和 58.66 亿元，呈波动增长态势，主要是公司借款波动增加所致；从筹资活动现金流出来看，2014~2016 年公司筹资活动现金流出分别为 54.95 亿元、28.08 亿元（2015 年流出规模较 2014 年大幅下降，主要系当期偿还的债务规模下降所致）和 51.51 亿元，呈波动减少趋势，主要系公司偿还债务支付的现金波动增加所致。

2017 年 1~9 月，公司经营性现金流量净额-0.61 亿元，投资性现金流量净额 3.72 亿元，筹资性现金流量净额-4.41 亿元。

总体来看，近年来，公司经营性现金流保持流出状态；公司投资活动现金流规模较大，随着公司收回投资规模的波动减少，公司投资活动现金流由净流入转为净流出；公司取得借款的规模较大，使得公司筹资性现金流由净流出转为净流入，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，2014~2016 年公司流动比率分别为 0.41 倍、0.38 倍和 0.51 倍；速动比率分别为 0.38 倍、0.35 倍和 0.49 倍，均有不同幅度的波动，其中 2016 年上述指标均有增加，主要系其他流动资产增加使得流动资产增长所致；2014~2016 年，公司现金短期债务比分别为 0.10 倍、0.08 倍和 0.08 倍，公司用现金偿付到期债务的能力较差。同时，公司可供出售金融资产科目位于非流动资产分类，且公司持有的可供出售金融资产规模较大，具有一定的变现能力，可对公司债务形成一定的保障，整体看，公司的短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年公司盈利能力波动增长，EBITDA 分别为 7.89 亿元、10.28 亿元和 8.34 亿元，主要受利润总额规模的波动变化影响所致；公司 2016 年的 EBITDA 由折旧（占 2.22%）、摊销（占 0.34%）、计入财务费用的利息支出（占 10.99%）和利润总额（占 86.45%）组成，利润总额在 EBITDA 构成中占比较大。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 6.37 倍、7.04 倍和 9.10 倍，呈现上升的趋势，EBITDA 对利息的保障能力很强；2014~2016 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.19 倍、0.32 倍和 0.27 倍，呈波动上升的趋势，对全部债务的保障能力强。整体看，公司的长期偿债能力很强。

截至 2017 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 49.00 亿元，其中未使用授信额度为 38.00 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 20.00 亿元，截至 2017 年 9 月末尚未使用额度为 10.15 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2017 年 9 月末，公司无对外担保情况，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 2018 年 2 月 13 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，考虑到公司持有的可供出售金融资产规模较大，变现能力较强，公司债务的偿付能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 9 月末，公司债务总额 30.90 亿元。假设本期公司债发行规模为 15.00 亿元，相对于公司目前债务规模较大，但由于本期债券的用途主要用于偿还公司债务，待本期债券发行后，公司债务负担变化不大。

以公司 2017 年 9 月末财务数据为基础，假设本期公司债发行额度为 15.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 20.55%、44.19%、46.00%，偿债压力有所加重，公司负债规模整体仍处于正常水平；同时，随着本期公司债的发行，有利于优化公司债务结构。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2016 年的财务数据为基础，假设本期公司债发行规模为 15.00 亿元；公司 2016 年 EBITDA 为 8.34 亿元，为本期公司债券发行额度（15.00 亿元）的 0.56 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度一般；公司 2016 年净资产为 52.65 亿元，为本期公司债券发行额度（15.00 亿元）的 3.51 倍，净资产对本期债券覆盖程较好。

综合考虑上述因素，并考虑到公司作为兵装集团的全资子公司，资产规模较大、资产质量较好，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

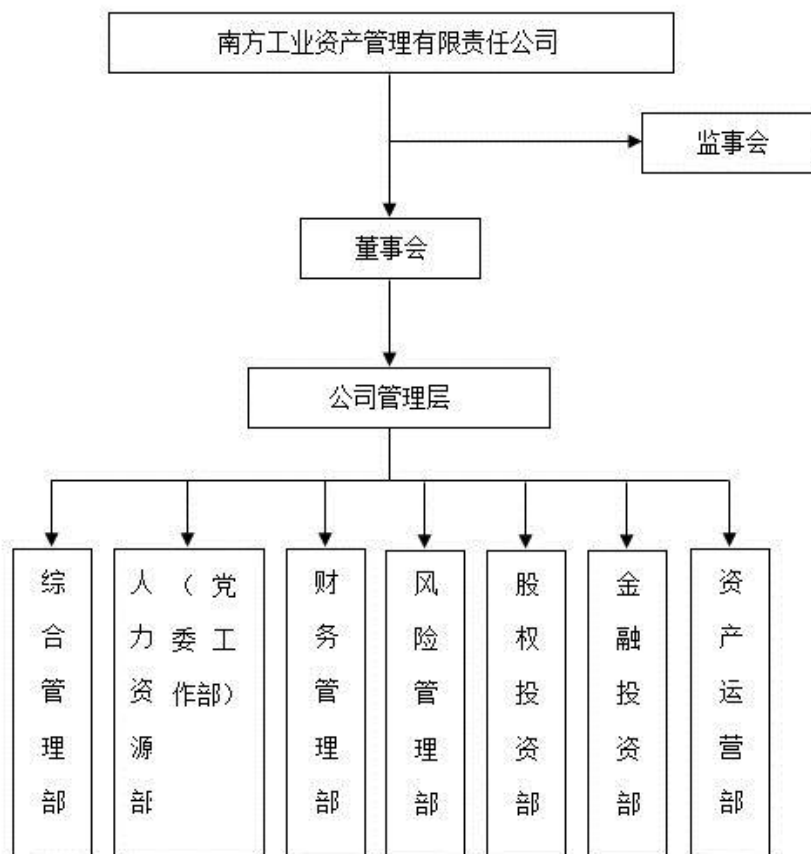
九、综合评价

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，主要从事产业投资、金融投资和资产运营业务。公司产业投资主要围绕兵装集团相关产业进行布局，具有一定的信息优势。受益于良好的股东背景、产业布局较早、近年来投资环境良好等因素影响，近年来公司产业投资和金融投资业务收益较好，较好的实现了国有资产保值增值。同时，联合评级也关注到，投资行业受外部环境及政策影响较大、公司投资收益不确定性较大等因素对公司经营可能产生的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
资产总额 (亿元)	102.98	94.50	107.38	92.37
所有者权益 (亿元)	43.77	47.66	52.64	57.98
短期债务 (亿元)	26.30	32.26	31.05	30.90
长期债务 (亿元)	16.00	--	--	--
全部债务 (亿元)	42.30	32.26	31.05	30.90
营业收入 (亿元)	1.71	1.44	1.49	1.24
投资收益 (亿元)	8.31	11.45	8.49	9.24
净利润 (亿元)	6.06	8.36	7.05	7.29
经营性净现金流 (亿元)	-0.40	-1.38	-0.75	-0.61
总资产报酬率 (%)	8.11	10.18	8.05	--
净资产收益率 (%)	16.11	18.28	14.06	13.80
营业利润率 (%)	39.07	3.96	20.97	28.28
费用收入比 (%)	138.82	171.83	87.35	136.47
资产负债率 (%)	57.49	49.56	50.98	37.23
全部债务资本化比率 (%)	49.15	40.37	37.10	34.77
长期债务资本化比率 (%)	26.77	--	--	--
流动比率 (倍)	0.41	0.38	0.51	0.46
速动比率 (倍)	0.38	0.35	0.49	0.42
EBITDA(亿元)	7.89	10.28	8.34	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.37	7.04	9.10	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.19	0.32	0.27	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	0.53	0.69	0.56	--

注：2017 年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化。

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]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
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+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(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%
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%
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

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

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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。

联合信用评级有限公司

关于南方工业资产管理有限责任公司

2018 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年南方工业资产管理有限责任公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

南方工业资产管理有限责任公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。南方工业资产管理有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注南方工业资产管理有限责任公司的相关状况，如发现南方工业资产管理有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如南方工业资产管理有限责任公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至南方工业资产管理有限责任公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送南方工业资产管理有限责任公司、监管部门等。


联合信用评级有限公司
二零一八年三月二十一日