

标普信评

S&P Global

China Ratings

北京国有资本运营管理有限公司相关债项跟踪评级报告

2022年6月29日

债券简称	债券余额	起息日	债券期限	评级结果	评级状态
21国管01	20亿元	2021-04-29	10年	AAA _{spc}	维持
21国管02	20亿元	2021-07-27	5年	AAA _{spc}	维持
21国管03	20亿元	2021-08-23	10年	AAA _{spc}	维持
21国管04	20亿元	2021-08-27	5年	AAA _{spc}	维持

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）维持北京国有资本运营管理有限公司（“北京国管”）主体信用等级为“AAA_{spc}”，评级展望为稳定。北京国管发行的高级无担保债券的债项信用等级等同于发行人主体信用等级。

相关主体信用评级报告

跟踪评级报告：北京国有资本运营管理有限公司，2022年6月29日

相关评级方法

标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2020年7月28日。

标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019年5月21日。

相关研究

评论：解读标普信用评级（中国）工商企业评级方法论，2020年7月28日。

评论：解读标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论，2020年6月29日。

评论：如何利用标普信用评级（中国）工商企业评级方法论评价投资控股公司信用质量，2021年3月1日。

相关模型

无。

分析师

任映雪
北京

Yingxue.ren@spgchinaratings.cn

陈歆倩
北京

Xiqian.chen@spgchinaratings.cn

高级管理人员

钟晓玲
北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日或我们进一步更新前（两者孰早）有效。

声明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析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。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本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标普信评依据其评级方法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。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非是某种决策的结论和建议。

跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体和受评债项的信用状况进行定期跟踪和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体和受评债项信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

©版权所有 2022 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适用性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。

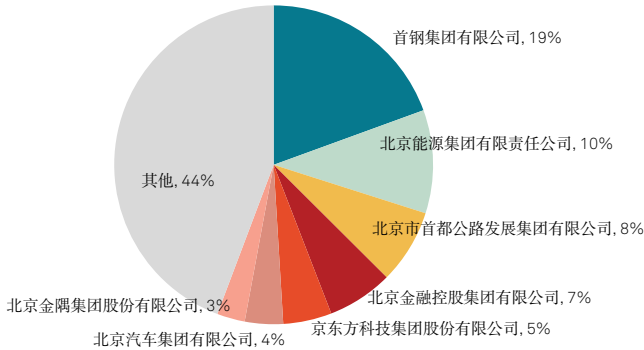
报告摘要

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
北京国有资本运营管理有限公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2022年6月29日	稳定

行业划分：投资控股公司

主体概况：北京国有资本运营管理有限公司（以下简称“北京国管”或“公司”）成立于2008年，2021年7月由全民所有制企业改制为国有独资公司。北京国管由北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）全资直接持有。公司以国有资本投资与运营为主业，旨在贯彻落实北京市委政府战略意图、促进国有资本有序进退、实现国有资本保值增值。

北京国管投资价值分布（截至2021年末）



注：“其他”主要包括北京市政府引导基金、其他产业投资基金、其他企业股权价值等。
资料来源：公司提供，标普信评整理。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

宏观经济与行业环境：我们认为，北京市经济实力极强，财政平衡能力极佳，债务率较低，潜在支持能力保持极强。我们认为，北京市管国企整体具有相对较强的规模优势和盈利能力。随着疫情防控进入新常态，北京市管国企的经营状况稳健修复，2021年市管国企的收入和盈利已超出疫情前水平。我们预计，国有资本投资运营公司在支持新经济动能方面的投资仍将保持上升，主要聚焦在半导体、新能源、医药和环保等先导产业。随着各地国有资本投资运营公司进一步发挥职能作用，该类公司的债务融资将保持活跃，债务规模和杠杆水平仍将保持上升趋势。由于该类公司在促进国有资产优化配置和扶植战略产业发展等方面仍发挥着较为重要的作用，我们预计潜在政府支持力度将保持稳定。

信用要点：

业务状况：标普信评认为，北京国管的业务状况维持“优秀”，主要反映公司所持资产信用质量良好，资产的行业及运营区域分布广泛。我们认为，北京国管在市场化股权和产业基金投资方面具备严格的投资纪律和良好的风险控制水平。我们预计，公司直接持有的上市公司资产占比仍将维持较低，资产流动性较为一般，且主要资产占比较集中。但我们认为，公司的投资组合构成很大程度上反映了北京市政府的国有资产布局安排，资产流动性和集中度对业务状况的影响相对中性。

财务风险：标普信评认为，北京国管的财务风险“低”。我们预计，公司本部的债务对投资价值比率将维持较低，现金流充足性指标保持良好，债务融资结构稳健，再融资空间和再融资能力均保持很强。我们预计，随着基金和股权投资的持续推进，北京国管本部的债务对投资价值比率将呈上升趋势，但是公司财务政策审慎，投资风格稳健，每年因投资而新增的债务较整体投资组合的规模而言较为可控。我们预计，未来1-2年公司的财务指标对于维持“低”的财务风险仍具有充足的空间。

个体信用状况：我们认为，aa_{spc}-的个体信用状况反映了北京国管优秀的业务状况和低的财务风险。

重点信用指标：

	2020A	2021A	2022E	2023F
债务对投资价值比率（%）	12.8	15.3	15.0-18.0	15.0-18.0
现金流充足性（倍）	1.3	1.3	1.0-2.0	1.0-2.0

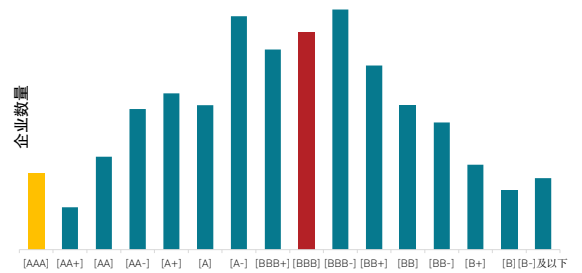
注：以上数据为标普信评调整后数据。A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。

分项评估：

主体信用等级：	AAA _{spc} /稳定
业务状况：	2/优秀
行业风险：	3/一般
投资状况：	2/优秀
财务风险：	2/低
评级基准：	aa-
调整项	
流动性：	适中（无影响）
管理与治理：	中性（无影响）
补充调整：	中性（无影响）
个体信用状况：	aa _{spc} -
外部影响：	+3

外部影响：标普信评认为，北京市政府的潜在支持能力极强，北京国管对于北京市政府的重要性极高。“极高”的重要性主要反映北京国管与北京市政府在股权结构和管理决策方面极强的紧密性，以及公司非常重要的职能定位。北京国管由北京市国资委全资直接持有，公司的最高决策层由北京市政府任命，经营状况持续受到北京市国资委的监督和考核，重大投融资决策须经北京市政府审批。作为北京市重要的国有资本运营平台，公司持有北京市竞争类优质国企的股权，截至2021年末，公司管理资产规模超过33,000亿元，在北京市国资委管理的资产中占比超过一半。我们认为，随着北京国管公司制改制的完成，未来公司的管理治理结构将会更趋市场化，但是最核心的股权结构、职能定位，以及决策机制均未发生实质性改变。我们预计，新的管理治理结构不会明显削弱公司与北京市政府之间的紧密度。

北京国管主体信用质量在1700家企业潜在主体信用质量分布中的相对位置



注：红色代表近1700家企业潜在主体信用质量的中位数，黄色代表北京国管所在位置。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

同业比较：（截至2021年末）

	北京国管	广东恒健	深圳投控	山东国惠
投资价值（亿元）	3,800-4,200	1,500-2,000	2,000-2,500	700-1,200
上市资产占比（%）	10-15	5-15	55-65	0-5
前三大资产占比（%）	35-45	65-75	40-50	40-50
债务对投资价值比率（%）	15-20	20-30	15-25	15-25

注：以上数据为标普信评调整后数据。资料来源：公司年报，标普信评调整。

声明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析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。

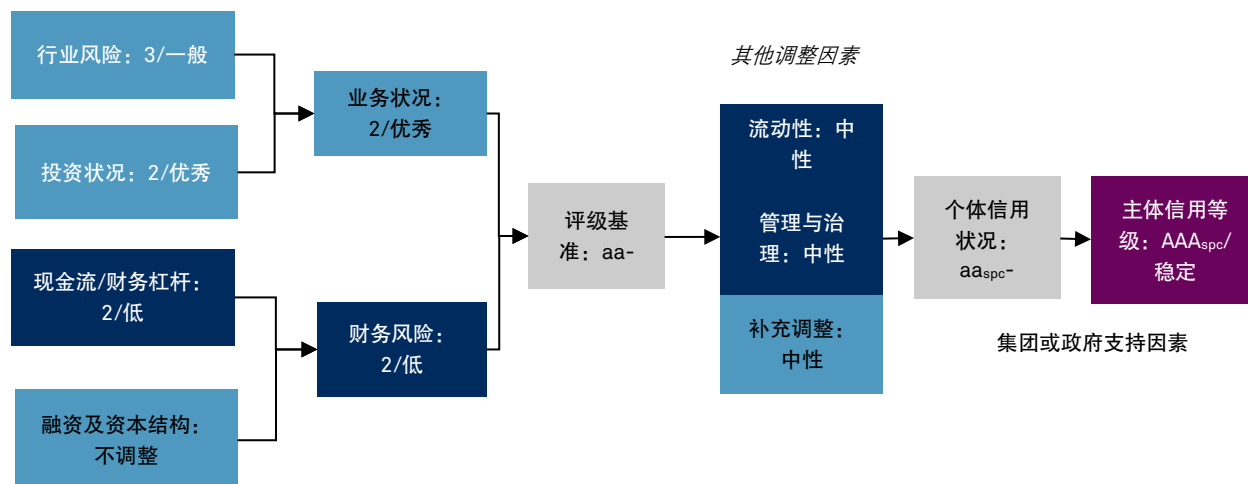
标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法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。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非是某种决策的结论和建议。

信用等级概况

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
北京国有资本运营管理有限公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2022年6月29日	稳定



主要优势与风险

优势	风险
作为北京市重要的国有资本运营平台，北京国管对北京市政府的重要性极高。	北京国管直接持有的上市资产占比不高，资产流动性一般。
北京国管财务政策审慎，本部债务对投资价值比率维持较低，再融资空间和再融资能力均保持很强。	
北京国管管理的资产具有良好的信用质量，多元化的行业和运营区域分布。	

评级展望

标普信评维持北京国管稳定的评级展望。我们认为，稳定的展望反映了北京国管对北京市政府极高的重要性及北京市政府对北京国管极强的支持能力将保持不变。我们认为，作为北京市最主要的国有资本运营平台，北京国管“贯彻落实北京市委市政府战略意图、促进国有资本的有序进退、实现国有资本保值增值”的职能不会发生转变。我们预计，北京国管的资产管理规模和主要资产构成将保持稳定，所持股资产的信用质量维持良好，行业及运营区域分布广泛。我们预计，北京国管将持续执行审慎的财务政策，尽管投资或将带动本部债务对投资价值比率小幅上升，但该指标对公司维持“低”的财务风险仍具备充足的空间。

下调情形：我们认为，北京国管主体信用等级出现下调的可能性很低，但若出现下列情形，标普信评仍有可能考虑下调北京国管的主体信用等级：

1) 北京国管的职能和定位有显著调整，导致其对北京市政府的重要性有所弱化，这可能表现为：1. 股权结构发生改变，北京市国资委不再直接控股北京国管；2. 管理和决策机制发生重大改变，导致北京市政府在北京国管的决策层任命、投资决策审批等方面的管控力减弱；3. 持有的资产被大量划出，导致北京国管国有股权管理职能被显著削弱。

2) 北京市政府对北京国管的支持能力出现明显弱化。

上调情形：不适用。

假设与预测

假设

- 2022年，北京国管本部对外投资约150-180亿元。2023年，投资规模维持相对平稳。
- 2022-2023年，北京国管本部每年资产退出、收到经调整股利和政府资金注入等现金流入约80-110亿元。
- 2022-2023年，北京国管本部每年收到的经调整股利和利息收入约40-50亿元；支付利息和营运费用支出约30-40亿元。

预测

表1

重点信用指标预测				
	2020A	2021A	2022E	2023F
债务对投资价值比率(%)	12.8	15.3	15.0-18.0	15.0-18.0
现金流充足性(倍)	1.3	1.3	1.0-2.0	1.0-2.0

注：A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。

表2

调整后财务数据(百万元)				
	2019	2020	2021	2022.1-3
长期股权投资	270,198	261,067	293,977	293,816
可供出售金融资产	84,522	103,288	-	-
债权投资	-	-	3,867	3,300
其他权益工具投资	-	-	93,214	95,214
其他非流动金融资产	-	-	4,161	4,133
持有至到期投资	1,000	3,000	-	-
交易性金融资产	-	-	1,138	1,138
其他金融资产	4,888	4,812	476	--
投资价值-账面价值	360,608	372,167	404,433	--
投资价值-市场价值	426,412	386,755	414,686	--
经调整总债务	45,434	49,570	63,396	--
经调整股利收入	4,162	2,979	3,164	--
营业收入	392	353	331	69
利息收入	499	548	655	129
营运支出	179	191	199	58
税费	195	465	423	2
利息支出	2,601	2,322	2,627	627

注：1、调整后财务数据基于2019-2021年审计年报以及未经审计的2022年第一季度财报，数据基于母公司报表口径；2、其他金融资产主要包括理财产品及一年内到期的委托贷款投资；3、部分季度数据无法获取，采用“--”表示。

相关评级方法、模型及研究

评级方法论：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2020年7月28日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019年5月21日。

相关研究：

- 评论：解读标普信用评级（中国）工商企业评级方法论，2020年7月28日。
- 评论：解读标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论，2020年6月29日。
- 评论：如何利用标普信用评级（中国）工商企业评级方法论评价投资控股公司信用质量，2021年3月1日。

历次评级信息

主体信用等级

等级类型	主体信用等级	展望	评定日期	分析师	相关评级报告
首次评级	AAA _{spc}	稳定	2021年3月1日	王璜、张任远、任映雪、王可欣	评级报告：北京国有资本经营管理中心，2021年3月1日
跟踪评级	AAA _{spc}	稳定	2021年6月29日	王璜、张任远、任映雪	评级报告：北京国有资本经营管理中心，2021年6月29日

评级方法和模型：详见报告“相关评级方法、模型及研究”披露内容。

债项信用等级

债项简称	信用等级	评定日期	分析师	相关评级报告
21京国资MTN001	AAA _{spc}	2021年3月5日	王璜、张任远、任映雪、王可欣	评定北京国有资本经营管理中心2021年第一期中期票据信用等级为AAA_{spc}
21国管01	AAA _{spc}	2021年4月22日	刘晓亮、陈歆倩	评定北京国有资本经营管理中心2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为AAA_{spc}
21国管02	AAA _{spc}	2021年7月20日	刘晓亮、陈歆倩	评定北京国有资本经营管理中心2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）信用等级为AAA_{spc}
21国管03	AAA _{spc}	2021年8月16日	刘晓亮、陈歆倩	评定北京国有资本运营管理有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）信用等级为AAA_{spc}
21国管04	AAA _{spc}	2021年8月18日	刘晓亮、陈歆倩	评定北京国有资本运营管理有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）信用等级为AAA_{spc}

21 京国资 MTN002	AAA _{spc}	2021 年 11 月 1 日	陈歙倩、张任远、任 映雪	评定北京国有资本运营管理有限公司 2021 年第二期中期票据信用等级为 AAA _{spc}
21 京国资 MTN003	AAA _{spc}	2021 年 11 月 19 日	陈歙倩、张任远、任 映雪、王可欣	评定北京国有资本运营管理有限公司 2021 年第三期中期票据信用等级为 AAA _{spc}
22 京国资 MTN001	AAA _{spc}	2022 年 3 月 15 日	任映雪、陈歙倩	评定北京国有资本运营管理有限公司 2022 年度第一期中期票据信用等级为 AAA _{spc}

评级方法和模型：详见报告“相关评级方法、模型及研究”披露内容。

跟踪评级原因

根据标普信评跟踪评级安排，我们会对北京国管的信用状况进行定期跟踪和持续监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济与行业环境

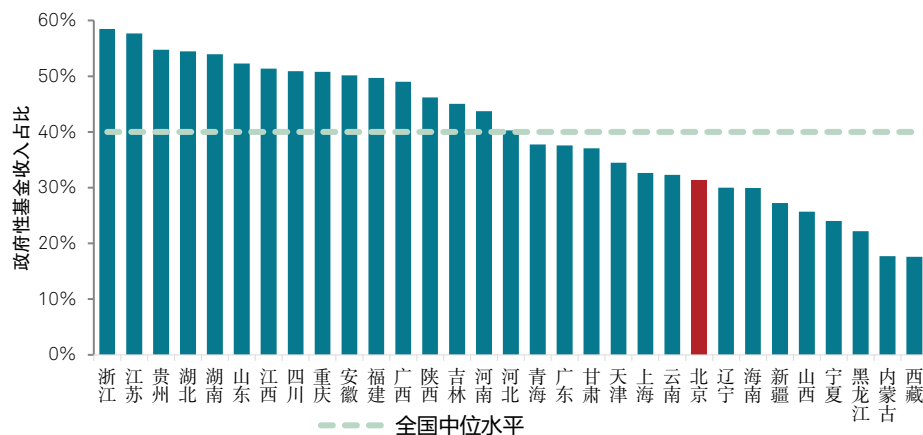
2021年，中国疫情得到持续有效控制，“双循环”经济增长结构不断改善，共同富裕和“双碳”等政策持续推进，全国经济呈现了较好的恢复性增长。进入2022年以来，国内部分地区疫情出现反复，经济活动受到影响，整体经济增速放缓，服务业因此受到严重冲击，工业生产也受到影响，但不及服务业严重。与此同时，供应链的中断和动荡的市场环境凸显了企业的再融资风险。我们相信，中国的发展战略正在转变，新的政策法规以实现共同繁荣、实现高水平自立自强为目标。鉴于此，我们关注的重点也逐步从中国经济增长速度向去杠杆、减少不平等等方面转移。

我们认为，北京市经济实力极强，财政平衡能力极佳，债务率较低，潜在支持能力保持极强。北京市GDP总量和人均GDP稳定保持在全国领先水平。2021年，全市实现地区生产总值40,270亿元，比上年同比增长8.5%，经济总量在全国城市中排名第二；同年，全市人均GDP达到18.4万元，在全国省级单位中排名第一。北京市第三产业在GDP中占比超过80%，形成了以金融业、信息技术服务业、工业、科学研究和技术服务业为支柱的产业结构，高技术、高附加值产业占比高，产业结构均衡且潜在增长动能较强，为地区经济持续发展奠定坚实的基础。北京市具备雄厚的财政实力，一般公共预算收入中税收占比高，财政收入质量优秀，财政平衡情况在全国处于极佳水平。2021年，疫情防控形势好转带动北京市批发零售业和商务服务业快速修复，头部互联网企业和疫苗生产企业的快速发展也对税收增速贡献较大。得益于此，2021年北京市财政收入实现恢复性增长：全市一般公共预算收入完成5,932亿元，同比增长8.1%，超过年初计划的“增长3%”，税收收入占比达87.1%，在全国排名上升到第一位；一般公共预算平衡率较2020年的-23.6%修复至2021年的-15.7%。我们认为，北京市债务的显性化程度高，城投债务的规模和占比相对不高，整体债务负担较轻。虽然2021年专项债规模显著增加推动政府债务余额上升，但是北京市的债务率在全国仍处于较低水平。我们预计，地产市场低迷将导致地方政府土地出让收入承压，未来1-2年北京市政府性基金收入或出现下降，债务率呈上升趋势。但我们认为，北京市对土地出让收入的依赖程度相对不高，土地出让收入下滑对北京市的影响较为可控，北京市财政收入和债务率仍将展现出更强的韧性。

我们认为，北京市经济实力极强，财政平衡能力极佳，债务率较低，潜在支持能力保持极强。

图1

北京市财政对政府性基金收入依赖程度相对不高



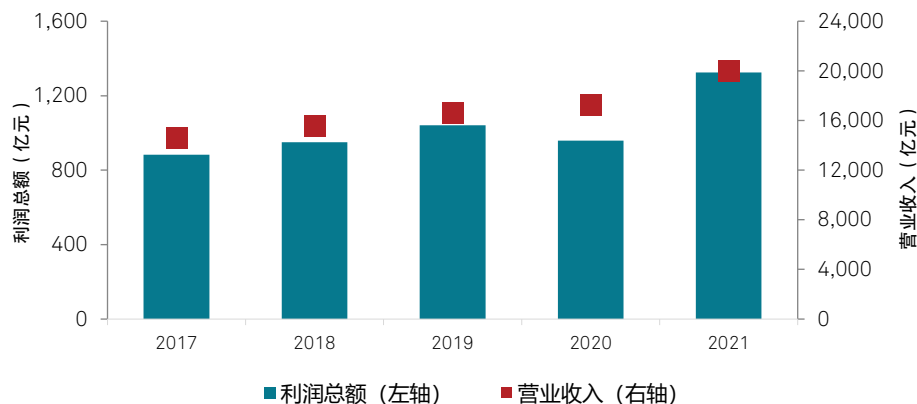
注：数据时间为2021年；政府性基金收入占比=政府性基金收入/(一般公共预算收入+政府性基金收入)
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，北京市管国企整体具有相对较强的规模优势和盈利能力。随着疫情防控进入新常态，北京市管国企的经营状况稳健修复，2021年市管国企的收入和盈利已超出疫情前水平。截至2021年12月末，北京市管企业资产总额6.5万亿元，同比增长5.0%。2021年1-12月，市管企业累计实现营业收入2.0万亿元，同比增长16.0%；利润总额1,324亿元，同比增长38.1%，上缴税费1,477亿元，同比增长9.7%。

我们认为，北京市管国企整体具有较强的规模优势和盈利能力。2021年市管国企的收入和盈利已超出疫情前水平。

图2

北京市管国企收入和利润修复情况良好



资料来源：北京市国资委，标普信评整理。
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，国有资本投资运营公司在支持新经济动能方面的投资仍将保持上升，主要聚焦在半导体、新能源、医药和环保等先导产业。随着各地国有资本投资运营公司进一步发挥职能作用，该类公司的债务融资将保持活跃，债务规模和杠杆水平仍将呈现上升趋势。与此同时，由于该类公司在促进国有资产优化配置和扶植战略产业发展等方面仍发挥着较为重要的作用，我们预计潜在政府支持力度将保持稳定。

一、评级基准

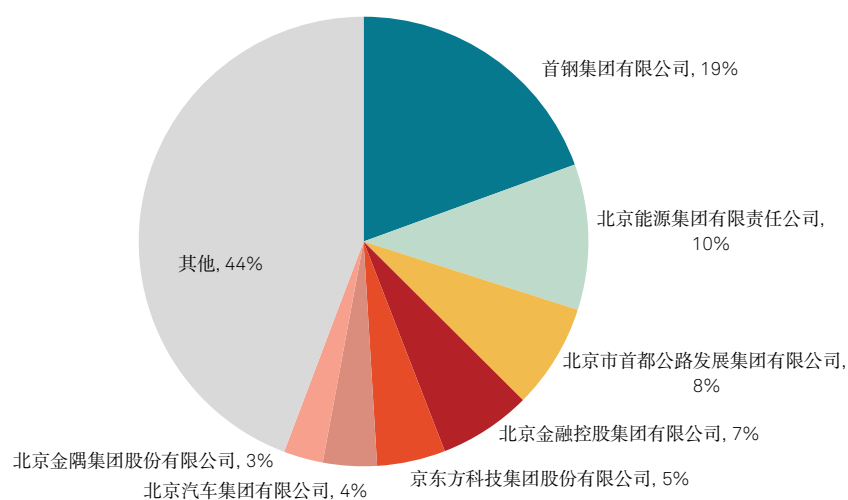
公司概况

北京国有资本运营管理有限公司（以下简称“北京国管”或“公司”）成立于2008年，2021年7月由全民所有制企业改制为国有独资公司，企业名称由“北京国有资本经营管理中心”变更为“北京国有资本运营管理有限公司”。北京国管由北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）全资直接持有。公司以国有资本投资与运营为主业，旨在贯彻落实北京市委市政府战略意图，促进国有资本有序进退，实现国有资本保值增值。

作为北京市重要的国有资本运营平台，北京国管持有北京市竞争类优质国企的股权，截至2021年末，公司管理资产规模超过33,000亿元，在北京市国资委管理的资产中占比超过一半。2021年全年，北京国管合并口径营业收入在北京市国资委管理的企业中占比70%，利润总额占比72%。除持有北京市国企股权外，北京国管也通过股权和基金投资进行资产布局。公司管理的主要资产情况详见附录1。

图3

北京国管投资价值分布（截至2021年末）



注：“其他”主要包括北京市政府引导基金、其他产业投资基金、其他企业股权价值等。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

业务状况

标普信评认为，北京国管仍将保持“优秀”的业务状况，主要反映公司所持资产信用质量良好，资产的行业及运营区域分布广泛。我们认为，北京国管在市场化的股权和产业基金投资方面具备严格的投资纪律和良好的风险防控水平。我们预计，公司直接持有的上市公司资产占比仍将维持较低，资产流动性一般，且主要资产占比较为集中。但我们认为，公司的投资组合构成很大程度上反映了北京市政府的国有资产布局安排，资产流动性和集中度对业务状况的影响相对中性。

我们认为，北京国管所管理资产的潜在信用质量依然保持良好。我们认为，投资控股公司所持资产的信用质量越好，其投资的安全性也就越强，进而对业务状况产生积极的影响。我们认为，跟踪期内北京国管所持主要资产的信用质量保持优于全国平均水平。公司持有北京市绝大部分竞争类优质国有企业的股权，主要持股企业在所属行业内具备较强的竞争实力，这些企业的信用质量也持续受益于北京市政府极强的潜在支持能力。举例而言，我们认为，首钢集团有限公司在粗钢产量方面位居全国前列，产品种类丰富，铁矿资源自给率在行业中处于较好水平，其潜在信用质量很强。北京能源集团有限责任公司具备较强的电力装机规模优势，机组质量先进，公司也是北京市最大的集中供热企业，其发电供热业务对于保障首都能源供应和服务民生具有重要作用，其潜在信用质量很强。北京市首都公路发展集团有限公司是北京市最主要的收费公路运营主体，该公司所拥有路产的车流量和单公里通行费收入在全国范围内位居前列，对于促进首都经济发展、保障居民出行发挥着重要的作用，其潜在信用质量极强。

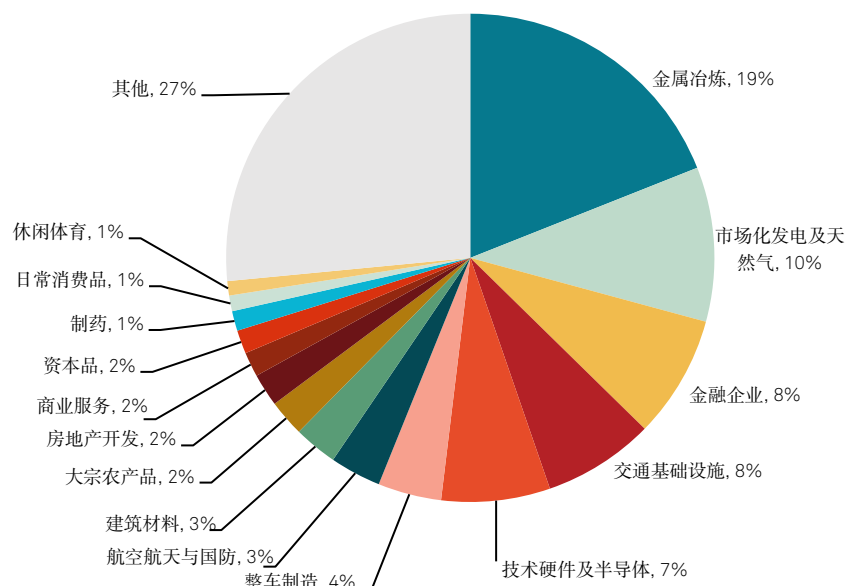
我们认为，北京国管所管理的资产依然保持广泛的行业和运营区域分布，这使公司能够有效避免单一行业或区域波动对投资组合的显著影响，有利于投资组合在周期波动中维持相对稳健的信用质量和分红收入。北京国管所管理的资产覆盖 10 个以上的行业，包括金属冶炼、市场化发电及天然气、交通基础设施、整车制造、建筑材料、大宗农产品、房地产开发、技术硬件及半导体等。所覆盖行业有以金属冶炼和建筑材料为代表的上游强周期行业，以技术硬件及半导体、整车制造为代表的中游制造业，也有现金流相对稳定的电力和交通基础设施等弱周期行业。公司资产组合中相当一部分企业已经由北京市区域性国企发展成为跨区域经营、品牌影响力享誉全国的大型企业。例如，首钢集团有限公司和金隅集团股份有限公司分别在粗钢和水泥产量方面居于全国前列，产品销售覆盖多个区域市场；北京汽车集团有限公司旗下的北京奔驰在全国豪华车品牌市场的占有率居前三位；京东方科技集团股份有限公司的智能手机液晶显示屏、平板电脑显示屏、笔记本电脑显示屏、显示器显示屏和电视显示屏等主流产品销量市占率居全球第一，生产基地遍布全国多地，成为拉动当地面板产业发展的重要力量。

我们认为，北京国管持有主要资产的综合信用质量优于全国平均水平。

我们认为，北京国管持有的资产具有多元化的行业分布和广泛的运营区域，有利于投资组合在周期波动中保持稳健的信用质量和分红收入。

图4

北京国管所持资产的行业分布广泛（截至2021年末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。

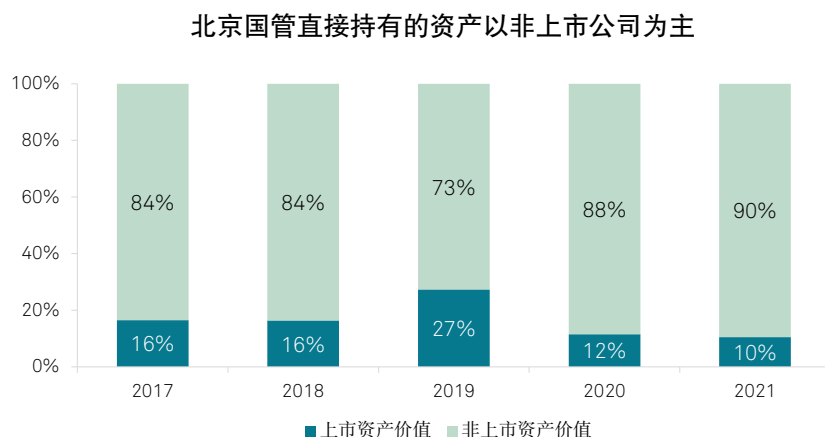
版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们预计，北京国管将持续开展股权及基金投资，这是公司承担国有资本运营职能的体现。公司对于市场化运作的股权和产业基金投资具备严格的投资纪律和良好的风险防控水平。但我们预计，未来 1-2 年公司持有的资产价值仍将以划入的市属国有企业股权占绝对主导，股权和基金投资所形成的资产价值占比将保持较低。截至 2021 年末，北京国管本部对各类市场化基金的投资价值在整体投资组合中占比小于 10%。在投资决策方面，北京国管内部制定了严格的投资管理流程，公司的重大投融资决策需获得北京市政府的批准。公司市场化投资的方向紧密围绕国有资本运营的职能定位，根据北京市政府的战略意图，通过产业基金出资或股权运作的方式支持北京市属国有企业推进产业整合、深化国企改革、扶植战略性新兴产业发展。上述投资的形式是多样化的，例如，参与市属上市国企增发募资，支持企业完成重组整合等资本运作；以股权投资形式出资参与北京市重点项目建设；作为出资人参与北京市与央企的战略合作项目；持续出资各类北京市产业及国企改革基金等。

我们预计，北京国管直接持有的资产仍将以非上市公司股权为主，资产流动性一般，且主要资产占比较为集中。但我们认为，公司投资组合的结构很大程度上反映了北京市政府的国有资产布局安排，主要资产的划出或处置也是由北京市政府最终决策，资产流动性和集中度对业务状况的影响相对中性。我们认为，在行业内国有资本运营平台资产结构区分度不大的情况下，北京国管所持资产良好的信用质量、多元化的行业和运营区域分布能够有效弥补资产流动性和集中度的不足，业务状况在整个行业内处于“优秀”。截至 2021 年末，北京国管直接持有的上市股权价值占比维持在 15%以内；公司持有的前三大资产——首钢集团有限公司、北京能源集团有限责任公司、北京市首都公路发展集团有限公司，合计价值占比维持在 40%左右。我们认为，北京国管所持资产的结构与行业内大多数国有资本运营平台相似，投资组合的资产流动性和集中度状况也与行业发展阶段基本一致。

我们认为，北京国管开展股权及基金投资是公司承担国有资本运营职能的体现。北京国管在市场化股权和基金投资方面具备严格的投资纪律和良好的风险防控水平。

图5



资料来源：公司提供，标普信评整理。
 版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

财务风险

标普信评认为，北京国管的财务风险“低”。我们预计，公司本部的债务对投资价值比率将维持较低，现金流充足性指标保持良好，债务融资结构稳健，再融资空间和再融资能力均保持很强。我们预计，随着基金和股权投资的持续推进，公司本部的债务对投资价值比率仍将小幅上升。但我们认为，公司财务政策审慎，投资风格稳健，每年因投资而新增的债务较整体投资组合的规模而言较为可控，本部的债务对投资价值比率对于维持“低”的财务风险打分具有充足的空间。

我们预计，北京国管整体的资产组合将维持稳定，未来 1-2 年没有显著的资产划入或划出。公司本部每年新增的债务主要用于满足股权及基金投资需求，而这些投资相应也会带来投资组合价值的提升。在无重大资产划入或划出，且投资模式保持稳定的情况下，我们预计公司本部的带息债务和投资组合价值会保持同步上升，与之相应，债务对投资价值比率也呈小幅上升趋势。

根据过往的投融资模式，我们预计本部对外投资中大致约 50%-60%由新增债务融资满足，其余资金来源包括退出投资变现、收到投资企业现金分红、收到政府资金注入等。近两年来，尽管公司每年自有资金投资规模保持在 100-200 亿元，投资力度有所上升，但这部分投资所形成的资产在公司超过 4,000 亿元的投资组合中占比仍处于较低，随之新增的债务规模也较为可控。鉴于公司的投资组合价值雄厚且投资风格稳健，我们预计公司本部的债务对投资价值比率大幅波动的可能性较低。我们预计，2022 年北京国管本部以股权和基金为主的对外投资规模约 150-180 亿元，2023 年对外投资规模维持平稳。本部债务对投资价值比率将由 2021 年末的 15.3%，小幅上升至 15%-18%。

我们预计，北京国管本部收到的经调整现金股利和利息收入能够持续覆盖利息和日常营运支出，现金流充足性保持良好。2022-2023 年，预计公司本部每年收到经调整股利和利息收入约 40-50 亿元；支付利息和营运费用约 30-40 亿元。

我们预计，北京国管整体的资产组合将维持稳定，未来 1-2 年没有显著的资产划入或者划出。

我们认为，北京国管具备良好的债务融资结构、多元化的融资渠道、低廉的融资成本，公司的再融资能力保持很强。我们认为，北京国管良好的债务期限安排是审慎财务政策的一种体现。公司每年根据新增投资需求及债务到期情况安排融资计划，兼顾融资成本与期限匹配的考量。由于股权及产业基金的投资期限普遍较长，公司在负债端主要匹配中长期债务融资，债务期限的安排符合期限匹配的原则。截至2021年末，公司本部带息债务加权剩余期限超过3年，一年以上的长期债务占比达到70%以上。

我们认为，北京国管对所持股企业的融资支持遵循市场化原则，延续了公司审慎的财务政策。公司对于向下属企业发放的委托贷款设定还款机制，通过要求担保物等形式建立风险防控和风险隔离，公司本部未对北京市国资委划入的下属企业进行担保。我们预计，公司本部对所管理企业的委托贷款占比将维持较低，并不会明显增加本部的债务负担。

我们认为，北京国管具备良好的债务融资结构、多元化的融资渠道、低廉的融资成本，公司的再融资能力保持很强。

表3

重点信用指标预测				
	2020A	2021A	2022E	2023F
债务对投资价值比率（%）	12.8	15.3	15.0-18.0	15.0-18.0
现金流充足性（倍）	1.3	1.3	1.0-2.0	1.0-2.0

注：A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。

表4

调整后财务数据（百万元）				
	2019	2020	2021	2022.1-3
长期股权投资	270,198	261,067	293,977	293,816
可供出售金融资产	84,522	103,288	-	-
债权投资	-	-	3,867	3,300
其他权益工具投资	-	-	93,214	95,214
其他非流动金融资产	-	-	4,161	4,133
持有至到期投资	1,000	3,000	-	-
交易性金融资产	-	-	1,138	1,138
其他金融资产	4,888	4,812	476	--
投资价值-账面价值	360,608	372,167	404,433	--
投资价值-市场价值	426,412	386,755	414,686	--
经调整总债务	45,434	49,570	63,396	--
经调整股利收入	4,162	2,979	3,164	--
营业收入	392	353	331	69
利息收入	499	548	655	129
营运支出	179	191	199	58
税费	195	465	423	2
利息支出	2,601	2,322	2,627	627

注：1、调整后财务数据基于2019-2021年审计年报以及未经审计的2022年第一季度财报，数据基于母公司报表口径；2、其他金融资产主要包括理财产品及一年内到期的委托贷款投资；3、部分季度数据无法获取，采用“-”表示。

同业比较

我们选取了广东恒健投资控股有限公司（简称“广东恒健”）、深圳市投资控股有限公司（简称“深圳投控”）、山东国惠投资控股集团有限公司（简称“山东国惠”）作为北京国管的可比公司。上述三家公司均为省或市国资委100%控股的国有资本运营公司，所承担的职能相近，他们在业务和财务方面均与北京国管具有可比性。

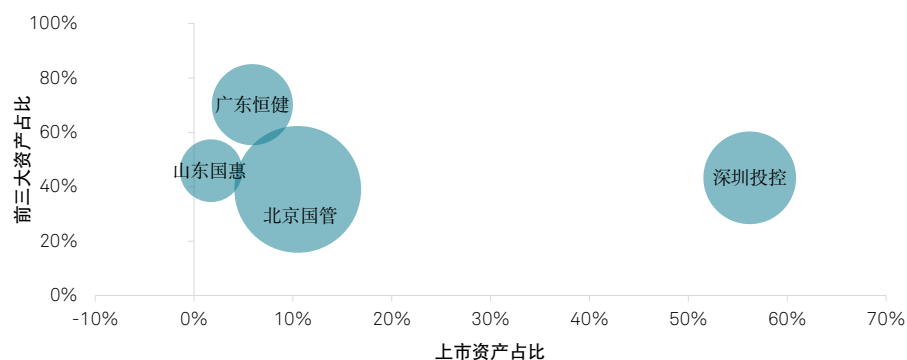
我们认为，北京国管所持资产的整体信用质量与广东恒健和深圳投控相近，处于同业较强水平。这主要得益于他们持有区域内优质国企股份，这些企业的业务状况较好且竞争力较强。同时，北京、广东、深圳的综合实力极强，对区域内国企的潜在支持能力极高。我们认为，所持资产拥有较强的信用质量有利于资产价值的保持，对投资控股公司的业务和财务状况产生正面的影响。同时，持有地区核心优质资产也一定程度上反映了投资控股公司的职能对所在地区政府的重要性。

我们认为，与同业相比，北京国管投资资产价值较大、资产行业分散度较好。而行业和地域分布越广泛，企业分散风险的能力就越强。截至2021年末，北京国管的投资资产价值超过4,000亿元，在可比公司中处于领先地位。多样性方面，虽然北京国管与可比公司的行业分布均超过3个，但是在经营区域的广泛度上存在一定的差异。北京国管、广东恒健和深圳投控均持有了一批实力强劲、经营区域广泛的企业，经营区域更加全国化，有助于分散风险，提升业务稳定性。

我们认为，北京国管在资产集中度和流动性上与可比公司没有显著差异。我们认为，国有资本运营平台的大部分资产并非市场化取得，其集中度和流动性与地方政府对企业的定位和国有资产管理风格相关。大部分可比公司的资产集中度均较高，流动性较弱。可比公司中，除了深圳投控所持有资产的流动性较强，上市公司资产价值占比超过50%之外，其他公司均在30%以下。

图6

北京国管资产规模优于同业，资产集中度与同业相仿，资产流动性处在中间水平



注：数据截至2021年末。气泡大小代表投资价值。

资料来源：企业披露，标普信评整理

版权©2022标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，北京国管的财务风险在同业中处于较低水平。北京国管的债务对投资价值比率在可比公司中最低，这反映了公司较为审慎的投资和融资策略，同时也表示其再融资能力较强、再融资空间较大。我们认为，不同于产业类企业，投资控股公司的主

要偿债现金流来自于再融资，因此债务对投资价值比率越低，此类企业的再融资能力就越强且再融资空间越大，其财务风险也就越低。

表5

同业比较表（截至2021年末）				
	北京国管	广东恒健	深圳投控	山东国惠
主要职能	落实北京市战略意图、促进国有资本有序进退、实现国有资本保值增值的平台	广东省国有资本运营公司和产融结合平台	深圳科技金控平台和科技创新、产业培育平台	山东省级国有资本运营平台和新旧动能转换重大工程省级服务平台
行业分布是否多于3个	是	是	是	是
主要行业	金属冶炼、电力、交通基础设施、技术硬件及半导体等	受监管的公用事业、电力、周期性运输、交通基础设施等	金融、交通基础设施、房地产开发等	采掘业、交通基础设施、金融等
主要资产	首钢集团、京能集团、首都公路	南方电网、广东能源集团、南方航空集团	中国平安、国信证券、国泰君安、深圳国际	山东能源集团、山东高速集团、山东省盐业集团
投资价值（亿元）	3,800-4,200	1,500-2,000	2,000-2,500	700-1,200
上市资产占比（%）	10-15	5-15	55-65	0-5
前3大资产占比（%）	35-45	65-75	40-50	40-50
债务对投资价值比率（%）	15-20	20-30	15-25	15-25

注：以上数据为标普信评调整后数据。

资料来源：公司年报，标普信评调整。

二、个体信用状况

我们认为，aa_{spc}-的个体信用状况反映了北京国管优秀的业务状况和低的财务风险。

流动性状况

我们认为，北京国管的流动性适中，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖倍数超过1.2倍。

北京国管本部层面主要的流动性来源是债务再融资、经调整现金股利和利息收入。我们预计，未来12个月公司本部经调整现金股利和利息收入约在40-50亿元；公司将偿还到期债务约170-190亿元，利息和营运支出合计约30-40亿元。

我们认为，北京国管在债券市场具备很强的再融资能力，再融资成本低廉。除债券渠道以外，公司与银行为主的金融机构保持长期良好的合作关系，被银行机构授予较高的授信额度。截至2021年末，公司本部在各银行授信额度为3,100亿元，其中未使用授信2,923亿元。

表6

流动性来源	流动性用途
现金及现金等价物 155 亿元	债务到期 170-190 亿元
经调整现金股利和利息收入 40-50 亿元	利息和营运支出 30-40 亿元
本部未使用银行授信 2,923 亿元	

注：基于北京国管本部经调整财务数据，截至 2021 年末。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

表7

债务到期分布	
到期年份	单位：亿元
2022	177
2023	166
2024	138
2025	90
2026 及以后	170
合计	741

注：基于北京国管本部经调整财务数据，截至 2021 年末。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

过往债务履约情况

根据北京国管提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 5 月 26 日，北京国管所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，北京国管在公开市场无信用违约记录。

三、主体信用等级

标普信评认为，北京市经济实力极强，财政平衡能力极佳，债务率较低，政府的潜在支持能力保持极强。

标普信评认为，北京国管对于北京市政府具有“极高”的重要性。主要体现在：

- 北京国管由北京市国资委全资直接持有，北京市国资委对公司实施全面的控制。我们认为，公司在股权结构和管理机制方面与北京市政府具有极强的紧密度。公司的最高决策层由北京市政府任命，本部的经营状况持续受到北京市国资委的监督考核，重大投融资决策须经由北京市政府批准。
- 我们认为，北京国管承担的国有资本运营职能对于北京市政府具有极高的重要性。公司是北京市重要的国有资本运营平台，持有北京市绝大部分优质竞争类国企的股权，所管理的资产规模超过 3.3 万亿元，在北京市直管国企中资产占比超过一半。除国有资产持股以外，公司持续通过基金和股权投资等市场化资本运作推动北京市属国有企业改革、优化国有资本布局、扶植战略性新兴产业发展。

我们认为，北京国管对于北京市政府具有极高的重要性。北京国管与北京市政府具有极强的紧密度，并承担着重重要的战略职能。

- 北京国管自成立以来持续收到来自政府的资产划拨和资本注入，反映了政府对其稳定有力的支持。
- 我们认为，北京国管的公司制改革不会影响我们对公司重要性的判断。2021年，北京国管由全民所有制企业改制为国有独资公司。我们预计，改制完成后，北京国管将逐步形成以董事会为最高决策机构的管理治理架构，最高决策层成员仍由北京市政府任命。我们认为，北京国管的管理治理结构将会更趋市场化，也支撑公司通过市场化的形式充分发挥国有资本运营职能，但是公司最核心的股权结构、职能定位以及决策机制均未发生实质性改变。我们预计，新的管理治理结构不会明显削弱公司与北京市政府之间的紧密度。

我们关注到，2022年5月18日及6月20日，北京国管相继发布了董事长、董事、总经理发生变动的公告，相关人事调整均依据北京市政府的任职通知。我们认为，上述人事调整不影响北京国管的信用质量，因为公司的股权结构和职能定位均未发生重大改变。

分项评估

主体信用等级：AAA_{spc}/稳定

业务状况：2/优秀

行业风险：3/一般

投资状况：2/优秀

财务风险：2/低

评级基准：aa-

调整项

流动性：适中（无影响）

管理与治理：中性（无影响）

补充调整：中性（无影响）

个体信用状况：aa_{spc}-

外部影响：+3

附录

附录1：北京国管持有的主要资产明细（截至2021年末）

资产名称	北京国管持股比例	是否上市
首钢集团有限公司	100.00%	否
北京电子控股有限责任公司	100.00%	否
北京京城机电控股有限责任公司	100.00%	否
北京能源集团有限责任公司	100.00%	否
北京市首都公路发展集团有限公司	100.00%	否
北京一轻控股有限责任公司	100.00%	否
北京首都开发控股（集团）有限公司	100.00%	否
北京汽车集团有限公司	100.00%	否
中国北京同仁堂（集团）有限责任公司	100.00%	否
北京市郊区旅游实业开发公司	100.00%	否
北京城乡商业（集团）股份有限公司	34.23%	是
北京祥龙资产经营有限责任公司	100.00%	否
北京北辰实业集团有限责任公司	100.00%	否
北京金隅资产经营管理有限责任公司	100.00%	否
北京金隅集团股份有限公司	44.93%	是
北京首农食品集团有限公司	100.00%	否
中国航空发动机集团有限公司	20.00%	否
北京首寰文化旅游投资有限公司	30.00%	否
华润医药集团有限公司	17.42%	是
北京汽车股份有限公司	3.42%	是
北汽福田汽车股份有限公司	4.51%	是
北京京能清洁能源电力股份有限公司	2.72%	是
海南京粮控股股份有限公司	6.67%	是
京东方科技集团股份有限公司	10.57%	是
北京金融控股集团有限公司	100.00%	否
北京京国瑞国企改革发展基金（有限合伙）	77.59%	否
北京农村商业银行股份有限公司	7.75%	否
北京外企人力资源服务有限公司	86.00%	否

注：北京国管通过全资子公司“北京国管中心投资控股有限公司”持有上市公司“华润医药集团有限公司”17.42%的股权。

附录2：主要财务数据及指标

评级对象主要财务数据及指标（合并报表，单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022.1-3
货币现金和交易性金融资产	366,235	422,753	452,573	473,129
长期股权投资	195,371	224,679	243,846	253,662
固定资产	719,058	863,437	883,676	868,947
资产总计	2,951,877	3,234,056	3,337,305	3,379,784
短期借款	227,434	245,637	198,355	196,911
应付票据及应付账款	227,635	244,773	261,331	261,617
一年内到期的非流动负债	167,663	195,418	208,834	168,940
长期借款	447,944	500,280	508,901	554,368
应付债券	269,939	277,261	269,333	281,629
所有者权益合计	969,476	1,074,509	1,181,499	1,225,933
营业总收入	1,070,031	1,158,607	1,406,808	315,615
营业成本	862,859	958,504	1,150,540	262,389
销售费用	43,546	39,112	40,742	9,464
管理费用	53,000	51,419	56,415	12,832
财务费用	33,345	33,516	34,103	7,660
投资收益	23,587	22,505	36,589	4,163
利润总额	65,542	66,032	95,438	15,306
净利润	43,859	42,315	65,368	9,723
经营活动现金流入小计	1,300,635	1,358,214	1,639,906	432,227
经营活动现金流出小计	1,211,770	1,235,922	1,451,060	412,593
经营活动产生的现金流量净额	88,865	122,292	188,845	19,634
投资活动现金流入小计	157,574	139,729	130,621	26,912
投资活动现金流出小计	305,692	277,425	249,567	59,298
投资活动产生的现金流量净额	-148,119	-137,697	-118,946	-32,386
筹资活动现金流入小计	753,622	847,983	787,332	214,190
筹资活动现金流出小计	704,503	786,823	831,664	201,635
筹资活动产生的现金流量净额	49,119	61,160	-44,332	12,554

评级对象主要财务数据及指标（母公司报表，单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022.1-3
货币现金和交易性金融资产	7,957	21,492	16,681	26,379
可供出售金融资产	84,522	-	-	-
持有至到期投资	1,000	-	-	-
债权投资	-	3,000	3,867	3,300
其他权益工具投资	-	82,666	93,214	95,214
其他非流动金融资产	-	3,508	4,161	4,133
长期股权投资	270,198	286,280	293,977	293,816
固定资产	395	388	497	494
资产总计	372,382	401,023	416,028	428,769
短期借款	1,000	-	-	-
应付票据及应付账款	-	2	2	2

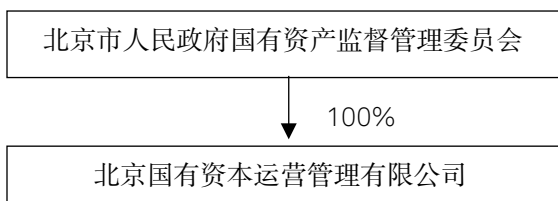
一年内到期的非流动负债	3,476	12,854	6,973	7,113
长期借款	1,150	7,650	7,550	14,550
应付债券	43,767	38,787	48,765	50,758
所有者权益合计	306,761	322,814	330,538	333,501
营业总收入	392	353	331	69
营业成本	67	67	66	16
销售费用	-	-	-	-
管理费用	112	124	131	41
财务费用	2,181	1,858	2,041	516
投资收益	13,702	8,120	8,491	1,469
利润总额	11,189	6,453	6,448	963
净利润	11,054	6,055	6,086	963
经营活动现金流入小计	5,601	2,158	3,127	608
经营活动现金流出小计	4,080	1,777	2,613	376
经营活动产生的现金流量净额	1,521	381	514	232
投资活动现金流入小计	40,507	21,721	16,390	1,099
投资活动现金流出小计	25,091	19,505	15,390	2,600
投资活动产生的现金流量净额	15,416	2,215	1,000	-1,500
筹资活动现金流入小计	19,767	32,628	47,374	12,500
筹资活动现金流出小计	44,626	26,449	50,486	1,593
筹资活动产生的现金流量净额	-24,858	6,179	-3,111	10,907

调整后财务数据及指标（单位：百万元）

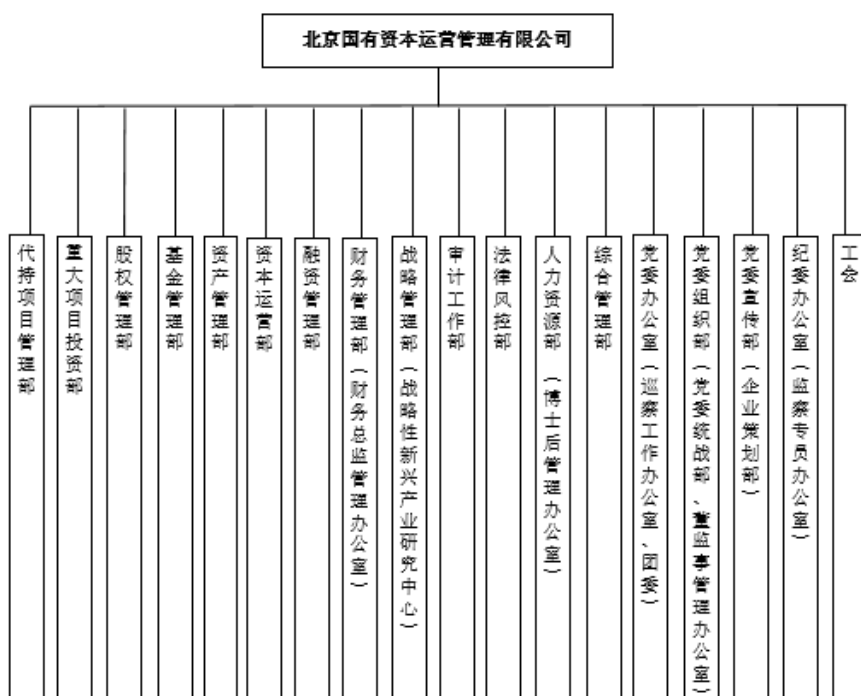
	2019	2020	2021	2022.1-3
长期股权投资	270,198	261,067	293,977	293,816
可供出售金融资产	84,522	103,288	-	-
债权投资	-	-	3,867	3,300
其他权益工具投资	-	-	93,214	95,214
其他非流动金融资产	-	-	4,161	4,133
持有至到期投资	1,000	3,000	-	-
交易性金融资产	-	-	1,138	1,138
其他金融资产	4,888	4,812	476	--
投资价值-账面价值	360,608	372,167	404,433	--
投资价值-市场价值	426,412	386,755	414,686	--
经调整总债务	45,434	49,570	63,396	--
经调整股利收入	4,162	2,979	3,164	--
营业收入	392	353	331	69
利息收入	499	548	655	129
营运支出	179	191	199	58
税费	195	465	423	2
利息支出	2,601	2,322	2,627	627

注：1、上表中财务数据基于北京国管披露的致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年审计报告以及未经审计的2022年第一季度财报；2019-2020年数据使用重述值；2、调整后财务数据基于母公司报表口径；3、其他金融资产主要包括理财产品及一年内到期的委托贷款投资；4、部分季度数据无法获取，采用“-”表示。

附录3： 评级对象股权结构图（截至2021年末）



附录4： 评级对象组织结构图（截至2021年末）



附录5： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式

$$\text{债务对投资价值比率} = \text{经调整总债务} / \text{投资价值}$$

$$\text{投资价值} = \text{长期股权投资} + \text{其它权益工具投资} + \text{债权投资} + \text{其他非流动金融资产} + \text{其他}$$

$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债（有息部分）} + \text{应付利息} + \text{其他短期有息债务}$$

$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{应付融资租赁款} + \text{预计负债中的对外担保及诉讼} + \text{其他长期有息债务}$$

$$\text{经调整总债务} = \text{短期债务} + \text{长期债务} + \text{经营性租赁债务调整} - \text{超额现金} + \text{资产弃置费用债务调整} + \text{优先股/永续债} + \text{对外担保和诉讼} + \text{其他调整（如：保函、信用证等）}$$

$$\text{现金流充足性} = \text{可控现金流入} / \text{刚性现金支出}$$

可控现金流入=收到的现金股利+管理费收入+现金利息收入+其他

刚性现金支出=现金性营运支出+税费+利息支出+其他

注：对于投资价值，非上市资产采用账面价值，上市资产采用市场价值。

附录6：信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除AAA_{spc}级，CCC_{spc}级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附录7：跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体和受评债项的信用状况进行定期跟踪和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体和受评债项信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

©版权所有 2022 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的伤害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方经销商。