

标普信评独特视角：投资控股公司较高的信用质量从何而来

2024 年 6 月 3 日

要点

- 标普信评 PCA 覆盖的 225 家投资控股公司中，PCA 评估结果为 aaa 的占两成以上。这些高信用质量主体的共同特征是：持有当地大部分竞争类优质企业的股权；主要持股企业在所属行业内大都具备较强的竞争实力，且信用质量较高；投资组合价值对债务具有较好的覆盖；公司对于当地政府具有唯一性或战略重要性。
- 标普信评投资控股公司的评估方法具有自身特点，主要关注投资状况、财务风险与外部支持。本文通过北京国管与某国资的信用分析过程对比，展示了不同信用质量的投资控股公司的信用差异来源。

分析师

庄秀权

北京

+86-10 6516 6050

Xiuquan.zhuang@spgchinaratings.cn

王雷

北京

+86-10 6516 6038

Lei.wang@spgchinaratings.cn

国有资本投资、运营平台作为国有企业改革的重要载体，在构建以管资本为主的国资监管体制，优化调整国有资本布局结构方面发挥了积极的作用。现阶段，中央及各地方政府积极推进国资体系整合，各类经营性国有资产逐步向改组或新设的国有资本投资、运营平台集聚，国有资本投资、运营平台在国企改革和国有资产监管中的地位日益凸显。在标普信评非公开信用分析（PCA）覆盖的 225 家投资控股公司中，国有控股平台占 95%，其中 PCA 评估结果为 aaa 的有 50 家，体现了该类企业相对较高的信用质量。本文通过对标普信评投资控股公司的定义，样本企业信用级别和区域分布、标普信评投资控股公司评估的独特视角以及案例对比分析的介绍，来揭示此类公司较高信用质量的来源。

行业定义：投资控股公司是以对外投资和资产股权为主要业务，旨在实现中长期资本回报的企业

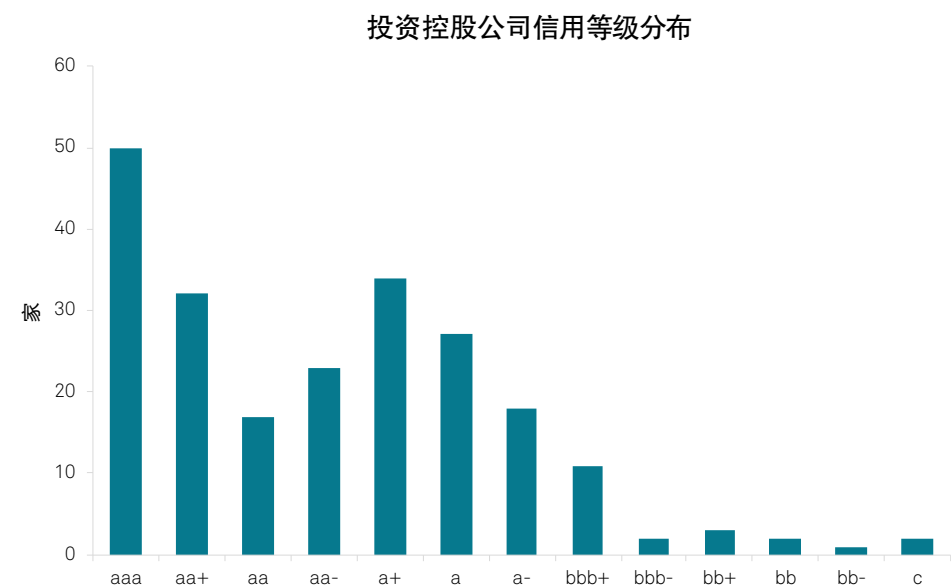
我们认为，投资控股公司是以对外投资和资产股权为主要业务，旨在实现中长期资本回报的企业，他们寻找合适的标的进行投资，然后在合适的时机将其出售并投资于新的标的。目前在中国资本市场上有两种主要的业态形式，一种是市场化的投资公司，另一类是各级政府下属的国有资本投资与运营平台。前者主要追求以市场化的手段获取资本回报，而后者除了追求资本回报以外，更重要的是承担着国有企业政企分离和完善公司治理结构、深化国有企业改革、实现国有资产保值增值和国有资本有序进退的重要职能。投资控股公司的投资标的可能是上市公司或非上市公司股权，以参股或者控股的形式体现。大部分被投资企业是独立于投资控股公司而运营的，他们有独立的管理层并在财务层面自主决策。如果一个企业对下属公司的业务、财务实现强力管控的占比较高，我们可能不会将其视为投资控股公司。

投资控股公司信用质量较高，主要因为拥有核心或优质资产

从样本企业级别分布来看，信用等级为aaa的企业数量最多，为50家，占样本总量的22%，其次为a+的企业，为34家，占样本总量的15%，整体来看，样本企业级别呈双峰分布。其中，我们发现74%的aaa级别企业投资状况处于良好及以上水平，76%的aaa企业财务风险处于可控及更低水平，77%的aaa级别企业重要性处于极高或高的档位。

我们认为，一般在某区域拥有核心或优质资产的投资控股公司，尤其是上市公司市值占投资组合价值比例较高的企业，其投资状况通常较好。同时，拥有核心或优质资产一般意味着投资组合价值处于较高水平，债务价值比例一般不会太高。同样，拥有核心或优质资产的投资控股公司在当地的重要性水平也不会很低。

图1

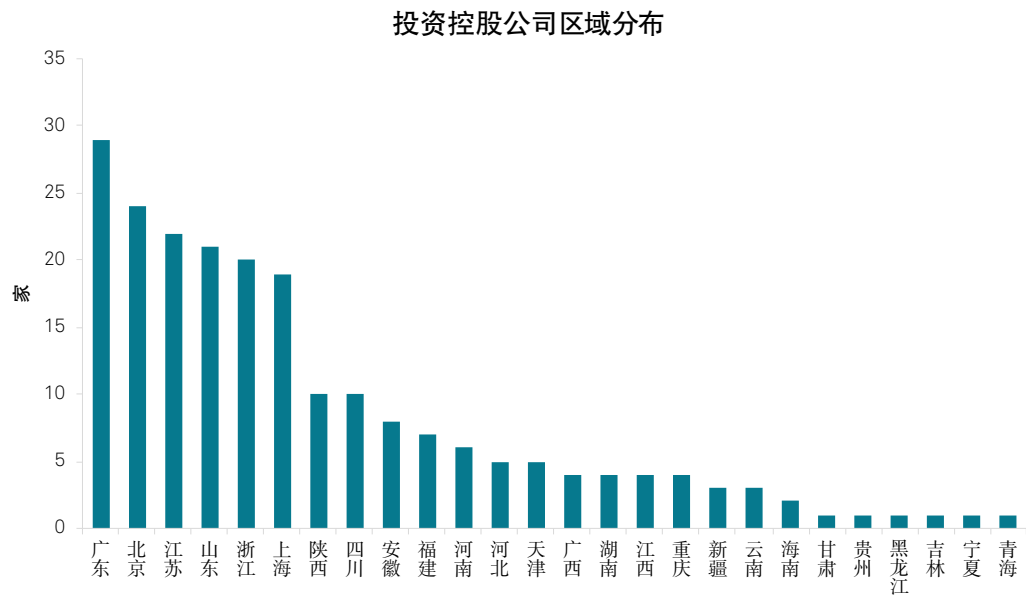


资料来源：Wind、标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

投资控股公司区域分布不均衡，与当地的经济发展水平相关

从样本公司区域分布来看，东部沿海发达省份和部分直辖市投资控股公司数量较多，广东、北京、江苏、山东、浙江和上海的投资控股公司数量为135家，占样本总数量的60%，其中广东数量最多，为29家，占比为13%。由于各省市区域经济发展水平、产业结构、金融资源不平衡，不同区域投资控股公司的发展情况差距较大。经济发达区域的投资控股公司拥有较多核心资产和金融资源，如广东恒健投资控股有限公司、北京国有资本运营管理有限公司、上海国际集团有限公司等，而其他地区因资源相对稀缺和有限，缺少具有竞争力的投资控股公司。我们认为，投资控股公司区域分布不均衡的主要原因与当地经济发达和开放程度、财政与金融的活力、地方政府的管理与治理能力及人才聚集能力等因素相关。

图2



注：截至2023年末，标普信评投资控股公司样本数量为225家。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

标普信评独特视角：投资状况与财务风险

标普信评投资控股公司的评估方法具有自身特点，主要体现为投资状况和财务风险分析中关注的要素不同。由于投资控股公司与一般产业类企业的经营与盈利模式不同，因此在分析投资控股公司的投资状况时，我们通常考虑以下四个要素：资产的流动性、资产的信用质量、资产的多样性、战略投资能力。投资控股公司资产的流动性主要是用于评估企业在必要时出售投资的难易程度，资产的信用质量主要是指其被投资企业的信用质量，资产的多样性主要评估企业投资资产的投资价值稳定性，战略投资能力主要衡量其他有助于投资成功的因素。

分析投资控股公司的财务风险时，我们重点考虑核心指标债务/投资价值比率（LTV）和补充指标现金流充足率，并且分析的视野主要集中在母公司及用于投融资的平台公司范围内，债务通常包括所有母公司和相关融资平台的债务。这主要是由于投资控股公司自身一般是没有实际经营活动，主要的资产和经营由子公司负责，母公司一般只负责投融资，其偿债来源主要是股权出售、子公司的分红、持有子公司股权质押融资、母公司自身融资等方式。考虑到作为母公司的投资控股公司的经营成果主要来自被投资企业，我们认为应结合母公司资产受限、资金拆借、有息负债、股权质押、子公司分红政策等情因素进行分析。

核心指标债务/投资价值比率是杠杆指标，分子经调整后的总债务为母公司债务，所投资公司的债务不纳入计算。计算投资组合价值时，非上市公司股权以账面价值为主，上市公司以当前市值乘以持股比例计算。一般而言，我们认为债务/投资价值比率越低，代表企业未来的再融资能力越强以及再融资空间越大，其财务风险也就越低。补充指标为现金流充足率，我们通过计算企业的可控现金流入对刚性现金支出的覆盖情况来反映该指标，并根据补充指标的表现对核心指标评分进行进一步调整。可控现金流入主要包括管理费收入、利息收入以及被投资企业分配的股利。刚性现金支出主要包括利息费用、企业运营成本、税收支出等，在某些情况下，我们可能也会考虑投资控股公司的股利分配政策，将企业对外支付的股利纳入刚性支出。

案例分析：北京国管与某国资主体信用质量差异对比

我们以北京国有资本运营管理有限公司（以下简称“北京国管”）与某市次要的投资控股公司（以下简称“某国资”）为例，对照介绍标普信评对不同信用水平投资控股公司的差异分析。

一、投资状况方面，北京国管为优秀，某国资为尚可，其差异主要体现在资产信用质量、流动性和多样性三个方面。

资产信用质量方面，北京国管所管理资产的潜在信用质量优于全国平均水平，而某国资所持资产的信用质量处于行业平均水平。北京国管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大都具备较强的竞争实力。举例而言，首钢集团有限公司在粗钢产量方面位居全国前列；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，也是北京市最大的集中供热企业；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。相比之下，某国资所持资产涵盖医药、食品、基础设施建设等领域企业，下属企业财务风险普遍较高，资产信用质量一般。与此同时，该公司对相对优秀资产的控制力偏弱，受某子公司混改完成后不再纳入公司合并范围影响，其医药产业收入规模快速下降。

资产流动性方面，北京国管直接持有的资产以非上市公司股权为主，资产流动性一般，该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。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。而某国资所持有的标的资产大部分为非上市企业，而且作为国有资产的管理平台，公司对于国有资产的处置并无自主权，公司流动性与行业普遍情况并无差异，处于行业平均水平。

资产多样性质方面，北京国管所管理的资产保持了广泛的行业和运营区域分布，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。与此同时，该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。而某国资所持有资产的多样性处于平均水平，其所持资产涉及行业包括食品、公用事业、少量建筑业和少量房地产业务。由于历史原因，某国资承担了某市区厂房清退后的土地管理职能。与此同时，该公司所持资产大量集中在某市内，区域集中度较高，降低了区域抗风险能力。

表 1
北京国管与某国资投资状况、财务风险和重要性对比

	北京国管	某国资
投资状况	公司所持资产的信用质量良好，资产的行业及运营区域分布广泛，资产流动性和集中度对业务状况的影响相对中性。	公司所持资产的信用质量和流动性均处于行业的平均水平，资产运营区域集中在某市，具有显著的地域集中度，降低其抗区域风险的能力。
财务风险	公司本部的债务对投资价值比率维持低水平，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。	公司债务对投资价值比率偏高、现金流充足性较低。公司资产主要为某市本地非上市企业，所持资产整体价值不高，但是其整体债务水平相对较高，资产对带息债务覆盖能力一般。
重要性	北京国管对于北京市政府的重要性为极高，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。	公司作为某市重要的国有资产运营管理主体之一，主要承担对某市重大产业进行投资和经营国有资产等职能。但某市内投资控股企业及城投企业众多，部分企业有一定的职能重合，公司所持资产对某市政府重要性在所有企业中处在相对一般水平。

二、财务风险方面，北京国管因债务对投资价值比率处于低水平，现金流充足性指标保持良好，财务风险低，而某国资因债务对投资价值比率偏高，现金流充足性较低，财务风险为很高。

北京国管本部的债务对投资价值比率为低水平，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。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小幅上升趋势，但是其财务政策审慎，投资风格稳健，每年因投资而新增的债务较投资组合的规模而言较为可控。总体看，北京国管的财务指标对于维持“低”的财务风险仍具有充足的空间。

某国资债务对投资价值比率偏高，现金流充足性较低。该公司资产主要为某市当地的非上市企业，所持资产整体价值不高，但是其整体债务水平相对较高，资产对带息债务覆盖能力一般。我们预计，该公司和下属投资控股平台仍保持一定的对外投资规模，债务水平或小幅上升。受制于有限的利息分红情况，该公司每年现金流入对利息和营运支出的覆盖能力较差，现金流充足性较低。

三、重要性方面，北京国管对于北京市政府的重要性为极高，而某国资对于某市政府的重要性为中等。

北京国管对于北京市政府的重要性为极高。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，以及其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，本部的经营状况持续受到北京市国资委的监督和考核。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，在北京市国资委管理的资产中占比超过一半。该公司还受托管理北京市政府投资引导基金等重大基金，并持续通过股权和基金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，改制后北京国管的管理治理机制向市场化方向平稳过渡，但其职能定位以及与北京市政府的紧密关系未发生改变，其职能定位对于北京市政府仍具有唯一性。

某国资对于某市政府政府的重要性中等。某国资由某集团公司 100%控股，但其实际控制人为某市国资委。该公司作为某市重要的国有资产运营管理主体之一，主要承担对某市重大产业进行投资和经营国有资产等职能。但某市内投资控股公司及城投企业众多，部分企业有一定的职能重合，因此该公司所持资产对某市政府重要性在所有企业中处在相对一般水平。

表 2
北京国管与某国资打分评价对比

	北京国管	某国资
实际控制人	北京市国资委	某市国资委
投资状况	优秀/2	尚可/4
财务风险	低/2	很高/6
调整项	无	流动性-1
重要性	极高	中等
信用等级	AAA _{spc}	bbb+（PCA 评估结果）

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 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、惩戒特殊或后续的损害、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，除非其注册为该类机构。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）的联属企业。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。