

# 信用等级公告

联合[2015]550号

---

**中静新华资产管理有限公司：**

联合信用评级有限公司通过对中静新华资产管理有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

**中静新华资产管理有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**中静新华资产管理有限公司拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司  
信评委主任：  李伟

二零一五年九月十八日

---

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>

## 中静新华资产管理有限公司

### 2016年不超过17亿元公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过17亿元

债券期限：4+2年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015年9月18日

#### 财务数据

项 目	2012年	2013年	2014年	2015年 6月
资产总额(亿元)	24.78	34.24	45.89	60.34
所有者权益(亿元)	19.98	31.12	32.78	46.08
长期债务(亿元)	0.00	0.00	4.20	0.00
全部债务(亿元)	4.80	2.02	10.14	10.79
营业收入(亿元)	0.51	0.35	0.31	0.37
净利润(亿元)	1.80	1.55	1.53	3.11
EBITDA(亿元)	2.34	1.82	2.13	--
经营性净现金流(亿元)	-4.84	-2.08	-1.96	0.66
营业利润率(%)	94.53	94.44	94.44	94.44
净资产收益率(%)	--	6.08	4.78	7.89
资产负债率(%)	19.37	9.11	28.57	23.63
全部债务资本化比率(%)	19.37	6.09	23.63	18.97
流动比率	0.53	2.94	2.18	2.24
EBITDA 全部债务比	0.49	0.90	0.21	0.29
EBITDA 利息倍数(倍)	4.38	6.79	3.53	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.11	0.11	0.13	--

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、2015年6月份报表未经审计，指标未年化。

#### 分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话：010-85172818

邮箱：liuxl@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

#### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中静新华资产管理有限公司（以下简称“公司”或“中静新华”）的评级反映了其作为一家规模较大的专业股权投资企业，投资组合规模较大、投资流程科学规范、整体风险控制得当，整体投资能力较强。同时，联合评级也关注到公司投资组合相对集中、流动性和变现能力受限等风险因素对公司信用水平的不利影响。

未来，随着公司投资组合价值逐渐体现，以及部分投资逐步退出，公司的资产质量和收益水平有望得到提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综合上述因素，基于对公司主体及本次债券偿还能力的整体评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险低。

#### 优势

1. 公司作为规模较大的专业股权投资企业，投资流程规范，决策过程科学有效，风险控制能力较强。

2. 公司持有的徽商银行股份有限公司（以下简称“徽商银行”）股权比例较高，公司能够派驻董事参与徽商银行的管理决策，降低了公司投资风险。

3. 徽商银行近年来发展较快，经营情况良好，公司对其的投资具有较好的增值前景。

#### 关注

1. 公司投资组合集中于金融和有色金属行业，受经济景气度波动影响较大。

2. 公司持有的徽商银行股权流动性和变现能力受限，对公司信用水平有一定影响。

## 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）与中静新华资产管理有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与中静新华资产管理有限公司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，未因中静新华资产管理有限公司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公司相关资料主要由中静新华资产管理有限公司提供，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中静新华资产管理有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：

周旭



联合信用评级有限公司

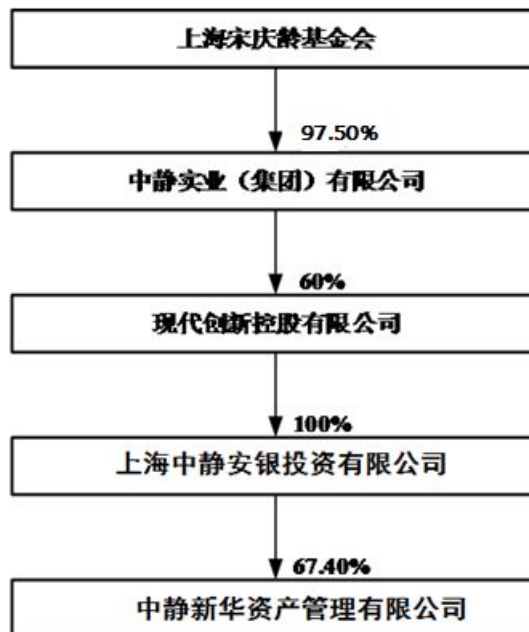
## 一、主体概况

中静新华资产管理有限公司（以下简称“公司”或“中静新华”）前身为上海新华担保有限公司，成立于2003年6月14日，初始注册资本10,000万元，由上海嘉顿实业有限责任公司、江苏润鑫投资管理有限责任公司、上海中静远东国际贸易有限公司、江西省中小企业担保投资有限公司，以及自然人俞启镐和郭奇江共同出资组建，其中上海嘉顿实业有限责任公司持股29.00%，江苏润鑫投资管理有限责任公司持股20.00%，上海中静远东国际贸易有限公司持股25.00%，江西省中小企业担保投资有限公司持股7.00%，自然人俞启镐和郭奇江各持股9.50%。后经多次股权转让及增资，2011年6月21日，公司经上海市工商行政管理局徐汇分局核准，由上海市迁入黄山市休宁县，并更名为休宁新华担保有限公司，同年9月21日，公司更名为休宁新华资产投资管理有限公司。之后，公司继续进行了多次股权转让和增资扩股，最终将注册资本增至250,000万元，并于2015年6月12日更名为现用名。

截至2015年6月末，公司注册资本合计250,000万元，股东分别为上海中静安银投资有限公司、宣城合力投资有限公司、上海捷东实业投资有限公司和上海琪正实业投资有限公司，持股比例分别为67.40%、2.89%、12.21%和17.50%。

公司控股股东上海中静安银投资有限公司为中静实业（集团）有限公司（以下简称“中静实业”）下属子公司，公司最终最大股东和实际控制人均为上海宋庆龄基金会<sup>1</sup>。

图1 截至2015年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司以资产经营、实业投资和和对非上市公司的股权投资为主营业务，在实际运营中与中静实业存在兼任情况，公司的日常经营管理、业务运作以及财务核算等，均由控股股东中静实业代为管理，具体投资业务的实际操作分别由中静实业下属的并购投资部（分设南方投资部和北方投资部）负责。截至2015年6月末，公司下辖5家控股子公司、2家参股公司，公司本部在职员工22人。

<sup>1</sup> 2011年末，中静实业原实际控制人高央先生将其所持中静实业的全部股权捐赠与上海宋庆龄基金会，目前上海宋庆龄基金会对中静实业的持股比例为97.50%。

截至 2014 年末，公司合并资产总额 458,909.64 万元，负债合计 113,114.02 万元，所有者权益（含少数股东权益）327,795.62 万元。2014 年，公司实现营业收入 3,102.67 万元，实现投资收益 18,158.33 万元，净利润（含少数股东损益）15,261.52 万元；经营活动产生的现金流量净额-19,555.25 万元，现金及现金等价物净增加额 3,037.37 万元。

截至 2015 年 6 月末，公司合并资产总额 603,386.17 万元，负债合计 142,608.22 万元，所有者权益（含少数股东权益）460,777.94 万元。2015 年 1~6 月，公司营业收入为 3,670.00 万元，实现投资收益 17,819.81 万元，净利润（含少数股东损益）31,091.97 万元；经营活动产生的现金流量净额为 6,595.46 万元，现金及现金等价物净增加额 380.52 万元。

公司法定代表人：LUWEI；注册地址：安徽省黄山市休宁县海阳镇绿地上郡店铺 97 号。

## 二、本次债券概况及募集资金用途

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“中静新华资产管理有限公司2016年公司债券”，发行规模为不超过人民币 17 亿元（含 17 亿元），债券期限为不超过 6 年（含 6 年），附第 4 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券采用单利按年计息，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。本次债券面值 100 元，按面值平价发行，采取向符合法律法规规定的合格投资者公开发行的方式。本次发行的公司债券为固定利率债券。本期债券由主承销商负责组建承销团，以余额包销的方式承销发行。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟全部用于补充公司营运资金。

## 三、行业分析

### 1. 行业概况

私募股权投资（Private Equity, PE）是指通过私募基金对非上市公司进行的权益性投资。在交易实施过程中，PE 会附带考虑将来的退出机制，即通过公司首次公开发行股票（IPO）、兼并与收购（M&A）或管理层回购（MBO）等方式退出获利。简单地讲，PE 投资就是 PE 投资者寻找优秀的高成长性的未上市公司，注资其中，获得其一定比例的股份，推动公司发展、上市，此后通过转让股权获利。

从募集资金角度，2006~2008 年，中国私募股权投资市场募资总额快速发展，特别是 2008 年达到阶段峰值。而之后受金融危机影响，2009 年私募股权投资市场出现了整体回调，全年新募基金数和募资金额双双出现回落。2009 年之后，在创业板和四万亿政策的推动下，私募股权投资基金新募基金数和募资金额双双恢复增长态势，但单个基金募资规模不断走低。

2012 年随着 IPO 自查和核查运动展开，IPO 事实已暂停，全年私募股权投资基金新募金额再次回落，但新募基金数量继续扩大。2012 年共有 369 支可投资于中国大陆的私募股权投资基金完成募集，但募集金额较 2011 年有较大回落，369 支新募基金中有 359 支披露金额，共计募集 253.13 亿美元。

2013 年继续受 IPO 暂停，私募股权投资基金数量出现回落，但在房地产融资政策收紧的环境下，私募募集资金投资房地产的热潮有所回升，单支基金募资金额大幅提高。2013 年共有 349 支可投资

于中国大陆的私募股权投资基金完成募集，其中披露金额的339支基金共计募集345.06亿美元，募集数量同比下降5.4%，募资金额同比增长36.3%，募集市场复苏迹象较为明显。

2014年随着融资政策的放宽、IPO开闸、新三板扩容，私募股权投资基金迎来爆发式增长，新募基金数和募集资金双双创出历史新高两项数据均创历史新高。2014年共有448支可投资于中国大陆的私募股权投资基金完成募集，募集数量同比大幅增长28.37%；448支新募基金中有423支披露金额，共计募集631.29亿美元，披露募资总金额同比增长82.95%。

图2 2006-2014年我国私募股权投资新增基金数量和资金募资总量情况（单位：支，美元）



资料来源：清科研究所

从新募基金类型分析，成长型基金占比较大。2013年的349支新基金中，成长基金的数量与金额均占一半左右，占比数量较往年有所下降，共计新增基金181支，披露募资金额的172支共计募集188.07亿美元；房地产基金共计新增132支，披露金额的131支共计到位106.67亿美元；新增并购基金19支，募集资金25.07亿美元；新增夹层基金6支，新增过桥基金1支以及以PIPE(投资上市公司)基金、基建基金为主的其他类型基金10支。2014年新募的448支基金中，成长基金的数量和募集金额，已超过一半，占比数量较上年有所上升，共计新增基金235支，披露募集金额的216支基金共计募集386.17亿美元；房地产基金的数量和金额较上年有所减少，共计新增基金126支，披露金额的121支基金共计募集104.39亿美元；新增并购基金完成募集68支，到位资金共计66.50亿美元，其中上市公司合作基金比例较大；新增基础设施基金10支，披露金额的9支基金共计募集50.27亿美元，成为本年异军突进的基金类型。

从基金币种来看，人民币基金总量上依旧优势明显，外币基金在单支平均规模上仍大幅超越人民币基金。2013年新募基金包括人民币基金322支，其中披露金额的313支募资总额为233.26亿美元；外币基金新增27支，披露金额的26支共计到位111.80亿美元。2014年新募基金包括人民币基金409支，其中披露金额的385支基金共计募集总额为483.04亿美元；外币基金39支，其中披露金额的38支基金共募集到位148.25亿美元。

从投资市场情况上来看，近年来中国私募股权市场投资活跃度大幅回升。2013年中国私募股权市场共发生投资案例660起，与2012年同期相比减少2.9%，其中披露金额的602起案例涉及交易金额244.83亿美元，同比增长23.7%。2014年中国私募股权投资市场共发生投资案例943起，较上年增长42.88%，其中披露金额的847起投资案例涉及交易金额537.57亿美元，同比增长119.57%，数量和金额均创历史新高，主要受益于新一轮国企混改、境内外并购市场的火爆、上市公司资本运作的活跃及生物医药、移动互联网等新兴投资领域热潮的到来等。

从投资交易策略上看，2013年成长资本为最主要的投资策略，全年成长资本、PIPE、房地产

投资三种策略占据全部策略类型的95.0%以上。其中，成长资本431起、房地产投资105起、PIPE投资94起、披露金额的投资交易分别有384起、100起、92起，涉及金额126.12亿美元、63.39亿美元、45.63亿美元。2013年还发生并购投资14起，夹层资本7起、过桥投资2起。2014年成长资本依然是最主要的类型，发生投资751起案例，披露金额的662起投资案例共投资345.57亿美元；PIPE替代房地产投资成为第二的投资类型，披露金额的115起投资案例共投资99.05亿美元，以江苏瑞华控股、天堂硅谷、温氏投资等为代表的VC/PE机构积极参与二级市场定增为主；房地产的投资案例数数量较上年下滑明显，但投资总金额实现增长。

从投资行业分布上看，2013年，私募股权投资机构所投行业分布在23个一级行业中，房地产行业为最热门行业，共计发生投资交易105起，是唯一投资数量超过三位数的行业。生物技术/医疗健康、互联网、电信及增值业务、清洁技术等战略新兴产业为热门投资行业第二梯队，所获投资数量均超过40起。农/林/牧/渔、机械制造、能源及矿产、化工原料及加工等传统行业紧随其后，投资数量均在25起以上。2014年，私募股权投资机构所投行业分布在23个一级行业中，互联网取代房地产成为投资案例最热门的行业，共计发生投资案例145起，披露金额的129起共计投资40.84亿美元；其次是房地产行业，共计发生投资案例106起，披露金额的99起共计投资94.97亿美元；生物技术/医疗健康、机械制造、电信及增值、IT及娱乐传媒行业的紧随其后的投资案例数量相对集中，其他行业的投资案例数均低于50起。从投资金额看，房地产、能源及矿产、连锁及零售、金融、互联网仍是投资金额前五大行业。

表 1 2014 年中国私募股权市场主要行业投资分布（单位：亿美元）

行业	投资金额	交易笔数
房地产	94.96	106
能源及矿产	78.31	30
连锁及零售	66.56	23
金融	43.02	47
互联网	40.84	145
电信及增值业务	31.63	64
食品饮料	23.02	21
电子及光电设备	21.58	34
农林牧渔	18.16	34
生物技术/医疗健康	15.21	81

资料来源：清科研究所

从投资地域来看，2013年全国共有32个省市区获得投资，其中，北京、上海、江苏、广东、浙江是获得投资数量最多的地区。投资金额方面，内蒙古、重庆、云南等中西部地区所获投资增长较快。2014年全国共有30个省市区获得投资，较上年减少2个，其中，北京、上海、江苏、广东、浙江是获得投资数量最多的地区。从投资活跃度看，北京仍是传统的资本活跃地域，四川、陕西的投资活跃度也较为活跃，成为西南和西部地区的领头羊。

从退出方式来看，2014年上半年IPO开闸几经风波，最终得以重启，IPO重启对私募退出市场带来重大利好。2014年，私募基金退出共有386笔，其退出方式较上年更为多元化。IPO仍为主要的退出渠道，共退出165笔，占整个退出方式的42.75%，较上年有所下降；股权转让和并购为第二、三大退出方式，分别退出76笔和68笔，分别占整个退出方式的19.69%和17.62%。其中IPO退出方式中，香港主板最多，其次是上交所、创业板、纳斯达克、中小板和纽交所。从回报水平来看，纳斯达克与上交所的回报水平优势明显。

总体看，近年来，中国私募股权市场投资活跃度大幅回升、募集基金数量和募资总额快速增加。

## 2. 竞争格局

国内PE市场可分为外资PE和内资PE，而内资PE又可分为券商直投、产业基金和民营资本。这四大力量为国内PE竞争市场的主要代表。其中民营资本和产业基金由于机制更加活跃，目前处于优势地位。

外资PE的优势在于雄厚的资本实力和多年积累了投资管理退出三个环节的经验 and 能力。然而外汇管制、产业限制等限制了外资PE在中国尤其是在争取项目资源的方面的发展。内资PE中的券商直投机构具有两大特点：一是资金实力雄厚，二是具有退出通道优势，正因为这两个特点，使得券商直投目前将主要投资领域锁定在PRE-IPO和成熟期的项目上；产业基金是另一大类PE机构，主要锁定某个或某几个行业进行投资，这类基金资金实力较大，往往在某些行业或某些地区具有资深行业背景及政府关系，在项目获取上有较大优势；民营资本是国内PE的主要类型，资金实力参差不齐，总体较小，但在搜寻项目和抢夺项目等前端能力上比较强。

总体看，以券商直投和产业基金为代表的内资PE因资金实力雄厚等因素具有较强的竞争优势。

## 3. 行业政策

在设立及运营方面，合伙制基金设立和运行适用的主要法律是《中华人民共和国合伙企业法》，公司制私募股权基金的设立和运营遵守《公司法》关于有限责任公司或股份公司的设立和运营规则。

在备案管理方面，在证监会成为私募股权投资行业的主管部门后，中国证券投资基金业协会于2014年1月根据中国证券会的授权，发布了《关于发布〈私募股权投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）〉的通知》，该通知是中国证监会发布的具体监管政策文件。证券公司直接投资子公司同时接受中国证券业协会监管，《中国证券业协会关于发布〈证券公司直接投资业务规范〉的通知》是中国证监会发布的关于证券公司直接投资子公司的具体监管政策文件。

在募集管理方面，根据中国证监会【第105号令】《私募投资基金监督管理暂行办法》以及《证券公司直接投资业务规范》规定，股权投资企业的资本只能以私募方式向具有风险识别和承受能力的特定对象募集。

总体看，由证监会及其下属证券业协会、基金业协会等部门发布的一系列相关文件，指导和规范了私募股权投资行业的发展。

## 4. 行业关注

### 宏观环境及相关行业波动的风险

券商直投行业与国家宏观经济形势及相关行业发展态势密切相关，国家宏观经济及相关行业形势在一定程度上会影响被投资公司和直投资基金投资公司的生存发展环境。宏观经济增速放缓或相关行业发展态势低迷可能导致被投资公司盈利能力下降、私募股权投资基金估值下降，从而导致公允价值变动损失，影响行业内企业的盈利能力。

### 市场竞争加剧带来的风险

较高的投资回报率使得越来越多的机构和个人拟进入股权投资行业，行业内竞争日益激烈。由此导致的投资决策时间缩短将加大投资风险。此外，我国经济的快速发展，不仅加速了本土股权投资行业的发展，同时也吸引了外资投资机构大举进入并进一步加深参与程度。外资投资机构所具备雄厚的资金实力、丰富的管理经验、广泛的国际营销网络、先进的技术和有效的激励手段，可能会进一步加剧国内股权投资行业的竞争，从而对行业内企业的盈利能力造成一定程度的不利

影响。

### 股权投资项目退出的风险

股权投资面临外部环境和内在收益的不确定性，从而导致项目退出的风险。由于监管政策和经济形势等外部环境的不确定性，以及国内多层次资本市场体系建设有待进一步完善，不能保证以合适的投资渠道高效退出投资项目。同时，股权投资内在收益的不确定性，使得投资退出的最佳时机难以准确预测。此外，退出困难和资金沉淀有可能影响行业内企业的盈利情况及市场形象，不利于其管理私募基金规模的进一步扩大。

总体看，股权投资行业面临宏观经济变化、市场竞争加剧以及投资项目不确定等风险。

### 5. 未来发展

国内外统计数据表明，PE诞生三十余年来，其投资业绩远高于股票二级市场，未来，资本的逐利性将进一步促进资本涌入PE行业，为该行业带来持续的发展动力。

当前，中国股权投资行业仍处在发展的黄金时期，环境因素、政策因素、市场因素、投融资供求因素等都为行业发展提供了有利的条件。国家对股权投资的管理、扶持与发展政策日益完善，经过修订的《证券法》、《公司法》、《合伙企业法》等为股权投资机构的设立、管理、运作提供了必要的法律依据；2010年国务院颁布的“国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见”（共36条，简称“新36条”）扩大了民间投资的领域和范围，《国务院关于促进企业兼并重组的意见》明确鼓励各类投资基金参与企业的兼并重组。中央政府提出七大新兴产业将带来众多投资机会。国内外企业兼并和重组的浪潮带来了市场机会，吸引社会资金流向PE行业，这无疑为股权投资提供了持续的动力与发展的空间。2013年11月15日，十八届三中全会指出要深化经济体制改革、积极发展混合所有制经济、推动国有企业改革、完善现有的金融市场体系等一系列制度，随着中国经济市场化的不断深入，PE行业的投资空间将不断扩大。

总体看，未来，随着中国经济的发展及改革的不断深入，PE行业将迎来发展机遇期。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司为权益性股权投资类企业，为中静实业辖下的核心股权投资平台，目前以权益性股权投资以及私募股权投资的模式进行对外投资，投资所涉行业包括金融业、有色金属冶炼业、采矿业、牲畜养殖屠宰业、汽车配件制造业以及高新技术开发等，2014年末公司对外投资规模账面价值合计35.37亿元，具体投资方向涵盖金融业、有色金属冶炼和采掘行业、汽车制造及相关零部件行业、畜牧业和农业等多个领域。公司是徽商银行股份有限公司（以下简称“徽商银行”）前十大股东之一，直接或间接持有徽商银行8.83%股权。徽商银行目前经营状况稳定，可对公司业务规模、盈利水平等提供有效支持。

公司作为第一大有限合伙人参与投资设立上海高金股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“高金基金”），高金基金投资的盛和资源通过借壳“\*st天成”（证券代码：600392）于2012年10月在上海证券交易所挂牌交易。此外，公司还投资了包括梓昆科技(中国)股份有限公司、浙江博世华环保科技有限公司、山东金麒麟股份有限公司在内的多家未上市企业。

总体来看，公司为权益性股权投资类企业，对外投资业务规模大，目前为徽商银行的主要股东之一；同时，公司对有色金属、汽车、农牧业等多个行业内企业进行投资，一定程度上分散了投资风险。

## 2. 人员素质

截至 2015 年 6 月末，公司高级管理人员包括董事长、总经理等 7 人，均具备投资和经营管理等方面的丰富经验。

公司董事长、总经理鲁炜先生，42 岁，奥地利籍，维也纳中等技术学校学历，曾任上海合彩餐饮有限公司总经理，现任公司总经理。

公司董事高央先生，49 岁，奥地利籍，持有中华人民共和国外国人居留许可，曾任香港中策集团有限公司（股票代码：0235.HK）董事会主席，现任中静实业（集团）有限公司董事长、中静四海实业有限公司（以下简称“中静四海”）董事长、桂林客车工业集团有限公司董事、牡丹江富通汽车空调科技股份有限公司董事、国盛华兴投资有限公司董事长，并兼任徽商银行非执行董事、人事提名和薪酬委员会、战略发展委员会委员。

公司财务总监谭开国先生，42 岁，财务总监。毕业于上海理工大学商学院审计专业，注册会计师。历任立信会计师事务所会计师、申银万国证券股份有限公司投资银行部项目经理、德勤华永会计师事务所审计经理、金榜集团控股有限公司中国区财务总监。

公司南方投资部总经理陈刚先生，43 岁，本科学历，项目数据分析师，曾在北京首都创业集团工作，主要从事投资银行业务，于 2007 年进入中静实业担任董事长助理，并兼任南方投资部总经理。

公司北方投资部总经理刘晶磊先生，研究生学历，曾任渤海产业基金管理公司执行董事，目前任中静实业董事长助理、上海中静集思股权投资基金管理有限公司执行董事，北方投资部总经理。

截至 2015 年 6 月末，公司人员共 22 人，在学历水平方面，全部人员学历均达到本科以上，且近半数为研究生学历；在从业经验方面，公司人员多来源于证券公司、会计师事务所以及产业投资基金等机构，在金融以及投资等方面知识储备较充足，并具备较强的实际操作经验；从岗位划分来看，目前公司有 14 位投资研究及投资管理人员，其余为行政及财务人员。

总体来看，公司人员整体学历水平较高，各级人员均具备较为丰富的投资业务从业经验，其中高级管理人员的企业管理经验丰富，公司整体人员素质能够满足公司投资业务所需。

## 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。公司章程规定股东会为最高权力机构，负责决定公司经营方针、投资计划；选举和更换公司董事，审议批准公司年度财务预决算方案；审议公司设立分公司，对公司合并、分立、变更公司组织形式、解散方案等事宜。

公司生产经营活动的决策机构为董事会，由 3 名董事组成，设董事长 1 人，公司董事会负责执行股东会决议，制定公司基本管理制度，决定公司的经营计划和投资方案和设置内部管理机构等相关事宜。公司采用总经理负责制，设总经理 1 人，负责主持公司经营管理工作，组织实施公司本年度经营计划和投资方案，拟定公司基本管理制度等事宜。

公司不设监事会，设监事 1 人，主要负责对公司财务和高管人员的任职行为进行监督。

总体来看，公司法人治理结构相对简单，但符合相关法律法规要求，能够满足公司日常管理的需要。

## 2. 管理体制

在管理架构方面，公司与中静实业共用部分职能部门，进行具体管理措施以及业务运作的落实。公司部门设置较为简单，仅设置并购投资部和财务部两个职能部门，其中并购投资部工作负责投资项目信息的获取和筛选，编制具体投资项目的可行性报告和项目投资方案等工作，同时公司将并购投资部内部划分为南方投资部和北方投资部，分别负责相关区域的业务操作；财务部具体负责中静实业以及下属各子公司的财务核算，以及相关投资项目的资金管理。

在管理制度方面，公司分别制定了《股权投资项目管理办法》以及《财务部制度》，用以对并购投资部和财务部整体的工作职责和业务操作流程进行制度化管理和约束。其中《股权投资项目管理办法》规定，公司并购投资部工作职责包括对直接投资项目的尽职调查、准备审批文件、项目实施和投后管理；负责对公司间接投资项目的审核、监督、评价等；负责制定公司的投资管理办法，规范公司的投资管理流程等，并规定全部投资项目均需投资决策委员会进行最终的审批。公司《财务部制度》根据《中华人民共和国会计法》、《企业会计准则》、《企业会计制度》，对公司货币资金管理、存货、往来款和固定资产等的计量和核算做出了具体规定。

此外，公司制定了《并购投资部管理细则》和《并购投资部周考评办法》，以保证相关投资业务操作流程的顺利执行以及相关人员的工作质量的有效保证。

总体来看，由于公司股权投资类企业的业务特性，内部组织结构相对简单，但各部门职责明确，分工清晰，能够支持公司的日常管理经营。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

中静新华主要业务为权益投资，因此公司利润主要来自于投资收益；公司利润表上反映的营业收入主要是委托资产管理收益（见下表）。2014年，公司实现营业收入3,102.67万元，三年复合增长-22.31%，主要是委托资产管理资金规模波动而出现下降所致。

表2 公司近三年主营业务收入情况（单位：万元）

项目	2012年度		2013年度		2014年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
资产委托管理收入	5,140.44	100.00%	3,515.94	100.00%	3,102.67	100.00%
主营业务收入合计	5,140.44	100.00%	3,515.94	100.00%	3,102.67	100.00%

资料来源：公司审计报告

根据公司前身体宁新华资产投资管理有限公司（以下简称“体宁新华”）与现代创新控股有限公司（以下简称“现代创新”）于2011年12月21日签订的《委托资产管理协议》，公司委托现代创新管理总金额为10亿元的资产（实际委托管理资产可在10亿元范围内浮动），期限为2012年1月1日至2022年12月31日。协议双方约定，现代创新受托管理公司资产期间，每年按照委托管理资产6%的比例向公司支付固定收益，并视委托管理资产的收益情况向公司支付浮动收益，浮动收益率为委托管理资产对外投资净收益的80%。公司将从现代创新获得的投资收益计入营业收入。由于委托管理资产业务资金成本计入财务费用，因此公司主营业务收入毛利率近三年均为100%。

现代创新成立于2003年，为中静集团的核心投资平台之一。目前现代创新注册资金人民币5亿元，经营范围为实业投资，投资管理，综合技术开发、技术服务与技术咨询，注册地为安徽省黄山市休宁县海阳镇横江路。目前现代创新持有中国证券基金业协会颁发“合格私募基金人”资

格的上海中静集思股权投资基金管理有限公司的少量股权（其余股权为母公司中静实业（集团）有限公司持有），为规范化发展和下一步发起和参与私募基金投资和管理方面奠定了基础。

除上述资产托管收益外，近三年，公司投资收益分别为 20,058.35 万元、15,361.10 万元和 18,158.33 万元，呈波动下降趋势。从公司投资收益的结构上看，2014 年实现的投资收益中，来自控股子公司中静四海的投资收益占 64.25%，来自公司直接持有的徽商银行股权公允价值变动收益占 16.46%、分红占 17.56%。

整体上看，公司利润表体现的主营业务收入全部来自委托资产管理，但公司利润主要来源为投资收益。

## 2. 投资业务流程

公司主营股权投资业务，因此投资业务的开展情况是经营分析的主要关注点。

### 项目获取

公司在确定投资总体方向时将经济变化和行业发展趋势作为重要的参考因素。公司对于符合经济发展和社会变化趋势的行业进行重点投资。公司主要通过业内人士介绍、地方政府推荐、自行发掘、合作企业交流等方式获取潜在项目信息。公司本着谨慎的态度对可投资标的进行筛选，在规避股票二级市场投资和房地产行业相关投资的同时，积极寻找金融、汽车等行业的投资机会，同时保持对这些行业全产业链以及其他可投资领域的密切关注，以便随时发现具有良好风险收益比的投资标的。

### 投资研究

公司现有投资及研究人员 14 人，按照投研人员的专业特长进行分组管理，并依据工作量和投资绩效进行综合考核。

公司将投资研究建立在大量实地调研和数据挖掘的基础之上。对于潜在投资标的，公司会派员对其进行实地考察，同时会对项目的上下游、周边情况和其他相关情况进行了解、收集、整理和分析，在真实数据的支持下，对项目未来若干年的经营情况进行预判，形成投资研究报告，对投资的风险和收益进行综合分析，并提出投资建议。

### 投资决策

公司采用集体决策的方式进行投资决策。公司设立投资决策委员会，由董事长、高级管理人员和投资总监组成。投资决策委员会不定期召开，对投研部门提交的投资研究报告进行审阅，在综合分析投资标的的风险和收益情况后，做出是否投资或者继续跟踪研究的决定。

### 投后管理和风险控制

公司对目标公司进行投资时，一般会集中投入较大资金去获得足够进入董事会的股权比例。公司通过派驻董事和相关管理人员的方式对标的公司进行跟踪和投后管理。

风险控制方面，公司采用多种手段维护自身权益，降低投资持有期间的风险。首先，公司对进入投资标的的时机进行严格选择，避免跟风高价投资的情况；同时，公司进入时会要求被投资企业对未来业绩进行承诺，否则会要求在入股价格上做出折让；整体上公司会在满足投资收益要求的情况下参股被投资公司。另一方面，公司入股后，在董事会中发挥积极作用，除密切跟踪了解被投资企业经营动态外，还会对企业的经营策略等提出建议和议案，对发现的问题进行纠正，确保标的公司经营正常有序、没有侵害投资者利益的情况发生。再次，公司通过对产业链上下游企业的研究和投资，能够整体上把握行业动态，在风险初步暴露的时候即可予以提示，促使被投资企业尽早进行研判和应对。最后，当公司发现企业经营情况不如预期且无法改变，或者被投资

企业损害投资者利益而无法纠正时，会果断退出该投资，以规避风险。

整体上看，公司投资流程规范，投资研究扎实严谨，投资决策过程科学，风险管理手段较多，能够保证公司投资在承担较低风险的同时获取合理的投资收益。

### 3. 主要投资情况

截至 2014 年末，公司主要的股权投资账面价值合计 35.37 亿元（见下表）。其中公司合计持有徽商银行股权 9.76 亿股（含控股子公司中静四海持有的 4.45 亿股），持股比例合计 8.83%，分别计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和长期股权投资，2014 年末该等股权账面价值 29.54 亿元，是公司投资的主要组成部分。

此外，公司的重要投资还包括对上海高金股权投资合伙企业（有限合伙）和新疆盘古大业股权投资有限合伙企业的投资，2014 年末账面价值分别为 3.48 亿元和 1.80 亿元。

表 3 2014 年末公司主要投资情况（单位：万元）

投资标的	报表科目	年末账面价值	计量方法	说明
徽商银行股份有限公司	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	89,501.63	公允价值	公司通过全资孙公司 Wealth Honest Limited (BVI) 持有徽商银行 3.27 亿股 H 股流通股
徽商银行股份有限公司	可供出售金融资产	72,244.11	成本法计量	持有徽商银行 2.04 亿股境内非国有法人股
东方证券股份有限公司	可供出售金融资产	466.02	成本法计量	持有该公司 800,000 股
中国平安财产保险股份有限公司	可供出售金融资产	40.52	成本法计量	持有该公司 170,000 股
上海高金股权投资合伙企业（有限合伙）	可供出售金融资产	34,750.00	成本法计量	
北京新华四方投资有限公司	可供出售金融资产	857.50	成本法计量	
新疆盘古大业股权投资有限合伙企业	可供出售金融资产	18,000.00	成本法计量	
上海长传石投资管理合伙企业（有限合伙）	可供出售金融资产	300.00	成本法计量	
中静四海实业有限公司	长期股权投资	133,647.47	权益法计量	中静四海持有徽商银行 4.45 亿股境内非国有法人股
牡丹江富通汽车空调有限公司	长期股权投资	3,905.10	权益法计量	
<b>合计</b>		<b>353,712.34</b>		

数据来源：公司审计报告

## 徽商银行股份有限公司

### 商业银行行业

#### （1）行业概况

我国商业银行在金融体系中处于重要的地位，是企业融资的主要渠道。近年来，我国商业银行整体运营态势良好，资产和负债规模增速保持平稳，经营效率有所上升。2014 年，我国商业银行实现净利润 1.55 万亿元，净息差为 2.70%，盈利能力保持在较高水平。随着存款利率的逐步放开，存贷利差将进一步收窄，为拓展收入来源，近年来我国商业银行逐步加大中间业务拓展力度，中间业务发展迅速，2014 年非利息收入占营业收入比重已达到 21.47%，同比提升 0.32 个百分点。中间业务的快速发展更加凸显出我国银行业积极寻求增加服务种类、提升分销能力、拓展金融服务领域的多元化发展趋势。

近年来，我国商业银行积极探索综合化经营道路，目前已有部分大型商业银行和股份制银行初步形成了涵盖银行、保险、基金、金融租赁及信托的综合化经营格局。2012 年 9 月 17 日，由

中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会、国家外汇管理局联合发布的《金融业发展和改革“十二五”规划》中明确提出引导具备条件的金融机构在明确综合经营战略、有效防范风险的前提下，积极稳妥开展综合经营试点，提高综合金融服务能力与水平。未来，我国商业银行综合化经营发展趋势将进一步显现。

近年来，我国商业银行资产质量整体平稳。2014年，受宏观经济增速放缓的影响，企业经营风险加大，商业银行不良贷款余额有所上升，但总体资产质量保持良好水平。截至2014年末，商业银行不良贷款余额0.84万亿元、不良贷款率为1.25%、拨备覆盖率和贷款拨备率分别为232.06%和2.90%，拨备保持较好水平，如下表所示。然而，在当前外部冲击和内部转型的压力下，近年来银行业巨量信贷的累计投放对资产质量所带来的负面影响有可能逐渐显现。

表4 近年来我国商业银行整体情况（单位：万亿元，%）

项目	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
资产总额	61.51	74.16	88.40	104.57	118.80	134.80
负债总额	58.12	69.61	82.74	97.75	110.82	125.09
净利润	0.56	0.76	1.04	1.24	1.42	1.55
资产利润率	1.00	1.10	1.30	1.28	1.27	1.23
资本利润率	18.00	19.20	20.40	19.85	19.17	17.59
不良贷款额	0.50	0.43	0.43	0.49	0.59	0.84
不良贷款率	1.60	1.10	1.00	0.95	1.00	1.25
拨备覆盖率	153.20	217.70	278.10	295.51	282.70	232.06
存贷比	-	64.50	64.90	65.31	66.08	65.09
核心资本充足率	9.20	10.10	10.20	10.62	9.95	10.56
资本充足率	11.40	12.20	12.70	13.25	12.19	13.18

数据来源：银监会

自2013年起，我国商业银行开始执行《商业银行资本管理办法（试行）》（以下简称“新办法”）。根据新办法，截至2014年末，我国商业银行平均核心一级资本充足率为10.56%，平均一级资本充足率为10.76%，平均资本充足率为13.18%，资本较为充足。由于我国商业银行盈利模式仍主要以利差为主，风险资产对资本消耗很快，且国内直接融资市场尚不够发达，为持续达到新的监管要求，商业银行不可避免地面临不同程度的资本补充压力。

总体来看，国内银行业仍处于较快发展阶段，内部管理和风险控制水平持续提升，业务创新能力逐步提高，盈利能力强。但在保护性政策利差下，银行资产规模快速膨胀，信贷资产质量存在隐忧，资本充足性面临压力。随着利率市场化的逐步推进，商业银行利差水平将受到挤压。此外，商业银行不良贷款余额的上升，将使相应的减值准备计提增加，多方面的因素将对商业银行利润形成一定的挤压，未来银行业盈利增长将面临压力。

## （2）市场竞争

长期以来，中国银行业呈现业务模式趋同，同质化竞争严重的局面。规模竞争在银行业竞争中占据重要地位，银行业形成了以大型国有控股商业银行和全国性股份制商业银行为主导的银行业竞争格局。

凭借长期经营的积累，国有控股商业银行在经营网点、客户资源、规模效益、人力资源等方面处于行业领先地位，市场份额一直处于市场前列。同时，国有商业银行实施了综合化经营战略，业务多元化程度得到提升，增强了其抵御金融脱媒冲击的能力，并通过非银行子公司的设立，扩展其业务的外延，进一步提升了市场竞争力，保持了市场领先地位。股份制商业银行采取相对灵

活的经营机制和现代化的经营管理方式，经过多年的快速发展，已经成为我国金融体系的重要组成部分。但由于产品的同质化情况严重，竞争压力非常大。因此，推动差异化经营、特色化发展成为其未来发展的重要战略目标。城市商业银行具有明显的地域优势，是民营中小企业创业和发展的重要资金支持者。近年来，城市商业银行资产规模迅速增长，异地分支机构数量也大幅增长，但异地分支机构的设立，对城市商业银行资本、人力资源、风险管控能力等方面带来了巨大挑战。农村金融机构加快推进股权改造和经营机制转换，职工和自然人持股情况不断规范，风险管理机制和流程银行建设步伐加快。外资法人银行是在华外资银行的主要存在形式。2011年底，外资法人银行存贷比指标五年的宽限期结束，外资银行面临的流动性压力加大。外资银行在国内的竞争力有待进一步提升。随着金融市场不断发展，银行业面临保险、基金、证券、信托等金融机构的激烈竞争。此外，互联网金融的快速发展给商业银行的市场定位、盈利模式、业务结构、客户基础、服务理念等多方面带来冲击，推动商业银行对传统的经营服务模式进行深层次变革。

总体看，我国银行业的竞争日趋激烈，各类商业银行只有充分发挥自身优势，并加速改革、转型进程，才能在激烈的竞争中保持竞争优势。

### （3）行业风险

目前我国主要商业银行能够按照国际先进商业银行的规范要求搭建风险管理组织体系，逐步强化风险管理体系的垂直性和独立性；业务操作流程和分级授权制度不断完善和优化，内部风险评估体系基本建立。大型商业银行已经开始按照巴塞尔新资本协议内部评级法的要求开发内部评级系统。

#### ①信用风险

商业银行整体信贷风险管理水平在近年来有明显提高，但由于商业银行经过了高速扩张期，在国内宏观经济增速放缓及国际经济形势不乐观的情况下，未来几年商业银行的信贷资产质量面临一定压力。商业银行面临的信用风险将主要体现在以下几个方面：政府融资平台贷款、房地产业贷款、小微企业贷款及表外融资业务等方面。此外，部分行业产能过剩风险以及个别地区民间借贷危机在一定程度上使得商业银行面临的信用风险上升。

近年来，在地方政府的政绩追求与GDP增速难以真正脱钩的情况下，地方投资冲动带动融资平台债务迅速增长。地方融资平台债务偿债资金主要来自财政拨款和政府补贴，地方财政的过度负债和地方政府土地转让收入的预期减少将导致融资平台债务风险加大。2012年之前，地方融资平台债务主要以银行贷款为主。2012年以来，监管部门清理整顿地方融资平台贷款的力度持续加大，商业银行纷纷收紧了平台贷款，城投债、信托成为地方融资平台新的重要资金来源，地方融资平台债务规模快速增长，潜在风险进一步加大。大部分城投债由银行业金融机构持有，地方政府债务风险在银行体系内积聚。2012年12月24日，财政部、国家发改委、中国人民银行、中国银行业监督管理委员会四部委联合下发了财预【2012】436号“关于制止地方政府违法违规融资行为的通知”，文件通过规范融资方式、制止违规担保等措施对地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张进行了约束，以防范相关风险。然而，随着城镇化进程的推进，地方政府公共投资规模将进一步增大，地方政府债务规模将呈上升趋势。当前，要化解政府融资平台贷款的风险存在一定的两难局面，但不排除政府将通过行政手段进行干预，要求银行适当延长还款期限或进行展期的可能性。

近几年来，国务院陆续出台了调控房地产市场的多项政策，未来房地产业的发展具有很大的不确定性，房地产企业的盈利能力受到一定的负面影响，使得商业银行房地产业贷款面临一定的信用风险。

为支持中小企业发展，国家出台了支持小型和微型企业发展的金融、财税政策措施，各银行业金融机构持续加强对符合国家产业和信贷政策的小微企业的融资支持力度。尽管小微企业贷款收益率较高，风险相对分散，但小微企业过短的生命周期、贷款抵押品的不足、还款能力弱等因素都使商业银行面临一定的信用风险。

我国商业银行表外业务中银行承兑汇票和理财业务发展较快，表外融资规模增加，随之也酝酿了较大的表外业务风险。银监会已经针对商业银行理财产品、银行承兑汇票等表外业务的风险管理出台了一系列管理措施，以规范银行业表外业务。

近年来，为达到存贷比、贷款集中度、信贷额度以及资本充足性等监管要求，部分商业银行通过各种同业通道将信贷资产和非信贷资产、表内和表外科目相互转换，将信贷资产从“贷款”科目转移至“非信贷资产”科目，游离出贷款科目的监管统计口径，逃避贷款额度以及存贷比指标的约束，同时满足部分融资受限客户的资金需求。由于该部分资产以同业资产、投资资产等形式存在，未计提贷款减值准备，该类资产隐藏的信用风险需关注。

#### ②流动性风险

随着金融市场的发展，居民的投资渠道得到拓宽，在银行存款利率受到管制且利率水平偏低的情况下，银行业面临储蓄存款流失和负债稳定性下降的挑战。随着银监会加大对商业银行违规票据账务处理行为的查处力度，以及央行将保证金存款纳入商业银行准备金计提范围政策的出台，一定程度上限制了商业银行通过开出承兑汇票获取存款的行为。在存贷比的考核指标下，中小银行面临较严峻的资金压力。同时，随着我国银行业经营环境、业务模式、资金来源的变化，部分商业银行出现资金来源稳定性下降、资产流动性降低、资产负债期限错配加大、流动性风险上升等问题，流动性风险管理和监管面临的挑战不断增加。2013年6月，我国银行间市场出现阶段性流动性紧张现象，暴露了商业银行流动性风险管理存在的问题。总体看，商业银行流动性管理的压力加大。为提升商业银行流动性风险监管的有效性，银监会在存贷比和流动性比例以外，引入了流动性覆盖率和净稳定资金比例两项流动性风险监管指标，并不断完善流动性风险的定性监管要求，建立更为系统的流动性风险分析和评估框架。

#### ③市场风险

近年来，理财产品的大规模发行、民间借贷现象泛滥等问题，都反映了利率市场化的内生需求。目前利率市场化改革已经列入了“十二五”规划，利率市场化改革的步伐逐步加快。2013年，全面放开金融机构贷款利率管制后，存款利率的放开将成为利率市场化的最后一步。利率波动的加大，使得商业银行面临的利率风险上升；另一方面，近年来银行业的债券投资规模持续增长，利率波动对债券投资收益及公允价值的影响加大，银行业需加强其交易账户和银行账户的利率风险管理。近年来银行业同业业务规模呈快速增长趋势，利率波动使得银行业同业业务面临的市场风险上升。随着海外业务的不断发展及人民币汇率波动幅度加大，商业银行汇率风险也在上升。

#### ④操作风险

近几年，银监会加大对银行合规性监管力度，针对内控和管理的薄弱环节，发布了加大防范操作风险工作力度的“十三条”措施，并实施了商业银行内部控制指引和信息披露办法。各银行也逐步重视防范操作风险，加强内控措施的完善和内部稽核力度，银行业整体操作风险管理水平得到提升。但近年来票据诈骗、银行理财纠纷、假担保等金融案件仍有发生，表明商业银行特别是中小银行操作风险管理架构有待完善、管理水平仍有待提高。

总体而言，近年来，我国商业银行按照业务条线不断细化相关风险的监控措施，整体风险得到有效的控制。然而，游离在监管范围之外的“影子银行”，对于银行业的稳定具有不利影响，目

前，监管部门正在加强对“影子银行”体系的统计监测和风险评估，以防控相应风险向银行业传导。

#### （4）银行业监管与支持

现阶段，我国实行由中国人民银行、银监会、保监会、证监会组成的“一行三会”金融分业监管体制。中国银监会负责全国银行业金融机构及其业务活动的监督管理工作。中国人民银行作为中央银行，负责实施货币政策，维持金融市场稳定。国家外汇管理局、证监会和保监会等分别在外汇业务、基金代销和托管业务、银行保险产品代理销售业务等方面对银行业金融机构进行监管。

中国银监会成立以来，在总结自身监管经验的基础上，吸收国际主流监管理念，提出了“管法人、管风险、管内控、提高透明度”的监管理念，形成了“准确分类—提足拨备—充分核销—做实利润—资本充足”的持续监管思路，以及“风险可控、成本可算、信息充分披露”的金融创新监管原则，基本构建了符合我国实际的银行业监管理念框架体系。

目前我国银行业适用的法律主要包括《中国人民银行法》、《中国商业银行法》和《银行业监督管理法》，并已初步形成了以这三部法律为基础，以行政法规为主干，以部门规章和规范性文件为依据和准绳，以其他相关法律、法规、决议和命令为辅助，以及金融司法解释为补充的审慎监管体系。此外，建立了覆盖资本水平、公司治理、内部控制、信用风险、市场风险、操作风险、流动性风险、国别风险、声誉风险等方面的银行业审慎监管框架，形成了一套符合我国银行业运营实际的审慎监管“工具箱”。

除了各项监管法规以外，监管部门还采取现场监管、非现场监管、窗口指导等方式，对商业银行各项经营活动进行持续监管。近年来，我国银行业监管过程中注重合规监管和风险监管，监管方式和手段逐步改进，监管的全面性、专业性和有效性得到提高。

近年来，银监会逐步推进新监管标准的实施。2011年，银监会颁布了银行业实施新监管标准的指导意见，制定了提高我国银行业监管有效性的中长期规划，以及巴塞尔II和巴塞尔III同步实施的计划。根据各类银行业金融机构的实际情况，银监会在统一设定适用于各类银行业金融机构最低监管标准的同时，适当提高了系统重要性银行监管标准，对不同机构设置了差异化的过渡期安排，这有助于各类银行业金融机构向新监管标准的平稳过渡。

2012年6月7日，银监会发布了《商业银行资本管理办法（试行）》，并于2013年1月1日正式施行，要求商业银行在2018年底前达到规定的资本充足率监管要求。从长远看，银行业通过高资本消耗支持规模扩张的发展方式难以维持。新资本监管标准的实施，将有助于强化资本约束，推动银行增长从以规模扩张为主，向以质量效益为主转变。为缓解信贷增长给银行带来的资本补充压力，监管部门鼓励银行自身提高利润留存比例，扩大内源性资本补充，同时，监管部门积极探索通过发行优先股、创新资本工具或开拓境外发行市场等方式，使银行多渠道筹集资本。银监会已出台鼓励和引导民间资本进入银行业的实施意见。

为促进我国银行业加强流动性风险管理，维护银行体系的安全稳健运行，2014年2月，银监会在借鉴国际监管标准、结合我国银行业流动性风险管理实践的基础上，发布了《商业银行流动性风险管理办法（试行）》（以下简称“办法”），该办法规定了流动性覆盖率、存贷比、流动性比例三项流动性风险监管指标，其中流动性覆盖率应于2018年底前达到100%的要求。此外还提出了多维度的流动性风险监测分析框架及工具，规定了流动性风险监管的方法、手段和程序。

在受到严格监管的同时，作为关系国家经济命脉的重要产业，我国银行业的发展始终得到政府的大力支持，包括持续推进银行业改革及对外开放、多次实施政府注资，并采取多种手段拓宽

银行资本的外部补充渠道，增强银行业整体资本实力、加强和提升宏观调控能力，促进银行业稳健运营。鉴于银行业在经济体系中的重要地位，政府、人民银行与银监会正在推动商业银行自身监管素质及抗风险能力的提高，并考虑推出存款保险制度，提高我国商业银行市场化运作水平，降低市场对政府为银行业提供隐形担保的预期，进一步明确风险责任边界。

总体看，相对于国际银行业，我国银行业监管过程中的行政色彩比较浓厚，较强的政府支持因素亦成为对银行评级过程中考虑的重要因素之一。在审慎的监管环境和政府的有力支持下，我国银行业在全球金融危机中表现稳健，经营业绩良好。然而，银行业作为与经济周期密切相关的行业，且我国银行业金融机构运营过程中仍存在规避监管和追逐短期利益行为，这都使监管的有效性和政策执行度有一定程度的削弱。以上因素，使我国银行业监管也面临着新的挑战。

#### 徽商银行股份有限公司概况

##### (1) 概况

徽商银行前身为合肥城市合作银行，于1997年4月4日注册成立，是国内首家由城市商业银行、城市信用社联合重组成立的区域性股份制商业银行，初始注册资本2.68亿元；1998年依据中国人民银行与国家工商行政管理局相关要求，更名为合肥市商业银行股份有限公司；2003年以派送红股的形式进行增资扩股，发行新股1.92亿股，并将注册资本增至5亿元。

徽商银行于2005年11月30日经中国银监会和安徽省银监局批准，更名为现用名，随后吸收合并芜湖市商业银行、马鞍山市商业银行、安庆市商业银行等5家城市商业银行，以及六安市城市信用社、淮南市城市信用社、铜陵市城市信用社等7家城市信用社，注册资本增至25亿元。2006年1月1日，徽商银行正式对外营业。

为了对运营资本金进行补充，徽商银行于2007年和2008年采用派送红股和定向增发的形式进行增资扩股，并引入安徽省能源集团有限公司和中静四海实业有限公司，将注册资本增至81.75亿元。2013年11月12日，徽商银行于香港联交所主板挂牌上市，股票代码：03698.HK。

截至2014年末，徽商银行注册资本110.50亿元，其中前十大股东持股比例详见下表：

表5 截至2014年末徽商银行股权情况

股东名称	股份类别	持股比例 (%)
香港中央结算(代理人)有限公司	H股	28.57
安徽国元控股(集团)有限责任公司	内资股	7.19
安徽省能源集团有限公司	内资股	6.94
安徽省信用担保集团有限公司	内资股	6.81
安徽省高速公路控股集团有限公司	内资股	4.24
中静四海实业有限公司	内资股	4.02
合肥兴泰控股集团有限公司	内资股	3.11
芜湖市建设投资有限公司	内资股	2.42
建信信托有限责任公司	内资股	2.04
休宁新华资产投资管理有限公司	内资股	1.85
合计	--	67.19

资料来源：徽商银行2014年年报

徽商银行主要经营范围包括在中国吸收公司和零售客户存款，利用吸收的存款发放贷款，从事资金业务包括货币市场业务，投资和交易业务及代客交易等，总部位于安徽省合肥市。

截至2014年末，徽商银行下辖7家分行及250个营业网点(包括8家分行营业部和242家支行)，498家自助服务区，控股金寨徽银村镇银行有限责任公司和无为徽银村镇银行有限责任公司，持股比例分别为41%和40%，并参股奇瑞徽银汽车金融股份有限公司。

截至 2014 年末，徽商银行本外币资产总额 4,827.64 亿元，其中贷款和垫款净额 2,147.34 亿元；负债合计 4,462.11 亿元，其中客户存款余额 3,178.70 亿元；所有者权益（含少数股东权益）合计 365.53 亿元；不良贷款率 0.83%；拨备覆盖率 255.27%；按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，资本充足率为 13.41%，其中一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为 11.51%和 11.50%。2014 年全年，徽商银行实现营业收入 114.23 亿元，净利润 56.76 亿元。

## （2）经营分析

徽商银行目前主要业务包括公司银行业务、个人银行业务、资金业务以及少量其他业务，近年来，主要业务所产生的具体收入情况如下：

表 6 近三年徽商银行年各类业务收入情况（单位：亿元、%）

业务类型		公司银行业务	个人银行业务	资金业务	合计
2012 年	利息净收入	50.92	22.93	11.84	85.69
	手续费及佣金净收入	2.42	1.01	0.53	3.96
	小计	53.33	23.94	12.37	89.65
	占比	<b>59.49</b>	<b>26.71</b>	<b>13.80</b>	<b>100.00</b>
2013 年	利息净收入	57.03	27.52	11.45	95.99
	手续费及佣金净收入	3.49	1.57	0.33	5.40
	小计	60.52	29.08	11.78	101.39
	占比	<b>59.67</b>	<b>28.67</b>	<b>11.62</b>	<b>99.96</b>
2014 年	利息净收入	61.11	28.64	24.26	114.01
	手续费及佣金净收入	3.61	2.28	2.67	8.56
	小计	64.72	30.92	26.94	122.57
	占比	<b>52.71</b>	<b>25.18</b>	<b>21.94</b>	<b>99.82</b>

资料来源：徽商银行 2014 年年报

徽商银行收入主要来源于各类业务所产生的利息净收入，由于商业银行在利率设定方面需严格遵循人民银行设定的基础利率，加之近三年人民银行对银行基准利率的调整幅度相对较小，因此各类业务利息收入的变化情况与各类业务规模变化之间的具备较强的相关性。

由上表可见，在业务结构方面，徽商银行一直以公司银行业务为主，占总体业务比重一直保持在 50%以上，个人银行业务及资金业务所占比重较小，业务结构与国内其他商业银行类似。在业务结构变化方面，徽商银行的公司银行业务近三年业务收入占总收入的比重分别为 59.49%、59.67%和 52.71%；个人银行业务占比分别为 26.71%、28.67%和 26.18%。虽然个人银行业务和公司银行业务规模逐年提升，但从比例上分析，公司银行业务和个人银行业务均存在一定幅度的下降，主要原因于我国经济进入下行阶段后，信贷业务的整体风险加大，徽商银行对各类信贷业务的风险控制力度进行有效加强，一定程度上收紧了相关业务的相对占比。同时，近三年徽商银行资金业务占收入的比重分别为 13.80%、11.62% 和 21.94%，其中 2014 年该类业务收入比重较上年同期增长明显，主要原因为徽商银行在保证自身经营稳定的基础上，对自身业务结构进行调整创新，在取得非金融企业债务融资工具主承销、基金托管等业务资格后，积极开展信贷资产证券化等债务工具的投资和货币市场交易和回购交易等业务，拓宽了收入的来源渠道，保持了自身收入的稳定和合理化扩张。

在业务区域方面，徽商银行目前业务区域主要集中于安徽省内，在外埠网点方面，仅在江苏省南京市设立了少量的分支机构，具体区域收入情况详见下表：

表 7 徽商银行业务区域收入情况表 (单位: 亿元、%)

区域	项目	2012 年	2013 年	2014 年
安徽省	利息净收入	83.21	92.13	110.37
	手续费及佣金净收入	3.72	5.03	7.97
	合计	86.93	97.16	118.34
江苏省	利息净收入	2.48	3.90	3.86
	手续费及佣金净收入	0.24	0.36	0.59
	合计	2.71	4.26	4.45

资料来源: 徽商银行 2014 年年报

由上表可见, 在主要业务收入方面, 2014 年徽商银行在安徽省内各级网点所实现的主要收入合计 118.34 亿元, 占徽商银行主要收入的 96.38%, 表明徽商银行业务区域高度集中于安徽省内, 银行业务的辐射范围较狭窄, 业务质量以及收入的稳定性受安徽省整体经济发展状况的影响大。

近年来徽商银行具体业务发展具体情况如下:

#### 公司银行业务

在公司银行存款业务方面, 徽商银行自成立起在维护现有客户, 保持提升该类业务客户存款效益的基础上, 长期注重发展现金管理、贸易融资、供应链金融等一系列新业务的创新, 有效的提升了该类业务的营销的基础质量, 有效的获得了大规模的低成本存款, 截至 2014 年末, 徽商银行的公司银行存款份额已连续 7 年保持全省第一。

近三年徽商银行该类业务存款余额(含保证金存款和其他存款)分别为 1,868.24 亿元、2,103.54 亿元和 2,438.26 亿元, 复合增长率为 14.24%, 其中截至 2014 年末, 该类业务客户存款余额占徽商银行总客户存款量的比重为 76.71%。

在公司银行贷款业务方面, 徽商银行该类业务主要包括流动资金贷款、固定资产贷款、供应链融资等。在业务发展方面, 对于传统的业务, 徽商银行结合国家宏观经济政策, 对业务的行业结构进行调整, 优先支持结构升级产业、传统优势产业和现代服务业, 有效控制政府融资平台和“两高一剩”行业贷款的增长; 对于小微企业贷款, 徽商银行通过落实小微金融改革措施, 加强了中小企业贷款服务的专业化、流程化、标准化的建设, 提高了对该类业务的营销力度, 完善了小微企业贷款产品和服务体系, 连续推出了小企业“易连贷”、“小微贷”和“自助贷”等特色信贷服务产品, 有效降低小微企业融资成本, 提高融资效率。此外, 徽商银行在小微企业金融服务体系设定过程中, 对业务人员配置、业务绩效考核以及业务风险容忍度等方面进行了一系列适应性的合理改革, 为相关业务后续发展思路的平稳落实奠定基础。

在业务来源渠道创新方面, 徽商银行从商圈、产业链、供应链、园区入手, 深入推进各类营销平台对接, 针对小微集群客户开展批量营销开发, 重点加大链式营销力度, 优选行业和客户, 依托大型核心厂商、优质中型客户、有实力的电商客户, 编制链式营销规划, 深化供应链金融客户综合开发。

近三年徽商银行公司贷款余额(含贴现, 下同)分别为 1,287.15 亿元、1,465.81 亿元和 1,628.02 亿元, 复合增长率为 12.46%, 截至 2014 年末, 该类业务贷款余额占比为 74.20%。

总体来看, 徽商银行的公司银行业务定位明确, 能够结合政策因素和区域经济特点对业务结构的改革进行探索并有步骤的进行改革创新, 已形成具备自身特色的小企业特色的经营模式, 有利于稳定和强化自身的核心竞争力。

#### 零售银行业务

在零售银行业务方面, 徽商银行在安徽省内经营时间长, 省内知名度高, 业务客户基础广泛, 在此基础上徽商银行积极对客户群体结构进行优化, 对无效和低端客户进行逐步清理, 并通过自

身服务转型后的营业网点、网上银行、手机银行等多个渠道进行业务宣传，提高了自身零售银行的市场宣传效果，保证了有效客户规模的稳定增长和业务客户贡献度的提升。近年来零售客户已成为徽商银行的重点目标群体，个人存贷款规模扩大明显，近三年零售银行业务中存款余额和贷款余额分别为 527.19 亿元、624.44 亿元、740.44 亿元和 350.80 亿元、488.68 亿元和 565.94 亿元，复合增长率分别为 18.51%和 27.02%，均呈快速增长趋势。

在财富管理业务方面，徽商银行该类型业务包括个人理财、代销基金业务、代理保险业务和代售国债业务。2014 年安徽银行通过个人理财业务募集资金合计 416.38 亿元，代销开放式基金 33.73 亿元，分别同比增长 34%和 214.35%；个人理财产品保有量 158.63 亿元，开放式基金保有量 6.17 亿元，分别同比增长 73%和 118.02%；代销国债 9.96 亿元，保有量 21.45 亿元，分别较同期下降 3.38 亿元和 1.93 亿元，下降的主要原因为当年储蓄国债发行期数减少所致。

在卡类业务方面，截至 2014 年末，徽商银行“一卡通（借记卡）”累计发行量 0.08 亿张，较上年末增长 19.52%，卡内存款总额合计 279.43 亿元，较上年末增长 18.82%，借记卡存款规模已达零售银行业务总存款量的 37.74%；在贷记卡方面，截至 2014 年末，徽商银行累计发放贷记卡 29.76 万张，较上年末增长 68.87%，当年信用卡不良率为 1.56%。公司 2014 信用卡业务实现利息收入和非利息业务收入 0.43 亿元和 1.01 亿元。

总体来看，徽商银行在安徽省内客户基础优势明显，业务链条丰富，近年来通过多条业务渠道进行相关业务的市场宣传，有效提高了业务规模的整体扩张速度和以零售银行业务为主线的市场核心竞争力。

#### 同业及资金业务

徽商银行同业业务以资金融入为主，近三年徽商银行存量同业负债和存量同业资产规模分别为 547.47 亿元、616.98 亿元、985.94 亿元和 448.45 亿元、489.64 亿元、737.86 亿元，复合增长率分别为 34.20%和 28.27%，其中截至 2014 年末，徽商银行同业存量负债和资产分别占当期负债总额和资产总额的 22.10%和 15.28%。近三年徽商银行同业业务利息净支出分别为 6.78 亿元、8.21 亿元和 4.79 亿元。

在证券投资方面，近三年徽商银行证券投资余额分别为 570.56 亿元、602.66 亿元和 1,123.55 亿元，复合增长率为 40.33%，呈快速增长趋势，主要原因为信托计划投资规模的扩大。

#### (3) 风险管理分析

徽商银行自成立起，以坚持“审慎、理性、稳健”为风险管理思路为导向，积极完善各类风险管理体系，具体包括健全风险管理组织架构，完善风险管理制度，优化风险管理流程和改进风险管理工具等多个方面，对“资本、风险、收益”的关系进行有效平衡，以保证在目前国内经济下行压力加大和银行不良贷款总体反弹的风险形势下，保持各项监管指标的稳定和总体经营风险的稳定可控。

#### 信用风险管理

在信用风险管理方面，徽商银行设立风险管理委员会和风险及内控管理委员会为信用风险管理的最高决策机构，在其在董事会批准的风险管理偏好、战略、政策及权限框架内，审议并决策全行重大信用风险管理政策。在风险管理操作方面，徽商银行设立了业务、风险、监督的“三道防线”体系，对各信贷业务环节进行全程的风险管理监控，其中业务部门作为第一道防线，以平衡风险和收益为原则，严格筛选、评估客户，制定相应的风险防范管控方案；风险管理部门作为第二道防线独立于本行的业务部门，设定风险识别、监测、计量、预警、报告、处置等环节的风险

管理标准，评估资产配置的合理性，及能否达到董事会设定的风险管理目标；合规、审计等监督部门作为第三道防线，对各类风险管控的政策、制度、方法、程序和流程的有效性和充足性进行监督。

在具体信用风险管理措施方面，徽商银行依据监管要求，对借款人的偿债能力、还款意愿、担保方式等多方面因素进行合理分析，依据制定的标准化借贷政策和程序的制度要求，对客户进行信用评级，同时在信贷业务存续管理过程中，以信贷资产五级分类要求为基础，进一步进行分类细化，以加强资产的安全管控。

此外，在日常信用风险管理的过程中，徽商银行紧密集合国家宏观调控政策和监管部门的相关政策，强化重点行业信贷审批指引和产能过剩行业退出管理，在支持实体经济发展过程中，不断改善自身信贷结构。进入 2014 年，徽商银行继续着重对政府融资平台和房地产等重点领域实行风险限额管理，对该类型企业及其上下游企业积极开展压力测试，极端情况的贷款质量和预计损失评估工作，以保证该类型企业的信贷风险的整体可控。同时，徽商银行加强了客户集中度的管理控制，对集团客户进行统一授信管理，在组合风险管理层面不断强化资产质量控制能力。

在行业分布方面，徽商银行近三年贷款行业主要分布于商业服务业、制造业、公用事业、房地产业和建筑业，以上行业近三年贷款余额占同期期末贷款余额的比重一直保持于 60% 以上，且第一大行业的占比基本保持于 20% 左右，表明徽商银行贷款业务的结构基本保持稳定，但整体行业集中度持续保持于较高水平。

表 8 徽商银行前五大贷款行业分布情况表（单位：%）

2012 年末		2013 年末		2014 年末	
行业	占比	行业	占比	行业	占比
商业及服务业	20.51	商业及服务业	21.18	商业及服务业	19.14
制造业	22.11	制造业	21.01	制造业	18.66
公用事业	7.64	公用事业	7.13	公用事业	8.93
房地产业	5.70	房地产业	6.89	房地产业	7.52
建筑业	6.06	建筑业	5.77	建筑业	6.44
合计	62.02	合计	61.97	合计	60.70

资料来源：徽商银行 2012~2014 年年报

在贷款客户集中度方面，截至 2014 年末徽商银行单一最大客户贷款集中度为 3.54%；前十大客户贷款集中度为 24.44%，表明徽商银行客户集中风险处于较低水平。

表 9 徽商银行前贷款质量情况表（单位：%）

贷款类被	2012 年末		2013 年末		2014 年末	
	余额	占比	余额	占比	余额	占比
正常类	1,590.17	97.09	1,906.69	97.56	2,130.18	97.1
关注类	38.29	2.34	37.29	1.91	45.52	2.07
次级类	8.39	0.51	8.25	0.42	15.65	0.71
可疑类	0.7	0.04	2.17	0.11	2.13	0.1
损失类	0.4	0.02	0.09	0	0.48	0.02
不良贷款合计	9.49	0.58	10.51	0.54	18.26	0.83
贷款总额	1,637.95	100	1,954.49	100	2,193.97	100
逾期贷款	9.2	0.56	15.12	0.77	31.74	1.45

资料来源：徽商银行 2012~2014 年年报

在信贷业务质量方面，近三年徽商银行不良贷款率分别为 0.58%、0.54%和 0.83%，与同行业相比徽商银行信贷资产质量持续保持较高水平，但是由于 2014 年该指标较上年同期增长幅度大，且逾期贷款余额增长幅度明显，徽商银行信贷资产质量的下行压力仍应值得关注。

表 10 同行业相比不良贷款率情况表（单位：%）

银行名称	期限	不良贷款率
北京银行	2012	0.59
	2013	0.65
	2014	0.86
上海银行	2012	0.84
	2013	0.82
	2014	0.98
宁波银行	2012	--
	2013	0.89
	2014	0.89
南京银行	2012	0.83
	2013	0.89
	2014	0.94
天津银行	2012	0.72
	2013	1.03
	2014	1.09
徽商银行	2012	0.58
	2013	0.54
	2014	0.83

资料来源：各商业银行年报、徽商银行 2012~2014 年年报。

在贷款业务的保证方式来看，徽商银行的信贷资产主要以抵（质）押贷款为主，近三年该类贷款余额分别为 962.59 亿元、1,203.89 亿元和 1,379.72 亿元，变化趋势与同期信贷资产总量变化趋势相一致，复合增长率为 19.72%，高于同期信贷资产的增长幅度 3.99 个百分点，表明随着近年来国民经济进入下行阶段后，徽商银行及时的采用较为保守、稳健的业务操作模式，提高了抵（质）押贷款占比，以降低信贷业务的风险敞口，近三年徽商银行抵（质）押贷款占比分别为 58.77%、61.60%和 62.89%。

在表外业务方面，截至 2014 年末徽商银行表外业务余额 633.81 亿元，主要由银行承兑汇票和贷款承诺为主，占比分别为 79.04%和 9.17%。

总体来看，徽商银行整体信贷资产质量保持了行业较好水平，但由于我国经济增速逐渐放缓，近年来徽商银行信贷业务中不良贷款、逾期贷款总量持续增加，业务质量未来仍存在一定的下行压力。

#### 市场风险管理和流动性风险管理

在市场风险管理方面，徽商银行已采用现金流分析、敏感性分析、情景分析、风险价值（Var）分析及压力测试等多种分析工具和手段，对资金业务投资进行定量分析，严格遵行市场风险限额管理制度，以规避市场风险。

表 11 徽商银行利率风险缺口（单位：亿元）

期限	2013 年末	2014 年末
1 个月以内	-123.62	-15.39
3 个月以内	-20.47	-147.87
3 个月至 1 年	478.82	249.64
1 年至 5 年	-114.19	154.42
5 年以上	101.86	168.17

不计息	-9.79	-53.56
合计	312.61	355.41

资料来源：徽商银行 2012~2014 年年报

由上表可见，徽商银行 2013 年、2014 年利率敏感度缺口均为正缺口，表明徽商银行利率风险小，截至 2014 年末，徽商银行利率风险缺口总额为 355.41 亿元，较上年末增长 13.69%，增长的主要原因为证券投资业务规模的扩大，致使可交易金融资产规模的增长所致。

经徽商银行测算，2012~2014 年，如基准利率曲线变动 100 个基点对全行利息收入的影响分别为 9.64 亿元、13.54 亿元和 13.21 亿元，分别占当年利息净收入的 11.25%、14.10%和 11.56%，表明徽商银行存在一定的利率风险。

在流动性风险管理方面，徽商银行坚持稳健、审慎和理性原则，依据自身特点以及外部市场环境较情况，以较为灵活的流动性资产组合比例进行调整，确保在任何压力情景下和在规定的最短生存期内保证不出现流动性风险。

表 12 徽商银行流动性缺口（单位：亿元）

期限	2013 年末	2014 年末
即时偿还	-1,479.01	-831.24
1 个月内	560.81	-104.64
1 至 3 个月	-8.78	-108.60
3 个月至 1 年	533.48	419.73
1 年至 5 年	140.83	402.11
5 年以上	531.12	555.93
逾期	6.43	12.91
无期限	31.85	19.34

资料来源：徽商银行 2012~2014 年年报

由上表可见，徽商银行流动性负缺口主要集中在即时偿还和 3 个月以内，主要是由于活期存款规模较大和同业负债期限主要集中在 3 个月内所致，考虑到活期存款的沉淀特性，徽商银行即时偿还流动性压力较小。徽商银行近三年流动性比例分别为 35.09%、27.75%和 33.92%，徽商银行流动性处于较好水平。

#### （4）经营效率和盈利能力

徽商银行近三年营业收入复合增长率为 17.49%，增长的主要原因为利息净收入规模的扩大，近三年徽商银行分别实现利息净收入 85.69 亿元、96.03 亿元和 114.23 亿元，复合增长率为 15.46%，增长的原因为生息资产规模的扩大，当期所实现的利息净收入占营业收入的比重分别为 92.70%、94.40%和 89.60%。

2014 年徽商银行利息总收入合计 230.57 亿元，其中贷款利息收入 142.72 亿元，同业资产利息收入 42.28 亿元，债券、信托收益权及资产管理计划投资利息收入 36.84 亿元，占比分别为 61.90%、18.34%和 15.98%，其余的利息为央行存款利息收入，但所占比重小。

在利息支出方面，徽商银行 2014 年利息支出 116.34 亿元，主要为客户存款利息支出和客户存款利息支出，分别 63.61 亿元、47.07 亿元，分别占比 54.68%和 40.46%，其余的利息支出全部为发行债券利息支出。

近三年徽商银行净利差分别为 2.88%、2.44%和 2.47%，呈波动下降趋势，主要原因为同业负

债利息支出的减少。

表 13 近三年徽商银行盈利指标 (单位: 亿元、%)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
营业收入	92.35	101.73	127.48
其中: 利息净收入	85.69	96.03	114.23
手续费及佣金净收入	3.96	5.40	8.56
投资收益	1.07	-0.90	3.19
营业支出	35.90	38.22	54.14
其中: 业务及管理费	31.32	33.86	42.17
资产减值损失	4.58	4.35	11.97
净利润	43.06	49.26	56.76
净利差	2.88	2.44	2.47
成本收入比	33.92	33.29	33.08

资料来源: 徽商银行 2012~2014 年年报

在经营成本费用方面, 徽商银行业务支出以业务及管理费支出为主, 其中主要为职工薪酬及办公及行政支出为主, 随着近年来徽商业务规模的扩大, 相关的业务及管理费用持续增加, 使徽商银行的成本收入比呈下降趋势, 2014 年, 徽商银行成本收入比为 33.08%, 已处于较好水平, 但与同行业相比略显薄弱。

在盈利指标方面, 徽商银行 2014 年资产利润率和资本利润率分别为 1.31% 和 16.78%, 基本处于同行业较高水平。

表 14 2014 年同行业相比盈利能力指标情况 (单位: %)

银行名称	成本收入比	资产利润率	资本利润率
北京银行	24.65	1.09	17.96
上海银行	25.06	1.05	17.51
宁波银行	32.07	1.11	18.88
南京银行	27.91	1.12	19.00
天津银行	23.69	0.93	15.41
<b>徽商银行</b>	<b>33.08</b>	<b>1.31</b>	<b>16.68</b>

资料来源: 各商业银行 2014 年年报

#### (5) 资本充足性

截至 2014 年末, 徽商银行股东权益合计 365.74 亿元, 其中股本、资本公积、盈余公积、一般风险准备和未分配利润分别占比 30.23%、18.47%、11.14%、10.24% 和 29.73%。

近年来, 徽商银行资本充足水平情况如下:

表 15 近两年徽商银行资本充足性指标 (单位: 亿元、%)

项目	2013 年	2014 年
资本净额	381.11	423.87
其中: 一级资本净额	316.23	363.57
核心一级资本净额	316.16	363.48
风险加权资产	2508.22	3159.97
风险资产系数	65.64	65.46
股东权益/资产总额	8.29	7.57
资本充足率	15.19	13.41
一级资本充足率	12.61	11.51

核心一级资本充足率	12.60	11.50
-----------	-------	-------

资料来源：徽商银行 2012~2014 年年报

截至 2014 年末，按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算，徽商银行资本充足率为 13.41%，一级资本充足率为 11.51%，核心一级资本充足率为 11.50%，由于 2014 年徽商银行业务规模的进一步扩大，以上指标较上年相比均有所下降，但仍处行业较高水平，表明徽商银行对于因银行业务风险的整体防御能力较强。

表 16 2014 年同行业相比资本充足性情况（单位：%）

银行名称	资本充足率	一级资本充足率	核心一级资本充足率
北京银行	11.08	9.16	9.16
上海银行	12.57	10.38	10.38
宁波银行	12.40	10.07	10.07
南京银行	12.00	8.59	8.59
天津银行	12.61	10.64	10.64
<b>徽商银行</b>	<b>13.41</b>	<b>11.51</b>	<b>11.50</b>

资料来源：各商业银行年报

注：按照《商业银行资本管理办法（试行）》口径计算

综上，徽商银行在安徽省内具备较为明显市场竞争力，目前业务种类较丰富，且通过近年来积极的业务结构的调整，已一定程度上具备单一业务风险的分散能力。徽商银行的业务风控策略较谨慎，风险控制效果较好，业务质量较高，风险压力较小，整体盈利能力较强。

总体来看，徽商银行经营基础较好，具备未来健康、良性发展的条件，经营风险较小。

### 上海高金股权投资合伙企业（有限合伙）

公司通过上海中静矿业投资有限公司（以下简称“中静矿业”）持有上海高金股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“高金基金”）49%的出资权益。中静矿业是公司持股 85.85%的子公司，注册资金人民币 100 万元，经营范围：矿业投资（除股权投资和股权投资管理），矿产品（除专控）销售。（涉及行政许可的，凭许可证经营）。高金基金原名华东有色股权投资合伙企业（有限合伙），于 2011 年 10 月 17 日经江苏省苏州工业园区工商行政管理局批准设立，认缴出资额 10 亿元，2014 年 2 月 25 日江苏省苏州工业园区工商行政管理局同意华东有色股权投资合伙企业（有限合伙）迁出，2014 年 4 月 2 日经上海工商行政管理局批准华东有色股权投资合伙企业（有限合伙）迁入及注册变更，更名后企业名称为上海高金股权投资合伙企业（有限合伙）。高金基金的普通合伙人是苏州高能华东有色股权投资管理合伙企业（有限合伙）（简称“苏州高能”），苏州高能也是有限合伙企业，总认缴出资为 1,000 万元。

高金基金总募资额为 10 亿元，中静矿业为其最大的有限合伙人，持有基金 4.9 亿元出资权益，并参与对该基金的管理。

高金基金依靠中国有色金属华东地质勘查局的资源和专业实力，集中对具有竞争优势的资源型企业进行股权投资。高金基金的投资情况如下表所示，截至目前其主要投资均集中于有色金属领域，投资专业化较强，投资形式包括股权投资和债权投资。

表 17 截至 2015 年 6 月末高金基金投资企业概况（单位：亿元）

被投资企业	主要业务	投资金额	持股比例	说明
盛和资源控股股份有限公司 (股票代码: 600392)	氟碳铈型稀土冶炼分离技术研发与生产	1.38	3.65%	2016 年 1 月解禁
新疆哈密市长城实业有限责任公司	铜镍矿开采	2.00	13.33%	债权加股权

江苏华东有色投资控股有限公司	有色金属勘探、开采	3.08	12.14%
----------------	-----------	------	--------

数据来源：公司提供

高金基金持有盛和资源控股股份有限公司（简称：盛和资源，证券代码：600392）1,373.85万股，占盛和资源3.65%股权，该等股份的解禁日期为2016年1月。盛和资源的年报显示，2014年盛和资源实现主营业务收入15.14亿元，净利润1.93亿元，同比增长26.50%。2015年6月30日盛和资源的收盘价为25.51元/股。

从高金基金的主要投资情况看，高金基金投资的新疆哈密市长城实业有限责任公司（以下简称“哈密长城”）主要从事镍矿开采业务。由于2013年~2014年间镍价波动较大，同时，受下游主要客户巨额亏损，及主要客户管理层人事调整等影响，哈密长城2013年和2014年的利润远低于预期。有鉴于此，高金基金的管理团队正在与项目方协商回购退出事项。未经审计的财务报表显示，2014年哈密长城实现营业收入15,010.02万元，净利润为2,910.35万元。截至2014年底，哈密长城总资产为6.31亿元，净资产为2.32亿元。

高金基金已实际对江苏华东有色投资控股有限公司投资3.075亿元。江苏华东有色投资控股有限公司原系由江苏省有色金属华东地质勘查局出资设立的国有独资企业，2012年末至2013年初通过引入高金基金等其他战略投资者，增资扩股并改制，计划发展成为探采一体化、经营国际化、资源资产资本一体化发展的以矿产勘查和开发为主业的大型跨国集团公司。但因为相关人事调整的问题，江苏华东有色投资控股有限公司改制进展缓慢，高金基金正在退出对江苏华东有色投资控股有限公司的投资。

整体看，高金基金投资专业化程度较高，但除对盛和资源的投资前景较好以外，其他主要投资均处于逐步退出中。

### 新疆盘古大业股权投资有限合伙企业

公司通过上海中静创业投资有限公司（以下简称“中静创业”）持有新疆盘古大业股权投资有限合伙企业（以下简称“盘古大业”）权益。盘古大业基金总规模2亿元，中静创业作为有限合伙人，总认缴出资额为1.8亿元，持有有限合伙企业90%份额，是唯一的有限合伙人。

中静创业是公司的全资子公司，注册资金人民币100万元，经营范围：实业投资、投资管理（除股权投资和股权投资管理）、企业管理（除经纪）、房地产开发、商务咨询、投资咨询（除经纪）、物业管理、市场信息与调查（不得从事社会调查、社会调研、民意调查、民意测验），百货、五金交电、汽车配件、服装的销售。（涉及行政许可的，凭许可证经营）。

盘古大业的普通合伙人为赵林业先生，1970年生，中国国籍，武汉大学工商管理硕士，新疆盘古大业股权投资有限合伙企业执行事务合伙人，历任上海华源制药股份有限公司董事、常务副总裁，国泰君安创新投资有限公司董事总经理。

截至2015年6月末，盘古大业主要投资如下表所示。

表 18 截至 2015 年 6 月末盘古大业主要投资情况（单位：亿元）

被投资企业	主要业务	投资金额	持股比例	说明
安徽长风农牧科技有限公司	饲料加工、种猪育种、商品猪繁育、生猪屠宰加工及无公害猪肉食品深加工	0.40	22.65%	已经被上市公司大北农收购并实现退出，实现投资收益2,000万元，目前收回5,662万元，尚余338万元未收回
昌图国美肉联有限责任公司	商品猪饲养和猪肉加工	0.42	12.00%	

梓昆科技(杭州)有限公司	金融机具	0.55	7.50%	准备上新三板
浙江博世华环保科技有限公司	固废处理	0.18	5%	被上市公司世纪星源收购,正在等待证监会审核

数据来源: 公司提供

从盘古大业的主要投资来看, 2011年11月, 新疆盘古大业投资4,000万元入股安徽长风农牧科技有限公司(以下简称“长风农牧”)。长风农牧的主营业务为饲料加工、种猪育种、商品猪繁育、生猪屠宰加工及无公害猪肉食品深加工。长风农牧目前已形成了以原种及祖代种猪育种遗传研发、无公害生猪繁育养殖, 生猪屠宰及深加工、饲料预混料生产加工等专业化产品为主体的四大产业生产和供应体系。未经审计的财务报表显示, 2014年度长风农牧实现营业收入20,469万元, 营业利润-718万元, 净利润831万元。截至2014年底, 长风农牧资产总额为45,818万元, 归属母公司股东所有者权益为19,740万元。该项目已被上市公司“大北农”收购并实现退出, 收回5,662万元, 尚有338万元未收回。

盘古大业对昌图国美肉联有限责任公司(以下简称“国美肉联”)的投资属于债转股形式。2012年8月, 新疆盘古大业完成对国美肉联借款4,200万元, 在国美肉联业绩满足一定条件下, 该等4,200万元债权按照约定比例转为12%股权。由于2013年国美肉联利润未达预期, 同时财务内控薄弱未有改观, 盘古大业基金决定收回债权, 不进行债转股, 目前正在投资退出中。

2012年12月份, 盘古大业投资5,520万元入股梓昆科技(杭州)有限公司(以下简称“梓昆科技”), 梓昆科技为国家级高新技术企业, “梓昆”品牌被认定为中国著名品牌、中国优质名牌产品、中国政府采购首选品牌、全国人民币鉴别仪质量过硬服务放心品牌、全国质量服务信誉AAA级金牌单位以及中国消费者用户质量信得过产品等。梓昆科技是国内首家掌握验钞行业“以真鉴假”的核心技术并推出相应产品的公司, 改变了行业原有“以假鉴假”的技术模式, 有力地推动了行业的技术升级。梓昆科技推出的本外币一体机, 能够对世界多国货币, 包括塑料币进行多光谱图像分析鉴伪和冠号码识别、存储等。经审计, 2014年度梓昆科技实现营业收入10,167.65万元, 实现净利润4,238.02万元, 较上年同期下降8.82%; 截至2014年12月31日, 梓昆科技资产总额达到33,895.42万元, 净资产22,840.06万元。

盘古大业投资的浙江博世华环保科技有限公司(以下简称“博世华”)是一家专业的从事固废处理业务的环保科技型高新技术企业。未经审计的财务报表显示, 2014年度博世华实现营业收入2.01亿元, 归属母公司股东净利润0.27亿元。截至2014年末, 博世华资产总额为3.95亿元, 归属母公司股东所有者权益为1.97亿元。2015年初, 博世华与上市公司世纪星源(股票代码: 000005)就资产重组达成初步协议, 世纪星源拟向博世华的部分股东发行股份并支付现金购买博世华的股权。盘古大业作为博世华的原有股东, 在重组交易完成后, 将持有上市公司的股份, 该资产重组事项已获中国证监会受理。

整体上看, 公司投资盘古大业基金的主要投资方向是农业、环保和科技企业, 目前投资的企业前景整体良好, 部分处于退出过程中。

#### 中静四海实业有限公司

中静四海实业有限公司于2012年设立, 初始股东为中静实业(集团)有限公司(持股15.1533%), 上海华腾资产经营管理有限公司(持股14.9494%), 上海同谊投资有限公司(持股11.76%), 上海同谊资产经营管理有限公司(持股9.7897%), 杉杉集团有限公司(持股28.10%), 上海杉控投资有限公司(持股13.50%)和宁波杉辰实业有限公司(持股6.7476%)。

2012年至2014年期间, 杉杉集团有限公司取得了中静实业(集团)有限公司授权的15.1533%

股权的表决权（在 2014 年 12 月 31 日该项授权终止），因此，杉杉集团对中静四海合并报表，而公司对中静四海采用权益法核算。

2015 年 3 月 31 日，中静实业（集团）有限公司、上海华腾资产经营管理有限公司、上海同谊投资有限公司、上海同谊资产经营管理有限公司分别与公司签署股权转让协议，将其持有的中静四海股权转让给公司，转让后公司持有中静四海 51.65% 股权。

截至 2015 年 3 月末，中静四海注册资本 12.62 亿元，其中公司占 51.65% 股权，中静四海成为公司合并报表子公司。

中静四海的主要业务为持有徽商银行股权。2015 年 3 月末，中静四海持有徽商银行 44,469.62 万股，占其总股本的 4.02%。

### 北京新华四方投资有限公司

北京新华四方投资有限公司（以下简称“新华四方”）于 2010 年设立，公司通过中静创业持有新华四方 34.3% 股权，为其第二大股东。新华四方为国盛华兴投资有限公司（以下简称“国盛华兴”）第一大股东，持股比例为 49%，国盛华兴为专注于汽车零部件行业领先企业的投资平台，注册资本 10,000 万元。国盛华兴截至目前对外投资三个项目，分别为牡丹江富通汽车空调科技股份有限公司、山东金麒麟股份有限公司（以下简称“金麒麟”）、扬州长运塑料技术有限公司。其中金麒麟为国内汽车刹车片龙头企业，总股本为 15,687 万股，国盛华兴持有 630 万股。根据未审计财务报表，2014 年金麒麟全年营业收入为 10.5 亿元，资产总额为 18.26 亿元，净利润为 1.28 亿元，每股收益 0.82 元。金麒麟正在申报 A 股 IPO 进程中。

整体上看，公司持有的徽商银行股权规模较大，徽商银行经营情况良好，公司对其的投资前景良好；公司对高金基金的投资部分处于退出过程中；公司对盘古大业的投资情况尚可。

### 4. 经营效率

由于公司主营股权投资，因此没有存货及应收账款。2014 年公司总资产周转率为 0.01 次。考虑到公司主营业务收入并不反映公司投资业务经营情况，因此经营效率指标对公司业务分析的指导意义有限。

### 5. 经营关注

#### 投资相对集中的风险

从公司投资的行业分布来看，集中于金融行业和有色金属行业，这两个行业均具有一定的顺周期性，当经济增速放缓时可能出现行业景气度的下滑，导致公司投资收益降低，权益价值受损。

从公司投资标的的集中度来看，徽商银行股权是公司投资的主要组成部分，集中度很高。目前徽商银行发展情况良好，但仍属于区域性股份制银行，其业务的地域范围相对较小，容易受到局部经济变化的影响，给公司的投资组合价值带来不确定性。

#### 资产的流动性风险

公司通过多种途径持有徽商银行股权，其中公司直接持有以及通过中静四海实业有限公司所持的徽商股份为内资股，由于徽商银行尚未在 A 股上市<sup>2</sup>，该等股份不能上市流通，流动性和变现能力受到一定限制。

此外，公司通过全资孙公司 Wealth Honest Limited 持有徽商银行 H 股，该等股份可以在 H 股

<sup>2</sup> 徽商银行目前处于 A 股 IPO 审核排队中。

市场自由流通，变现能力良好。联合评级关注到，Wealth Honest Limited 以其持有的徽商银行 H 股作为质押向国泰君安财务（香港）有限公司及国泰君安证券（香港）有限公司融资，若其卖出该等质押股权须优先偿还上述融资。

## 6. 未来发展

未来，公司将继续坚持转型升级总体思路，通过股权投资支持实体经济发展，继续做大做强对金融类企业股权投资和投资并参与管理私募股权基金的两大核心业务板块，并计划适时收购上市公司作为控股平台，进一步增强中静新华的投资实力，创造国内品牌股权投资企业。

股权投资方面，公司将进一步加强公司股权投资业务的核心地位。公司已投资徽商银行、盛和资源、牡丹江富通、金麒麟、梓昆科技等一批优质企业，公司将进一步全面提升投资核心能力，增强筹资、投资、投后管理和退出能力；在目前主要关注成熟行业的基础上，响应国家支持创新的政策，加强对科技创新、模式创新等早期、前期项目的关注和投资，提高相关的投资及管理能力，做好项目增值服务，争取更大的投资收益。

基金管理方面，公司将积极发展基金管理业务，扩大管理费收入。公司目前运作多只基金，投资成果显著，已有若干个投资项目实现上市，或实现与上市公司并购重组，后续将适时择机退出。公司计划积极发展基金管理业务，一方面有利于充分利用资金规模化的效益和优势，提高投资效率，另一方面有利于公司扩大管理费收入，提升业绩。未来公司计划成立各具风格特点和风险特征的基金，面向传统或新兴行业、不同发展阶段的行业，形成稳健与进取均衡的投资配置。

公司将进一步建立高效有序的公司运营管理机制，创造国内品牌股权投资企业。中静新华通过借鉴国内外同行先进的运营管理机制，进一步建立健全投前论证、投后管理、财务管理、资金管理、人力资源管理等各项工作的专业化管理体系和指标评价体系，达到制度健全，计划合理，考核清晰，夯实公司管理基础，提升管理效率和效益，力争把中静新华打造成国内股权投资企业的样板，创造国内品牌股权投资企业。

公司将做好被投资企业服务工作，适时将公司打造为上市公司的控股平台，进一步加强投后管理特别是对于被投资企业的增值服务工作，通过标准化的方式建立健全被投资企业管理制度，提升被投资企业管理效率，降低摩擦成本，为被投资企业带来先进的管理理念和实践，支持其稳健发展。

整体上看，公司发展规划体现了作为股权投资企业的经营特征和发展策略，能够指导公司未来几年的经营运作，可操作性较强。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2012~2014 年合并财务报表均经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留的审计意见。公司 2015 年 6 月末的财务报表未经审计。公司财务报表编制遵循财政部 2006 年颁布的《企业会计准则》及其后续规定和解释。

由于 2014 年公司合并报表范围新增上海中静矿业投资有限公司、上海中静创业投资有限公司和 Wealth Honest Limited，导致 2014 年公司财务数据变化较大，公司近三年财务数据的连续性和可比性受到一定影响。2015 年 3 月，公司将中静四海纳入合并报表，对 2015 年一季度财务数据的可比性产生一定影响。

截至 2014 年末，公司合并资产总额 458,909.64 万元，负债合计 113,114.02 万元，所有者权益

(含少数股东权益) 327,795.62 万元。公司 2014 年实现营业收入 3,102.67 万元, 实现投资收益 18,158.33 万元, 净利润(含少数股东损益)15,261.52 万元; 经营活动产生的现金流量净额-19,555.25 万元, 现金及现金等价物净增加额 3,037.37 万元。

截至 2015 年 6 月末, 公司合并资产总额 603,386.17 万元, 负债合计 142,608.22 万元, 所有者权益(含少数股东权益) 460,777.94 万元。公司 2015 年 1~6 月实现营业收入 3,670.00 万元, 净利润(含少数股东损益) 31,091.97 万元; 经营活动产生的现金流量净额为 6,595.46 万元, 现金及现金等价物净增加额 380.52 万元。

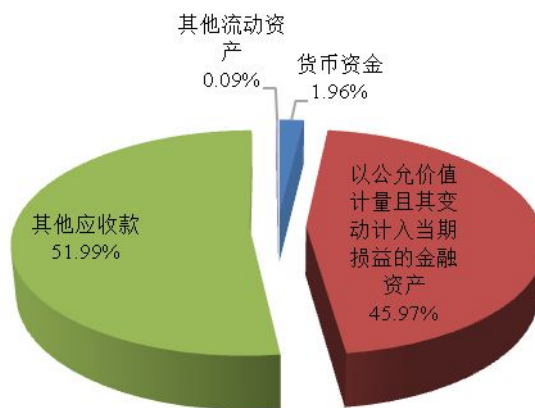
## 2. 资产质量

随着整体投资业务规模的持续扩大, 近三年公司资产规模年均复合增长率达 36.10%, 呈稳定较快增长趋势。截至 2014 年末, 公司资产总额 458,909.64 万元, 其中流动资产和非流动资产占比分别为 42.43%和 57.57%, 以非流动资产为主。

### 流动资产

近三年, 公司流动资产分别为 25,532.96 万元、91,789.74 万元和 194,698.93 万元, 呈快速增长趋势, 年均复合增长率达 176.14%, 大幅增长的原因因为所持金融资产的公允价值变动以及其他应收款规模的扩大。截至 2014 年末, 公司流动资产构成包括货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、其他应收款和其他流动资产, 具体如下图所示。

图 3 公司 2014 年末流动资产构成



数据来源: 公司 2014 年审计报告

随着近年来公司融资规模的扩大, 公司流动资金得到补充, 货币资金规模相应快速增长, 公司近三年货币资金总量分别为 10.33 万元、769.63 万元和 3,807.00 万元, 其中 2014 年货币资金中, 含港币 57.16 万元(港币原币 72.46 万元, 按汇率 0.788990 折算)。2014 年末公司货币资金中无受限资金。

公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为二级子公司 Wealth Honest Limited 所持徽商银行 H 股流通股。由于股价变动导致该类资产规模快速扩大, 截至 2014 年末, Wealth Honest Limited 所持徽商银行 H 股流通股公允价值合计 89,501.63 万元, 较上年末增长 192.35%<sup>3</sup>。

<sup>3</sup> 2012 年末公司无该类资产。

此外，截至 2014 年末，公司已将 Wealth Honest Limited 所持徽商银行的全部股份分别向国泰君安财务（香港）有限公司和国泰君安证券（香港）有限公司进行融资质押。

公司将委托现代创新管理的资产计入其他应收款，受托管资产规模增加的影响，近三年公司其他应收款规模快速扩大，分别为 25,522.62 万元、60,230.31 万元和 101,215.22 万元，年均复合增长率为 99.14%。2014 年末公司其他应收款中委托现代创新管理的资产账面价值占 97.10%。由于公司委托管理的资产能够获得固定收益及浮动收益，安全性良好，因此未计提坏账准备。

### 非流动资产

近三年，公司非流动资产总额年均复合增长率为 9.04%，主要系可供出售金融资产及长期股权投资的增长所致。2014 年末，公司非流动资产合计 264,210.71 万元，全部由可供出售金融资产（占 47.94%）及长期股权投资（占 52.06%）构成。

近三年，公司可供出售金融资产账面价值年均复合增长 7.70%，主要系对高金基金股权投资合伙企业投资规模的扩大所致。截至 2014 年末，公司可供出售金融资产账面价值 126,658.15 万元，全部采用成本法计量，其中徽商银行股权占 57.04%，对高金基金的投资占 27.44%，对盘古大业的投资占 14.21%。截至 2014 年末，公司将持有的 10,000.00 万股徽商银行股票质押给民生银行合肥分行用于关联企业现代创新向民生银行合肥分行借入信托贷款 28,000.00 万元，公司将持有的 10,420.00 万股徽商银行股票质押给民生银行广州分行用于公司向民生银行广州分行借入信托贷款 42,000.00 万元。

近三年，公司长期股权投资年均复合增长率为 10.31%，增长的主要原因为投资损益的增加。截至 2014 年末，公司长期股权投资合计 137,552.56 万元，占非流动资产 52.06%，公司长期股权投资对象分别为中静四海和牡丹江富通汽车空调有限公司（2015 年 6 月改制更名为“牡丹江富通汽车空调科技股份有限公司”），投资额分别为 133,647.47 万元和 3,905.10 万元，分别占 97.16%和 2.84%。

截至 2015 年 6 月末，资产总额 603,386.17 万元，较上年末增长 31.48%，主要系流动资产规模扩大所致，流动资产占总资产比例较年初明显提升至 52.92%，提升较大。资产结构较上年末变化明显，主要系公司合并范围变化，导致其他应收款规模的扩大以及可供出售金融资产规模的缩小所致。截至 2015 年 6 月末，公司其他应收款合计 188,534.06 万元，较上年末增长 86.27%，主要原因为公司对中静四海的核算由采用权益法计入长期股权投资变更为纳入合并报表，中静四海部分应收款重新分类所致；当期末公司可供出售金融资产为 58,673.54 万元，较上年末下降 53.68%，主要由于中静四海纳入合并报表后，其持有的徽商银行股权由可供出售金融资产转入长期股权投资所致。

总体来看，随着各类投资业务规模的扩大，近年来公司资产规模快速扩张，资产结构以权益类投资资产为主，整体资产质量较好；联合评级关注到，公司投资标的集中于徽商银行，集中度较高；同时，公司已将大部分所持徽商银行的股份进行了融资质押，公司资产的变现能力有待提升。

## 3. 负债及所有者权益

### 负债

近三年，随着公司投资规模的扩大，公司负债总额以年均 65.27% 的速度增加。2014 年末，公司负债总额 131,114.02 万元，其中流动负债占 67.97%，非流动负债占 32.03%，公司负债以流动负债为主。

公司近三年流动负债呈波动增长趋势，且增长幅度大，年均复合增长率达 36.25%，截至 2014 年末，公司流动负债合计 89,114.02 万元，主要由短期借款和其他应付款构成，分别占 66.66% 和 33.34%。

为了满足扩大投资规模的需要，近年来公司扩大了短期借款的规模，截至 2012 年末，公司无短期借款余额，截至 2014 年末，公司短期借款余额为 59,405.68 万元，较 2013 年末增长 194.46%，全部为二级子公司 Wealth Honest Limited 将所持徽商银行的 H 股进行质押，并由中静实业原实际控制人 Wealth Honest Limited 公司董事高央（GAOYANG）提供保证，由国泰君安财务（香港）有限公司和国泰君安证券（香港）有限公司提供的短期借款，其中由国泰君安证券（香港）有限公司提供的短期借款已全部用于支付股票价款。

截至 2012 年末，公司无存量其他应付款。截至 2014 年末，公司其他应付款余额 29,708.25 万元，较 2013 年末增长 172.83%，全部为公司应付关联企业的往来款。

截至 2014 年末，公司非流动负债全部为长期借款，公司长期借款余额 42,000 万元，为民生银行提供的委托贷款，由公司将所持徽商银行的大部分股权进行质押，并由控股股东中静实业、关联企业现代创新以及高央提供保证。

受公司扩大融资规模的推动，公司近三年全部债务余额分别为 48,000 万元、20,174.24 万元和 101,405.68 万元，年均复合增长率为 45.35%，公司有息债务规模呈快速增长趋势。近三年公司资产负债率分别为 19.37%、9.11% 和 28.57%，近三年全部债务资本化比率分别为 19.37%、6.09% 和 23.63%，均呈现波动上升的态势，其中 2013 年公司资产负债率及全部债务资本化率出现下降，主要是当年公司股东对公司进行增资，导致资产规模扩大，并偿还了部分银行借款所致。公司 2012 年末、2013 年末无长期债务，截至 2014 年末公司长期债务资本化比率为 11.36%。整体上公司的偿债压力不大。

截至 2015 年 6 月末，公司负债合计 142,608.22 万元，较上年末小幅增长 8.77%。在负债结构方面，由于上年末存续的长期借款将于 2015 年内到期，因此于当期转入流动资产中一年内到期的非流动负债科目内，致使公司流动负债较上年末增长 60.03%，除此之外，公司其余的流动负债均较上年末无明显变化。截至 2015 年 6 月末，公司无长期负债，当期资产负债率、全部债务资本化比率分别为 23.63% 和 18.97%，分别较上年末下降 4.94 和 4.65 个百分点，主要原因为公司资产规模的扩大所致。

整体看，公司扩大投资规模的同时导致债务规模呈现波动增长，公司负债以短期借款为主，与公司资产结构相比存在一定错配，公司整体债务压力不大。

### 所有者权益

公司近三年所有者权益合计分别为 199,755.33 万元、311,182.45 万元和 327,795.62 万元，年均复合增长率为 28.10%，呈快速增长趋势，主要系公司于 2013 年进行增资，将实收资本由 152,500 万元增至 250,000 万元所致。

截至 2014 年末，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益合计 327,193.66 万元，占年末所有者权益的 99.82%，归属母公司所有者权益中实收资本和未分配利润分别占 76.41% 和 21.20%，其中实收资本所占比重较大，公司所有者权益结构的稳定性较高。

截至 2015 年 6 月末，公司所有者权益为 460,777.94 万元，较上年末增长 40.57%，增长的主要原因为公司完成对中静四海控股后，少数股东权益规模的扩大。截至 2015 年 6 月末，公司归属于母公司所有者权益合计 353,858.47 万元，较上年末小幅增长 7.73%，增长原因为未分配利润的扩大，当期末公司其余的所有者权益，较上年末均未发生变化。

总体来看，公司所有者权益稳定性较高。

#### 4. 盈利能力

公司近三年营业收入分别为 5,140.44 万元、3,515.94 万元和 3,102.67 万元，全部为委托资产管理收入，该类收入随着托管资产的规模变化和投资收益变化而波动，近三年该类收入的规模下降明显，年均降幅达 22.31%。近三年，公司实现营业利润 18,161.96 万元、15,510.16 万元和 15,169.41 万元，年均降幅 8.61%，低于收入降幅，主要是公司获取投资收益较多所致。

由于公司为股权投资类企业，相关投资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分别为 20,058.35 万元、15,361.10 万元和 18,158.33 万元，呈波动下降趋势，主要原因为徽商银行 2013 年在香港上市后，中静四海持有徽商银行 H 股股权比例下降，导致中静四海持有徽商银行的投资收益下降，进而导致公司对中静四海的投资收益下降所致。从公司投资收益的结构上看，2014 年实现的投资收益中，来自中静四海的投资收益占 64.25%，来自公司直接持有的徽商银行股权公允价值变动收益占 16.46%、分红占 17.56%，预计随着公司增持中静四海股权并将中静四海纳入合并范围，未来公司投资收益中来自徽商银行股权的收益将有所增加。

在期间费用方面，由于公司为股权投资类企业，期间费用仅由管理费用和财务费用构成，近三年公司期间费用呈波动下降趋势，主要为财务费用规模的变化所致。近三年，公司期间费用年均降幅为 2.45%，分别为 6,755.62 万元、2,851.81 万元和 6,429.25 万元，其中财务费用分别占 99.05%、91.45%和 93.16%。公司近三年费用收入比呈波动态势，分别为 131.42%、81.11%和 207.22%，由于公司营业收入并不反映公司实际经营业务的情况，费用收入比对衡量公司盈利能力的指导意义不大。

公司近三年营业外收入分别为 267.27 万元、29.31 万元和 120.16 万元，主要为财政退税款。该类收入规模较小，对公司盈利能力的影响不大。

受财务费用支出规模增加以及投资收益波动下降的影响，公司近三年净利润规模波动上升，分别为 13,728.95 万元、15,538.61 万元和 15,261.52 万元，年均增幅 5.43%。

在盈利指标方面，公司 2014 年总资产收益率为 5.60%，总资产报酬率为 5.31%，分别较上年同期下降 0.70 个百分点和 0.86 个百分点，主要系随着投资规模的扩大，公司资产总额的增长较快所致。由于公司股东增资导致所有者权益增加，公司 2014 年净资产收益率为 4.78%，较上年同期下降 1.31 个百分点。

2015 年 1~6 月，公司实现收入 3,670.00 万元，实现公允价值变动收益 13,974.33 万元，实现投资收益 17,819.81 万元，净利润 31,091.97 万元。其中公允价值变动收益主要是持有徽商银行 H 股按公允价值计量所产生，投资收益主要来自持有徽商银行股权按权益法核算产生的投资收益以及以计入公允价值计量且其变动计入当期损益的徽商银行 H 股在持有期间发放的股利。

总体来看，公司盈利能力尚可，利润主要来源于对徽商银行的投资所产生的各类投资收益，徽商银行的经营情况对公司整体盈利能力的影响明显。

#### 5. 现金流

在经营活动方面，公司近三年经营活动现金流入量分别为 5,447.84 万元、3,674.27 万元和 3,353.16 万元，呈逐年下降趋势，年均降幅 21.55%，主要系委托资产管理收入规模的下降所致；近三年经营活动现金流出量规模也呈逐年下降趋势，分别为 53,867.01 万元、24,428.56 万元和 22,908.41 万元，年均降幅为 34.79%，主要系对关联企业的往来款规模的减少所致。近三年经营活动现金流均呈净流出状态，分别为 -48,419.16 万元、-20,754.30 万元和 -19,555.25 万元。在收入质

量方面，公司近三年现金收入比均为 100%。

在投资活动方面，由于公司近年来对外投资规模的持续扩大，近三年投资活动产生的现金净流量均呈净流出态势，分别为-10,429.70 万元、-46,035.06 万元和-52,473.84 万元，其中 2013 年投资活动产生的现金净流出规模较 2012 年增加明显，主要是当年公司增加对高金基金和盘古大业的投资所致。

在筹资活动方面，公司近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为 31,864.33 万元、67,541.29 万元和 75,086.69 万元，年均复合增长率为 53.51%，呈快速增长趋势，主要系公司采取增资和对外融资的方式获取资金。其中 2013 年筹资活动产生的现金净流量规模较上年同期增长幅度大，主要原因为当年的增资规模较大所致。

2015 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流量净流入 6,595.46 万元，主要原因为期内获得委托资产管理收益以及与关联方产生资金往来导致对收到其他与经营活动有关的现金规模较大所致；投资活动现金流净流出 12,304.31 万元，主要是期内公司投资徽商银行 H 股 8,044.81 元、歙县农村商业银行 3,859.50 万元等所致；筹资活动产生的现金净流入 6,153.51 万元，主要原因为取得借款所致。

总体来看，公司为股权投资类企业，其投资活动的现金流规模大，但公司自身经营所产生的现金净流量以及投资收益所产生的现金流入量不能满足公司权益性股权投资所需，公司外部融资需求大。

## 6. 偿债能力

在短期偿债能力方面，由于公司为股权投资类企业，无存货资产，因此流动比率和速动比率一致，近三年公司由于投资徽商银行 H 股导致以公允价值计量且其变动计入损益的金融资产快速增加，导致流动比率也明显提升，三年分别为 0.53 倍、2.94 倍和 2.18 倍；公司 2012 年末无存量短期借款，2013 年和 2014 年末现金短期债务比分别为 1.56 倍和 1.57 倍，表明公司现金类资产对短期债务的保护程度较高。由于公司持有的金融资产多进行了质押以获取融资，整体上公司短期偿债能力尚可。

在长期偿债能力方面，由于外部融资规模变化导致财务费用出现波动，公司近三年 EBITDA 利息保护倍数和 EBITDA 全部债务比均呈波动态势，2014 年 EBITDA 利息保护倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 3.53 倍和 0.21 倍，公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年 6 月末，公司对外担保共 2 笔，担保金额合计 666.67 万元，被担保方为关联公司上海中静远东国际贸易有限公司。截至 2015 年 7 月末，公司对外担保已全部解除。

根据中国人民银行出具的编号为 20150713172017002569 的《企业信用报告》，公司于 2015 年 7 月 13 日无未结清不良贷款，公司过往债务履约状况良好。

截至 2015 年 6 月末，公司未获银行授信，公司无未决重大诉讼或纠纷。

总体来看，受目前公司投资业务以及外部融资模式的影响，公司资产的快速变现能力受到一定限制，但综合考虑公司持有的权益资产质量良好，能够产生相对稳定的投资收益，公司整体的偿债能力仍属较强。

## 八、本期公司债偿债能力分析

### 1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 6 月末，公司债务总额为 107,897.97 万元，本次拟发行公司债规模不超过 17 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行规模大。随着本次债券的发行，公司债务负担将明显加大，但债务结构将得以明显改善。

以公司 2015 年 6 月末财务数据为基础，假设募集资金净额为 17 亿元，本次债券发行后，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 26.95%、37.62%、40.42%，偿债压力有所加重，但由于债务期限结构能得以改善，公司负债规模整体仍处于较低水平。

### 2. 本期公司债偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 21,288.36 万元，为本次公司债券发行额度（17 亿元）的 0.13 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度一般。公司 2014 年经营活动产生的现金流入 3,351.16 万元，为本次公司债券发行额度（17 亿元）的 0.02 倍，公司经营活动现金流入规模较小，对本次债券覆盖程度弱。

考虑到公司持有徽商银行股权可以获得相对稳定的分红收入，且徽商银行已在香港上市，股权具有一定变现能力，公司投资组合整体稳健、质量较高，以及本次债券募集资金偿还部分借款后利息支出有望下降等因素，公司对本次公司债券的偿还能力将有所提升。

综合考虑上述因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

## 九、综合评价

公司作为一家规模较大的专业股权投资企业，投资组合规模较大、投资流程科学规范、整体风险控制得当，整体投资能力较强。同时，联合评级也关注到公司投资组合相对集中、流动性和变现能力受到一定限制等风险因素对公司信用水平的不利影响。

未来，随着公司投资组合价值逐渐体现，以及部分投资逐步退出，公司的资产质量和收益水平有望得到提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综合上述因素，基于对公司主体及本次债券偿还能力的整体评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险低。

## 附件 1 中静新华资产管理有限公司 主要计算指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (万元)	247,755.88	342,367.17	458,909.64	603,386.17
所有者权益 (万元)	199,755.33	311,182.45	327,795.62	460,777.94
短期债务 (万元)	48,000.00	20,174.24	59,405.68	107,897.97
长期债务 (万元)	-	-	42,000.00	-
全部债务 (万元)	48,000.00	20,174.24	101,405.68	107,897.97
营业收入 (万元)	5,140.44	3,515.94	3,102.67	3,670.00
净利润 (万元)	18,028.95	15,538.61	15,261.52	31,091.97
EBITDA (万元)	23,368.13	18,223.15	21,288.36	--
经营性净现金流 (万元)	-48,419.16	-20,754.30	-19,555.25	6,595.46
应收账款周转次数(次)	-	-	-	-
存货周转次数 (次)	-	-	-	-
总资产周转次数 (次)	0.04	0.01	0.01	0.01
现金收入比率 (%)	100.00	100.00	100.00	100.00
总资本收益率 (%)	18.86	6.29	5.60	6.23
总资产报酬率 (%)	18.86	6.18	5.31	5.85
净资产收益率 (%)	18.05	6.08	4.78	7.89
主营业务毛利率 (%)	100.00	100.00	100.00	-
营业利润率 (%)	94.53	94.44	94.44	94.44
费用收入比 (%)	131.42	81.11	207.22	117.58
资产负债率 (%)	19.37	9.11	28.57	23.63
全部债务资本化比率 (%)	19.37	6.09	23.63	18.97
长期债务资本化比率 (%)	-	-	11.36	0.00-
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.38	6.79	3.53	-
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.49	0.90	0.21	-
流动比率 (倍)	0.53	2.94	2.18	2.24
速动比率 (倍)	0.53	2.94	2.18	2.24
现金短期债务比 (倍)	0.00	1.56	1.57	1.07
经营现金流动负债比率 (%)	-100.87	-66.55	-21.94	4.62
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.11	0.11	0.13	-

## 附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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 3 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 中静新华资产管理有限公司 2015年公司债券的跟踪评级安排

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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年中静新华资产管理有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中静新华资产管理有限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。中静新华资产管理有限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中静新华资产管理有限公司的相关状况，如发现中静新华资产管理有限公司或本次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债券的信用等级。

如中静新华资产管理有限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，可宣布信用等级暂时失效，直至中静新华资产管理有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布，并同时报送中静新华资产管理有限公司、监管部门等。

