



2023 年国资股权投资企业信用现状

联合资信 工商评级二部 | 孔祥一

2022 年和 2023 年前三季度，中国股权投资市场募资端仍然承压，投资活跃度受多重因素影响而出现回落，退出市场有所放缓。国资 LP 仍然为中国股权投资市场出资主力军，从国资股权投资企业信用现状来看，发债主体信用等级中枢较高，存续债券集中在高信用等级的头部中央和地方国有股权投资企业。国资股权投资企业发债主体的资产和权益水平随着信用等级的上升而提高，不同信用等级的发债主体在资产和权益方面区分度较为明显；个体间盈利规模和盈利指标表现差距较大，现阶段盈利水平一般，投资效益尚未显现；整体债务负担适宜，债务期限结构合理，但部分企业存在资产与负债的期限错配风险。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、定义及研究范围

狭义理解的股权投资通常指私募股权投资，即 Private Equity（简称 PE），是指向具有高成长性的非上市企业进行股权投资，并提供相应的投后管理和其他增值服务，以期通过 IPO 或者其他方式退出，实现资本增值的资本运作过程。作为多层次资本市场的重要组成部分，中国股权投资市场经过三十余年的发展，机构数量和市场规模不断提升，在促进创新资本形成、发展直接融资、助推产业转型升级等方面发挥了重要作用。近年来，随着国企改革不断深化，国资管理方式由“管资产”向“管资本”过渡，国资企业参与股权投资市场逐步加深，央企、地方国企、政府引导基金等国资背景的 LP 出资活跃度日益提升。

本文研究范围为开展股权投资的中央国有企业及地方国有企业，其基本特征为以持有投资企业的少数股权为主，并通过股权投资实现资本增值获取投资收益。

二、股权投资行业运行情况

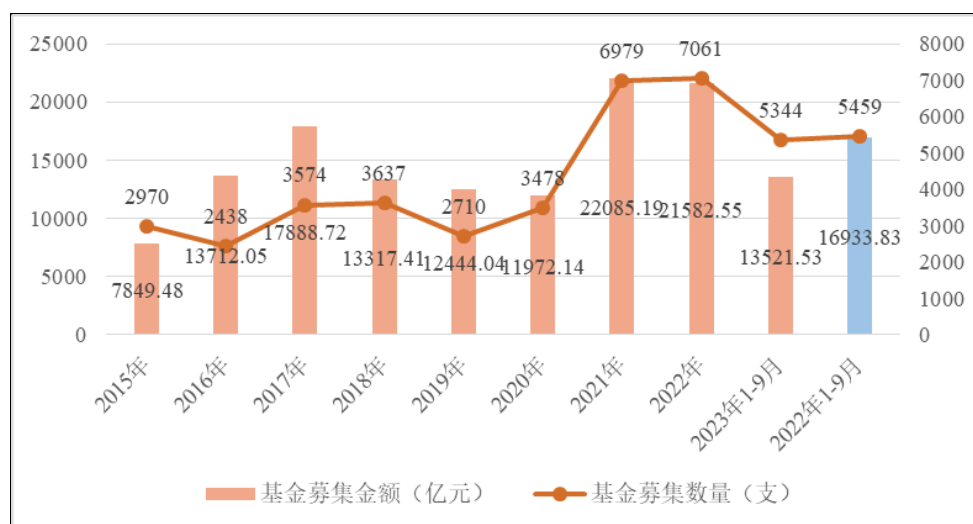
募资端：2020—2023 年前三季度，国内经济下行压力加大叠加外部环境影响，中国股权投资市场募资端承压发展，本土机构募资总量优势明显，国资股权投资参与度进一步提升，资金进一步向中部和头部基金集中，募资市场延续分化态势，多数不具备或缺乏国资、大型金融机构、产业资源与背景的中小机构募资难度进一步上升。

自 2018 年，中国股权投资市场进入“募资难”的调整期。2020 年，募资难情况延续，叠加外部因素影响，当年基金募集金额同比下降 3.79%；2021 年，中国经济有所复苏，股权投资市场募资显著回暖，新募资总金额同比增长 84.47%。另一方面，基金募集数量自 2019 年以来保持增长态势，2020—2021 年，基金募集数量同比增长率分别为 28.34% 和 100.66%。

2022 年，在国有资本股权投资参与度持续加深，新基建加速布局的背景下，大型政策性基金、基础设施投资基金集中设立，推动市场募资规模维持高位。随着行业监管的逐步健全以及各类资本的有序入局，行业合规性要求以及市场 LP 的差异化诉求均有所增加，机构募资面临的要求随之逐渐升级，在此背景下，多数不具备或缺乏国资、大型金融机构、产业资源与背景的中小机构募资难度进一步上升。根据清科研究

中心数据，2022 年中国股权投资市场新募基金数量 7061 支，同比上升 1.17%，新募基金总规模 21582.55 亿元，同比下降 2.28%。2023 年前三季度，中国股权投资市场新募基金数量略有回落，募资规模仍保持下降趋势。

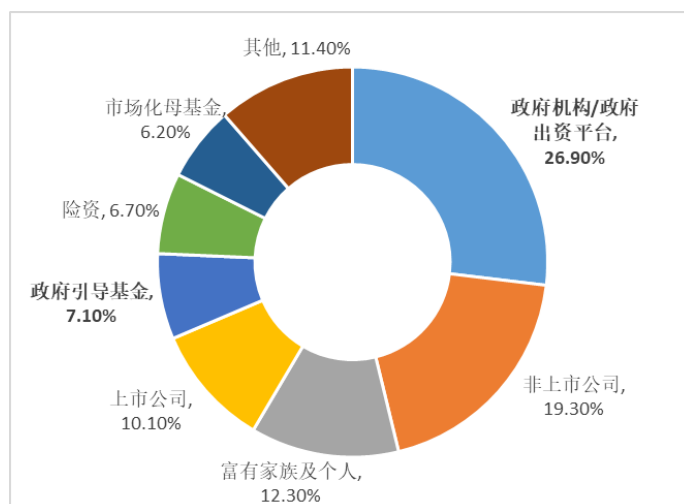
图 1 2015-2023 年前三季度私募股权基金募集情况



资料来源：清科研究，联合资信整理

从 LP 结构来看，近年来，政府引导基金为扶持创新创业、地方产业转型升级发挥了重大的作用，而央企/国企参与股权投资也逐步加深，国资背景 LP 成为出资主力军。根据清科研究中心数据，2022 年政府机构/政府出资平台已披露的认缴出资金额同比提升 7.2%，占比由 2021 年的 21.8% 提升至 26.9%；政府引导基金在 2022 年保持稳定的出资节奏，认缴出资占比达 7.1%，政府出资平台、政府引导基金等成为主要资金来源。政府引导基金方面，截至 2022 年底，中国共设立政府引导基金 2107 支，目标规模约 12.84 万亿元，已认缴规模 6.51 万亿元，其中 2022 年新设立政府引导基金 120 支，同比下降 7.0%，已认缴规模 2812.38 亿元，同比下降 34.7%。

图 2 2022 年 LP 出资情况



资料来源：清科研究，联合资信整理

投资端：在经历 2021 年投资市场的补足式增长后，2022 年和 2023 年前三季度中国股权投资市场的活跃度受多重因素影响而出现回落；市场高度聚焦 IT、半导体及电子设备和生物技术/医疗健康行业。

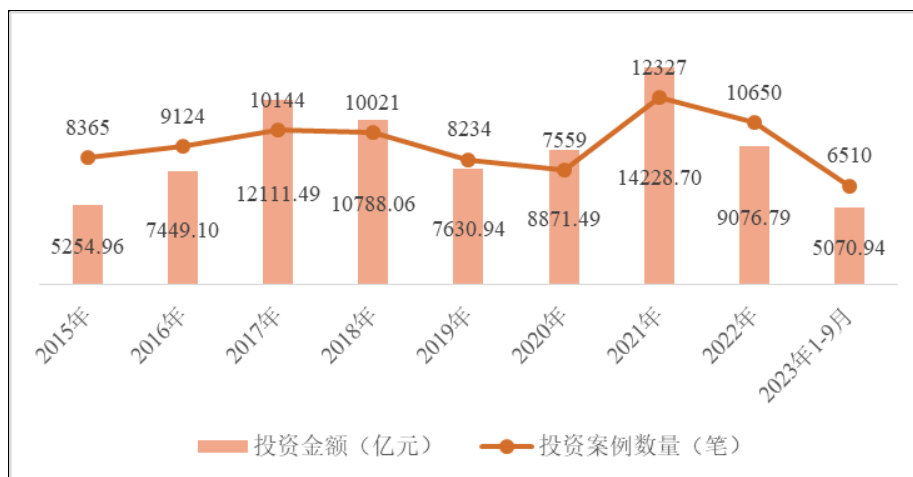
2020 年，中国股权投资市场共发生投资案例 7559 起，同比下降 8.20%，降幅有所收窄；涉及投资总金额 8871.49 亿元，同比上升 16.26%。2021 年，受益于国民经济持续恢复，中国股权投资市场活跃度空前，投资案例数量和投资额均显著提升，同比增长率分别为 63.08% 和 60.39%。2022 年，在经历 2021 年的补足式增长后，国内经济需求收缩、预期转弱，同时叠加海外通货膨胀高企，俄乌冲突等外部环境复杂多变的背景下，投资者信心减弱，中国股权投资市场出现回落。根据清科研究中心数据，2022 年中国股权投资市场共发生投资案例数 10650 起，同比下降 13.60%，涉及投资总金额 9076.79 亿元，同比下降 36.21%。

2022 年中国股权投资市场投资行业分布方面，IT、半导体及电子设备、生物技术/医疗健康三大行业的投资案例数均超过 2000 起，在整个市场的占比超过 64.57%，投资规模也均超过 1000 亿，与其他行业拉开较大差距，硬科技领域吸引力居高，半导体、机械制造投资数量实现同比增长，化工原料、清洁技术和汽车领域投资金额同比增长。半导体芯片等技术创新有助于中国高质量发展和解决“卡脖子”问题；同时市场对数字化转型需求处于高位，物联网、云计算、5G 等新兴技术赋能数字化转型，使得 IT 及信息化行业深受资本青睐；汽车产业朝着电动化、网联化和智能化的方向

发展，使得新能源汽车成为热门投资赛道。

2023 年前三季度，中国股权投资市场的投资端延续了 2022 年的回落趋势，投资案例及金额分别同比下降 25.92% 和 31.77%，投资行业仍集中在半导体及电子设备、IT、生物技术/医疗健康。

图 3 2015-2023 年前三季度私募股权基金投资情况



资料来源：清科研究，联合资信整理

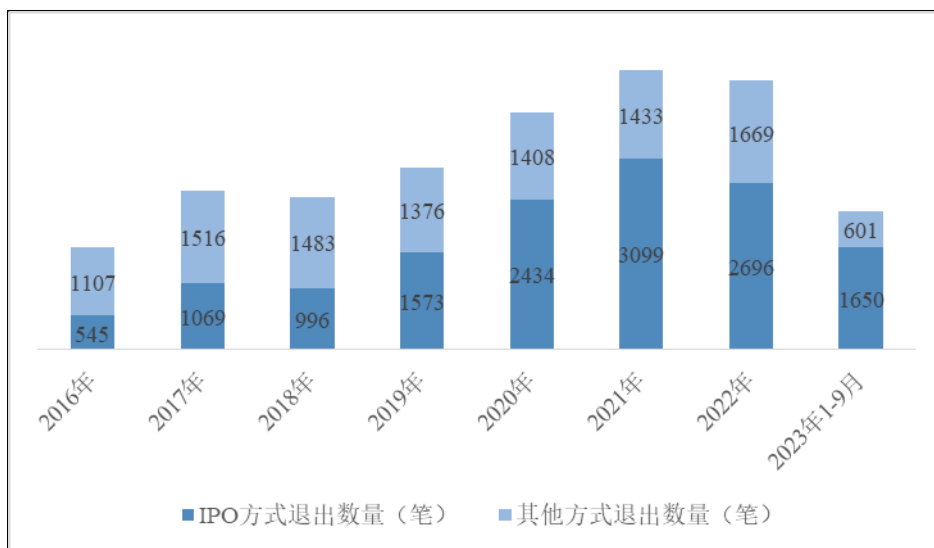
退出端：2020—2021 年，科创板及创业板注册制实行，退出市场活跃，IPO 退出加速；2022 年以来，受内外部环境压力影响，退出市场有所放缓。

2020 年和 2021 年，受益于注册制改革持续推进以及北交所开市等，股权投资市场退出渠道保持畅通，IPO 方式退出加速，股权投资市场退出案例分别同比增长 30.28% 和 17.96%，被投企业 IPO 退出案例数分别同比增长 54.74% 和 27.32%。

2022 年，受内外环境压力、二级市场情绪等影响，中国股权投资市场共发生 4365 笔退出案例，同比下降 3.68%，其中被投企业 IPO 案例数共 2696 笔，同比下降 13.00%；并购性质的案例数量显著提升，并购/借壳/SPAC 的案例数合计 253 笔，同比上升 29.7%；股权转让和回购案例数同比分别上升 10.1% 和 21.8%。2022 年起，机构积极寻求二级市场以外的退出渠道以获取现金收益，随着越来越多的行业逐渐进入调整与整合阶段，叠加 IPO 项目溢价降低、上市不确定性持续增强的影响，企业端被并购意愿有所增加，在此背景下，股权投资机构开始更多地关注并考虑通过并购实现收益变现，带动并购退出交易热度提升。

2023 年前三季度，中国股权投资市场的退出端活跃度下降，退出案例数同比下降 35.80%；IPO 仍为最主要退出方式，占比为 73.30%。

图 4 2016-2023 年前三季度私募股权基金退出方式情况



资料来源：清科研究，联合资信整理

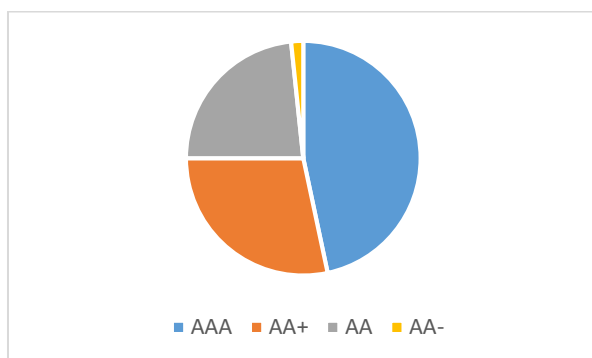
三、国资股权投资企业发债主体信用现状

1. 国资股权投资企业发债主体信用等级分布及信用等级迁徙情况

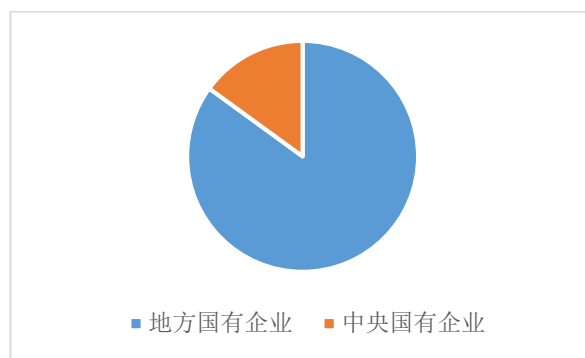
截至 2023 年 11 月底，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）纳入股权投资行业的国资发债主体共计 60 家（以下简称“国资发债主体”），其中，地方国有企业 51 家，中央国有企业 9 家。从信用等级分布来看，信用等级为 AAA、AA⁺、AA 和 AA⁻的国资发债主体分别有 28 家、17 家、14 家和 1 家，其中 AAA 和 AA⁺企业合计占样本总量的 75.00%，信用等级中枢较高。剔除不可比因素后，自 2021 年 11 月末以来，新增 14 家国资发债主体，其中，主体信用等级为 AAA 的 4 家，AA⁺的 7 家，AA 的 3 家。

图 5 国资发债主体信用等级分布情况

图 6 国资发债主体性质分布情况



资料来源：联合资信根据公开信息整理



资料来源：联合资信根据公开信息整理

从信用等级迁徙来看，2023 年以来，国资发债主体共发生 4 起级别调升案例，调升原因主要包括资本实力增强、获得的股东或政府支持力度提高、投资规模持续提升、参与国家/区域内重大项目投资等；未有级别调降的案例发生。整体看，国资发债主体的信用资质有所提升。

表 1 国资发债主体 2023 年以来级别变动情况

发债主体	2022 年末主体信用等级	最新主体信用等级	调整时间
广州白云金融控股集团有限公司	AA-	AA	2023-7-13
华润投资创业(天津)有限公司*	AA	AA+	2023-6-21
无锡市创新投资集团有限公司	AA	AA+	2023-7-21
武汉光谷金融控股集团有限公司	AA+	AAA	2023-6-27

注：截至 2023 年 11 月 13 日，华润投资创业(天津)有限公司已无存续债券

资料来源：联合资信根据公开信息整理

2. 国资股权投资企业发债主体存续债券余额情况

截至 2023 年 11 月底，国资发债主体存续债券余额 4145.42 亿元，其中，一年以内到期的债券余额 762.02 亿元。从集中度来看，中国国新控股有限责任公司存续债券余额 1498.00 亿元；有 6 家国资发债主体存续债券余额大于 100.00 亿元，全部为主体信用等级为 AAA 的地方国有企业。

四、国资股权投资企业发债财务表现分析及相关信用特征

国资股权投资企业发债主体的资产和权益水平随着信用等级的上升而提高，不同信用等级的发债主体在资产和权益方面区分度较为明显。

分信用等级来看，随着信用等级的上升，国资发债主体的资产和权益水平呈上升

趋势。资产总额方面：主体信用等级为 AAA 的国资发债主体的资产规模显著高于其他低级别发债主体，资产总额的均值超过 1000 亿元，分别为 AA⁺和 AA 国资发债主体资产总额均值的 5.13 倍和 10.43 倍；信用等级为 AA⁺的国资发债主体，资产总额主要分布在 100~300 亿元；信用等级为 AA 及以下的国资发债主体，资产总额主要分布在 30~150 亿元。权益方面：信用等级为 AAA 的国资发债主体的权益水平显著高于其他低级别发债主体，所有者权益的均值分别为 AA⁺和 AA 的国资发债主体所有者权益均值的 4.58 倍和 10.15 倍；信用等级为 AA⁺的国资发债主体，权益规模区间主要分布在 60~150 亿元；信用等级为 AA 及以下的国资发债主体，权益规模均低于 100 亿元，主要分布在 20~50 亿元之间。

表 2 不同信用等级国资发债主体 2022 年度资产和权益水平（单位：亿元）

信用等级		资产总额	所有者权益
AAA	中值	547.74	283.11
	均值	1013.15	506.95
	最大值	8589.44	3394.76
	最小值	142.20	105.02
AA ⁺	中值	191.04	100.28
	均值	197.36	110.68
	最大值	356.85	218.58
	最小值	81.07	36.77
AA	中值	82.66	47.94
	均值	97.17	49.94
	最大值	207.14	99.02
	最小值	33.74	22.35

资料来源：联合资信根据公开信息整理

国资股权投资企业个体间盈利规模和盈利指标表现差距较大，整体盈利水平一般，投资效益尚未显现。

通常来说，股权投资企业经营成果以投资收益等形式体现，故国资发债主体的营业总收入规模较小。从盈利规模来看，信用等级为 AAA 的国资发债主体的利润总额的中值和均值均显著高于低级别国资发债主体，但利润总额的整体离散度高，其中利润总额在 10 亿元（含）以下的国资发债主体 10 家（含利润总额为负数的主体），在

10~20 亿元（含）之间的国资发债主体 9 家，在 20~100 亿元（含）国资发债主体 8 家，利润总额大于 100 亿元的国资发债主体 1 家，利润总额的最大值和最小值分别为 266.92 亿元和-17.58 亿元；信用等级为 AA+ 的国资发债主体中，除个别主体因持有上市公司股权、实缴基金份额规模较大等原因使得投资收益和利润总额表现较为突出外，利润总额的分布较为平均，利润总额在 5 亿元以下（含）的国资发债主体 9 家，5~10 亿元（含）之间的国资发债主体 6 家，利润总额在 10 亿元以上（含）的国资发债主体 2 家；信用等级为 AA 的国资发债主体中，利润总额集中在 1~3 亿元。

利润构成方面，由于国资股权投资企业的盈利来源主要为被投资企业的分红和项目退出实现的投资收益，该类企业投资收益占利润总额比重均很高。信用等级为 AAA 的国资发债主体和信用等级为 AA 的国资发债主体，投资收益对利润总额的贡献度超过 100% 的占比分别为 46.43% 和 50.00%，AA+ 国资发债主体投资收益对利润总额贡献度超过 100% 的企业占比为 17.65%，主要系该级别序列中部分主体从事类金融业务或合并报表范围包括其他实体经营企业。

盈利指标方面，从净资产收益率来看，国资发债主体的净资产收益率整体表现一般，净资产收益率高于 10% 的国资发债主体占比仅为 10.00%，且有 35.00% 的国资发债主体净资产收益率低于 3%（含为负值的情况）；分信用等级来看，随着信用等级的上升，国资发债主体净资产收益率的中值持续提高，但均值持续下降，说明相同信用等级中净资产收益率个体差异较大。投资回报率¹是衡量股权投资企业盈利能力的另一重要指标，从该指标来看，国资发债主体投资回报率最小值和最大值分别为 30.86% 和-10.67%，投资回报率高于 10% 的发债主体占比仅为 5.00%，且有 36.67% 的发债主体净资产收益率低于 3%（含为负值的情况）。整体看，现阶段国资股权投资企业的投资效益尚未显现。

表 3 国资发债主体 2022 年度盈利情况（单位：亿元、%）

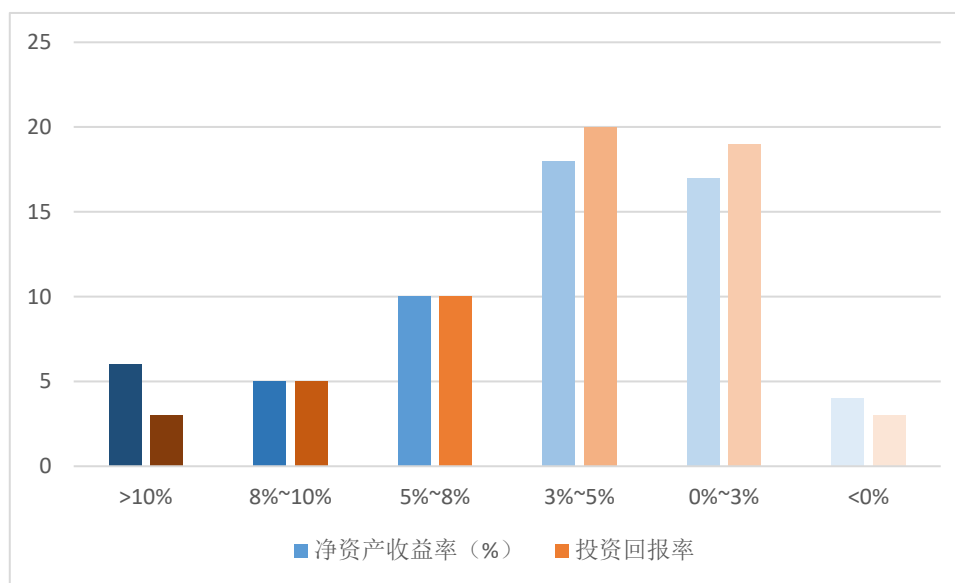
信用等级		营业总收入	利润总额	投资收益占比	净资产收益率	投资回报率
AAA	中值	3.19	12.02	91.90	4.38	4.09
	均值	21.51	25.12	108.40	3.65	3.46
AA+	中值	12.30	4.68	85.25	3.93	3.31

¹ 投资收益率（%）=（投资收益+公允价值变动损益）/投资资产规模*100

	均值	22.54	5.43	81.88	4.43	3.53
AA	中值	1.71	1.67	79.60	2.90	4.24
	均值	2.85	3.34	219.80	5.69	7.27

资料来源：联合资信根据公开信息整理

图 7 国资发债主体盈利指标分布情况



注：颜色越深表示指标越优

资料来源：联合资信根据公开信息整理

表 4 国资发债主体盈利能力指标四分位数情况

项目	净资产收益率 (%)	投资回报率 (%)
25%分位数	1.71	2.14
50%分位数	3.95	4.06
75%分位数	6.34	5.39

资料来源：联合资信根据公开信息整理

国资股权投资企业现金流和收益实现质量表现一般，各信用等级间及相同信用等级个体间的差异均较大。

从国资发债主体现金流情况来看，2022 年度，有三分之二的国资发债主体筹资活动前现金流量净额为负数。此外，2022 年国资发债主体投资现金收入比²表现一般，主要分布在 20%~80%间，超过 100.00%的占 31.67%，有 24 家国资发债主体该指标不足 50.00%（含负值）；信用等级为 AAA、AA⁺和 AA 的国资发债主体中，投资现金收入比超过 100.00%的分别占 32.14%，29.41%和 35.71%，且相同信用等级个体间差异较大。

² 投资现金收入比 (%) = 取得投资收益收到的现金 / 投资收益 * 100

表 5 国资发债主体 2022 年现金流情况（单位：亿元、%）

信用等级		筹资活动前现金流量净额	投资现金收入比
AAA	中值	-5.09	83.66
	均值	-56.20	56.29
AA ⁺	中值	-6.28	79.66
	均值	-8.93	77.37
AA	中值	-2.58	50.93
	均值	-8.43	90.85

注：上述两个指标计算时已剔除特殊值

资料来源：联合资信根据公开信息整理

表 6 国资发债主体现金流指标四分位数情况（单位：亿元、%）

项目	筹资活动前现金流量净额	投资现金收入比
25%分位数	-26.13	20.72
50%分位数	-4.06	79.50
75%分位数	5.29	109.55

资料来源：联合资信根据公开信息整理

国资股权投资企业债务水平较为分散，整体债务负担适宜，AAA 信用等级的国资股权投资企业偿债指标相对优于低级别主体；期限结构合理，但部分企业存在资产与负债的期限错配风险。

通常情况下，股权投资业务具有回报周期长、股权退出时点不确定等特征，使得开展股权投资业务的资金来源更多是股东权益性出资和利润积累，而非外部债务融资。从国资发债主体负债水平来看，2022 年末国资发债主体资产负债率主要分布在 20%～60%间，资产负债率超过 60%以上的发债主体 10 家，占 16.67%；信用等级为 AAA、AA⁺和 AA 的发债主体的资产负债率均值分别为 39.93%、45.13%和 45.47%，杠杆率适宜，且区分度不高。从全部债务资本化比率指标来看，2022 年末发债主体全部债务资本化比率高于 60%的仅 2 家（主要系合并范围内除股权投资外还涉及其他业务所致），在 30%以下的 30 家，占比为 50.00%，整体债务负担适宜。

表 7 国资发债主体 2022 年债务负担及偿债压力指标（单位：亿元、%、倍）

信用等级		短期债务占比	资产负债率	全部债务资本化比率	现金类资产/短期债务	EBITDA 利息倍数	全部债务/EBITDA
AAA	中值	34.40	39.50	26.35	1.44	4.69	5.81
	均值	30.38	39.93	29.66	35.92	11.90	7.81

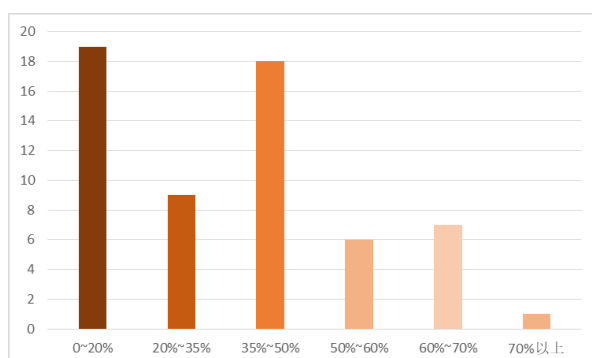
AA ⁺	中值	43.33	46.32	27.99	1.49	4.55	6.03
	均值	42.78	45.13	30.06	9.34	68.68	10.30
AA	中值	23.28	48.06	39.79	1.36	2.24	9.52
	均值	23.26	45.47	36.64	71.08	6.05	10.74

资料来源：Wind，联合资信整理

股权投资企业的债务期限结构分析以及债务期限结构是否与资产期限结构匹配，是衡量其偿债能力和信用风险的重中之重。除可流通的上市公司股权外，大部分股权投资资产流动性偏弱，股权退出时间存在不确定性，资产的期限以长期为主。我们用短期债务占比³和现金短期债务比⁴来衡量债务结构和流动性。2022 年末，国资发债主体短期债务占比差距较大，该指标主要分布在 20% 以下和在 35%~50% 之间，短期债务占比在 50% 以上的国资发债主体占 23.33%，仅有 1 家国资发债主体的短期债务占比超过 70%，债务期限结构合理。短期偿债能力方面，2022 年末，国资发债主体的现金短期债务比整体表现优秀，但有 18 家国资发债主体的现金短期债务比小于 1 倍，占比为 30.00%，仍需关注部分样本企业资产和债务期限存在的错配问题。

长期偿债指标方面，同信用等级的国资发债主体偿债指标表现个体差异较大；信用等级为 AAA 和 AA⁺ 的国资发债主体的 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 的中值差别不大，但明显优于信用等级为 AA 的国资发债主体的 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 的中值。

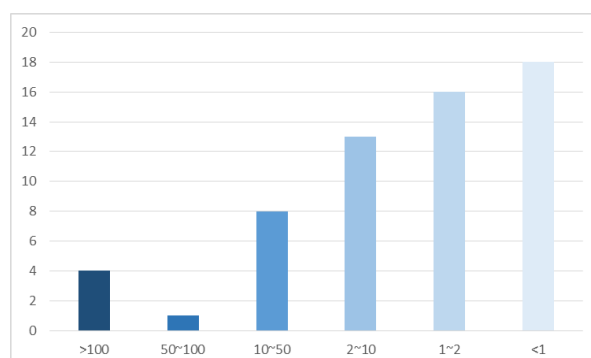
图 8 短期债务占比分布情况



注：颜色越深表示指标越优

资料来源：联合资信根据公开信息整理

图 9 现金短期比债务分布情况



注：颜色越深表示指标越优

资料来源：联合资信根据公开信息整理

³ 短期债务占比 (%) = 短期债务/全部债务*100

⁴ 现金短期债务比 (倍) = 现金类资产/短期债务

表 8 发债主体短期债务占比和现金短期债务比指标四分位数情况

项目	短期债务比（%）	现金短期债务比（倍）
25%分位数	10.56	0.92
50%分位数	36.04	1.45
75%分位数	49.08	8.54

资料来源：联合资信根据公开信息整理

五、总结

2022 年和 2023 年前三季度，中国股权投资市场募资端仍然承压，投资活跃度受多重因素影响而出现回落，退出市场有所放缓。国资 LP 仍然为中国股权投资市场出资主力军。截至 2023 年 11 月底，国资股权投资企业存续发债主体数量有所增长，信用等级中枢较高，集中在 AAA 和 AA⁺；存续债券余额集中在信用等级为 AAA 的国资股权投资发债主体，一年内到期的存续债券余额规模可控。

从 2022 年度经审计财务数据的分析结果看，国资股权投资企业发债主体的资产和权益水平随着信用等级的上升而提高，不同信用等级的发债主体在资产和权益方面区分度较为明显；个体间盈利规模和盈利指标表现差距较大，现阶段盈利水平一般，现金流和收益实现质量表现一般，投资效益尚未显现；整体债务负担适宜，债务期限结构合理，但部分企业存在资产与负债的期限错配风险。

联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 chenjialin@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。