



信用等级通知书

信评委函字[2020]G037-F3号

中国国新控股有限责任公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“中国国新控股有限责任公司2020年面向合格投资者公开发行创新创业公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零二零年二月十九日

中国国新控股有限责任公司 2020 年面向合格投资者 公开发行创新创业公司债券（第二期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	中国国新控股有限责任公司
发行规模	本期债券的发行规模为不超过人民币 12 亿元（含 12 亿元）
债券期限	本期债券期限为 10 年
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定
偿付方式	本期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的兑付一起支付。本期债券于每年的付息日向投资者支付的利息金额为投资者截至付息债权登记日收市时所持有的本期债券票面总额与对应的票面利率的乘积；于兑付日向投资者支付的本息金额为投资者截至兑付债权登记日收市时所持有的本期债券最后一期利息及所持有的债券票面总额的本金

概况数据

中国国新	2016	2017	2018	2019.Q3
所有者权益（亿元）	1,317.61	1,498.71	2,118.83	2,345.98
总资产（亿元）	2,045.18	2,751.42	3,806.19	3,905.79
总债务（亿元）	648.32	1,115.29	1,451.92	1,353.40
总收益（亿元）	81.54	112.50	173.78	144.75
营业毛利率（%）	16.02	53.34	46.21	49.37
EBITDA（亿元）	59.16	91.10	117.76	-
所有者权益收益率（%）	3.60	4.01	3.39	4.09*
资产负债率（%）	35.57	45.53	44.33	39.94
总债务/EBITDA（X）	10.96	12.24	12.33	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.18	3.97	2.91	-

注1：总收益是指营业收入、公允价值变动收益、投资收益、其他收益等收益科目中归属于基金投资、金融服务、股权运作、资产管理等板块的收益合计数。

注2：2018年起，营业毛利率计算口径中包含计入金融类企业专用科目的利息收入、利息支出、手续费及佣金支出。

注3：带*号的2019年三季度财务指标已年化。

注4：已将其他流动负债和长期应付款的含息部分调入总债务。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“中国国新控股有限责任公司 2020 年面向合格投资者公开发行创新创业公司债券（第二期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体中国国新控股有限责任公司（以下简称“中国国新”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。该级别反映了发行主体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。

中诚信证评肯定了公司重要的战略地位、强有力的政府支持、业务多元化以及资产优良等因素对公司信用状况的有力支撑；同时，中诚信证评也关注到海外投资具有一定的不确定性、债务规模上升较快等因素对公司未来经营及整体信用水平的影响。

正面

- 重要的战略地位。公司系由国务院国有资产监督管理委员会履行出资人职责的国有独资公司和国家授权的投资机构，是推进中央企业股份制改革和布局结构调整的重要平台，承担中央企业国有资产整合和国有资本运作的重要职能，具有重要的战略地位。
- 强有力的政府支持。中国国新成立以来持续获得资金支持，截至 2019 年 9 月末，公司累计获得国有资本经营预算注入资本金 155.00 亿元。此外，为推动中央企业重组整合，国资委陆续将部分国有股权或资产划转至公司，大大提升了公司资本实力。
- 公司投资业务多元，整体质量较好。公司已经形成了基金投资、金融服务、股权运作和资产管理四大板块业务，投资对象主要系国有中央企业和海外项目，行业涉及金融、能源、电力、科技创新等多个行业，且公司还持有多家央

企上市公司股票，资产质量优良。

分析师

邵新夏 xhshao@ccxr.com.cn

陈思羽 sychen@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2020年2月19日

关注

- 海外投资具有一定的不确定性。公司海外业务受当地法律法规的管辖，面临着当地政治、文化、环保和管理等诸多方面不确定性因素。国际政治、经济和其他条件的复杂性，给公司带来了一定的海外投资风险。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发行主体概况

中国国新控股有限责任公司(以下简称“中国国新”或“公司”)系经国务院批准,于2010年12月1日由国务院国资委出资设立的中央企业。公司初始注册资本45.00亿元,全部为货币出资,后经多次增资,截至2019年9月末,公司实收资本155.00亿元,国务院国资委系公司唯一的股东和实际控制人。

公司系国资委为推进国有经济布局结构调整而成立的两家国有资本运营公司试点中央企业之一,主要从事国有资产经营和国有股权管理。经过多年的发展,公司已形成了以基金投资、金融服务、股权运作和资产管理为主的四大业务板块,成为国资委领导下重要的国有资本运营平台。

截至2018年末,公司总资产3,806.19亿元,所有者权益(含少数股东权益)2,118.83亿元;2018年度,公司实现营业收入45.95亿元,投资收益104.21亿元,净利润71.89亿元,经营活动产生的现金流净额-138.70亿元。

截至2019年9月末,公司总资产3,905.79亿元,所有者权益(含少数股东权益)2,345.98亿元;2019年1~9月,公司实现营业收入33.66亿元,投资收益76.39亿元,净利润71.98亿元,经营活动产生的现金流净额43.63亿元。

本期债券概况

表 1: 本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	中国国新控股有限责任公司2020年面向合格投资者公开发行创新创业公司债券(第二期)
发行总额	本期债券的发行规模为不超过人民币12亿元(含12亿元)
债券期限	本期债券期限为10年
票面金额和发行价格	本期债券票面金额为100元,本期债券按面值平价发行
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定
偿付方式	本期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的兑付一起支付。本期债券于每年的付息日向投资者支付的利息金额为投资者截至付息债权登记日收市时所持有的本期债券票面总额与对应的票面利率的乘积;于兑付日向投资

者支付的本息金额为投资者截至兑付债权登记日收市时所持有的本期债券最后一期利息及所持有的债券票面总额的本金

募集资金用途 本期债券募集资金全部用于置换通过基金投资于种子期、初创期、成长期的创业创新公司的股权投资资金

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

宏观经济和政策环境

2018年,在内部去杠杆和外部贸易冲突的双重压力下,中国经济运行稳中有变,GDP增速逐季回落,全年GDP同比增长6.6%,虽然达到预期目标,但较上年回落0.2个百分点。2019年前三季度,在内部结构调整与矛盾释放、外部全球经济与贸易下行、中美贸易摩擦等不利因素影响下,GDP累计同比增长6.2%,三季度单季同比增长6.0%,经济增速逐季放缓,但在稳增长政策支撑下仍保持在预期目标之内。

供需两弱格局持续。全球经济走弱、中美贸易冲突压力下,出口步入负增长区间;高债务压力下扩大内需效果有限,受汽车消费回落拖累,消费整体较为低迷;房地产投资平缓回落,稳增长下基建投资底部企稳但大幅上行难度大,制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱。在需求偏弱背景下,工业与制造业生产缓中趋稳。

经济内部结构恶化态势值得关注。投资与最终需求对经济增长贡献率同比回落,经济增长对净出口依赖加剧。从产业内部结构来看,高新技术产业增长放缓,传统行业增速再度加快,工业与服务业走势分化,金融业增速逆势回升。

CPI与PPI走势分化,结构性通胀加剧。三季度虽然鲜果价格涨势消退,但猪肉价格快速上涨继续带动CPI当月同比攀升,至季末已达3%,结构性通胀加剧。三季度PPI当月同比已跌入负增长区间,但PPI大幅下降可能性仍较小,通缩风险可控。

金融数据继续改善。宽货币、宽信用基调下M2与社融增速稳中有升,金融条件有所改善;随着全球货币政策趋于宽松、中美贸易谈判取得阶段性进展,人民币贬值压力缓解。

今年以来,为了应对经济下行压力,宏观政策以稳增长为主基调。财政政策进一步加大减税降费力度,同时财政支出前置加大对基建的支持。在地

方政府财政平衡压力较大的情况下，专项债稳基建作用进一步发挥，可用作重大项目资本金并将明年专项债额度提前发行；此外，调整中央与地方税收收入划分，完善增值税留抵退税分担机制，后移消费税征收环节并稳步下划地方。货币政策实施了多次降准，并改革 LPR 报价机制以求降低实体经济融资成本。下半年以来中央多次重要会议均强调把保持经济运行在合理区间放在更加突出的位置，稳增长依然是未来一段时间内宏观政策重心，预计货币政策仍将保持稳健偏宽松基调，积极财政政策仍有望将减税降费、专项债作为发力重点。

当前，国际形势错综复杂，国内经济下行压力与宏观风险并存。从外部环境来看，全球经济走弱，全球贸易萎缩，经济增长的外部带动力弱化；同时，中美贸易摩擦虽然阶段性缓和，但大国博弈下摩擦趋于长期化和复杂化，经济运行的外部复杂性依然存在；此外，仍需警惕国际金融市场的波动性和风险上升给国内金融体系带来的冲击。从国内情况来看，高债务风险、高资产价格对中国经济的约束持续存在，稳增长政策有可能进一步加剧相关风险；地方政府收支压力随着改革的推进或有缓解，但在减税降费及土地出让收入增长放缓背景下仍面临压力；此外，经济下行期出现了诸多结构分化迹象，升级型的结构变化趋缓，衰退型的结构变化增多，经济结构转型升级面临放缓风险。最后，在就业总体稳定状况下，局部地区和局部行业的就业风险加大。

虽然前三季度宏观经济数据整体走弱，但 9 月

经济数据出现了一些积极变化，稳增长下出现边际修复态势，同时考虑到低基数和企业补库存影响，预计四季度经济或短时弱企稳。但经济下行压力并未消失，全球经济走弱拖累中国经济，基建大幅回升难度较大，房地产严调控下地产投资虽有一定韧性但仍有回落压力，需求偏弱企业补库存力度和可持续性存疑，对 2020 年尤其是 2020 年下半年经济运行仍不宜过分乐观。

短期来看，虽然前三季度经济增速逐季回落，但在稳增长政策效果显现背景下，四季度经济或边际修复，不过 2020 年尤其是 2020 年下半年或仍有下行压力；从中长期来看，中国目前仍是全球经济增长最快的经济体之一，巨大的市场潜力扩大了中国经济增长的空间，改革开放持续推进有望为中国经济增长注入新的活力，中国经济增长中长期韧性犹存。

业务运营

公司作为以投资为主业的中央企业，承担了国有企业改革、调整国有资本布局以及推动中央企业重组整合的职责。在发展过程中，国资委陆续将部分中央企业或所属上市公司股权及资产划至中国新持有运营。随着国企国资改革的不断深化和中央企业重组整合、“聚焦主业”等工作的继续推进，公司近年来的业务结构不断调整，业务逐步形成以基金投资、金融服务、股权运作和资产管理为主的四大板块，具体业务板块、业务内容及运营主体如下表所示。

表 2：公司的四大业务板块情况

业务板块	业务内容	运营主体
基金投资板块相关业务	私募股权投资基金	主要由中国国有资本风险投资基金股份有限公司、国新国同（浙江）投资基金合伙企业（有限合伙）、国新央企运营（广州）投资基金（有限合伙）、国新建信股权投资基金（成都）合伙企业（有限合伙）、国改双百发展基金合伙企业（有限合伙）、国新科创股权投资基金（有限合伙）负责实施
金融服务板块相关业务	商业保理、融资租赁、央企金融服务平台、信用评级	主要由国新资本有限公司、国新集团财务有限责任公司和国新央企金融服务（宁夏）有限公司、大公国际资信评估有限公司承担
股权运作板块相关业务	央企存量上市公司股权运作等	主要由国新投资有限公司的业务组成
资产管理板块相关业务	资产管理、市场化债转股、国际化经营等	主要由中国国新本部直投业务、中国国新资产管理有限公司、中国华星集团有限公司、中国文化产业集团有限公司以及所属投资公司等的业务组成

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

现阶段公司业务主要聚焦在投资领域，在国资

委的支持下已打造较为完善的投资体系。具体看，

公司现阶段的主营业务包括国新基金系基金管理板块，以商业保理、融资租赁、央企金融服务平台、信用评级等为主的金融服务板块，以接收及盘活央企存量上市公司股权为主的股权运作板块以及以本部直投、资产管理为主的资产管理板块。

公司根据业务整体布局、董事会决策以及项目的具体情况，根据企业会计准则将不同投资项目分别计入对应的科目。具体来看，公司基金投资项目主要列入交易性金融资产科目；金融服务板块资产主要列入其他流动资产科目；股权运作板块资产主要列入可供出售金融资产科目；资产管理板块根据项目特点和性质不同列入交易性金融资产、可供出售金融资产和长期股权投资科目。

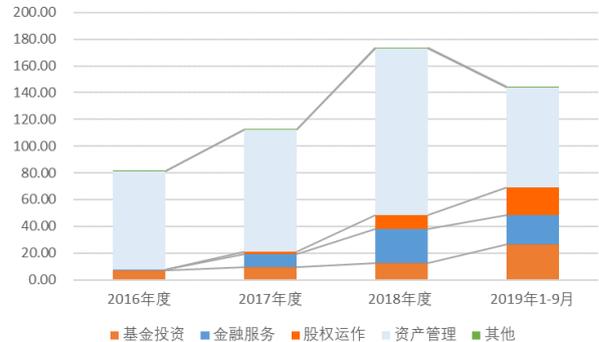
公司四大业务板块对公司盈利贡献体现在不同的科目，大致情况为股权运作板块主要体现在投资收益，基金投资板块主要体现在公允价值变动收益，金融服务板块主要在营业收入的融资服务及利息收入科目体现，资产管理板块根据项目所计入科目不同，收益在投资收益和公允价值变动收益中均有体现。因一个业务板块涉及多个收益科目，为统一口径，故将业务板块总收益定义为营业收入、公允价值变动收益、投资收益、其他收益等收益科目中归属于该板块的收益合计数。

近年来，随着四大业务板块的推进，特别是资产管理板块的快速发展，公司的总收益持续增加。2016~2018年及2019年1~9月，公司的总收益分别为81.54亿元、112.50亿元、173.78亿元和144.75亿元，其中，同期资产管理业务板块的总收益分别为73.68亿元、91.28亿元、124.32亿元、74.72亿元。分板块来看，2018年公司的基金投资业务、金

融服务业务、股权运作业务、资产管理业务总收益分别为12.56亿元、25.47亿元、10.57亿元、124.32亿元。

图1：2016~2019年1~9月，公司的总收益情况

单位：亿元



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

基金投资板块

公司的基金板块主要系支持国家安全、国民经济命脉、前瞻战略性以及高端创新行业。目前主要由中国国有资本风险投资基金股份有限公司（以下简称“国风投资基金”）、国新国同（浙江）投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“国同基金”）、国新央企运营（广州）投资基金（有限合伙）（以下简称“央企运营基金”）、国新建信股权投资基金（成都）合伙企业（有限合伙）（以下简称“国新建信基金”）、国改双百发展基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“国改双百基金”）、国新科创股权投资基金（有限合伙）（以下简称“国新科创基金”）负责运营。

截至2019年9月末，上述五只基金总基金规模为7,145.45亿元，认缴金额2,696.77亿元，已投放金额为836.00亿元。

表3：截至2019年9月末，公司主要基金情况

单位：亿元

基金名称	成立时间	基金规模	认缴金额	已投放金额	投资方向
中国国有资本风险投资基金股份有限公司	2016.08	2,000.00	1,020.00	399	重点支持关系国家安全和国民经济命脉的关键产业，支持技术突破、科技成果产业化，加快新兴产业孵化培育，创新商业模式，促进资本与技术的融合。
国新央企运营基金（广州）投资基金（有限合伙）	2017.04	1,500.00	501.00	121	主要投向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域、前瞻性战略性新兴产业及具有核心竞争力的优势企业。
国新国同（浙江）投资基金合伙企业（有限合伙）	2016.11	1,500.00	700.80	262	高端技术与高端装备制造国际化项目、资源与能源类项目、基础设施类项目、消费服务及其他领域项目。

国新科创股权投资基 金（有限合伙）	2014.09	45.45	45.45	42	新一代信息技术、高端制造及服务、医疗设备及服务。 基金围绕市场化债转股主题，集中投资于与市场化、法治化债转股相关的项目，发挥运营公司作为债转股实施机构作用，引导带动社会资本支持中央企业、地方国企降低负债水平和杠杆率，优化资产负债结构，实现高质量发展。
国新建信股权投资基 金（成都）合伙企业（有 限合伙）	2019.04	1,500.00	300.02	12	利用基金在企业运营、资本运作等方面市场化、国际化的特点，助力培育一批在细分领域具有全球竞争力的领军企业。投资对象为“双百企业”及“双百企业”子企业或项目。
国改双百发展基金合 伙企业（有限合伙）	2019.07	600.00	129.50	0	
合计		7,145.45	2,696.77	836.00	

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

国风投资基金系中国国新作为主发起人及控股股东，联合中国建设银行、中国邮政储蓄银行和深圳市投资控股有限公司于 2016 年 8 月共同发起设立，基金总规模 2,000.00 亿元，首期注册 1,020.00 亿元，其中中国国新出资 360.00 亿元，其余三方分别出资 200.00 亿元、300.00 亿元和 160.00 亿元。国风投资基金投资侧重于中央企业的重点战略性新兴产业项目和其他产业的科技创新、产业升级项目，致力于增强中央企业的核心竞争力。截至 2019 年 9 月末，国风投资基金已认缴金额 1,020.00 亿元，已投放 399.00 亿元。

国新央企运营基金系于 2017 年 4 月在广州正式挂牌成立，基金总规模 1,500.00 亿元，首期规模 501.00 亿元，其中中国国新、广州市政府各出资 100.00 亿元，浦发银行出资 300.00 亿元，国新央企运营基金管理公司出资 1 亿元。国新央企运营基金采用有限合伙制的组织形式，重点投资于中央企业供给侧结构性改革、混合所有制改革、股份制改制上市、资产证券化、并购重组等兼具社会效益和经济效益的项目，力求助推中央企业瘦身健体、提质增效，促进国有企业布局结构持续优化，实现国有资产保值增值和社会资本稳健收益。截至 2019 年 9 月末，国新央企运营基金已认缴 501.00 亿元，已投放 121.00 亿元。

国新国同基金系由国新国控投资有限公司于 2016 年 11 月底设立，总规模 1,500.00 亿元，首期规模 700.80 亿元。国新国同基金为支持央企开展国际产能合作、重大国际工程承包、高端制造领域国际并购，促进中央企业补短板、去产能、去库存，

同时撬动更多的社会资本支持中国企业“走出去”。截至 2019 年 9 月末，国新国同基金已认缴 700.80 亿元，已投放 262.00 亿元。

国新科创基金成立于 2014 年 9 月，基金规模为 45.45 亿元，由国新科创基金管理有限公司担任 GP（一般合伙人），重点投向中央企业、地方国有企业、大型民族企业科技创新进入产业化发展阶段的项目，重点关注节能环保装备及服务、新一代信息技术、新能源及高效能源利用、高技术服务业、高端装备制造、生物医药及医疗设备、新材料制造及应用、新能源汽车关键零部件等行业领域中的重大项目，以促进科技创新成果产业化。截至 2019 年 9 月末，国新科创基金已认缴 45.45 亿元，已投 42 亿元。

国改双百基金成立于 2019 年 7 月，总规模 600.00 亿元，首期规模 300.00 亿元。该基金为在国务院国有企业改革领导小组办公室的指导和帮助下，由中国国新联合 10 家中央企业及 3 家浙江国企发起设立，基金重点投向“双百企业”及“双百企业”的子企业或项目，助力培育一批在细分领域具有全球竞争力的领军企业。截至 2019 年 9 月末，国改双百基金已认缴 129.50 亿元，因成立时间较短，尚未进行投资。

国新建信基金成立于 2019 年 4 月，总规模 1,500.00 亿元，首期规模 300.20 亿元。该基金围绕市场化债转股主题，集中投资于与市场化、法治化债转股相关的项目，发挥运营公司作为债转股实施机构作用，引导带动社会资本支持中央企业、地方国企降低负债水平和杠杆率，优化资产负债结构，

实现高质量发展。截至 2019 年 9 月末，国新建信基金已认缴 300.20 亿元，已投资 12 亿元。

表 4：截至 2019 年 9 月末，公司部分投资项目情况

被投资企业名称	所属基金	投资方向	投资额度
中国石油集团资本股份有限公司	中国国有资本风险投资基金股份有限公司	金融服务业	19 亿元
中海恒实业发展有限公司	中国国有资本风险投资基金股份有限公司	高科技创新	42 亿元
中国船舶重工股份有限公司	中国国有资本风险投资基金股份有限公司	高端装备制造	80 亿元
中信环境技术有限公司	中国国有资本风险投资基金股份有限公司	节能环保	14 亿元
中国石化销售有限公司	国新科创股权投资基金（有限合伙）	油品销售	9 亿元
旷视科技有限公司	中国国有资本风险投资基金股份有限公司	人工智能	2 亿美元
上海联影医疗科技有限公司	中国国有资本风险投资基金股份有限公司	医疗	8.92 亿元
孚能科技（赣州）有限公司	中国国有资本风险投资基金股份有限公司	节能环保	35 亿元

数据来源：企业提供，中诚信证评整理

随着公司六只基金投资项目的逐步增多，近年来公司基金投资板块的资产快速增加，投资收益随之增长。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，基金投资板块资产总额分别为 107.32 亿元、367.35 亿元、502.80 亿元和 521.20 亿元。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司的基金投资板块实现基金投资总收益分别为 6.90 亿元、9.22 亿元、12.56 亿元、26.36 亿元，呈持续增长趋势，主要系基金持有的股权市值增长所致。

表 5：2016~2019 年 1-9 月公司基金板块资产和总收益情况

单位：亿元

	2016	2017	2018	2019.Q3
基金投资板块的资产	107.32	367.35	502.80	521.20
基金投资板块的总收益	6.90	9.22	12.56	26.36

注：业务板块总收益定义为营业收入、公允价值变动收益、投资收益、其他收益等收益科目中归属于该板块的收益合计数

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司目前已搭建的基金体系整体规模较大，各基金投资方向明确，但该业务板块亦受市场环境的影响，且公司投资的大部分项目处于中前期阶段，中诚信证评将持续关注公司基金投资项目收益稳定性。

金融服务板块

根据公司的战略布局，金融服务板块主要系为中央企业提供金融、类金融服务，助力中央企业压两金、降负债等，公司将其打造成与资本运营相互支撑的金融产业体系，推动中央企业的结构调整、产融结合、以融促产。目前公司金融服务板块业务包含商业保理、融资租赁、央企金融服务平台、信用评级等。目前金融服务板块主要由国新资本有限

公司（以下简称“国新资本公司”）、国新集团财务有限责任公司（以下简称“国新财务公司”），其中国新资本有限公司的控股金融子公司包括国新商业保理有限公司（以下简称“国新保理”）、国新融资租赁有限公司（以下简称“国新租赁”）、国新汇通保险经纪有限公司（以下简称“国新汇通保险”）。

表 6：国新资本公司下属主要金融机构情况

单位：万元、%

金融机构名称	注册资本	持股比例	业务范围
国新商业保理有限公司	300,000	100	商业保理
国新融资租赁有限公司	500,000	75	融资租赁
国新汇通保险经纪有限公司	5,000	60	保险经纪

数据来源：企业提供，中诚信证评整理

公司金融服务板块系 2016 年开始逐步搭建成立，近年来整体发展趋势较好，尤其 2018 年以来，受市场环境的影响，公司金融服务板块业务发展迅速。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，金融服务板块资产总额分别为 122.62 亿元、358.58 亿元、610.79 亿元及 611.63 亿元，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司的金融服务板块实现总收益分别为 0.80 亿元、10.15 亿元、25.47 亿元、22.07 亿元。

表 7：2016~2018 年及 2019 年 1-9 月公司金融板块资产和总收益情况

单位：亿元

	2016	2017	2018	2019.Q3
金融服务板块的资产	122.62	358.58	610.79	611.63
金融服务板块的总收益	0.80	10.15	25.47	22.07

注：业务板块总收益定义为营业收入、公允价值变动收益、投资收益、其他收益等收益科目中归属于该板块的收益合计数

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

国新保理系为推动中央企业提质增效、产融结合、以融促产，于 2016 年 7 月成立，作为中国国新搭建中央企业金融服务平台的重要组成部分，定位系为中央企业提供应收账款保理服务，与中国国新其他板块形成良好的业务协同效应，相互促进，共同发展，为客户提供具有国新金融特色的综合服务，截至 2019 年 9 月末，国新保理累计向 27 家央企提供保理融资 654 亿元，覆盖建筑、批发和零售、制造业等八大行业。近年来，公司的业务整体发展趋势较好。2017~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司的商业保理业务收入分别为 7.28 亿元、14.74 亿元、9.75 亿元。

表 8：2017~2018 年及 2019 年 1~9 月保理、融资租赁和保险收入情况

单位：亿元

金融机构名称	2017	2018	2019.Q3
国新商业保理有限公司	7.28	14.74	9.75
国新融资租赁有限公司	2.77	9.54	10.26
国新汇通保险经纪有限公司	0.01	0.03	0.02

数据来源：企业提供，中诚信证评整理

国新租赁成立于 2016 年 11 月 28 日，注册资本 50 亿元，是中外合资融资租赁公司，主要系为“五大领域”（五大领域是指大制造、大交通、大能源、大基建、大消费）的中央企业提供融资租赁服务。截至 2019 年 9 月末，公司累计投放租赁款达 393 亿元。2017~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司的融资租赁收入分别为 2.77 亿元、9.54 亿元、10.26 亿元。

国新保险经纪公司成立于 2016 年 9 月，注册资本 5,000 万人民币，2017 年 6 月获得中国保监会颁发的经营保险经纪业务许可证。国新保险经纪公司主要系为中央企业提供保险经纪、风险管理咨询等服务，目前整体收入规模较小。2017~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司的国新保险经纪公司实现营业收入分别为 0.01 亿元、0.03 亿元、0.02 亿元。

国新财务公司已成立于 2018 年 5 月 18 日，注册资本 20 亿元，公司持股 100%。国新财务公司致力于发展成为国新集团的资金归集中心、资金结算中心、资金监控中心、金融服务中心，围绕国新集团高效运营和配置国有资本的发展主线，依法高效融通内外部金融资源，全面提升国新集团系统资金

配置效率，确保资金的稳定供给，有效控制资金风险，从而提高国新集团产业发展的质量与效益。2018 年及 2019 年 1~9 月，国新财务公司分别实现营业收入分别为 0.86 亿元、1.69 亿元。

总体来看，公司金融服务板块作为央企转型升级支撑产业，整体规模不大，但近年来发展较快，为公司带来了较为可观的营业收入。

股权运作板块

公司股权投资运营业务主要系由国新投资有限公司（以下简称“国新投资”）负责。

国新投资是中国国新于 2015 年成立的一家国有投资平台公司，主要负责接收国资委无偿划转的中央企业所属上市公司部分股权，依托市场化、专业化的股权运营管理，通过股权运作、价值管理、进退流转等方式，促进国有资本合理流动，有效提高国有资本配置和运营效率。截至 2019 年 9 月末，国新投资已无偿接收中远海发、招商银行、中材节能、华贸物流、际华集团、新兴铸管、中国建材、中国石油、中国石化、中国中车、中国中铁、中国化学等央企上市公司的股权。

表 9：截至 2019 年 9 月末，国新投资持有上市公司股权情况

单位：亿股、亿元

划转标的公司	股票代码	划转股数	划转时间	截至 2019 年 9 月末市值
中远海发	601866	4.67	2016.1.20	11.41
招商银行	600036	0.22	2016.10.27	1.37
中材节能	603126	0.30	2017.2.27	1.33
华贸物流	603128	0.50	2017.9.20	0.18
际华集团	601718	2.66	2017.12.1	9.46
新兴铸管	000778	0.83	2017.12.19	3.04
中国建材	03323.HK	0.81	2017.2.23	5.14
华侨城 A	000069	2.66	2018.4.4	17.93
中国交建	601800	3.18	2018.6.22	20.92
中国石油	601857	9.73	2018.6.28	49.38
中国中车	601766	3.73	2018.8.13	26.52
中国中铁	601390	4.25	2018.9.13	25.49
中国石化	600028	12.42	2018.9.20	62.87
中国化学	601117	4.28	2018.10.30	16.26

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

随着上市公司股权的逐步划入，公司该部分的

资产规模和收益快速增长。截至 2016-2018 年末及 2019 年 9 月末, 股权运作板块资产总额分别为 57.69 亿元、103.63 亿元、436.19 亿元及 613.73 亿元。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月, 公司的股权运作板块总收益分别为 0.00 亿元、1.40 亿元、10.57 亿元、20.72 亿元, 呈持续增长趋势, 主要系公司收到的公司分红等股权运作收益持续增加所致。

表 10: 2016~2019 年 1~9 月, 公司股权运作板块资产和总收益情况

	单位: 亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q3
股权运作板块的资产	57.69	103.63	436.19	613.73
股权运作板块的总收益	0.00	1.40	10.57	20.72

注: 业务板块总收益定义为营业收入、公允价值变动收益、投资收益、其他收益等收益科目中归属于该板块的收益合计数
数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 作为中央企业布局结构调整的试点央企, 公司在优化国有资本布局、提升国有资本运营效率上发挥了重要作用, 该板块获得了国资委的大力支持, 近年来资产规模不断增加, 盈利持续优化。后续随着国企改革不断深入, 国有资本运营

表 11: 截至 2019 年 9 月末公司本部主要投资项目情况

项目名称	投资日期	投资额	单位: 亿元			
			占股比例 (%)	2016	2017	2018
中国核工业建设股份有限公司	2010 年	2.00	0.78	0.78	0.78	0.78
中国铁路通信信号股份有限公司	2010 年、2019 年	8.32	0.72	0.72	0.72	1.41
中国铁塔股份有限公司	2016 年	77.61	6.00	6.00	6.00	6.00
中国北方工业公司	2016 年	15.00	5.76	5.76	5.76	5.76
北京天坛生物制品有限公司	2017 年	7.79	0.00	3.67	3.67	3.67
中国中铁股份有限公司	2018 年	26.00	-	-	-	1.58
合计	-	136.72	-	-	-	-

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

国新资产管理公司是中国国新资产管理板块的出资平台和持股管理主体, 以服务中央企业重组整合、改革脱困、提质增效为目标, 通过投资、债转股、资本运作等方式助力中央企业改革发展, 优化国有资本布局和结构调整。投资领域主要包括参与中央企业改革发展、重组整合等业务投资, 包括中央企业母公司股权多元化改革、同质化、非主业资产整合、去产能、改革脱困等; 参与市场化债转

试点工作仍将持续推进, 未来将陆续有央企及央企上市公司股权划入, 公司该部分的盈利较为可观。

资产管理板块

公司资产管理业务系根据国资委部署, 参与有关中央企业股权多元化改革、专业化重组、资产优化整合和改革脱困等工作, 根据具体情况采取转让变现、引入战略投资者、市场化债转股、股权置换等方式, 实现国有资本的流动和增值。目前公司该项业务主要由公司本部、中国国新资产管理有限公司(以下简称“国新资产管理公司”)和子公司国新国际投资有限公司(以下简称“国新国际”)负责运营。

公司本部主要参与中央企业股份制改造工作, 参股中央企业, 优化有关企业公司治理结构和运营机制。截至 2019 年 9 月末, 公司已参股的央企包括中国核工业建设股份有限公司、中国铁路通信信号股份有限公司、中国铁塔股份有限公司、中国北方工业公司、北京天坛生物制品有限公司和中国中铁股份有限公司等。

股投资业务; 参与央企改制重组上市等。

公司下属子公司中国文化产业集团有限公司为转型需求, 于 2018 年收购了国新文化控股股份有限公司(以下简称“国新文化”)24.66%的股份, 成为国新文化公司的最大股东。国新文化前身是上海三爱富新材料股份有限公司, 系上海证券交易所上市公司, 股权代码 600636.SH。国新文化业务板块主要包括文化教育和氟化工, 其中文化教育板块

目前主要涉及的领域之一是教育信息化。氟化工业务主要涉及氟聚合物等各类含氟化学品的研究、开发、生产和经营。未来公司拟长期持有国新文化的股份，并将原有的文发集团的文化业务借助国新文化的平台进行转型改革。中诚信证评将持续关注公司该业务板块的整合及发展情况。

国新国际于 2012 年在香港注册成立，主要业务是参与中国企业境外投资项目，支持中国企业国际化并获取投资收益。海外投资具有一定的不确定性。公司海外业务受当地法律法规的管辖，面临着当地政治、文化、环保和管理等诸多方面不确定性因素。国际政治、经济和其他条件的复杂性，给公司带来了一定的海外投资风险。

随着公司本部投资央企项目的增加以及海外投资的扩展，近年来公司的资产管理板块资产大幅增加，且公司所投资的企业整体质量较好，该板块的投资收益随之增长。

2016-2018 年末及 2019 年 9 月末，公司资产管理板块资产总额为 1,742.11 亿元、1,902.64 亿元、2,785.19 亿元及 2,737.30 亿元。同期，公司的资产管理板块总收益分别为 73.68 亿元、91.28 亿元、124.32 亿元、74.72 亿元。

表 12：2016~2019 年 1~9 月，公司资产管理板块资产和总收益情况

	单位：亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q3
资产管理板块的资产	1,742.11	1,902.64	2,785.19	2,737.30
资产管理板块的总收益	73.68	91.28	124.32	74.72

注：业务板块总收益定义为营业收入、公允价值变动收益、投资收益、其他收益等收益科目中归属于该板块的收益合计数

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司根据国资委安排，参与央企改革和国外项目的投资，战略地位显著，且目前该项业务整体经营情况较好，每年可为公司带来可观的投资收益。

综合来看，公司作为国有经济布局结构调整而成立的国有资本投资运营试点企业，在国资委的大力支持下，已形成了较为清晰的业务板块和投资格局，各板块开展较为顺利，整体收益情况良好。

公司治理

公司系按照《公司法》和其他有关规定，由国家出资设立的国有独资公司，是国家授权投资的机构，由国资委代表国务院履行出资人职责。

公司设党委，设党委书记 1 名，其他党委成员若干名。董事长、党委书记原则上由同一人担任。公司按规定设纪委。

公司设董事会，成员为 9 人，设董事长一人，副董事长一人。根据管理权限，董事会成员中非职工代表担任的董事，由国资委委派和更换，董事长、副董事长由国资委从董事会成员中制定。董事会中外部董事人数超过董事会全体成员的半数，外部董事不在公司单位出任董事和董事会专门委员以外的其他职务。董事会每届任期不超过三年，任期届满，经国资委聘任可连任，其中外部董事任期不超过两届。公司董事会设置战略与规划委员、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计与风险管理委员会等专门委员会，董事会专门委员会成员由公司董事组成，委员会主任由董事长提名，董事会确认。

公司设总经理 1 名，设副总经理若干名及总会计师、总法律顾问等人员协助总经理工作。总经理对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会的监督管理和监事会的监督。

管理水平

近年来公司突出强化了对下属企业经营管理的内部监管工作，目前已经建立了对下属企业经营监管的制度体系和整体框架，并得到了较为有效地执行。

财务制度方面，公司制定了《财务管理制度（试行）》、《会计核算办法》、《全面预算管理暂行办法》、《资金管理办法》、《担保管理办法》等制度，对财务管理机构及财务人员管理、全面预算管理、资金管理、担保业务管理、风险管理及资产管理等方面的内容进行了严格规范。公司作为国有资本的出资人，承担国有资本安全、完整和保值增值的责任。

投融资制度方面，公司董事会是公司投资项目的最高决策机构。为规范公司的对外投资管理，公司颁布了《中国国新控股有限责任公司全资和控股企业投资管理暂行办法》、《中国国新控股有限责任

公司投资风险管理暂行办法》，对投资原则、投资方向、投资项目评价、投资项目风险控制以及投资决策程序等业务环节做出明确规定。具体来看，公司各大投资业务板块的子企业建立符合各自业务要求的，以投资决策流程为核心的投资管理体系。定期报告投资工作中的重要事项、主要进展和实施结果，研究并落实公司提出的改进建议。

内部风险控制方面，为促进公司合规经营和高效运作，结合公司业务、管理的实际情况，确保企业内部机构、岗位的合理设置及其职责权限的合理划分，坚持不相容职务分离，确保不同岗位之间职责分明、相互制约、相互监督。2017年，公司修订了《董事会议事规则》、《总经理办公会议事规则》，制定了《发展战略和规划管理暂行办法》、《内部授权管理办法（试行）》、《内部管理授权手册（试行）》、《关于建立禁止和限制开展的业务目录工作制度的意见（试行）》等多项制度，使得以公司章程、议事规则等为代表的基础管理制度，以财务、法律、投资等管理办法为代表的公司基本制度和以基金、金融、股权运作等高风险业务内部控制制度为代表的专项具体风控制度得到规范和完善。

中国国新及所出资企业根据资金预算期限长短分为年度融资方案、季度资金预算和月度资金计划。总部财务部根据所出资企业上报的财务预算编制年度融资方案，经董事会审议批准后实行，根据各部室及所出资企业上报的用款需求编制季度资金预算和月度资金计划。公司在《资金管理办法》中对资金预算、内外部融资管理、资金的使用和风险管理均进行了明确规定。

总体上，公司治理结构较完善，相关内控制度较完备，能够保证公司正常运营且促进综合竞争实力显著增强。

战略规划

“十三五”期间，中国国新发展进入全面建设国有资本运营公司的关键阶段，中国国新要通过实施多板块协同发展战略，高效运营和配置国有资本。核心要义是紧紧围绕国有资本运营公司功能定位，立足于优化国有资本布局结构、促进中央企业改革发展，依托有关业务板块平台，市场化、专业化运

营国有资本，板块平台间互补合作、协同发展，发挥高效运营和配置国有资本的市场化专业平台作用。

中国国新要在服务国家战略的同时，重点围绕新能源、新材料、新一代信息通信设备制造等核心技术领域，以及节能环保、智能制造、互联网金融、文化创意、健康医疗等新兴产业和现代服务业领域，积极挖掘投资机会，在促进国有资本优化配置、支持中央企业提质增效的同时，提高投资收益。

基金投资板块，逐步打造形成以国新基金管理公司为统一管理平台，以国风投资基金为核心，包括国同基金、央企运营基金、国新建信基金、国改双百基金和国新科创基金等在内的国新基金系，围绕新布局、新动能、新模式，突出发挥培育孵化功能，进行系列化、差异化、协同化投资。

金融板块方面，加快打造完整的金融服务平台，为集团业务的长期发展营造良好的金融环境。充分发挥央企与中国国新的协同效应，全面提升金融服务平台的服务能力、盈利能力和竞争实力。

股权运作板块，公司将无偿接收国资委划转或者投资持有的有关央企上市公司参股股权、母公司股权，多渠道、多方式、专业化地开展股权运作，最大限度提高变现收益。

资产管理方面，公司将充分发挥国有资本运营公司的功能作用，积极参与央企有关资产的整合与处置，促进央企结构调整、提质增效、提高竞争力，实现国有资本优化配置、保值增值。

总体来看，公司的战略规划符合公司的定位。公司将不断优化业务布局，推进四大业务板块平稳发展，不断提高公司的竞争力和抗风险能力。

财务分析

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016~2018年三年连审的审计报告以及公司提供的未经审计的2019年三季度财务报表，公司各期财务报告均按新会计准则编制。

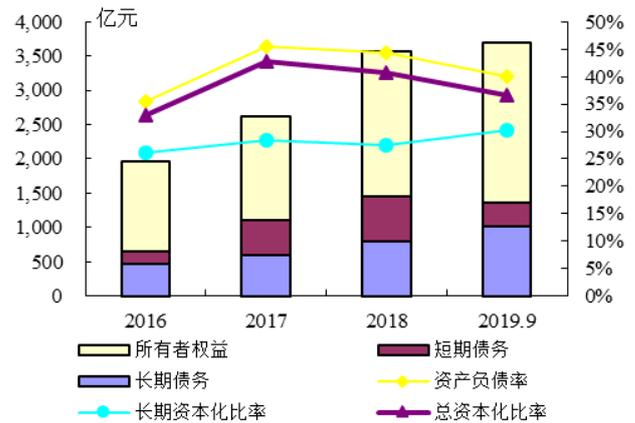
资本结构

如前所述，近年公司四大板块稳步推进，特别

是公司接收大量的央企股权，使得公司资产规模持续增长。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司资产总额分别为 2,045.18 亿元、2,751.42 亿元、3,806.19 亿元、3,905.79 亿元。同时，随着公司投资项目的扩展，公司对外融资力度加大，负债规模随之增长。截至 2019 年 9 月末，受公司债务结构调整以及偿还部分短期借款等因素影响，公司总负债规模略有下降，但整体仍处于相对较高水平。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的负债总额分别为 727.57 亿元、1,252.71 亿元、1,687.36 亿元、1,559.81 亿元。受益于接收央企股权、发行永续债、以及利润的累积等，公司近年来的净资产规模快速上升。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的所有者权益分别为 1,317.61 亿元、1,498.71 亿元、2,118.83 亿元、2,345.98 亿元。公司的所有者权益主要为少数股东权益、未分配利润、资本公积、实收资本等，截至 2018 年末，公司上述科目金额分别为 1,056.40 亿元、437.21 亿元、402.87 亿元、155.00 亿元。具体来看，公司非全资子公司较多，使得公司的少数股东权益较大；2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的少数股东权益分别为 732.38 亿元、906.87 亿元、1,056.40 亿元、1,090.24 亿元。近年，公司接收大量股权等资产，根据相关文件，公司将接收的部分资产计入权益端“未分配利润”科目，使得未分配利润大幅增加。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的未分配利润分别为 0.28 亿元、4.06 亿元、437.21 亿元、611.67 亿元。公司近年来资本公积略有减少，实收资本规模稳定。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的资本公积分别为 420.39 亿元、418.15 亿元、402.87 亿元、389.53 亿元，同期，公司的实收资本分别为 155.00 亿元、155.00 亿元、155.00 亿元、155.00 亿元。

财务杠杆方面，近年来，公司接受股权较多，资本实力有所增强，公司的杠杆率有所下降。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的资产负债率分别为 35.57%、45.53%、44.33%和 39.94%。同期，公司总资本化比例分别为 32.98%、42.67%、40.66%和 36.58%，长期资本化比率分别为 26.08%、28.48%、27.54%和 30.26%。

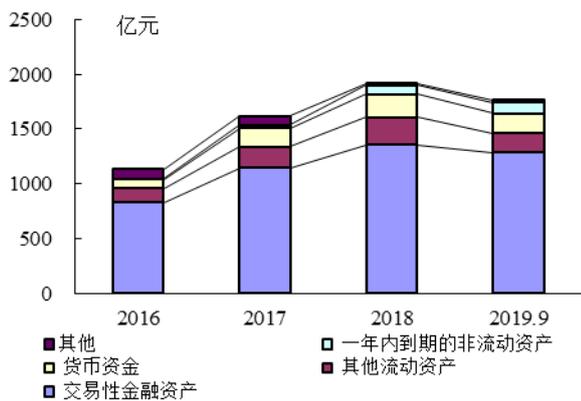
图 2：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司资本结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产结构方面，基于公司以投资为主业，资产规模占比较大的主要系交易性金融资产、可供出售金融资产、长期股权投资以及其他流动资产。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的流动资产余额分别为 1,155.09 亿元、1,656.70 亿元、1,942.49 亿元、1,784.91 亿元，占资产总额的比重分别为 56.48%、60.21%、51.03%、45.70%。公司流动资产主要由交易性金融资产、其他流动资产和货币资金构成。具体来看，近年来公司基金投资、资产管理板块投资项目的增加，使得公司交易性金融资产规模大幅增加。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的交易性金融资产分别为 832.42 亿元、1,144.35 亿元、1,358.49 亿元、1,283.17 亿元，其中，2018 年交易性金融资产包括审计报表中交易性金融资产科目和以公允价值计量且其变动计入当期损益两个科目。其他流动资产主要系国新保理公司的商业保理款，近年来随着保理业务的扩展而增长，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的其他流动资产余额分别为 125.71 亿元、195.18 亿元、251.74 亿元、179.59 亿元。货币资金主要系银行存款，另有少量现金及其他货币资金，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的货币资金余额分别为 83.87 亿元、167.83 亿元、209.17 亿元、178.28 亿元，截至 2019 年 9 月末，公司的受限货币资金规模为 5.98 亿元，主要系承兑汇票保证金及履约保证金和存放中央银行法定准备金等原因而受限。

图 3：2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

非流动资产方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的非流动资产余额分别为 890.10 亿元、1,094.72 亿元、1,863.70 亿元、2,120.88 亿元，占资产总额的比重分别为 43.52%、39.79%、48.97%、54.30%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资及长期应收款构成。具体来看，可供出售金融资产主要系公司持有上市公司的股票以及部分资产管理项目，随着接受划入中央企业上市公司股权的增加，可供出售金融资产规模大幅增加，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的可供出售金融资产余额分别为 423.63 亿元、481.93 亿元、938.93 亿元、1,128.18 亿元。长期股权投资主要系子公司对参股企业的投资，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的长期股权投资余额分别为 393.03 亿元、429.72 亿元、635.87 亿元、683.50 亿元。长期应收款为融资租赁业务形成融资租赁款，随着融资租赁的推进，公司的长期应收款大幅增加，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的长期应收款分别为 5.57 亿元、72.47 亿元、138.46 亿元、155.03 亿元。

负债结构方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的非流动负债余额分别为 471.53 亿元、607.25 亿元、823.26 亿元、1,039.73 亿元，占当期负债总额的比重分别为 64.81%、48.48%、48.79%、66.66%。非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。具体来看，长期借款系公司向建设银行、招商银行、工商银行等商业银行的借款。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的长期借款分别为 434.91 亿元、566.94 亿元、654.88 亿元、761.95 亿元。应

付债券主要系公司发行的中期票据等，债券期限主要为 3-5 年。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的应付债券余额分别为 30.00 亿元、29.76 亿元、150.29 亿元、255.46 亿元。

流动负债方面，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的流动负债余额分别为 256.04 亿元、645.46 亿元、864.09 亿元、520.08 亿元。公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和其他流动负债构成。短期借款主要系公司向招商银行、建设银行、农业银行等商业银行的借款，随着公司业务的扩张，公司近年来短期借款增幅较大，2019 年 1~9 月，公司调整债务期限结构，公司的短期借款规模有所下降，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的短期借款余额分别为 183.21 亿元、486.76 亿元、501.73 亿元、229.36 亿元。其他应付款主要系资产管理板块应付的股权投资基金和往来款，随着公司股权投资规模的扩大，其他应付款规模大幅增加。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的其他应付款余额分别为 67.39 亿元、75.14 亿元、182.94 亿元、159.20 亿元，其中，2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的其他应付款余额包含应付利息和应付股利，但其占比较小。其他流动负债主要为短期应付债券，近年来，其规模不断增加，2019 年 1~9 月，公司调整债务期限结构，公司的其他流动负债规模有所下降，2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的其他流动负债分别为 0.00 亿元、25.00 亿元、97.99 亿元、42.80 亿元。

总债务方面，随着业务规模的扩张，公司总债务规模持续增长，短期债务规模呈波动下降趋势。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司的总债务分别为 648.32 亿元、1,115.29 亿元、1,451.92 亿元和 1,353.40 亿元，同期，公司的短期债务分别为 183.41 亿元、518.45 亿元、646.67 亿元和 335.42 亿元。2019 年 9 月末，公司短期债务大幅下降，主要系公司调整债务结构所致。

表 13: 2016~2018 年末及 2019 年 9 月末

公司的总债务情况

单位: 亿元

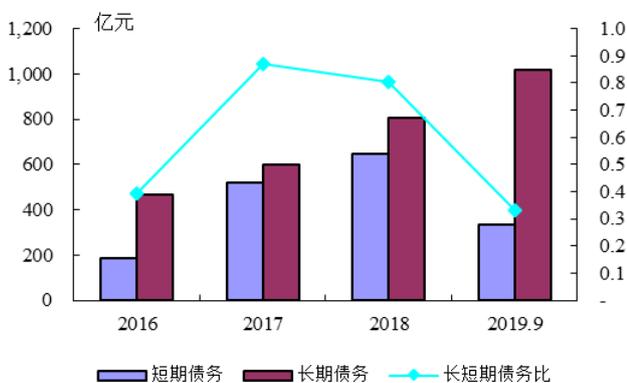
	2016	2017	2018	2019.Q3
短期借款	183.21	486.76	501.73	229.36
应付票据	0.00	0.00	0.64	11.21
其他流动负债 (含息部分)	0.00	25.00	95.00	40.00
一年内到期的非 流动负债	0.20	6.69	49.30	54.85
短期债务合计	183.41	518.45	646.67	335.42
长期借款	434.91	566.94	654.88	761.95
应付债券	30.00	29.76	150.29	255.46
长期应付款 (含息部分)	0.00	0.14	0.07	0.57
长期债务合计	464.91	596.83	805.25	1,017.98
总债务	648.32	1,115.29	1,451.92	1,353.40

注: 已将其他流动负债和长期应付款的含息部分调入总债务。

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

债务期限结构方面, 近年来公司短期债务有所增长, 但 2019 年起, 公司采取措施调整债务结构, 短期债务占比有所下降。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末, 公司的长短期债务比分别为 0.39 倍、0.87 倍、0.80 倍和 0.33 倍。

图 4: 2016~2018 年末及 2019 年 9 月末公司债务结构



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

表 15: 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月, 公司的总收益和调整后毛利率分析

单位: 亿元

板块名称	2016 年度		2017 年度		2018 年度		2019 年 1~9 月	
	总收益	毛利率	总收益	毛利率	总收益	毛利率	总收益	毛利率
基金投资	6.90	66.18%	9.22	78.44%	12.56	-65.02%	26.36	78.25%
金融服务	0.80	45.23%	10.15	33.85%	25.47	27.68%	22.07	30.07%
股权运作	0.00	-	1.40	93.61%	10.57	99.13%	20.72	99.00%
资产管理	73.68	59.94%	91.28	47.21%	124.32	60.31%	74.72	55.08%
其他	0.16	64.20%	0.43	62.46%	0.86	-5.00%	0.88	28.13%
合计	81.54	60.24%	112.50	49.20%	173.78	48.51%	144.75	61.61%

注 1: 该板块总收益为营业收入、公允价值变动收益、投资收益、其他收益中归属于该板块收益的合计数

注 2: 上述毛利率为根据总收益及相应成本调整后的毛利率

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

债务到期方面, 截至 2019 年 9 月末, 公司本部债务共计 665.90 亿元, 其中 2019 年 10-12 月、2020 年、2021 年及 2022 年及以后到期债务规模分别为 35.50 亿元、228.96 亿元、154.40 亿元和 247.04 亿元, 2020 年及 2021 年公司面临的债务到期压力较大。

表 14: 截至 2019 年 9 月末公司债务到期情况(母公司口径)

到期年份	2019.10-12	2020	2021	2022 及以后
到期金额 (亿元)	35.50	228.96	154.40	247.04

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

整体来看, 近年公司四大板块稳步推进, 同时公司接收大量的上市央企股权, 公司的资产质量进一步提升, 资本实力进一步增强。

盈利能力

近年来, 随着各业务的推进, 公司的总收益持续增加。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月, 公司的总收益分别为 81.54 亿元、112.50 亿元、173.78 亿元、144.75 亿元。

因公司业务总收益涉及多个收益科目, 其成本亦做相应调整, 由此得出“调整后业务毛利率”, 不同业务板块的调整后毛利率水平不同, 且内部差异较大, 使得公司的综合调整后的毛利率存在一定波动。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月, 公司的调整后综合毛利率分别为 60.24%、49.20%、48.51%、61.61%。

期间费用方面，公司期间费用主要包括财务费用和管理费用，其余费用占比较少。2016~2018年及2019年1~9月，公司的期间费用为14.03亿元、38.28亿元、49.92亿元、37.42亿元。其中，财务费用占比最大，主要系利息支出，2016年以来随着融资规模的扩大，利息支出大幅增长，使得财务费用规模随之扩张。2016~2018年及2019年1~9月，公司的财务费用分别为7.22亿元、28.87亿元、36.23亿元、26.82亿元。管理费主要系包括人员工资、日常开支以及基金管理费用等，由于公司近年来陆续发起设立多只基金且合并范围有所增加，管理费用支出增幅较大，2016~2018年及2019年1~9月，公司的管理费用分别为6.47亿元、9.05亿元、12.41亿元、8.88亿元。

表 16：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司期间费用分析

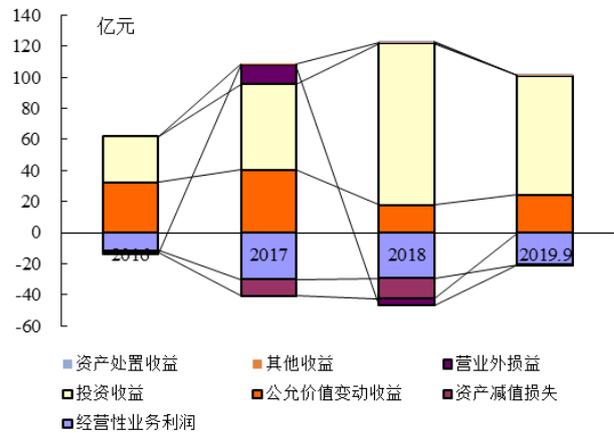
	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.9
销售费用	0.35	0.36	1.27	1.15
管理费用	6.47	9.05	12.41	8.88
研发费用	0.08	0.10	0.70	0.57
财务费用	7.22	28.87	36.23	26.82
期间费用合计	14.03	38.28	49.92	37.42
营业总收入	19.53	16.57	45.95	33.66
期间费用收入占比	71.81	231.05	108.63	111.16

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，作为投资性公司，投资收益和公允价值变动收益系公司利润的主要构成。公司投资收益主要系长期股权投资、以公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产期间取得的投资收益以及可供出售金融资产收益，包括股票分红收入、股票资本利得、投资非上市公司股权退出收入等。2016~2018年及2019年1~9月，公司的投资收益分别为29.64亿元、55.21亿元、104.21亿元、76.39亿元。公允价值变动收益主要系公司基金投资板块和资产管理板块项目估值增值，该收益受市场波动影响较大。2016~2018年及2019年1~9月，公司的公允价值变动收益分别为32.37亿元、40.23亿元、17.66亿元、24.48亿元。综合来看，受益于投资收益大幅增长，公司近年来利润总额呈上升趋势，2016~2018年及2019年1~9月，公司的利润总额分别为48.69亿元、67.78亿元、76.09亿元、80.44亿

元。

图 5：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，作为投资性企业，公司利润主要依赖于投资收益和公允价值变动收益，目前公司各项投资业务开展良好，获利能力较强，但投资收益和公允价值变动收益易受市场风险和宏观经济影响，中诚信证评将持续关注公司投资收益及盈利能力的稳定性。

偿债能力

近年来，经营活动现金流方面，因国新资本支付保理、租赁款计入经营活动流出，同时，公司支付的其他与经营活动有关的现金大幅增加，使得公司的经营性现金流持续为负，2019年1~9月，公司累计收回保理、租赁款相对增加，使得经营性现金流转负为正。2016~2018年及2019年1~9月，公司的经营活动现金流净额分别为-119.26亿元、-156.21亿元、-138.70亿元、43.63亿元。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成，近年来随着利润总额的增长，EBITDA 随之增长。2016~2018年，公司 EBITDA 分别为59.16亿元、91.10亿元、117.76亿元。

偿债指标方面，债务规模的扩大导致公司偿债指标稍有弱化。2016~2018年，公司的 EBITDA 利息保障倍数分别为6.18倍、3.97倍、2.91倍；同期，总债务/EBITDA 分别为10.96倍、12.24倍、12.33倍。

表 17: 2016-2018 年末及 2019 年 9 月末

公司偿债能力指标分析

项目	2016	2017	2018	2019.Q3
短期债务 (亿元)	183.41	518.45	646.67	335.42
长期债务 (亿元)	464.91	596.83	805.25	1,179.98
总债务 (亿元)	648.32	1,115.29	1,451.92	1,353.40
资产负债率 (%)	35.57	45.53	44.33	39.94
总资本化比率 (%)	32.98	42.67	40.66	36.58
EBITDA (亿元)	59.16	91.10	117.76	-
利息支出 (亿元)	9.57	22.93	40.43	33.61
EBITDA 利息倍数 (X)	6.18	3.97	2.91	-
总债务 / EBITDA (X)	10.96	12.24	12.33	-
经营活动净现金流 (亿元)	-119.26	-156.21	-138.70	43.63
经营活动净现金/利息支出 (X)	-12.46	-6.81	-3.43	1.30
经营活动净现金/总债务 (X)	-0.18	-0.14	-0.10	0.04

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 截至 2019 年 9 月末, 中国国新本部在中国工商银行、中国农业银行等多家银行的授信额度合计 3,440.50 亿元, 其中未使用授信额度 2,427.04 亿元, 公司备用流动性充足。

或有负债方面, 截至 2019 年 9 月末, 公司下属子公司中国文化产业集团有限公司对北京新华印刷有限公司进行担保, 担保金额为 0.20 亿元, 整体对外担保规模较小, 或有偿债风险可控。

受限资产方面, 截至 2019 年 9 月末, 公司受限资产合计 127.20 亿元, 占其同期资产总额的 3.26%, 主要为因借款而质押的货币基金、应收租赁款和应收保理款, 以及因借款抵押的无形资产、投资性房地产、固定资产等。

未决诉讼方面, 张文山、张文益 (原告) 因委托合同纠纷于 2014 年 11 月向海南省高级人民法院提起诉讼, 要求中海恒实业发展有限公司 (被告, 公司的控股子公司, 以下简称“中海恒”) 支付人民币 507,283,645.80 元及利息 23,081,406.00 元, 并承担案件的保全费及受理费等全部诉讼费用。海南省高级人民法院就该案一审作出海南省高级人民法院 (2014) 琼民三初字第 3 号民事判决, 支持了原告的诉讼请求。中海恒于 2016 年 10 月将该案上诉至最高人民法院。2017 年 12 月 18 日, 最高人民法

院就该案作出 (2017) 最高法民终 61 号《民事裁定书》, 裁定撤销海南省高级人民法院 (2014) 琼民三初字第 3 号民事判决, 并将该案发回海南省高级人民法院重审。2019 年 7 月 16 日, 海南省高级人民法院作出 (2018) 琼民初 7 号《民事调解书》, 双方就调解事宜达成一致, 此案终结。此外, 公司无其他重大诉讼、仲裁或受到重大行政处罚的事项。

总体来看, 近年来尽管 EBITDA 对公司债务利息覆盖能力有所下滑, 但公司作为国有资本运营央企, 公司各板块开展较为顺利, 整体经营情况较好, 特别是划入的上市公司股权, 资产质量较高, 且银企关系良好, 公司具有极强的偿债能力。

结 论

综上, 中诚信证评评定中国国新控股有限责任公司主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“中国国新控股有限责任公司 2020 年面向合格投资者公开发行创新创业公司债券 (第二期)”信用级别为 **AAA**。

关于中国国新控股有限责任公司 2020 年面向合格投资者 公开发行创新创业公司债券（第二期）的跟踪评级安排

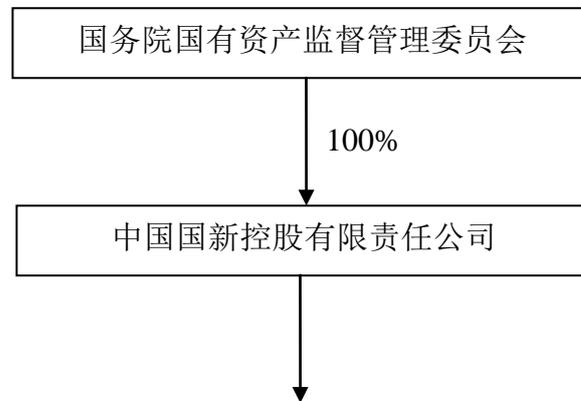
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：中国国新控股有限责任公司股权结构图（截至 2019 年 9 月末）

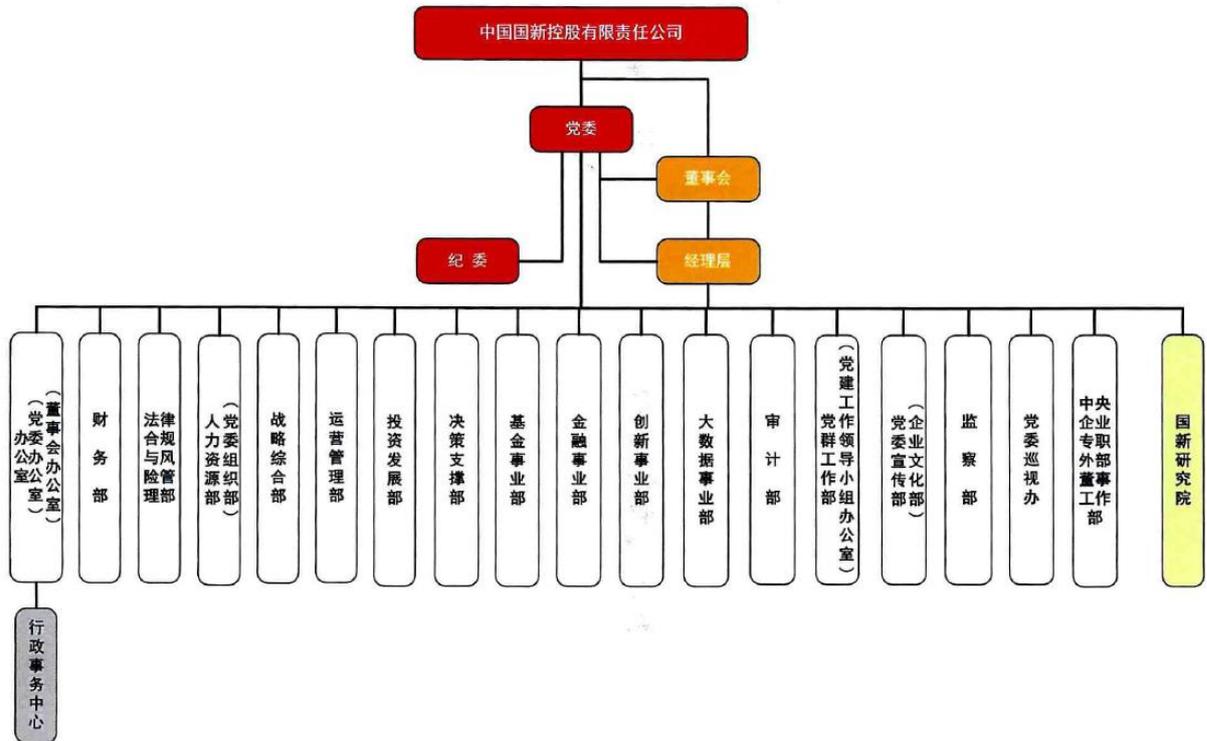


表：主要子公司概况

序号	企业名称	级次	注册地	业务性质	持股比例 (%)	享有的表决权 (%)
1	中国国新基金管理有限公司	2	北京	投资管理	100.00	100.00
2	国新（深圳）投资有限公司	2	深圳	投资管理	100.00	100.00
3	国新科创股权投资基金（有限合伙）	2	北京	投资管理	44.00	44.00
4	国新国控投资有限公司	2	杭州	投资管理	100.00	100.00
5	国新资本有限公司	2	北京	金融服务	100.00	100.00
6	国新集团财务有限责任公司	2	北京	金融服务	100.00	100.00
7	国新央企金融服务（宁夏）有限公司	2	宁夏	金融服务	100.00	100.00
8	大公国际资信评估有限公司	2	北京	金融服务	58.00	58.00
9	国新投资有限公司	2	北京	投资管理	100.00	100.00
10	国新国际投资有限公司	2	香港	投资管理	10.00	55.56
11	中国国新资产管理有限公司	2	北京	投资管理	100.00	100.00
12	中国文化产业集团发展集团有限公司	2	北京	其他文化业	100.00	100.00
13	中国华星集团有限公司	2	北京	投资管理	100.00	100.00
14	国新宏盛投资（北京）有限公司	2	北京	投资管理	100.00	100.00
15	国新控股（上海）有限公司	2	上海	投资管理	100.00	100.00
16	国新控股香港有限公司	2	香港	投资管理	100.00	100.00

数据来源：企业提供

附二：中国国新控股有限责任公司组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



数据来源：企业提供

附三：中国国新控股有限责任公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	838,692.06	1,678,259.49	2,091,702.26	1,782,804.18
存货净额	11,563.70	2,349.93	18,817.64	15,735.99
流动资产	11,550,853.91	16,566,973.20	19,424,857.18	17,849,091.00
长期投资	8,166,561.32	9,116,549.42	15,747,984.55	18,116,848.40
固定资产合计	81,411.68	54,905.20	76,075.88	73,078.47
总资产	20,451,829.33	27,514,193.81	38,061,850.70	39,057,873.89
短期债务	1,834,127.11	5,184,536.35	6,466,714.81	3,354,209.08
长期债务	4,649,109.65	5,968,338.71	8,052,478.12	10,179,804.08
总债务（短期债务+长期债务）	6,483,236.76	11,152,875.06	14,519,192.93	13,534,013.17
总负债	7,275,703.08	12,527,101.98	16,873,558.23	15,598,057.67
所有者权益（含少数股东权益）	13,176,126.25	14,987,091.83	21,188,292.48	23,459,816.21
营业总收入	195,332.61	165,695.25	459,501.08	336,629.54
三费前利润	27,504.31	81,305.84	204,877.11	162,524.05
投资收益	296,368.60	552,143.94	1,042,120.02	763,898.41
净利润	474,200.46	601,197.78	718,930.96	719,828.42
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	591,636.78	910,978.45	1,177,605.03	-
经营活动产生现金净流量	-1,192,627.74	-1,562,113.48	-1,386,971.10	436,264.76
投资活动产生现金净流量	-2,400,328.77	-3,811,484.68	-2,302,471.80	1,177,061.55
筹资活动产生现金净流量	3,766,329.99	6,229,987.27	4,326,205.54	-1,906,642.96
现金及现金等价物净增加额	174,561.89	855,052.77	642,363.47	-292,129.29
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率（%）	16.02	53.34	46.21	49.37
所有者权益收益率（%）	3.60	4.01	3.39	4.09*
EBITDA/营业总收入（%）	298.08	551.02	256.28	-
速动比率（X）	4.51	2.57	2.25	3.43
经营活动净现金/总债务（X）	-0.18	-0.14	-0.10	0.04*
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.65	-0.30	-0.21	0.17*
经营活动净现金/利息支出（X）	-12.46	-6.81	-3.43	1.30
EBITDA 利息倍数（X）	6.18	3.97	2.91	-
总债务/EBITDA（X）	10.96	12.24	12.33	-
资产负债率（%）	35.57	45.53	44.33	39.94
总资本化比率（%）	32.98	42.67	40.66	36.58
长期资本化比率（%）	26.08	28.48	27.54	30.26

注：2018 年起，营业毛利率计算口径中包含计入金融类企业专用科目的利息收入、利息支出、手续费及佣金支出；已将其他流动负债和长期应付款的含息部分调入总债务；带*号的 2019 年三季度财务指标已年化。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债（含息部分）

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款（含息部分）

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。