

中国国新控股有限责任公司 2019 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第二期）、2020 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）、2020 年面向合格投资者 公开发行创新创业公司债券（第二期）跟踪评级 报告（2020）

项目负责人：盛 蕾 lsheng@ccxi.com.cn

项目组成员：齐 鹏 pqi@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 24 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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 and 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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1464 号

中国国新控股有限责任公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 国新 02”、“20 国新 01”、“20 国新 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十四日

评级观点：中诚信国际维持中国国新控股有限责任公司（以下简称“中国国新”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 国新 02”、“20 国新 01”、“20 国新 02”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司获得了强有力的政府支持、投资项目较好，持有上市公司股权资产质量优良以及盈利能力持续提升等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司母公司债务规模上升较快、基金投资和海外投资面临一定的不确定性等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

中国国新（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	2,751.42	3,806.19	4,223.85	4,251.55
所有者权益合计（亿元）	1,498.71	2,118.83	2,436.21	2,376.98
总债务（亿元）	1,115.29	1,451.92	1,556.37	1,639.87
营业总收入（亿元）	16.57	45.95	49.65	11.34
净利润（亿元）	60.12	71.89	102.23	6.79
EBITDA（亿元）	91.10	117.76	150.21	-
经营活动净现金流（亿元）	-156.21	-138.70	-75.91	-19.64
资产负债率(%)	45.53	44.33	42.32	44.09
中国国新（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	876.21	1,332.48	2,039.20	2,117.94
所有者权益合计（亿元）	464.88	652.56	1,288.57	1,291.35
总债务（亿元）	369.79	644.64	718.72	792.80
营业总收入（亿元）	0.00	0.63	1.08	0.26
净利润（亿元）	-9.80	6.16	11.82	0.95
EBITDA（亿元）	-	29.11	39.88	-
经营活动净现金流（亿元）	-101.18	-148.01	-13.15	10.44
资产负债率(%)	46.94	51.03	36.81	39.03

注：1、公司各期财务报表按照新会计准则编制；2、公司未提供 2017 年母公司口径现金流量补充表、2020 年一季度合并口径和母公司口径现金流量补充表，故相关指标失效；3、中诚信国际债务口径包括其他流动负债和长期应付款中的带息债务。

正面

■ **强有力的政府支持。**中国国新成立以来持续获得强有力的政府支持。为推动中央企业重组整合，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）陆续将部分国有股权或资产划转至公司，提升了公司资本实力。

■ **投资项目较好，持有上市公司股权资产质量优良。**公司投资对象主要系国有中央企业和海外项目，公司还持有多家央企上市公司股权，资产质量优良。

■ **盈利能力持续提升。**公司主营业务分为基金投资、金融服务、股权运作、资产管理业务四大板块；2019 年，各业务板块稳步经营，公司净利润水平持续提升。

关注

■ **母公司债务规模上升较快。**截至 2020 年 3 月末，母公司总债务规模增长较快，随着公司本部参与中央企业股份制改造等资产管理业务规模的加大，母公司债务规模或将持续增长。

■ **基金投资和海外投资面临一定的不确定性。**2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，证券市场行业波动较大，基金投资业务公允价值变动收益亏损，对公司盈利稳定性提出挑战。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。

评级展望

中诚信国际认为，中国国新控股有限责任公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司治理和内部控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况的恶化；外部支持能力及意愿大幅弱化等。

同行业比较

同行业企业 2019 年主要指标对比表						
公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	总资本化比率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
中国国新	4,223.85	2,436.21	38.98	49.65	102.23	-75.91
国新投资	616.90	550.61	2.82	0.00	12.39	-0.15

注：“国新投资”为“国新投资有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 国新 02	AAA	AAA	20.00	20.00	2019/09/10~2029/09/10
20 国新 01	AAA	AAA	10.00	10.00	2020/01/22~2025/01/22
20 国新 02	AAA	AAA	12.00	12.00	2020/02/27~2030/02/27

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“19 国新 02”募集资金 20 亿元，全部用于偿还公司有息债务。按照募集资金账户监管协议的要求，由公司提交划款指令，受托管理人与监管银行确认，监管银行执行募集资金划转。

“20 国新 01”募集资金 10 亿元全部用于偿还有息债务。截至 2020 年 4 月末，募集资金已使用完毕。按照募集资金账户监管协议的要求，由发行人提交划款指令，受托管理人与监管银行确认，监管银行执行募集资金划转。

“20 国新 02”募集资金 12 亿元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。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关

系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

2019 年我国股权投资市场募资情况呈下降趋势，投资市场持续降温，退出渠道有所改善；2020 年一季度，受疫情影响，全球经济受到冲击，我国股权投资市场亦受到影响

根据清科研究中心数据显示：2019 年中国股权投资市场新募基金 2,710 支，共募集 12,444.04 亿元人民币，同比下降 6.6%；投资市场持续降温，活跃度下降，投资金额为 7,630.94 亿元，同比下降 29.3%，涉及 8,234 起投资案例，同比下降 17.8%；随着科创板的正式开板，投资机构退出渠道有所改善，退出案例总数 2,949 笔，同比上涨 19.0%，被投资企业 IPO 案例数 1,573 笔，同比上涨 57.9%。

募资方面，2019 年受宏观经济金融环境及监管政策影响，我国股权投资市场募资难度仍然较大，

对于国有资本与外商的依赖度提升。2020 年一季度，受全球新冠疫情影响，我国大额基金募集受阻，募集期被动拉长，预计募资仍面临较大困难。从募集基金类型看，根据清科研究中心统计数据，成长型基金仍占据主要地位，创业基金亦占比较大。

投资方面，2019 年在募资收紧及二级市场疲软的大环境下，我国股权投资机构的投资活跃度和投资金额均大幅下降；在国内产业升级的政策引导下，股权投资市场科创领域布局继续加深；可投资金量的下滑和经济下行压力带来的不确定性增加，致使投资机构更加谨慎。2020 年一季度，在新冠疫情和全球宏观经济下滑等的影响下，国内投资节奏放缓。

退出方面，2019 年我国股权投资机构的退出方式继续多元化发展，科创板 IPO 占比高达 41.4%，退出渠道有所改善；但受国内经济增长放缓和一级、二级市场价差回归理性等因素影响，投资回报走低。2020 年一季度，受疫情影响，退出数量同比下降，但在科创板带动下，被投资企业 IPO 数量同比大幅增长。

基金投资业务稳步开展，收益规模大幅提升；2020 年一季度，证券市场波动较大，向基金盈利稳定性提出挑战

公司基金投资业务以支持国家安全、国民经济命脉、前瞻战略性以及高端创新行业为背景，目前已设立了中国国有资本风险投资基金股份有限公司等六只基金，主要围绕符合国家产业政策及发展要求的重要领域开展。跟踪期内，公司基金投资稳步推进，保持一贯的投资方向，基金投放金额较上年末有所增长。2019 年，公司基金投资业务实现总收益 33.78 亿元，其中包括公允价值变动收益 23.94 亿元和投资收益 6.93 亿元，收益规模较上年大幅提升。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，证券市场行业波动较大，基金投资业务公允价值变动收益下滑至 -11.35 亿元，当期亏损金额较大，对公司盈

利稳定性提出挑战。

表 1: 截至 2020 年 3 月末公司在管基金情况 (亿元)

基金名称	成立时间	基金规模	认缴金额	已投放金额	主要投资方向
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	407.00	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(广州)投资基金(有限合伙)	2017.04	1,500.00	501.00	155.00	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	277.00	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	42.00	新一代信息技术、高端制造及服务、医疗设备及服务
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	39.00	围绕市场化债转股主题,主要投资于与市场化、法治化债转股相关的项目,同时积极参与不同类型实体企业的资产重组、引入战略投资者、混合所有制改革等促进实体经济发展的投资项目
国改双百发展基金合伙企业(有限合伙)	2019.07	600.00	129.50	10.00	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
合计	--	7,145.45	2,696.77	930.00	--

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

金融服务类业务规模处于较快发展状态,金融服务板块收入和净利润水平稳步提升

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。公司金融服务业务稳步推进,2019年,该板块共实现主营业务收入 27.71 亿元,贡献净利润 5.60 亿元。

公司金融服务板块主要由子公司国新资本有限公司(以下简称“国新资本”)、国新集团财务有限责任公司和国新央企金融服务(北京)有限公司和大公国际资信评估有限公司负责运营。其中,国新资本下设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,主要服务对象仍主要为央企客户,其中保理业务和融资租赁

业务稳步发展,对收入贡献规模较大,推动金融服务业务收入稳步增长。

截至 2019 年末,国新租赁累计向 29 户央企下的 89 家子公司投放融资租赁项目款 501.09 亿元,租赁余额 335.40 亿元,同比增长 52%,不良率为 0%。其中 2019 年投放租赁项目总额 209.77 亿元,同比增长 22%。

截至 2019 年末,国新保理累计向 28 户中央企业旗下的 101 家单位、4 家地方国企及 1 家非银行金融机构的链属单位投放 361 批(次)共计 1,160 笔保理融资款。惠及核心企业及上下游产业链单位 3,009 家,受让底层交易资产近 12,000 笔,保理融资款回收率 100%,不良率为 0%,风险管控情况较好。

表 2: 近年来公司金融服务板块主要业务经营情况 (亿元)

机构名称	注册资本	持股比例 (%)	营业收入			
			2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
国新商业保理有限公司	30.00	100	7.28	14.74	12.89	3.43
国新融资租赁有限公司	50.00	100	2.77	9.54	14.29	4.75
国新汇通保险经纪有限公司	0.50	60	0.01	0.03	0.03	0.01

合计	80.50	--	10.06	24.31	27.21	8.19
----	-------	----	-------	-------	-------	------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

股权运作业务获得了国务院国资委的大力支持，近年来资产规模不断增加，盈利水平增长迅速

公司股权运作业务板块主要由国新投资有限公司（以下简称“国新投资”）负责运营。截至 2019 年末，国新投资总资产为 616.90 亿元，所有者权益为 550.61 亿元；当年国新投资实现投资收益 12.86 亿元，净利润 12.39 亿元。

截至 2019 年末，国新投资已接受国务院国资委无偿划转的中国交建、招商银行、中国石化、中国石油等央企上市公司的股权，其中 2019 年新增无偿划入的上市公司股份 151.37 亿元。依托于持有的股权及公司通过自主投资管理、ETF 换购等运作模式，当年末国新投资持有的股票、ETF 等金融资产账面价值达到 601.49 亿元，投资收益保持增长。

表 3：近年来国新投资资产和收益情况（亿元）

项目名称	2017	2018	2019
总资产	113.87	436.19	616.90
投资收益	1.14	10.57	12.86
可供出售金融资产	103.21	413.16	601.49
持有可供出售金融资产贡献的收益	1.36	10.54	12.39

表 4：2019 年末资产管理业务主要经营主体情况（亿元）

经营主体	业务范围	总资产	所有者权益	营业总收入	净利润
中国国新资产管理有限公司	资产管理出资及持股管理	27.32	18.83	0.30	0.50
中国华星集团有限公司	企业管理、改造、发展的策划与咨询、企业资产托管、重组与管理	18.17	5.17	0.12	0.71
中国文化产业集团有限公司	文创园区、传媒咨询服务、文化产业投资、出版印刷发行、技术研发与应用	65.14	37.91	16.41	-4.04

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 年末，公司总投资金额较上年变化

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司根据国务院国资委安排，参与央企改革和境外项目的投资，战略地位突出；资产管理业务整体经营情况较好，对公司盈利贡献程度较高；海外投资面临较多复杂因素，具有一定的不确定性

公司资产管理业务系根据国务院国资委部署，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。

随着公司本部投资央企项目的增加以及海外投资的扩展，近年来公司资产管理板块资产规模增长较快，且公司所投资的企业整体质量较好，该板块的收益水平随之增长。截至 2019 年末，公司资产管理板块实现主营业务收入 18.54 亿元，公允价值变动收益和投资收益分别为 43.39 亿元和 89.99 亿元，净利润 92.51 亿元。该板块盈利情况较好，为公司利润的主要来源。

不大，在股改的过程中，公司对参股公司持股比例小幅变化。

表 5：截至 2020 年 3 月末公司本部主要投资项目情况（亿元）

项目名称	投资日期	投资额	持股比例（%）			
			2017	2018	2019	2020.3
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	3.31	0.72	0.72	0.72	0.72
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	3.67	3.67	3.67	2.01
中国中铁债转股项目	2018 年	26.00	--	--	1.58	1.58
合计	--	131.71	16.93	16.93	18.51	16.85

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司境外投资业务主体为国新国际投资有限公司，该公司于 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。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。

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 年三年连审审计报告、2019 年审计报告及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报告期末数。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

公司各类投资业务开展良好，投资收益和公允价值变动收益对盈利情况贡献程度较高，支撑利润水平稳步增长

公司基金投资、金融服务、股权运作、资产管理等主要业务板块大部分收益不在主营业务收入中列示，各板块盈利贡献体现在不同的科目，具体来看，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金融服务科目体现，股权运作板块主要体现在投资收益，资产管理板块根据项目所计入科目不同，收益在投资收益和以公允价值变动收益中均有体现。

公司主营业务收入主要来自金融服务和资产管理板块。2019 年，公司金融服务和资产管理板块业务稳步经营，推动主营业务收入小幅增长；金融服务和资产管理业务盈利能力稳步增强，毛利率较上年有所提升，推动公司营业毛利率有所增长。但公司开展投资、金融服务和资产管理等业务收益情况易受市场行情波动及宏观经济环境影响，主营业

务板块毛利率波动较大，向盈利能力稳定性提出挑战。2019 年，营业总收入中包括实现利息收入 1.65 亿元，对公司收入规模有所补充。

表 6：近年来公司主营业务收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.3
基金投资	0.002	0.84	1.40	0.64
金融服务	9.94	24.19	27.71	8.47
股权运作	--	--	--	0.00
资产管理	6.31	19.65	18.54	1.74
其他	--	--	0.01	0.01
合计	16.26	44.68	47.67	10.86
毛利率	2017	2018	2019	2020.3
基金投资	100.00	-46.12	-16.14	36.69
金融服务	39.03	30.61	34.05	34.23
股权运作	--	--	--	--
资产管理	42.40	35.64	45.85	49.74
其他	--	--	100.00	100.00
综合毛利率	40.34	31.37	37.18	36.90

注：1、本表仅列示主营业务收入，合计数与营业总收入存在差异，综合毛利率与营业毛利率存在差异；2、基金投资和股权运作板块主营业务收入产生的主要为投资收益。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司期间费用规模和期间费用率均有所增长，对经营性业务利润有所影响。公司持有较多优质上市公司股权，基金投资和资产管理板块对利润贡献程度较大，当年实现投资收益 101.71 亿元和公允价值变动收益 67.38 亿元，公司盈利情况较上年有所提升。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，宏观经济短期下行压力较大，证券市场行情有所波动，当期公允价值变动收益由正转负，当期盈利情况有所下滑。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

项目名称	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	38.28	49.22	68.33	9.03
期间费用率	231.05%	107.12%	137.62%	79.62%
经营性业务利润	-29.83	-27.98	-39.80	-2.83
公允价值变动收益	40.23	17.66	67.38	-9.50
投资收益	55.21	104.21	101.71	17.18
利润总额	67.78	76.09	104.04	4.33
EBITDA 利润率	5.50%	2.56%	3.03%	--
总资产收益率	3.78%	3.55%	3.69%	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司营业收入主要来自对子公司的担保费收入和资金使用费收入，收入规模较上年有所提升。母公司承担较多的融资职能，期间费用规模较大。母公司实现投资收益规模较大且呈逐年增长趋势，2019 年，母公司实现投资收益 32.59 亿元，推动利润总额增长至 11.82 亿元。

公司资产质量优良，金融资产和上市公司股权资产流动性较好，母公司债务规模持续增长

跟踪期内，公司总资产仍主要为公司持有的大型央企上市公司股权、资产管理业务形成的交易性权益工具，以及对境外普通股和对参股子公司投资，资产质量优良且具有较好的流动性；随着公司对外投资公允价值增长和对外投资规模增加，总资产规模保持增长趋势。

公司积极调整负债结构，公司长期借款和应付债券较上年末大幅增长，同期末短期借款有所减少，当年末非流动负债占比增至 63.14%。公司资本公积较上年小幅减少主要系公司将中国华信邮电科技有限公司股权划出，减少资本公积 13.34 亿元所致，此外，公司未分配利润较上年末增加 151.37 亿元，推动所有者权益规模有所增长。

2019 年末，公司加大外部融资力度，总债务规模增长至 1,556.37 亿元，长期债务占总债务比重为 71.06%，债务结构较为合理。同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 42.32% 和 38.98%，财务杠杆水平有所下降，资本结构有所改善。

表 8：近年来公司主要资产负债情况（亿元）

项目名称	2017	2018	2019	2020.3
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	1,144.35	1,358.49	1,358.12	1,373.12
可供出售金融资产	481.94	938.93	1,180.46	582.96
长期股权投资	429.72	635.87	730.51	752.08
其他权益工具投资	--	--	0.09	561.77
短期借款	486.76	501.73	314.08	267.02
长期借款	566.94	654.88	850.90	802.12
应付债券	29.76	150.29	255.07	346.50
资本公积	418.15	402.87	390.83	390.83

未分配利润	4.06	437.21	602.13	559.67
少数股东权益	906.87	1,056.40	1,190.18	1,184.17

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

作为投资控股类企业，母公司最重要的资产为长期股权投资和可供出售金融资产。母公司可供出售金融资产主要为所持有的中央企业股权，长期股权投资主要为对子公司及联营公司的投资，资产质量优质。2019 年末，公司未分配利润规模大幅增长推动所有者权益规模增长。同期末，母公司资产负债率和总资本化比率分别下降至 36.81% 和 35.81%。截至 2020 年 3 月末，母公司总债务规模上升至 792.80 亿元，随着公司本部参与中央企业股份制改造等资产管理业务规模的加大，母公司债务规模或将持续增长。

公司经营活动现金流较上年有所改善，投资活动现金缺口规模有所扩大，偿债能力有待提高

跟踪期内，公司金融服务业务稳步发展并且收回部分对外投资，2019 年公司经营活动净现金流和投资活动现金流均较上年有所改善；公司当年偿还债务金额较大，筹资活动净现金流有所减少。偿债指标方面，公司经营活动现金流均无法覆盖债务本息，EBITDA 对利息保障能力随着对外投资收益提升有所增长，但仍无法覆盖公司债务本金。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

项目名称	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	-156.21	-138.70	-75.91	-19.64
投资活动净现金流	-381.15	-230.25	53.02	-35.66
筹资活动净现金流	623.00	432.62	54.69	60.08
收现比	1.12	1.04	1.07	0.97
经营活动净现金流/总债务	-0.14	-0.10	-0.05	--
经营活动净现金流/利息支出	-6.81	-3.43	-1.72	-1.76
总债务/EBITDA	12.24	12.33	10.36	--
EBITDA 利息保障系数	3.97	2.91	3.41	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

母公司经营活动现金流主要为公司借统还等内部借款，2019 年，母公司经营活动现金流缺口和投资活动现金流缺口较上年均有所收窄，主要通过筹资活动现金流来弥补经营活动和投资活动现金

缺口。2019 年，随着盈利能力的提升，母公司 EBITDA 能够覆盖公司利息支出。

公司备用流动性充足，受限资产和对外担保规模较小

银行授信方面，截至 2020 年 3 月末，公司本部共获得建设银行、招商银行和农业银行等商业银行授信总额 3,446 亿元，未使用授信额度 2,452 亿元，公司备用流动性充足。

受限资产方面，公司因抵质押借款而受限的资产主要有货币资金、固定资产以及应收租赁款和应收保理款等，截至 2020 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 138.44 亿元，占公司总资产的比例为 3.26%，受限资产占比较小。

或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司下属子公司中国文发集团对北京新华印刷有限公司进行担保，担保金额为 0.01 亿元，公司对外担保金额较小。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 5 月 7 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未按时兑付的情形。

外部支持

公司得到了国务院国资委在开展国有资本运营公司试点的全方位支持，公司实力不断壮大

为推进国有企业改革、调整国有资本布局，特别是在推动中央企业重组整合过程中，国务院国资委将部分中央企业或所属上市公司股权及资产划至中国国新持有运营。同时，国务院国资委依托中国国新发起设立中国国有资本风险投资基金、搭建中央企业金融服务平台，推进中央企业资产管理平台建设等。在此定位下，中国国新的资产规模和资本实力有望迎来跨越式增长。

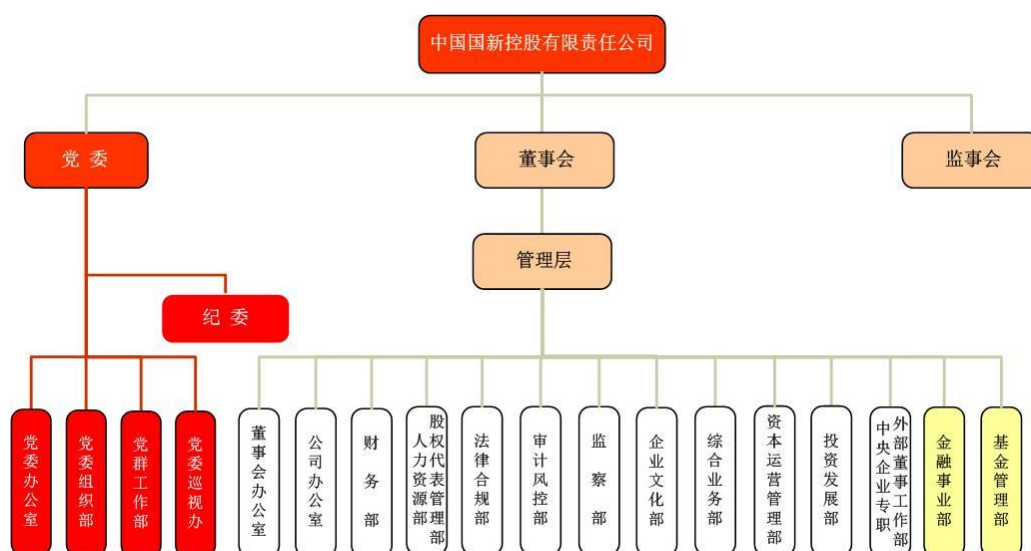
中国国新成立以来不断获得资金支持，截至

2019 年末，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，为推进国有企业改革、调整国有资本布局结构，特别是在推动中央企业重组整合过程中，中央陆续将部分国有股权或资产划转至公司。公司已无偿接收中远海发、招商银行、中材节能、中国建材、中国石油、中国石化等部分中央企业所属上市公司股权。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持中国国新控股有限责任公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 国新 02”、“20 国新 01”、“20 国新 02”的信用等级为 **AAA**。

附一：中国国新控股有限责任公司股权结构图和组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：中国国新控股有限责任公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,678,259.49	2,091,702.26	2,378,452.16	2,437,814.41
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	11,443,536.55	13,584,941.36	13,581,233.13	13,731,226.55
应收账款净额	2,842.46	19,465.01	13,608.97	17,442.17
其他应收款	684,847.89	29,872.72	76,527.59	245,009.86
存货净额	2,349.93	18,817.64	9,415.05	9,407.35
可供出售金融资产	4,819,390.36	9,389,301.30	11,804,573.09	5,829,649.84
长期股权投资	4,297,159.06	6,358,683.26	7,305,115.22	7,520,817.36
固定资产	54,905.20	76,075.88	61,600.79	61,723.63
在建工程	135.74	213.64	4,837.10	4,864.03
无形资产	25,838.76	51,298.23	47,390.45	47,198.69
总资产	27,514,193.81	38,061,850.70	42,238,486.30	42,515,478.37
其他应付款	751,358.42	1,787,806.96	1,527,064.48	1,702,232.61
短期债务	5,184,536.35	6,466,714.81	4,504,047.38	4,912,488.47
长期债务	5,968,338.71	8,052,478.12	11,059,653.17	11,486,235.46
总债务	11,152,875.06	14,519,192.93	15,563,700.55	16,398,723.93
净债务	9,474,615.57	12,427,490.67	13,185,248.40	13,960,909.51
总负债	12,527,101.98	16,873,558.23	17,876,430.72	18,745,698.58
费用化利息支出	229,127.62	404,327.41	441,157.42	111,770.02
资本化利息支出	129.46	0.00	0.00	0.00
实收资本	1,550,000.00	1,550,000.00	1,550,000.00	1,550,000.00
少数股东权益	9,068,718.63	10,564,039.35	11,901,796.87	11,841,720.58
所有者权益合计	14,987,091.83	21,188,292.48	24,362,055.58	23,769,779.79
营业总收入	165,695.25	459,501.08	496,516.25	113,404.44
三费前利润	81,305.84	204,877.11	256,465.89	60,289.31
营业利润	551,881.18	804,852.59	1,039,766.35	46,694.41
投资收益	552,143.94	1,042,120.02	1,017,107.10	171,812.87
营业外收入	137,233.14	4,585.79	26,033.69	535.14
净利润	601,197.78	718,930.96	1,022,301.02	67,948.52
EBIT	906,956.28	1,165,226.45	1,481,600.05	155,083.63
EBITDA	910,978.45	1,177,605.03	1,502,143.72	--
销售商品、提供劳务收到的现金	186,353.24	470,547.22	515,515.64	105,007.83
收到其他与经营活动有关的现金	2,691,049.20	2,327,224.26	2,540,712.92	288,665.72
购买商品、接受劳务支付的现金	972,477.23	1,305,617.46	1,189,093.95	11,247.51
支付其他与经营活动有关的现金	3,399,705.65	2,681,294.90	2,552,791.46	434,253.55
吸收投资收到的现金	1,815,583.89	593,674.14	613,580.00	27,609.61
资本支出	8,578.33	20,194.02	19,349.03	2,537.41
经营活动产生现金净流量	-1,562,113.48	-1,386,971.10	-759,050.59	-196,413.18
投资活动产生现金净流量	-3,811,484.68	-2,302,471.80	530,150.40	-356,553.06
筹资活动产生现金净流量	6,229,987.27	4,326,205.54	546,874.03	600,806.92
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	53.34	46.21	53.01	54.28
三费收入比(%)	231.05	107.12	137.62	79.62
总资产收益率(%)	3.78	3.55	3.69	--
流动比率(X)	2.57	2.25	3.12	2.99
速动比率(X)	2.57	2.25	3.12	2.99
资产负债率(%)	45.53	44.33	42.32	44.09
总资本化比率(%)	42.67	40.66	38.98	40.82
长短期债务比(X)	0.87	0.80	0.41	0.43
经营活动净现金/总债务(X)	-0.14	-0.10	-0.05	--
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.30	-0.21	-0.17	--
经营活动净现金/利息支出(X)	-6.81	-3.43	-1.72	-1.76
总债务/EBITDA(X)	12.24	12.33	10.36	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.18	0.33	--
货币资金/短期债务(X)	0.32	0.32	0.53	0.50
EBITDA 利息倍数(X)	3.97	2.91	3.41	--

注：1、公司各期财务报表按照新会计准则编制；2、公司未提供 2020 年前三季度合并口径现金流量补充表，故相关指标失效；3、中诚信国际合并口径债务包括其他流动负债和长期应付款中的带息债务。

附三：中国国新控股有限责任公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据(单位: 万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	392,046.10	1,160,221.14	1,018,818.67	1,764,335.29
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	776,071.61	0.31	0.00	4,059.80
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	1,344,222.80	2,668,303.88	2,795,105.79	2,717,517.55
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	2,964,375.76	4,108,263.32	4,222,509.53	4,246,998.71
长期股权投资	3,133,130.58	5,385,967.02	12,339,203.92	12,444,832.08
固定资产	1,139.69	868.05	1,447.74	1,291.28
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	270.67	413.34	157.96	152.66
总资产	8,762,117.38	13,324,760.22	20,391,980.19	21,179,365.44
其他应付款	396,236.59	298,021.23	204,666.05	257,359.39
短期债务	2,090,441.79	2,477,222.51	1,489,720.00	2,189,720.00
长期债务	1,607,486.05	3,969,214.89	5,697,457.81	5,738,269.61
总债务	3,697,927.84	6,446,437.40	7,187,177.81	7,927,989.61
净债务	3,305,881.74	5,286,216.26	6,168,359.14	6,163,654.32
总负债	4,113,318.18	6,799,203.04	7,506,292.68	8,265,844.65
费用化利息支出	--	229,174.95	280,049.22	75,493.70
资本化利息支出	--	0.00	0.00	0.00
实收资本	1,550,000.00	1,550,000.00	1,550,000.00	1,550,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	4,648,799.20	6,525,557.18	12,885,687.52	12,913,520.79
营业总收入	0.00	6,270.66	10,821.04	2,599.55
三费前利润	-165.37	6,040.62	10,692.71	2,504.60
营业利润	-190,878.20	69,637.85	125,195.67	12,331.35
投资收益	5,421.23	247,571.81	325,929.59	71,128.48
营业外收入	99,702.61	7.40	2,537.58	0.00
净利润	-97,955.81	61,574.97	118,249.33	9,500.88
EBIT	--	290,749.43	398,298.55	84,994.58
EBITDA	--	291,091.37	398,789.91	--
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	7,975.58	11,700.49	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	27,851.48	1,382,027.93	2,082,499.97	581,351.94
购买商品、接受劳务支付的现金	322.17	1,168.51	1,011.86	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	1,035,338.00	2,862,731.05	2,217,587.28	472,787.20
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	991.44	593.92	974.16	35.97
经营活动产生现金净流量	-1,011,815.57	-1,480,098.86	-131,495.71	104,416.82
投资活动产生现金净流量	-970,910.99	-1,223,644.58	-411,925.09	-38,450.33
筹资活动产生现金净流量	2,015,888.52	3,471,539.91	397,530.49	679,550.14
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	--	100.00	100.00	100.00
三费收入比(%)	--	2,934.22	1,953.85	2,356.03
总资产收益率(%)	--	2.63	2.36	--
流动比率(X)	1.07	1.37	2.20	1.83
速动比率(X)	1.07	1.37	2.20	1.83
资产负债率(%)	46.94	51.03	36.81	39.03
总资本化比率(%)	44.30	49.70	35.81	38.04
长短期债务比(X)	1.30	0.62	0.26	0.38
经营活动净现金/总债务(X)	-0.27	-0.23	-0.02	--
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.48	-0.60	-0.09	--
经营活动净现金/利息支出(X)	--	-6.46	-0.47	1.38
总债务/EBITDA(X)	--	22.15	18.02	--
EBITDA/短期债务(X)	--	0.12	0.27	--
货币资金/短期债务(X)	0.19	0.47	0.68	0.81
EBITDA 利息倍数(X)	--	1.27	1.42	--

注：1、2020 年一季报未经审计；2、公司未提供 2017 年和 2020 年一季度母公司口径现金流量补充表和 2017 年利息支出情况，故相关指标失效；3、中诚信国际母公司口径债务包括其他流动负债中的带息债务。

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。