

2019 年第一期上海国盛（集团）有限公司

公司债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010247】

评级对象: 2019年第一期上海国盛(集团)有限公司公司债券

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

本期发行: 27.50 亿元

存续期限: 5 年 (3+2)

增级安排: 无

评级时间: 2019 年 3 月 19 日

发行目的: 投资上海集成电路产业投资基金、上海军民融合产业股权投资基金及军民融合发展产业投资基金

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	43.69	26.38	14.50	6.94
刚性债务	122.71	114.16	125.62	190.37
所有者权益	487.57	607.48	586.68	587.25
经营性现金净流入量	10.83	1.82	3.97	22.10
合并口径数据及指标:				
总资产	723.45	802.43	788.89	850.56
总负债	167.94	163.63	173.36	234.89
刚性债务	117.67	115.40	138.64	201.64
所有者权益	555.50	638.81	615.53	615.67
营业收入	14.24	5.47	5.51	4.46
净利润	5.86	6.68	7.53	7.36
经营性现金净流入量	2.45	3.24	0.39	-4.15
EBITDA	15.78	12.68	13.58	-
资产负债率[%]	23.21	20.39	21.98	27.62
权益资本与刚性债务比率[%]	472.08	553.57	443.96	305.33
流动比率[%]	205.31	152.01	92.34	128.42
现金比率[%]	135.81	124.48	56.05	79.51
利息保障倍数[倍]	2.97	3.15	3.01	-
净资产收益率[%]	1.48	1.12	1.20	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.17	6.81	0.78	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.21	-4.90	-20.50	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.27	3.41	3.24	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.11	0.11	-

注: 根据国盛集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

蒋卫 jw@shxsj.com

王云霄 wyx@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- **区域地位显著。**根据上海市新一轮国资国企改革战略部署, 国盛集团作为上海市两大国资运营平台之一, 在市国资体系中地位突出。
- **政府支持。**作为上海市国资两大运营平台之一, 国盛集团能够获得上海市政府多方面支持。
- **投资性业务经验较丰富。**国盛集团在以往资本运作中积累了较丰富的经验, 有利于国有股权投资业务的开展。
- **财务状况良好。**国盛集团资本实力雄厚, 负债经营程度低, 货币资金及以公允价值计量的可供出售金融资产规模较大, 可对即期债务偿还提供保障。

主要风险:

- **股权运作的有效性。**国盛集团能否对上海市国资委划入的国有股权实施有效运作仍需继续观察。
- **资本市场波动风险。**国盛集团以公允价值计量的可供出售金融资产规模大, 相应股票价格的波动易对公司盈利及权益造成影响。公司主要从事资本运营, 其运营效果及财务质量易受到资本市场波动的影响。

未来展望

通过对上海国盛(集团)有限公司及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析, 本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级, 评级展望为稳定; 认为本期债券还本付息安全性极强, 并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2019 年第一期上海国盛（集团）有限公司公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

上海国盛（集团）有限公司（简称“国盛集团”、“该公司”和“公司”）系根据《上海市人民政府关于同意组建国盛集团的批复》（沪府[2007]23 号）和《关于组建新的国际集团、国盛集团的通知》（沪国资委[2007]246 号）文件，由国家单独出资、上海市人民政府授权上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海市国资委”）履行出资人职责的国有独资公司。2007 年 9 月，经上海市国资委以《关于上海盛融投资有限公司和上海大盛资产有限公司国有资产整体无偿划转的批复》（沪国资委产[2007]690 号）批准，该公司在上海盛融投资有限公司（简称“盛融公司”）、上海大盛资产有限公司（简称“大盛公司”）的基础上整建制合并组建。2007 年 10 月，经沪国资委产[2007]706 号文件批复，公司将 99.50 亿元资本公积转增注册资本金，注册资本金增至 100 亿元。2019 年，经沪国资委法规[2019]29 号文件批复，公司将 100.66 亿元资本公积转增注册资本金。截至 2019 年 3 月 12 日，公司注册资本金增至 200.66 亿元。

该公司经营范围包括：开展以非金融为主、金融为辅的投资，资本运作与资产管理，产业研究，社会经济咨询。公司成立时被定位为上海市国有资产的投资经营集团，一方面通过下属产业集团上海建筑材料（集团）总公司（简称“建材集团”）、上海蔬菜（集团）有限公司（简称“蔬菜集团”）、长江计算机（集团）公司（简称“长江集团”）从事生产经营性业务，另一方面通过下属盛融公司、大盛公司、上海东展有限公司（简称“东展公司”）等投资管理平台开展投资性业务。2013 年 12 月，上海市新一轮国资国企改革启动，公司成为上海市两大国资流动平台之一。2014 年，公司围绕自身的新功能定位进行了较大力度的业务和资产重组整合，完成了建材集团、蔬菜集团和长江集团三家下属实业集团的市场化重组以及盛融公司、大盛公司和东展公司 3 家投资性子公司的整合销壳。2015 年来，公司根据上海市国资委的工作安排，完成了众多国有股权的划入和划出工作。按照上海市最新国资国企改革战略部署，公司转型为国资运营平台，主要从事国有资本运作、产业投资以及资产运作业务。

2. 债项概况

(1) 债券条款

2018年5月21日，该公司股东上海市国资委出具《关于上海国盛（集团）有限公司申请储架发行企业债券的批复》，同意公司申请发行总额不超过人民币100亿元企业债券。2018年11月，经国家发展改革委发改企业债券（2018）169号文件批复，同意公司发行公司债券不超过100亿元，所筹资金全部用于投资先进制造业、军民融合产业、科创中心建设、航空制造业、海洋装备制造业、新材料新能源、信息化产业及智能制造业、长三角区域创新产业建设等符合国家产业政策领域的政府出资产业基金，本次债券期限不超过10年（含10年），可采取一次核准，分期发行的形式。其中，公司本期计划发行27.50亿元，债券期限为5年，附设第3个计息年度末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2019年第一期上海国盛（集团）有限公司公司债券
本期发行规模:	27.50亿元人民币
本期债券期限:	5年（3+2），附设第3个计息年度末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	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
增级安排:	无

资料来源：国盛集团

该公司自2009年以来先后发行了多期、多种债券。截至2018年末，公司发行的09沪国盛债、15国盛EB和18沪国盛债01仍在存续期内，公司待偿还债券本金余额为113.80亿元。公司已发行债券情况如图表2所示。

图表 2. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
09沪国盛债01	20.00	10（5+5）年	5.00	2009年12月	40亿元/2009年11月	未到期
09沪国盛债02	20.00	10（7+3）年	5.20	2009年12月		未到期
11沪国盛MTN1	20.00	3年	4.82	2011年3月	30亿元/2011年2月	已到期兑付
11沪国盛MTN2	10.00	3年	4.88	2011年3月		已到期兑付
15国盛EB	50.00	6年	1.00	2015年11月	50亿元/2015年10月	未到期
18沪国盛债01	25.00	5（3+2）年	3.96	2018年12月	100亿元/2018年11月	未到期

资料来源：国盛集团

(2) 募集资金用途

本期债券募集资金27.50亿元，募集资金拟用于投资上海集成电路产业投资基金、上海军民融合产业股权投资基金及军民融合发展产业投资基金。

图表 3. 本期债券募集资金拟投资项目概况（单位：亿元）

项目	发行人总投资	拟使用债券募集资金
上海集成电路产业投资基金	20.00	10.00
上海军民融合产业股权投资基金	11.00	5.50
军民融合发展产业投资基金	24.00（首期）	12.00

资料来源：国盛集团

上海集成电路产业投资基金主要发起方有上海科技创业投资（集团）有限公司（35.09%）、上海汽车集团股权投资有限公司（21.05%）、国家集成电路产业投资基金（10.53%）、上海国际信托有限公司（10.53%）、上海国际集团有限公司¹（7.02%）、国盛集团（7.02%）、上海浦东新兴产业投资有限公司（7.02%）等，该基金管理人为上海集成电路产业投资基金管理有限公司。基金总投资 285.00 亿元，其中国盛集团总投资 20.00 亿元。基金存续期 8 年，其中 6 年投资期，2 年退出期，另设延长期 5 年，主要投资方向为集成电路制造业企业，适当兼顾集成电路制造相关产业链的关键环节的重点企业，以成熟企业投资为主，适当投资早期和初创期企业。

上海军民融合产业股权投资基金主要发起方有国盛集团（45.38%）、国际集团（20.63%）、上海紫竹高新区（集团）有限公司（8.25%）等，该基金管理人为上海联一投资管理有限公司。基金首期规模为 40.00 亿元，其中国盛集团总投资 11.00 亿元。基金存续期为 5+3+2 年，即投资期 5 年，退出期 3 年，可延长期 2 年，主要投资注册于上海市域的军民融合成长型企业或军工企业军民融合重大项目，以及国内其他地区与上海合作的或者可以争取落户上海的军民融合优质项目。

军民融合发展产业投资基金主要发起方有国家开发投资集团有限公司（32.26%）、国盛集团（30.97%）、湖南省长江经济带产业引导基金合伙企业（有限合伙）（19.35%）、上海市闵行区创新创业投资引导基金管理中心（上海市闵行区金融服务中心）（7.74%）等，该基金管理人为国投创合（上海）投资管理有限公司。基金首期总规模 77.50 亿元，其中国盛集团总投资为 24.00 亿元。基金存续期为 10 年，投资期 4 年，可延长期 1-2 年，主要对符合国家军民融合战略或国防科技工业领域的私募股权投资基金或项目进行投资。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政

¹ 上海国际集团有限公司简称“国际集团”。

策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大，宏观政策向稳增长倾斜且正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，消费者物价水平普遍上升。美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历史低位，随着基建补短板的力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业品价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，

我国新的增长极和新的增长带正在形成。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减税降费和基建补短板力度不断加大，在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府债务置换基本完成，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性操作的同时逆周期调节力度加大，政策的独立性和灵活性提升，市场流动性合理充裕，但政策传导效果有待提升。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下，我国依然坚持继续扩大改革开放，外商投资准入进一步放松，金融业对外开放步伐明显加快，“引进来”和“走出去”并重，正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量明显扩大，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济因内外因素面临的增长压力加大，但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

国有经济是我国市场经济的主要组成部分，国有企业是重要的市场参与者。2017年以来，我国国企改革进入“深化施工期”，包括公司制改制、混合所有制改革及央企重组等工作全面推进，取得了重大进展。党的十九大报告强调要继续深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。近年来，上海市坚持以国资管理创新带动国企改革为核心，全面推进新一轮国资国企改革。而国盛集团作为上海市两大国资运营平台之

一、不断盘活国有资产，持续推动上海市国资国企改革进程。

A. 行业概况

国有经济是我国市场经济的主要组成部分，国有企业是重要的市场参与者。在中国企业联合会、中国企业家协会发布的“2017 中国企业 500 强”中，国有企业有 274 家，占比 54.80%，营业收入占比 71.83%，资产占比 86.19%，净利润占比 71.76%，纳税占比 85.87%。2013 年 11 月，十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，标志着我国新一轮国资国企改革正式启动。近年来，国资国企改革进程不断加快，2017 年，我国国企改革进入“深化施工期”，包括公司制改制、混合所有制改革及央企重组等工作全面推进，取得重大进展。2018 年，我国国有企业收入和利润维持增长，全国国有及国有控股企业利润增幅高于收入 2.9 个百分点。其中，中央企业实现营业总收入 338781.8 亿元，同比增长 9.8%，实现利润 20399.1 亿元，同比增长 12.7%；地方国有企业实现营业总收入 248718.9 亿元，同比增长 10.4%，实现利润 13478.6 亿元，同比增长 13.2%。

上海市拥有十万亿级的国有资产体量，是全国第二大国资系统。2018 年 3 月 13 日，上海市国资国企工作会议召开。会议中指出，2017 年，上海地方国有企业实现营业收入 3.2 万亿元，同比增长 7.8%；利润总额 3430 亿元，同比增长 10.2%；已交税费总额 2633 亿元，同比增长 7.7%。截至 2017 年底，上海地方国有企业资产总额超过 18 万亿元。近年来，上海市坚持以国资管理创新带动国企改革为核心，全面推进新一轮国资国企改革。据 2017 年 11 月 16 日上海市政府新闻发布会中对上海国资国企改革相关情况的介绍，2016 年，上海完成了金融、体育国资统一管理；2017 年，文化、教育等企业改革纳入国资整体布局。上海市坚持公众公司导向，发展混合所有制经济，推动企业走公众公司道路。截至 2017 年末，整体上市或核心资产上市企业已占竞争类产业集团总数 2/3。员工持股企业累计 338 家，混合所有制企业数量占上海市国资委直接监管企业的比例为 68.5%，资产总额占比 86.4%，营业收入占比 88.9%，净利润占比 93.4%，成为上海国有企业中最有活力、最有发展潜力的部分。2017 年，上海市继续促进国资有序流动，持续推动国盛集团、国际集团战略转型，构建“以股权运作为核心、以运营规则为基础、以业务细则为补充”的制度体系，以打造专业化平台公司。截至 2017 年末，两大平台通过参与企业改革、创新金融产品，已拥有股权价值 800 亿元，盘活存量资金约 200 亿元。

B. 政策环境

2010 年以来，我国在过去 30 年经济高速增长时期积累的矛盾和风险逐步凸显，中国经济呈现出了不同以往的特征：国内生产总值增速趋缓；经济结构不断优化升级，第三产业消费需求逐步成为主体；经济增长动力也从以往的要素和投资驱动逐步转向创新驱动。这一经济“新常态”也对国资国企改革提出了进一步要求。2013 年 11 月，十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，我国新一轮国资国企改革正式启动。

2013 年末至 2014 年间，全国过半的省（区、市）出台了地方性国资国

企改革具体方案。2015 年开始，各省市级国资国企改革开始陆续落地，同时省一级以下的地方行政部门也陆续推出了国资国企改革方案。从各地方案的具体内容来看，新一轮国资国企改革以混合所有制为核心，涉及推进国有资本结构调整、实施国企分类管理、完善法人治理结构、改革用人选人机制及监督和健全长效约束机制等多方面；其中，国企管理层薪酬、国有企业上市、国有资本集中、员工持股等内容成为各方关注的焦点所在。2015 年 9 月，中共中央、国务院颁布实施《关于深化国有企业改革的指导意见》（简称“指导意见”），主要目标是到 2020 年，在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果，形成更加符合我国基本经济制度和社会主义市场经济发展要求的国有资产管理体制、现代企业制度、市场化经营机制，国有资本布局结构更趋合理，造就一大批德才兼备、善于经营、充满活力的优秀企业家，培育一大批具有创新能力和国际竞争力的国有骨干企业，国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力明显增强。指导意见中提出，将国有企业划分为商业类和公益类，并按类别相应推进改革。2016 年，7 个专项配套文件先后出台，国企改革顶层设计“1+N”文件体系形成，国资委会同有关部门出台了 36 个配套文件。此外，2016 年还按照计划推出了一些央企试点，并取得了一定成效。2017 年，党的十九大报告指出，要完善各类国有资产管理体制，改革国有资本授权经营体制，加快国有经济布局优化、结构调整、战略性重组，促进国有资产保值增值，推动国有资本做强做优做大，有效防止国有资产流失。报告中强调要深化国有企业改革，发展混合所有制经济，培育具有全球竞争力的世界一流企业。

近年来，上海国资系统全面落实《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》，坚持“立改废”，出台 90 个与“上海国资国企改革 20 条”配套的实施意见或操作指引，修改 10 项制度规定，清理废止 93 件规范性文件。加强“放管服”，下放 28 项审批权限，制定并严格履行管好资本、服务企业履职、加强事中事后监管“两张清单”。以“制度+科技”为抓手，建立全面预算、资金管理、内控建设、风险管理和信息化“五位一体”管控体系，防风险保底线。2017 年底，上海市推出总规模将达 500 亿的上海国企改革发展股权投资基金。2018 年 3 月 13 日，上海市国资国企工作会议从八个方面部署了 2018 年上海国资国企改革发展和党建工作：着力加强国企党的建设；着力做强做优做大国有资本；深化混合所有制改革，着力增强国有经济活力；聚焦主业创新品牌，着力打造世界一流企业；完善公司治理，健全选人用人和长效激励机制；深化职能转变，提高国资监管水平增强效能；坚持以人民为中心，为城市经济社会服务；服务企业改革发展，营造良好氛围与环境。2018 年 7 月，上海市国资委出台了《关于本市国有企业全力打响上海“四大品牌”的实施方案（2018-2020）》。该方案提出通过三年努力，创新培育一批新兴品牌，巩固提升一批优势品牌，激活振兴一批老字号品牌，打造千亿级的名品名企，形成 10 家以上具有国际竞争力的企业，打响 300 个有较强市场影响力的品牌。方案提出，到 2020 年力争获得市级以上及国际认定的品牌营业收入在上海国有企业营业收入总额中占比超过 45%。

C. 竞争格局/态势

2014年，上海市围绕构建以管资本为主的国资管理体制，组建了该公司和国际集团两大国资流动平台，以实现资源、资产、资本、资金的良性循环。在两大平台中，国际集团侧重于持有金融及产业集团的股权，国盛集团则偏向持有以产业集团为主的股权。两大平台通过参与企业改革、创新金融产品等形式，不断盘活国有资产，共同推动上海市国资国企改革进程。

D. 风险关注

作为上海市国有资本运营平台，其能否对上海市国资委划入的国有股权实现有效运作具有不确定性。此外，由于投资较多上市公司股权，因采用公允价值计量的方式，其盈利水平较易受到资本市场波动的影响。

(3) 区域市场因素

该公司作为上海市两大国资运营平台之一，其运营情况与上海市经济发展状况息息相关。2018年，上海市实现生产总值32679.87亿元，较上年增长6.6%。其中第一产业增加值104.37亿元，较上年下降6.9%；第二产业增加值9732.54亿元，较上年增长1.8%；第三产业增加值22842.96亿元，较上年增长8.7%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为69.9%，较上年提高0.7个百分点。另外第三产业中的高附加值行业增长较快。从主要行业看，2018年全年，上海工业增加值8694.95亿元，比上年增长1.9%；批发和零售业增加值4581.49亿元，增长3.3%；交通运输、仓储和邮政业增加值1533.36亿元，增长10.4%；住宿和餐饮业增加值421.46亿元，下降2.8%；金融业增加值5781.63亿元，增长5.7%；房地产业增加值1992.52亿元，增长4.8%；社会服务业增加值8490.73亿元，增长14.8%。上海市财政实力不断增强，2018年一般公共预算收入为7108.1亿元，较上年增长7.0%；一般公共预算支出8351.5亿元，较上年增长10.7%。全年税务部门组织的税收收入完成13823.8亿元，同比增长7.7%。

总体看，2018年上海市经济延续了稳中有进、稳中向好的发展态势，显示出较强的稳定性和韧劲。上海市不断增强的经济和财政实力以及不断优化的产业结构为该公司业务的开展提供了良好的外部环境。

2. 业务运营

作为上海市两大国资运营平台之一，近年来该公司陆续获得上海市大型国有企业股权的无偿划入。公司主要从事国有资本运作、产业投资和资产运作，通过近年运营，已积累了较丰富运作经验。公司持有的大型国有股权变现能力强，资产优势明显，也为其后续业务开展奠定了基础。因经营性业务逐渐剥离，其营业收入规模较小，公司主要盈利来源为投资收益。

该公司是经上海市政府批准设立的国有独资资本运营公司，是上海市政府重大产业项目的投资平台。公司主要从事投资性业务，包括国有资产划转及运营、权益投资、资本管理运作等。经营业务方面，公司原有经营业务陆续转出，

目前主要经营酒店客房餐饮和商业物业租赁业务，营业收入规模明显小于 2015 年及之前年度。

图表 4. 2015-2017 年及 2018 年 1-9 月公司重要股权划出情况（单位：亿元）²

年份	划出股权	减少资本公积
2015 年	棱光实业股份 71.93% 东环高速 93.06% 上海白水泥 89.69% 隆基水泥 51.00%	11.94
2016 年	棱光实业 100.00% 众合地产 30.00% 盛融游船 100.00% 盛瀚投资 100.00% 安联投资 100.00% 文安电脑 45.00% 东方证券 ³	42.79
2017 年	纺织集团 49.00%	38.81
2018 年 1-9 月	无	-

资料来源：国盛集团

在投资性业务方面，该公司主要是通过受让获得国有资产，后续对其进行有效运营；另一方面也进行战略性投资，支持上海市新兴产业，积极参与上海国资国企的改革、重组及并购等。随着国企国资改革进程的不断推进，公司作为国有资本运作平台，紧紧围绕上海市国资运营的相关任务，通过国有资本的有效流动，持续促进上海市国资布局的优化。由于公司围绕市委市政府交办的国资运营任务开展工作，政策因素对其业务影响较大。随着上海市国资工作的开展，公司接受划转资产以扩张规模，从而带来投资收益的增长，因此受到资产、规模因素的驱动。此外，公司的经营成果与其运营能力相关性较大。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
投资性业务	上海市	横向规模化	政策/资产/规模/运营能力
酒店客房餐饮和商业物业租赁业务	上海市	横向规模化	资产/运营能力

资料来源：国盛集团

2015-2017 年，该公司分别实现营业收入 14.24 亿元、5.47 亿元和 5.51 亿元。其中，2016 年营业收入较 2015 年下降幅度较大，主要当年度公司转让了建材业务的相关资产，棱光实业不再纳入公司合并范围，公司营业收入主要来源于明天广场的部分商业物业和 JW 万豪酒店，以及长宁金融园。明天广场位于上海市中心，地处于南京西路、黄陂北路交界处，建筑面积 12.95 万平方米，

² 上海棱光实业股份有限公司简称“棱光实业股份”，上海东环高速公路发展有限公司简称“东环高速”，上海白水泥有限公司简称“上海白水泥”，莎车上海建材隆基水泥有限公司简称“隆基水泥”，上海棱光实业有限公司简称“棱光实业”，上海众合地产开发有限公司简称“众合地产”，东方证券股份有限公司简称“东方证券”，上海盛融国际游船有限公司简称“盛融游船”，上海盛瀚投资有限公司简称“盛瀚投资”，上海安联投资发展有限公司简称“安联投资”，上海文安电脑技术有限公司简称“文安电脑”，上海纺织（集团）有限公司简称“纺织集团”。

³ 根据国务院《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》的有关规定、国务院有关国有资产监督管理委员会对公司国有股减持有关问题的批复以及全国社会保障基金理事会复函的相关要求，包括国盛集团在内的 12 家国有股东须将相当于 2016 年东方证券 H 股发行股份数量 10% 的东方证券 A 股股份划归全国社会保障基金理事会，公司减少资本公积 3,545 万元。

是集五星酒店（JW 万豪酒店）、高级服务公寓（明天广场万豪行政公寓）和高品位商业办公群租房为一体的多功能综合物业项目。目前，公司酒店拥有房间数 333 间，2017 年入住率为 78.16%，较上年提升 5.72 个百分点；拥有商业办公物业 25385.23 平米，其中出租面积为 17250.79 平米。长宁金融园系长宁区政府与国盛集团合作建设而成，主要引进金融服务型企业，其中国盛集团持股 55.00%。该园区位于愚园路 1320 号，总建筑面积 8025 平方米，可租赁面积 7899 平方米，出租率为 100%，园区内的 11 幢洋房中有数幢已列入上海优秀近代历史建筑保护名录。2017 年，公司酒店客房餐饮业务实现收入 2.41 亿元，同比增长 7.11%；商业物业租赁业务实现收入 1.98 亿元，同比增长 34.69%。

2018 年 1-9 月，该公司实现营业收入 4.46 亿元，其中，酒店客房餐饮业务实现收入 1.73 亿元，酒店入住率为 81.87%；同期商业物业租赁业务实现收入 1.22 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司商业地产建筑面积共 16.94 万平方米，物业可用面积 16.47 万平方米，出租面积 15.82 万平方米。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司盈利来源结构（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-9 月
投资收益合计	17.32	11.45	12.14	13.39
其中：持有可供出售金融资产期间取得的投资收益	1.16	5.10	6.84	12.29
在投资收益中所占比重（%）	6.70	44.56	56.33	91.78
权益法核算的长期股权投资收益	0.83	0.77	3.16	0.05
在投资收益中所占比重（%）	4.82	6.71	26.06	0.37
处置长期股权投资产生的投资收益	13.67	4.39	1.29	0.75
在投资收益中所占比重（%）	78.89	38.36	10.63	5.60
其他	1.66	1.19	0.85	0.30
营业收入合计	14.24	5.47	5.51	4.46
其中：酒店客房餐饮业务	2.73	2.25	2.41	
商业物业租赁业务	0.87	1.47	1.98	
其他经营业务	10.64	1.75	1.12	

资料来源：国盛集团

2015-2017 年，该公司分别实现投资净收益 17.32 亿元、11.45 亿元和 12.14 亿元。其中，2015 年投资净收益较高主要由于公司当年通过处置股权实现收益 13.67 亿元。2017 年，公司投资净收益较上年增长 6.03%，主要由于持有可供出售金融资产期间取得的投资收益为 6.84 亿元，较 2016 年增长 34%。2018 年 1-9 月，公司实现投资收益 13.39 亿元，其中持有可供出售金融资产取得投资收益 12.29 亿元。公司各年度投资收益的获取受当年度上海市国资委国企改革安排、公司国有资本运作、公司所持有的上市公司市价波动等因素影响。

图表 7. 2015-2017 年及 2018 年 1-9 月公司投资收益主要构成（单位：亿元）⁴

年度	类别	金额	主要明细
2015 年	处置长期股权投资产生的投资收益	13.67	上海医药 10.96 亿元 东展贸易 0.11 亿元 盛慧投资 1.50 亿元 通用卫星 0.13 亿元
2016 年	持有可供出售金融资产期间取得的投资收益	5.10	上海建工现金红利 2.59 亿元 光明食品利润分配 0.68 亿元 上海农商银行分红 0.45 亿元
	处置长期股权投资产生的投资收益	4.39	上海建筑材料 3.03 亿元 上海医药 1.81 亿元 易能生物 0.46 亿元
2017 年	持有可供出售金融资产期间取得的投资收益	6.84	上海建工 2.23 亿元 上海国企 ETF 0.83 亿元 隧道股份 0.77 亿元 光明集团 0.74 亿元 上海农商银行 0.51 亿元 世纪出版 0.49 亿元
	权益法核算的长期股权投资收益	3.16	上海临港 2.08 亿元 上海上蔬 0.72 亿元
2018 年 1-9 月	持有可供出售金融资产期间取得的投资收益	12.29	东兴证券 6.43 亿元 上海建工 2.75 亿元 隧道股份 0.75 亿元 华谊集团 0.57 亿元

资料来源：国盛集团

政策因素/政府支持

该公司作为上海市国资运营平台之一，根据上海市国资委的总体部署，不断推动上海市国资国企改革进程，引领上海市的产业发展。近年来，在上海市市委市政府的总体安排下，公司完成了众多国资股权的划转接收工作，资本实力逐渐增强。

2015 年，该公司接收上海市国资委无偿划入棱光实业、上海建工、纺织集团等公司的部分股权，当年资本公积净增加 270.66 亿元。2016 年，公司接收了上海海立（集团）股份有限公司（简称“海立股份”）、隧道股份、上海华谊集团股份有限公司（简称“华谊集团”）等公司的部分股权，并将棱光实业等公司股权划出，当年资本公积净增加 112.46 亿元。2017 年，公司配合完成东方国际（集团）有限公司（简称“东方国际”）和纺织集团重大资产重组，接受东方国际 34% 的股权，资本公积因此增加 53.23 亿元。近年来，公司不断接

⁴ 上海医药集团股份有限公司简称“上海医药”，股票代码 601607.SH，上海东展国际贸易有限公司简称“东展贸易”，上海盛慧投资管理有限公司简称“盛慧投资”，上海通用卫星导航有限公司简称“通用卫星”，上海建工集团股份有限公司简称“上海建工”，光明食品（集团）有限公司简称“光明食品”，上海农村商业银行简称“上海农商银行”，上海建筑材料集团科技发展有限公司简称“上海建筑材料”，安徽易能生物能源有限公司简称“易能生物”，上海国企交易型开放式指数基金简称“上海国企 ETF”，上海隧道工程股份有限公司简称“隧道股份”，上海世纪出版（集团）有限公司简称“世纪出版”，上海临港经济发展（集团）有限公司简称“上海临港”，上海上蔬农副产品有限公司简称“上海上蔬”

收上海市国资委划入的股权，资本公积由 2014 年末的 78.69 亿元增长至 2017 年末的 488.20 亿元，资本实力大大增强。

图表 8. 2015-2017 年及 2018 年 1-9 月公司主要股权划入情况（单位：亿元）⁵

年份	划入股权	增加资本公积
2015 年	棱光实业 100.00% 上海建工 29.00% 纺织集团 49.00% 交运集团 21.00% 众合地产 30.00% 光明食品 24.65%	278.56
2016 年	上海电气 0.47% 海立股份 4.99% 华谊集团 27.62% 隧道股份 13.00% 金丰投资 49.00% 上海临港 22.51%	155.25
2017 年	东方国际 34.00%	53.23
2018 年 1-9 月	上海经济年鉴社 100%	0.03

资料来源：国盛集团

资产因素/规模因素

该公司所持有的资产主要计列于可供出售金融资产和长期股权投资两科目。2015-2017 年末，公司可供出售金融资产科目余额分别为 523.79 亿元、642.25 亿元和 630.74 亿元；长期股权投资科目余额分别为 30.98 亿元、39.85 亿元和 51.07 亿元。两科目主要是公司持有的上海大型国资企业的股权，且多为上市企业。这些资产质量优良，且容易变现，为公司资本、资产运作奠定基础的同时，也成为了公司投资收益的重要来源。2018 年 9 月末，公司可供出售金融资产和长期股权投资科目余额分别为 662.03 亿元和 51.13 亿元。

图表 9. 2018 年 9 月末公司所持主要上市公司股权等市值（万元）

所持上市公司股份	市值
上海建工（600170）	631,689
华谊集团（600623）	389,538
隧道股份（600820）	110,940
上海国企 ETF	49,540
上海改革 ETF ⁶	16,077
东兴证券（601198）	31,057
交运股份（600676）	77,065
华建集团（600629）	78,507
合计	1,384,413

资料来源：国盛集团

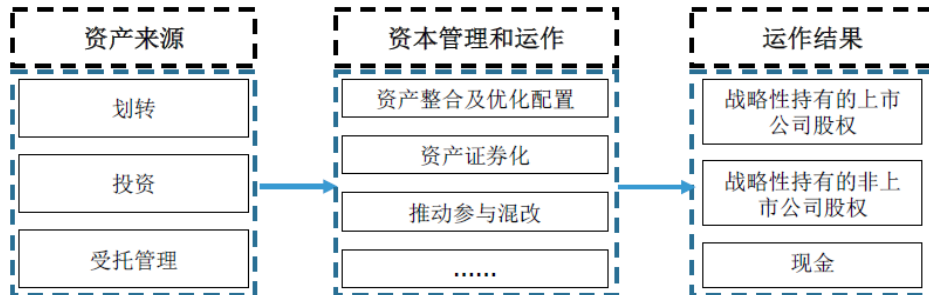
⁵ 上海交运集团股份有限公司简称“交运集团”，上海电气集团股份有限公司简称“上海电气”，上海金丰投资有限公司简称“金丰投资”，

⁶ 上证上海改革发展主题 ETF 简称“上海改革 ETF”。

运营能力因素

作为国有资本运营平台，该公司通过对资本的管理和运作，推动国资国企改革，实现国资的增值和国资布局的不断优化，在进退流动中实现“资源—资产—资本—资金”的良性运营和收益。近年来，公司持续推进转型发展，“股权注入—资本运作—收益投资”的完整运作模型基本成型。

图表 10. 公司国有资本运营业务模式（万元）



资料来源：国盛集团

该公司资产的主要来源为划转和投资，以及接受相关机构和企业的委托国有资产和资本进行管理。公司以现金及其他非现金资产（包括战略性持有的上市公司和非上市公司股权等资产），根据政府的要求和国资优化布局的需要，以市场化方式进行战略性和政策性投资，并根据业务需要开展财务性投资，实现投资布局的合理配置，通过再投资完成“资源-资产-资本-资金”的良性运营。除划转和投资之外，公司还会接受相关机构和企业的委托对国有资产进行经营管理。公司根据取得资产的特点，对资产进行分层、分类管理，主要的运作方式包括资产整合及优化配置、资产证券化、推动及参与混改和包括股权转让、资产置换等在内的其他方式。通过资本管理和运作，公司将获得投资收益，同时也将根据需要，战略性持有相关的上市公司股权和战略新兴产业的相关股权。一部分投资回报将返还给政府支持民生保障，以履行国有资产应承担的义务；另一部分投资回报将用于进行新一轮的投资布局，重点将投入战略性新兴产业、国资国企的改革重组和支持基础设施建设。

近年来，在国有资本运作方面，该公司积极推动上海国企 ETF 的发行上市，使上海国资系统 118 亿元上市公司股权获得新的流动性。2016 年，公司以所持上海建工、隧道股份等上市公司股份换购了 45.21 亿份基金份额，占基金初始募集规模的 29.71%。截至 2017 年末，公司持有上海国企 ETF 市值为 26.43 亿元。2017 年公司继续深入探索国有股权运作，于 11 月 24 日完成了上海改革 ETF 的发行工作，募资规模达到 47.6 亿元，其中，公司以所持隧道股份、华谊集团、上海医药等上市公司股份换购了 20.04 亿基金份额。截至 2017 年末，公司持有上海改革 ETF 市值为 19.01 亿元。2018 年 9 月末，公司持有上海国企 ETF 和上海改革 ETF 市值分别为 4.95 亿元和 1.61 亿元。

在资产运作方面，2017 年该公司将集团系统内部分权属和资产属性复杂的存量资产组包成“国盛—资产包 1 号”，于联交所以较底价增值 17.7% 的报价成功转让。当年度，公司完成了杭千高速公司 13.09% 股权转让等 7 项资产盘

活变现任务，盘活股权资产约 15 亿元，回收现金约 11 亿元。2017 年，公司共完成盘活资产 55.2 亿元，变现 32.4 亿元。2018 年，公司减持部分东兴证券股权，并以减资方式退出中电科软件信息服务有限公司 25% 股权，全年共盘活资产 13.27 亿元，变现 12.13 亿元。

2015-2017 年，该公司分别新增权益类投资 14.31 亿元、40.14 亿元和 42.35 亿元，具体如图表 11 所示。此外，2017 年公司发起设立上海国企改革发展股权投资基金（简称“国改基金”）和上海军民融合产业股权投资基金（简称“军民融合基金”）。截至 2018 年末，国改基金已设立普通合伙人，国盛集团已向军民融合基金投资 3.30 亿元。2018 年，公司新增权益类投资 15.50 亿元，主要为对国家集成电路产业投资基金股份有限公司（简称“国家集成电路基金”）等的投资。

图表 11. 近年来公司新增重要权益类投资（单位：亿元）⁷

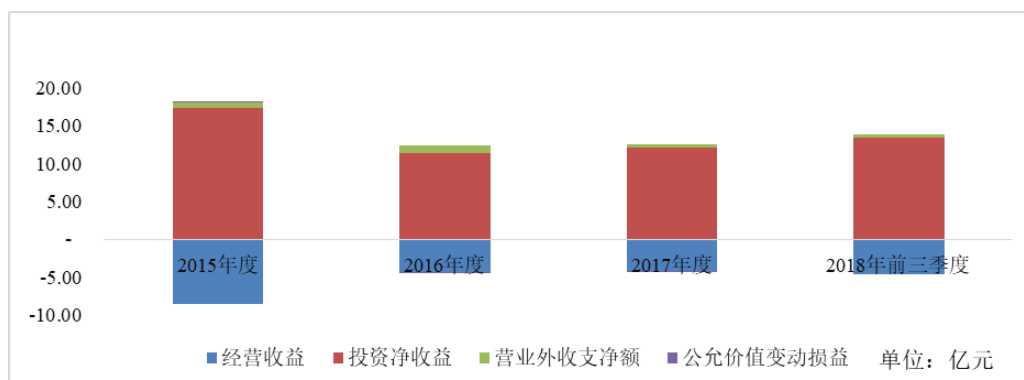
年份	所投资公司名称	金额
2015 年	双钱集团 上海医药 上海上蔬 国盛古贤创投 国家集成电路基金 上海硅产业投资 真金高创投	14.31
2016 年	国家集成电路基金 上海硅产业投资 上海集成电路产业投资 金华银行 申万宏源 国泰君安 上海上蔬 东方证券 上海医药 锦江国际酒店 上银基金资管计划	40.14
2017 年	国家集成电路基金 上海集成电路产业投资 上海科创中心一期股权投资基金 华鑫股份 华璨股权投资基金 浦银安盛基金 临港控股 上海电气	42.35
2018 年 1-9 月	国家集成电路基金 上海集成电路产业投资 上海半导体产业基金 军民融合基金	15.50

资料来源：国盛集团

⁷双钱集团股份有限公司简称“双钱集团”，上海国盛古贤创业投资合伙企业简称“国盛古贤创投”，国家集成电路产业投资基金股份有限公司，上海硅产业投资有限公司简称“上海硅产业投资”，上海真金高技术服务业创业投资中心（有限合伙）简称“真金高创投”，上海集成电路产业投资股份有限公司简称“上海集成电路产业投资”，金华银行股份有限公司简称“金华银行”，申万宏源集团股份有限公司简称“申万宏源”，国泰君安证券股份有限公司简称“国泰君安”，上海锦江国际酒店发展股份有限公司简称“锦江国际酒店”，上海华鑫股份有限公司简称“华鑫股份”，上海华璨股权投资基金合伙企业简称“华璨股权投资基金”，浦银安盛基金管理有限公司简称“浦银安盛基金”，上海临港控股股份有限公司简称“临港控股”，上海半导体装备材料产业投资基金合伙企业（有限合伙）简称“上海半导体产业基金”。

(2) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构



资料来源：根据国盛集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利来源于投资与经营产生的收益。因转为投资平台，原有经营业务大部分转出后，经营收入较为有限，而经营和投资的成本、费用均反映在营业成本和期间费用中，由此导致相较于公司经营收入规模，期间费用相对较高。公司营业外收支净额较小，营业外收入主要是政府补助，营业外支出主要是对外捐赠等。由于交易性金融资产规模较小，公允价值变动损益金额也较小。经营收入相对较为稳定，各年度投资收益的获取成为了影响公司盈利的主要因素。此外，公司持有大规模上市公司股权，以公允价值反映在可供出售金融资产科目，其公允价值变动主要计入其他综合收益。相应股票价格的波动易对公司盈利及权益造成影响。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-9 月
营业收入合计 (亿元)	14.24	5.47	5.51	4.46
毛利 (亿元)	5.93	2.32	2.55	1.79
期间费用率 (%)	71.43	102.70	114.21	134.71
其中：财务费用率 (%)	30.97	52.68	60.30	90.88
全年利息支出总额 (亿元)	4.82	3.72	4.20	-

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理。

2015-2017 年该公司分别实现营业收入 14.24 亿元、5.47 亿元和 5.51 亿元。2015 年含建材销售收入，规模大于后面年度。2017 年营业收入较 2016 年略有增长；实现毛利 2.55 亿元，较上年增长 9.91%。公司经营性业务仍为酒店客房餐饮和商业物业租赁，毛利的增长主要由于营业成本有所降低。2017 年公司期间费用为 6.29 亿元，较上年增长 12.01%，主要由管理费用和财务费用构成，当年发生额分别为 2.73 亿元、3.32 亿元。管理费用主要由职工薪酬、固定资产折旧、长期待摊费用构成。财务费用主要为利息支出。当年度期间费用率为 114.21%，比率较高是因为公司主要从事投资，收益反映在投资收益，营业收入只反映了经营业务开展所获得收入的缘故。2017 年公司发生资产减值损失 0.11 亿元，较 2016 年减少 83.67%，主要是长期股权投资减值损失减少导致。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-9 月
投资净收益 (亿元)	17.32	11.45	12.14	13.39
营业外收入 (亿元)	0.84	1.03	0.52	0.44
其中: 政府补助 (亿元)	0.74	0.12	0.49	-
其他综合损益 (亿元)	42.39	-39.55	-46.71	-5.92
其中: 可供出售金融资产公允价值变动损益	40.77	-39.53	-46.82	-

资料来源: 根据国盛集团所提供数据整理。

2015-2017 年, 该公司分别实现投资收益 17.32 亿元、11.45 亿元及 12.14 亿元。2015 年规模较大, 主要来源于公司当年股权处置所实现收益; 2016 年公司投资收益主要来源于可供出售金融资产持有期间取得的收益以及股权处置所获得的收益。2017 年投资收益较上年增长 6.08%。当年度收益主要来源于持有可供出售金融资产取得的投资收益 6.84 亿元、权益法核算的长期股权投资收益 3.16 亿元、处置长期股权投资产生的收益 1.29 亿元。

2015-2017 年, 该公司分别实现营业外收入 0.84 亿元、1.03 亿元及 0.52 亿元。2017 年公司营业外收入主要来源于政府补助, 相较于 2016 年营业外收入中存在非流动资产处置利得、债务重组收益, 规模有所下降。2015 年和 2016 年公司分别实现净利润 5.85 亿元和 6.68 亿元。受益于投资收益增加、资产减值损失下降等因素, 2017 年公司实现净利润 7.53 亿元, 较上年增长 12.59%。

该公司持有大规模上市公司股权, 以市值反映在可供出售金融资产科目。同时, 相应市值的变动对公司权益影响显著。公司主要在其他综合收益反映相应变动。2015-2017 年, 公司其他综合收益税后净额分别为 42.39 亿元、-39.55 亿元和 -46.71 亿元; 2017 年度主要是所持上市公司股价大幅度下跌所致, 主要来自所持的上海建工、华谊集团、隧道股份股权股价波动。

2018 年 1-9 月, 该公司实现投资收益 13.39 亿元, 其中持有可供出售金融资产期间取得投资收益 12.29 亿元; 实现营业收入 4.46 亿元, 收入仍主要来源于酒店客房餐饮和商业物业租赁; 实现营业外收入 0.44 亿元, 实现净利润 7.36 亿元, 较上年同期增长 46.32%。

(3) 运营规划/经营战略

该公司围绕上海市国资委的战略部署, 加快推进改革调整和转型发展, 在创新国资运营体制机制、推动国资优化重组和有序流动、推进战略新兴产业发展等方面发挥了积极的作用, “股权注入—资本运作—收益投资”的完整运作模式基本成型, 集团改革发展呈现出良好态势。

当前, 国资运营平台面临新的机遇。该公司将继续按照上海市政府的部署, 坚持国资运营平台功能定位, 服务于上海国有资本做强做优做大和国有企业国际化发展。首先, 公司将紧紧围绕国资运营平台的功能定位, 发挥好国有股权投资主体功能, 努力实现从“承接任务”到“积极参与”、从“单体操作”到

“组合运作”、从“资产流动”到“资本运营”的三大转变；以国有股权的资本运作为主业，通过股权运作、价值管理、有序进退，促进国资合理流动和保值增值，服务于上海市国资布局和国资监管方式的调整优化。第二，公司将聚焦国家和上海战略部署，开展以战略性新兴产业为重点的产业投资，深化产融结合，强化投资管理深度。第三，公司将聚焦供给侧结构性改革，加快资产资源优化整合，通过资产置换、资本化运作和管理提升等形式，不断提升集团资产质量和流动性，促进国资的效益改善和价值提升。第四，公司将进一步加强操作子公司的能力建设，提升平台整体运作实力。第五，公司将进一步完善治理结构和管理体系，优化平台管控机制。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为上海市国资委下属的国有独资公司，产权状况明晰。公司治理架构合理，经营管理效率较高。公司关联交易金额较小，对公司的经营及财务影响有限。

(1) 产权关系

该公司是上海市国资委下属的国有独资公司。上海市国资委经上海市人民政府授权代表其履行出资人职责，负责监管市属国有资产。

(2) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易规模较小。2017年，公司接受联营企业上海建筑材料集团科技发展有限公司咨询服务费，金额为69.18万元，定价方式为市场价。关联方资金往来方面，截至2017年末，公司应收各类关联方款项的账面余额为3.30亿元，其中金额较大的为应收上海建筑材料集团科技发展有限公司款项2.39亿元；应付关联方各类款项的账面余额为0.51亿元。

(3) 公司治理

该公司按照《公司法》的要求建立了公司治理结构。公司由国家单独出资，不设股东会，由上海市国资委履行出资人职责。公司设有董事会和监事会，其中董事会由三至九名董事组成，其中应包括职工代表一名。董事会下设战略和投资决策委员会、预算和风险管理委员会、提名和薪酬委员会三个专业委员会。监事会由五名监事组成，其中二至三名由出资人委派，其他由职工代表担任。公司设党委、纪委，公司的党组织是其法人治理结构的有机组成部分。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司根据自身特点和经营管理的需要，建立了内部组织架构。公司设置了集团办公室、党群工作部、组织人事部、股权资本运营部、资产投资管理部、计划财务部、风险管理部、战略研究部、监察室九个部门。公司职能部门设置合理，职责分工明确，可满足现阶段日常经营管理需要。公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司建立了较为完善的业务管理和综合管理体系，对内部审计、合同管理、子公司管控等事项实行较为规范的制度化、规范化、程序化管理。

内部审计方面，该公司实行分级负责制，风险管理部根据授权建立健全公司的内部审计制度，并负责对公司本部和全资、控股子公司实施审计监督，以降低公司经营风险。

合同管理方面，该公司风险管理部为合同的归口管理部门，具体负责合同的订立、履行、变更、解除和终止等重要事项，并在制度上就合同谈判、文本草拟、合同订立等方面都制作了详细的规定，并能较有效地执行，减少了公司经营活动中的风险。公司另设有集团总法律顾问，对公司所有合同进行严格审查，防范合同相关法律风险。

子公司管控方面，该公司遵循“服从整体战略，依法、合规、合理分工，兼顾管理统一性和差别化”的原则，对子公司战略、投资、财务、风险控制等多方面进行管控。公司根据总体战略对子公司的发展战略适当调整；对子公司的投资活动实行年度计划管理和权限管理；对子公司的预算采取逐级编制、逐级审核、逐级汇总的管理方式；对子公司的财务收支和经济效益进行内部审计监督，从而实现在充分考虑公司整体发展战略和子公司实际情况的基础上不断提高管理的规范性和效率，防范经营风险。随着公司新功能定位的确立，公司将根据功能定位和目标导向，将子公司划分为竞争类、功能类和保障类，实施差异化管理：对竞争类企业实行“战略+财务”管控，对功能类和保障类企业实行“战略+运营”管控。

(3) 投融资及日常资金管理

投资管理方面，该公司对本部所有投资项目以及子公司大额投资项目实行逐级审批制度，严格按照规定权限履行审批程序，规范公司及下属全资、控股子公司的投资行为，提高资金运营的安全性和投资的保值增值性。项目立项前，公司资产投资管理部和股权资本运营部对拟投资项目进行调查和相关信息收集，提交分析报告，形成项目建议书和商务计划书，并以签报形式报公司分管副总裁；公司分管副总裁根据投资目标、原则以及公司实际情况

进行初审后，报公司总裁复审，最后由公司董事长批准立项。

在财务管理方面，该公司深化财务“四化”建设，推进资金集约化管理，统一协调各单位资金运行计划，控制贷款规模，降低融资成本。公司计划财务部负责控制和降低公司的成本费用，审核监督资金的动用及经营效益，负责公司资金使用计划的审核、报批工作。

(4) 不良行为记录

根据该公司所提供的本部 2019 年 1 月 10 日《企业信用报告》，公司本部过往无信贷违约记录。经对公司公开信息披露查询，截至 2018 年末，公司存续债券付息正常。

财务

该公司资本实力雄厚，负债经营程度低，货币资金充裕、以公允价值计量的可供出售金融资产丰富，可对即期债务偿还提供保障。虽然持有的上市公司股权市值易受资本市场波动影响，但公司整体偿债能力极强。

1. 数据与调整

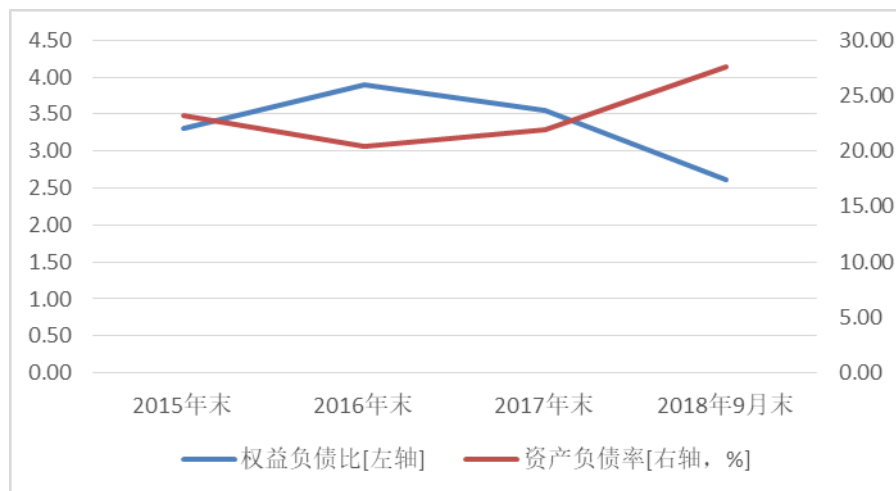
众华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部于 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则—基本准则》和其他各项会计准则的规定进行确认和计量。

2015 年，棱光实业和上海盛玺房地产开发有限公司新纳入该公司合并范围，棱光实业股份、东环高速等 12 家主体不再纳入合并范围。2015 年公司主营业务收入较 2014 年大幅下降，主要由于东环高速和东展贸易不再纳入合并范围。2016 年，上海申兰（集团）有限公司等 13 家主体新纳入合并范围，棱光实业、盛瀚投资等 18 家主体不再纳入合并范围。2016 年营业收入较 2015 年下降幅度较大，主要由于当年度棱光实业的建材业务收入不再纳入公司合并范围。2017 年度，该公司无新纳入合并范围的主体，因股权出售，上海耀华复合材料有限公司不再纳入合并范围。当年度公司纳入合并报表范围的子企业共 56 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



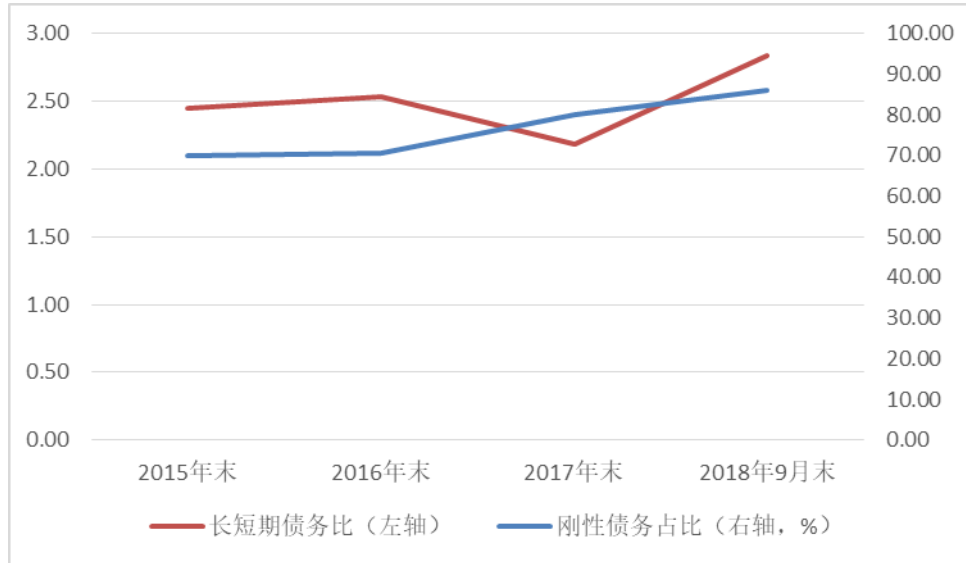
资料来源：根据国盛集团所提供数据绘制。

近年来，该公司对负债规模的控制较为严格，2015-2017 年末负债余额分别为 167.94 亿元、163.63 亿元和 173.36 亿元，资产负债率分别为 23.21%、20.39%和 21.98%，负债经营程度低。近三年，公司权益负债比始终保持在 3.0 以上，权益资本对债务覆盖情况较好。公司作为上海市国有资产运营平台，能持续获得上海市政府通过股权划转等方式加以支持，公司资本实力也因此持续增强。2015-2017 年，公司获得股权划入、年末资本公积增加净值分别为 270.66 亿元、122.60 亿元和 16.25 亿元⁸，资本实力增强，资产负债率进一步下降，处于低水平。公司作为上海市国有资产两大运营平台之一，后续仍可获得上海市政府的有力支持和资本补充。

⁸ 2017 年度，公司获得上海市国资委划入东方国际 34%的股权，资本公积增加 53.23 亿元；因绿宏拆迁补偿资本公积增加 0.24 亿元；权益法投资被投资单位其他权益变动增加资本公积 1.58 亿元；公司将所持纺织集团 49%股权划转至东方国际，减少资本公积 38.81 亿元。

(2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
刚性债务 (亿元)	117.67	120.39	138.64	201.64
其他应付款 (亿元)	14.49	17.47	10.04	10.84
专项应付款 (亿元)	5.60	4.56	4.94	4.67
递延所得税负债 (亿元)	15.59	12.84	7.03	5.19
刚性债务占比 (%)	70.07	73.58	79.97	85.85
其他应付款占比 (%)	8.63	10.68	5.79	4.61
专项应付款占比 (%)	3.33	2.79	2.85	1.99
递延所得税负债占比 (%)	9.28	7.85	4.06	2.21

资料来源：根据国盛集团所提供数据绘制。

从债务构成来看，近年来该公司债务主要集中在刚性债务、其他应付款、专项应付款和递延所得税负债。2015-2017 年末，公司刚性债务金额分别为 117.67 亿元、120.39 亿元、138.64 亿元，刚性债务逐年缓慢增长。由于公司已转型为国资运营平台，经营性业务较少，应付账款和预收账款金额也较小。公司其他应付款主要为往来款和应付暂收款。2017 年末其他应付款余额为 10.04 亿元，包含应付往来款 3.55 亿元，应付暂收款 2.51 亿元。同期末递延所得税负债余额为 7.03 亿元，主要由可供出售金融资产公允价值变动产生应纳税暂时性差异形成，专项应付款余额为 4.94 亿元，主要为应付人员安置费。从期限结构看，公司债务主要集中在长期，2017 年末长短期债务比为 218.23%。

(3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
短期刚性债务合计	51.85	27.63	25.50	41.82	47.94
其中: 短期借款	48.96	26.95	25.00	40.92	45.67
一年内到期非流动负债	2.24	-	-	-	-
应付票据	0.28	0.30	-	-	-
其他短期刚性债务	0.37	0.38	0.50	0.90	2.27
中长期刚性债务合计	60.60	90.04	89.89	96.82	153.70
其中: 长期借款	20.70	0.43	1.34	8.22	65.06
应付债券	39.90	89.61	88.56	88.61	88.65
综合融资成本 (年化, %)	3.37	4.19	3.19	3.30	-

资料来源: 根据国盛集团所提供数据整理, 其中综合融资成本估算公式为: 当期综合融资成本=当期利息支出总额/[(年初刚性债务余额+年末刚性债务余额)/2]*100%。

从刚性债务的期限结构来看, 近三年该公司刚性债务以长期债务为主, 其中应付债券占比较高。近三年末短期刚性债务占比分别为 23.48%、25.33%、30.16%, 所占比例缓慢增长。2017 年末, 公司短期借款为 40.92 亿元, 较上年末增加 15.92 亿元, 增幅较大, 均为信用借款。中长期刚性债务中, 应付债券占比较高, 为公司存续的 38.80 亿元企业债, 以及 50 亿元可交债。2017 年末公司长期借款金额为 8.22 亿元, 较上年末增加 6.88 亿元, 其中信用借款 8.03 亿元, 财政局借款 0.19 亿元。

2018 年 9 月末, 该公司负债总额为 234.89 亿元, 资产负债率为 27.62%, 负债规模较年初增幅较大, 主要体现为非流动负债的增长。同期末, 公司刚性债务余额为 201.64 亿元, 较年初增加 63.00 亿元。其中, 长期借款 65.06 亿元, 较年初增加 56.84 亿元; 短期借款 45.67 亿元, 较年初增加 4.75 亿元。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 18. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
营业周期 (天)	221.51	412.00	357.75	-
营业收入现金率 (%)	95.72	119.03	104.01	101.87
业务现金收支净额 (亿元)	-1.72	-0.50	-1.15	-1.13
其他因素现金收支净额 (亿元)	4.17	3.74	1.54	-3.02
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	2.45	3.24	0.39	-4.15
EBITDA (亿元)	15.78	12.68	13.58	-

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
EBITDA/刚性债务（倍）	0.14	0.11	0.11	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.27	3.41	3.24	-

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

该公司经营性业务为酒店客房餐饮和商业物业租赁业务。公司经营性业务回款较为及时，2015-2017年营业收入现金率分别为95.72%、119.03%和104.01%。同期，公司经营活动产生的现金净流量分别为2.45亿元、3.25亿元和0.39亿元，2017年金额有所下降主要是收到其他与经营活动有关的现金流入下降所致。

近两年，该公司EBITDA较2015年相比有所减少，主要是由于利润总额和固定资产折旧略有减少。虽然刚性债务略有增长，EBITDA对刚性债务和利息支出的覆盖程度仍基本维持稳定。

（2）投资环节

图表 19. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
回收投资与投资支付净流入额	-0.10	4.20	-34.82	-38.90
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-7.66	-0.50	-0.33	0.01
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.33	-15.06	0.21	-0.87
投资环节产生的现金流量净额	-9.09	-11.36	-34.94	-39.76

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理。

该公司近三年的投资性现金流主要体现了与对外股权投资、存量资产管理相关的现金收支情况。公司投资环节产生的现金流量主要体现在回收投资与投资支付的差额，公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额、以及其他因素影响净额均较小。2017年，公司回收投资与投资净流入额为-34.82亿元，主要由于公司投资支付现金71.47亿元，而收回投资收到现金30.63亿元，取得投资收益收到的现金5.99亿元，造成了投资环节现金流量呈净流出状态。其中，公司投资支付现金主要是对国家集成电路产业基金股份有限公司和上海集成电路产业投资股份有限公司等公司的投资。公司收回投资收到的现金主要是以上市公司股权换购的上海国企ETF变现。

(3) 筹资环节

图表 20. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
权益类净融资额	8.46	5.70	-3.63	2.17
其中：分配股利、利润的现金支出	1.84	3.74	3.63	-2.17
债务类净融资额	25.13	-5.59	11.21	59.98
其中：现金利息支出	4.82	3.72	4.20	4.74
筹资环节产生的现金流量净额	33.59	0.11	7.57	62.15

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理。

2015-2017 年该公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 33.59 亿元、0.11 亿元和 7.57 亿元。2015 年度公司取得了上海市国资委年国有资本预算资金拨款⁹以及债券的发行，筹资环节净流入规模较大。公司筹资环节现金流量来源主要为吸收投资、债券发行和银行借款，公司根据其投资性业务需要来决定当年融资规模及结构。2017 年，公司权益类净融资额为负，是由于公司当年无吸收投资收到的现金，但存在股利和利润的分配。2017 年公司债务类融资主要来源于银行借款。当年取得借款收到现金为 43.32 亿元，而偿还债务支付现金 25.30 亿元。其中，长期借款新增 6.88 亿且均为信用借款，取得短期借款 40.92 亿元，偿还 25.00 亿元。截至 2018 年 9 月末，公司合并口径获得银行授信额度共计 296.2 亿元，尚未使用额度 143.22 亿元，作为上海市国有资本运营平台之一，公司受到政府及金融机构的支持，其后续筹资空间较大，融资较为便利。

2018 年前三季度，该公司营业收入现金率为 101.87%，仍处于较好水平。同期，公司经营活动净流出 4.15 亿元，主要由于其他与经营活动有关的现金转为净支出。同期由于投资支付的现金金额较大，公司投资活动净流出 39.76 亿元，较上年同期流出增幅较大。当期公司外部融资规模增长，其中长期借款增幅较大，同期筹资活动现金净流入 62.15 亿元。

4. 资产质量

图表 21. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	100.13	70.42	50.30	78.57
其中：现金类资产（亿元）	13.84	8.78	6.38	9.24
应收账款（亿元）	3.04	0.26	0.20	0.27
存货（亿元）	3.03	2.17	3.37	1.23
其他应收款（亿元）	4.37	7.57	6.79	26.51
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	623.32	732.01	738.59	771.99

⁹ 2015 年，公司收到上海市国资委 2015 年国有资本预算资金拨款，增加资本公积-资本溢价 10.12 亿元。

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
	86.16	91.22	93.62	90.76
其中：固定资产（亿元）	24.02	16.49	15.94	15.54
在建工程（亿元）	17.82	9.61	9.96	10.41
可供出售金融资产（亿元）	523.79	642.25	630.74	662.03
长期股权投资（亿元）	30.98	39.85	51.07	51.13
递延所得税资产（亿元）	1.02	11.33	20.69	20.82
期末全部受限资产账面金额（亿元）	60.57	47.74	47.31	41.54
受限资产账面余额/总资产（%）	8.37	5.95	6.00	4.89

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理。

2015-2017 年末该公司资产总额分别为 723.45 亿元、802.43 亿元、788.89 亿元，较 2014 年的 382.26 亿元大幅提升，主要是可供出售金融资产增幅较大，其增长主要来源于上海市国资委资产的划入。同期末公司净资产余额分别为 555.50 亿元、638.81 亿元和 615.53 亿元。2017 年末净资产余额较 2016 年末减少 23.28 亿元，主要是因为所持上市公司股价大幅度下跌导致其他综合收益降幅较大。

在资产结构方面，该公司以非流动资产为主，2017 年末余额为 738.59 亿元，占总资产的比例达 93.62%。其中，可供出售金融资产 630.74 亿元，占比最高，具体包含按公允价值计量的可供出售金融资产 268.65 亿元，按成本计量的可供出售金融资产 362.08 亿元。2017 年末公司长期股权投资为 51.07 亿元，主要是对子公司及联营、合营企业的投资。2017 年末，公司递延所得税资产为 20.69 亿元，主要由可供出售金融资产价值波动引起。公司流动资产中，现金类资产占比较高，主要是货币资金。2017 年末，公司货币资金为 30.39 亿元，较上年末减少 26.97 亿元，主要是由于投资业务现金流出导致货币资金减少。同期末其他应收款余额为 6.79 亿元，主要为 15 国盛 EB 担保及信托财产专户中的质押款项以及各项往来款。

2017 年末，该公司受限资产共 47.31 亿元，其中，受限的其他应收款 2.63 亿元是公司发行“15 国盛 EB”可交换债券质押上海建工（600170）无限售流通股产生的孳息，受限的可供出售金融资产 44.68 亿元是公司发行“15 国盛 EB”而质押的上海建工（600170）无限售流通股。其受限资产大多由于发行该债券所致，债券到期后将解除限制。

截至 2018 年 9 月末，该公司资产总额为 850.57 亿元，较年初增加 61.67 亿元，主要来源于货币资金、其他应收款和可供出售金融资产的增加。同期末货币资金、其他应收款、可供出售金融资产分别为 48.64 亿元、26.51 亿元和 662.03 亿元，较年初分别增加 18.25 亿元、19.72 亿元和 31.29 亿元。除此外，资产构成无重大变化。同期末，公司受限资产金额为 41.54 亿元，占资产总额的比重为 4.89%，仍主要为“15 国盛 EB”而质押的上海建工（600170）无限售流通股。

5. 流动性/短期因素

图表 22. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 9 月末
流动比率 (%)	205.31	152.01	92.34	128.42
速动比率 (%)	198.41	147.16	85.93	126.34
现金比率 (%)	135.81	124.48	56.05	79.51

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理。

2015 年末，受国有资本预算资金款项目拨付、债券发行等因素影响，该公司货币资金、其他流动资产大幅度增加，流动性明显强于其他年度；2016 年末有所下降。2017 年末，公司流动比率、速动比率、现金比率分别为 92.34%、85.93%、56.05%，较 2016 年末大幅下降，主要是货币资金余额减少、短期借款增加所致。尽管公司流动性指标较往年有所下降，但货币资金储备仍充裕，加之持有的上市公司股权等易变现资产丰富，资产的实际流动性状况仍处于较好水平。2018 年 9 月末，由于流动资产的增幅大于流动负债的增幅，公司流动性水平较年初有所提高，流动比率、速动比率、现金比率分别为 128.42%、126.34% 和 79.51%。

6. 表外事项

截至 2018 年 9 月末，该公司不存在对外担保、重大表外事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

2015-2017 年末，该公司本部资产负债率分别为 18.92%、20.39% 和 19.63%，处于低水平。2017 年末，公司本部负债总额为 143.25 亿元。同期末资产总额为 729.93 亿元，其中可供出售金融资产 572.72 亿元，长期股权投资 95.99 亿元，主要是持有的股权投资。资产可为债务的偿还提供保障。本部盈利仍主要来自投资收益。2017 年，公司本部实现营业利润 3.15 亿元，其中投资收益 7.35 亿元，主要是持有公司股权的现金分红以及增值部分。公司本部作为国有资本运营平台，主要从事投资性业务，其营业收入规模较小。现金流方面，2017 年由于本部投资支付的现金较高，投资活动净流量为-19.57 亿元，导致公司现金净流量为负。但公司本部作为国有资本运作平台，享受到政府及金融机构的大力支持，其信用风险低。

2018 年 9 月末，该公司本部资产负债率为 27.61%，负债总额及刚性债务余额分别为 223.97 亿元和 190.37 亿元。前三季度本部实现投资收益 4.80 亿元，仍为本部盈利的主要来源。现金流方面，公司前三季度经营活动净现金流入 22.10 亿元；由于当期投资支付现金金额较大，投资活动净现金流出 90.29 亿元；由于当期本部长长期借款增幅较大，筹资活动净现金流入 60.63 亿元。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司是上海市国资委下属的国有独资公司。在上海市委市政府的总体安排下，公司完成了众多国资股权的划转接收工作，公司资本公积由 2014 年的 78.69 亿元增长至 2017 年末的 488.20 亿元，资本实力大大增强。此外，公司能够获得一定的政府资金支持，可对公司的盈利能力形成一定补充。2015-2017 年分别获得政府补助 7396.24 万元、1273.54 万元和 4951.20 万元。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与多家银行保持了良好的合作关系，具有较强的融资能力。截至 2018 年 9 月末，公司合并口径已获得的银行综合授信总额为 296.2 亿元，其中未使用额度为 143.22 亿元，后续融资空间较大。

图表 23. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	已放贷规模	未使用 综合授信额度
全部（亿元）	296.2	203.4	129.79	143.22
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	191.8	121.8	109.43	52.38
其中：大型国有金融机构占比（%）	64.75	59.88	84.31	36.57

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理（截至 2018 年 9 月末）。

债项信用分析

（1）盈利能力尚可

2015-2017 年，该公司实现 EBITDA 分别为 15.78 亿元、12.68 亿元和 13.58 亿元。尽管经营性业务逐渐被剥离，但公司作为上海市两大国资运营平台之一，持有大量股权，能够获得较高的投资收益，未来或有更多股权划入，对公司的盈利能力进行补充。2015-2017 年，公司利息保障倍数分别为 3.27、3.41 和 3.24。

（2）易变现资产丰富

该公司持有大量上市公司股权，可变现性较强。2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，公司可供出售金融资产余额分别为 523.79 亿元、642.25 亿元、630.74 亿元和 662.03 亿元。此外，公司持有大量的货币资金，可为债务偿还提供一定的资金保障。2015-2017 年末及 2018 年 9 月末，公司货币资金分别为 65.38 亿元、57.36 亿元、30.39 亿元和 48.64 亿元。

(3) 再融资能力较强

该公司与多家银行保持了较好的合作关系，未使用的授信额度较高，再融资能力较强。

评级结论

该公司为上海市两大国资运营平台之一，实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。公司法人治理结构健全，经营管理效率较高。公司核心投资性业务持续发展，在国有资本运作、产业投资和资产运作方面均取得重大突破。因经营性业务逐渐被剥离，其营业收入规模较小，公司主要盈利来源为投资收益。公司资本实力雄厚，负债水平低，货币资金储备充裕、易变现资产丰富，总体偿债能力极强。但公司可供出售金融资产规模大，该些资产公允价值的变动易对公司盈利和权益形成影响。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

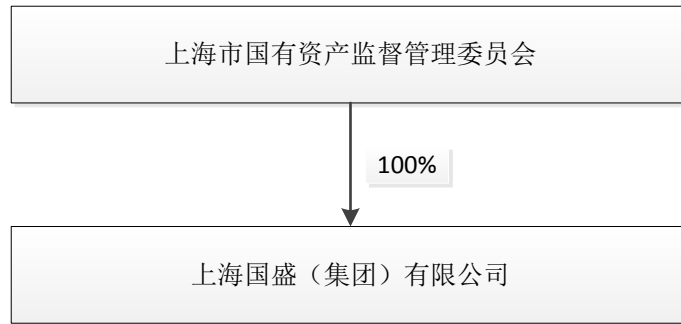
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

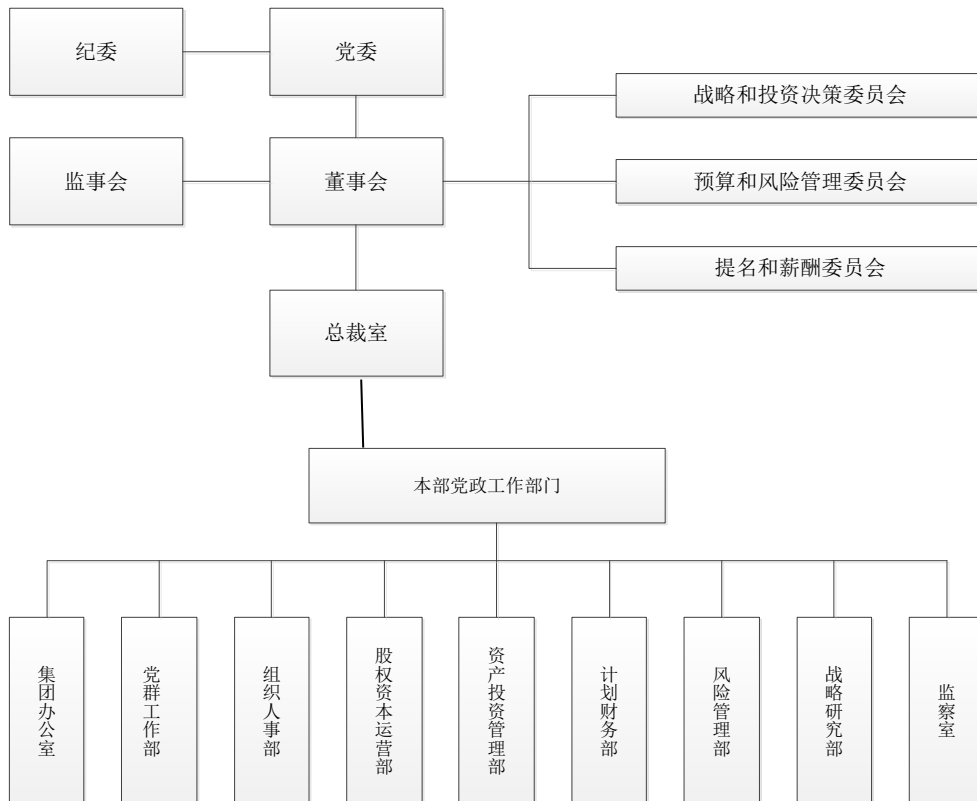
公司与实际控制人关系图



注：根据国盛集团提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据国盛集团提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)				
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	投资收益	净利润
上海国盛(集团)有限公司	国盛集团	本级	—	以非金融为主,金融为辅的投资,资本运作与资产管理,产业研究,社会经济咨询	125.62	586.68	0.22	7.35	3.44
上海国盛集团资产有限公司	国盛资产	核心子公司	100	实业投资	5.94	35.53	0.14	2.66	2.00
上海国盛集团投资有限公司	国盛投资	核心子公司	100	实业投资	0.00	7.57	0.00	1.00	0.78
上海国盛集团置业控股有限公司	国盛置业	核心子公司	100	投资管理	7.15	32.88	5.34	0.00	0.46
上海盛睿投资有限公司	盛睿投资	核心子公司	100	实业投资	0.00	14.51	0.00	1.86	1.49

注：根据国盛集团 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第三季度
资产总额 [亿元]	723.45	802.43	788.89	850.56
货币资金 [亿元]	65.38	57.36	30.39	48.64
刚性债务[亿元]	117.67	115.40	138.64	201.64
所有者权益 [亿元]	555.50	638.81	615.53	615.67
营业收入[亿元]	14.24	5.47	5.51	4.46
净利润 [亿元]	5.86	6.68	7.53	7.36
EBITDA[亿元]	15.78	12.68	13.58	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.45	3.24	0.39	-4.15
投资性现金净流入量[亿元]	-9.09	-11.36	-34.94	-39.76
资产负债率[%]	23.21	20.39	21.98	27.62
权益资本与刚性债务比率[%]	472.08	553.57	443.96	305.33
流动比率[%]	205.31	152.01	92.34	128.42
现金比率[%]	135.81	124.48	56.05	79.51
利息保障倍数[倍]	2.97	3.15	3.01	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	221.51	412.00	357.75	—
毛利率[%]	41.66	42.47	46.36	40.22
营业利润率[%]	61.68	129.54	145.09	195.02
总资产报酬率[%]	2.59	1.54	1.59	—
净资产收益率[%]	1.48	1.12	1.20	—
净资产收益率*[%]	1.51	1.13	1.21	—
营业收入现金率[%]	95.72	119.03	104.01	101.87
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.17	6.81	0.78	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.21	-4.90	-20.50	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.27	3.41	3.24	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.11	0.11	—

注：表中数据依据国盛集团经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年前三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。