**上海国盛（集团）有限公司**

**及其发行的 09 沪国盛债 01、09 沪国盛债 02、**

**18 沪国盛债 01 与 19 沪国盛债 01**

# 跟踪评级报告

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.

# 跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2019)100121】

**评级对象：** 上海国盛（集团）有限公司及其发行的 09 沪国盛债 01、09 沪国盛债 02、18 沪国盛债 01 与 19 沪国盛债 01

| | 本次跟踪 | 前次跟踪 | 首次评级 |
|---|---|---|---|
| | 主体/展望/债项/评级时间 | 主体/展望/债项/评级时间 | 主体/展望/债项/评级时间 |
| 09 沪国盛债 01： | AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 29 日 | AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 21 日 | AAA/稳定/AAA/2009 年 6 月 8 日 |
| 09 沪国盛债 02： | AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 29 日 | AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 21 日 | AAA/稳定/AAA/2009 年 6 月 8 日 |
| 18 沪国盛债 01： | AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 29 日 | - | AAA/稳定/AAA/2018 年 7 月 30 日 |
| 19 沪国盛债 01： | AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 29 日 | - | AAA/稳定/AAA/2019 年 3 月 19 日 |

## 主要财务数据及指标

| 项　　目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 金额单位：人民币亿元 | | | |
| **母公司口径数据：** | | | |
| 货币资金 | 26.38 | 14.50 | 40.39 |
| 刚性债务 | 114.16 | 125.62 | 238.12 |
| 所有者权益 | 607.48 | 586.68 | 620.93 |
| 经营性现金净流入量 | 1.82 | 3.97 | 20.32 |
| **合并口径数据及指标：** | | | |
| 总资产 | 802.43 | 788.89 | 929.39 |
| 总负债 | 163.63 | 173.36 | 286.78 |
| 刚性债务 | 115.40 | 138.64 | 244.29 |
| 所有者权益 | 638.81 | 615.53 | 642.61 |
| 营业收入 | 5.47 | 5.51 | 5.18 |
| 净利润 | 6.68 | 7.53 | 13.89 |
| 经营性现金净流入量 | 3.24 | 0.39 | 4.70 |
| EBITDA | 12.68 | 13.58 | 23.35 |
| 资产负债率[%] | 20.39 | 21.98 | 30.86 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 553.57 | 443.96 | 263.05 |
| 流动比率[%] | 152.01 | 92.34 | 84.08 |
| 现金比率[%] | 124.48 | 56.05 | 61.17 |
| 利息保障倍数[倍] | 3.15 | 3.01 | 3.50 |
| 净资产收益率[%] | 1.12 | 1.20 | 2.21 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 6.81 | 0.78 | 5.43 |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -4.90 | -20.50 | -50.71 |
| EBITDA/利息支出[倍] | 3.41 | 3.24 | 3.65 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.11 | 0.11 | 0.12 |

注：根据国盛集团经审计的 2016～2018 年财务数据整理、计算。

## 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称“新世纪评级”或“本评级机构”）对上海国盛（集团）有限公司（简称“国盛集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的 09 沪国盛债 01、09 沪国盛债 02、18 沪国盛债 01 与 19 沪国盛债 01 的跟踪评级反映了 2018 年以来国盛集团在区域地位、政府支持、业务运营及财务状况等方面所保持的优势，同时也反映了公司在股权运作的有效性、资本市场价格波动影响等方面继续面临压力。

### 主要优势：

- **区域地位显著。**根据上海市新一轮国资国企改革的战略部署，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，有利于国有股权运作业务的开展。
- **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

**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

资本市场波动的影响。

## ➢ 未来展望

通过对国盛集团及其发行的上述企业债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述企业债券还本付息安全性极强，并维持上述企业债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

# 上海国盛（集团）有限公司

# 及其发行的 09 沪国盛债 01、09 沪国盛债 02、

# 18 沪国盛债 01 与 19 沪国盛债 01

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照 2009 年上海国盛（集团）有限公司公司债券（简称“09 沪国盛债 01”、“09 沪国盛债 02”）、2018 年第一期上海国盛（集团）有限公司公司债券（简称“18 沪国盛债 01”）与 2019 年第一期上海国盛（集团）有限公司公司债券（简称“19 沪国盛债 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据国盛集团提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对国盛集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2009 年 12 月发行 09 沪国盛债 01 与 09 沪国盛债 02，发行金额共 40.00 亿元。2018 年 12 月，公司发行 18 沪国盛债 01，发行金额为 25.00 亿元，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。2019 年 4 月，公司发行 19 沪国盛债 01，发行金额为 27.50 亿元，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。此外，公司于 2015 年 11 月发行 15 国盛 EB，发行金额为 50.00 亿元，期限为 6 年。截至 2019 年 4 月末，公司待偿还债券本金余额为 141.30 亿元。公司 2009 年以来发行债券情况如图表 1 所示。

**图表 1. 公司 2009 年以来发行债券概况**

| 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 |
| 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 |
| 19 沪国盛债 01 | 27.50 | 5（3+2）年 | 3.80 | 2019 年 4 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 |

资料来源：国盛集团

# 业务

## 1. 外部环境

### （1）宏观因素

**2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，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正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；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。**

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，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正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；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，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。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；工业企业经营效益增长随着工

业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，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。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，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协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。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。人民币汇率稳中有升，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保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，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”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增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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。近年来，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发展。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“2018 中国企业 500 强”中，国有企业有 263 家，占比 52.60%。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，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。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发展。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。2018 年，上海地方国有企业实现营业收入 3.52 万亿元，同比增长 8.2%；利润总额 3,438.93 亿元，同比增长 1.4%；截至 2018 年末，地方国有企业资产总额达 19.27 万亿元，同比增长 6.2%。2018 年上海地方国有企业排名全球行业前 10 位的企业集团达到 6 家。上汽集团、浦发银行、太保集团、绿地集团 4 家企业进入世界 500 强行列，上海建工等 24 家企业进入中国 500 强行列。

**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

监理和完善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%。2019 年 3 月，上海市国资委召开 2019 年国资国企工作会议，会议指出，2019 年上海市国资委系统将重点做好以下六个方面工作：一是着力保障重大任务，服从服务改革发展大局；二是着力确保稳中求进，提升国有经济质量和效益；三是着力推动综合改革落地，打造改革示范区和尖兵；四是着

力完善国资监管，提高服务企业能力和水平；五是着力加强党的领导，以高质量党建引领高质量发展；六是着力履行社会责任，实现经济社会效益联动发展。

**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 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。**

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 2. 2016-2018 年公司重要股权划出情况（单位：亿元）[1]**

| 年份 | 划出股权 | 减少资本公积 |
|---|---|---|
| 2016 年 | 棱光实业 100.00%<br>众合地产 30.00%<br>盛融游船 100.00%<br>盛瀚投资 100.00%<br>安联投资 100.00%<br>文安电脑 45.00%<br>东方证券[2] | 42.79 |
| 2017 年 | 纺织集团 49.00% | 38.81 |
| 2018 年 | 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 3. 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 | 业务的核心驱动因素 |
|---|---|---|
| 投资性业务 | 上海市 | 政策/资产/规模/运营能力 |
| 商业地产及酒店运营 | 上海市 | 资产/运营能力 |

资料来源：国盛集团

2016-2018 年，该公司分别实现营业收入 5.47 亿元、5.51 亿元和 5.18 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，是

[1] 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”。

[2] 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。

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裙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，2018 年入住率为 82.25%，较上年提升 4.09 个百分点；拥有商业办公物业 25,093.00 平米，其中出租面积为 16,583.25 平米。长宁金融园系长宁区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 8,025 平方米，可租赁面积 7,899 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。2018 年，公司酒店客房餐饮业务实现收入 2.35 亿元，同比下降 2.49%；商业物业租赁业务实现收入 2.02 亿元，同比增长 18.75%。

**（1）主业运营状况/竞争地位**

**图表 4. 公司盈利来源结构（亿元，%）**

| 主导产品或服务 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 |
|---|---|---|---|
| 投资收益合计 | 11.45 | 12.14 | 22.26 |
| 其中：持有可供出售金融资产期间取得的投资收益 | 5.10 | 6.84 | 7.35 |
| 在投资收益中所占比重（%） | 44.56 | 56.33 | 33.03 |
| 权益法核算的长期股权投资收益 | 0.77 | 3.16 | 1.67 |
| 在投资收益中所占比重（%） | 6.71 | 26.06 | 7.49 |
| 处置长期股权投资产生的投资收益 | 4.39 | 1.29 | 3.10 |
| 在投资收益中所占比重（%） | 38.36 | 10.63 | 13.93 |
| 处置可供出售金融资产取得的投资收益 | 0.20 | 0.12 | 5.64 |
| 在投资收益中所占比重（%） | 1.71 | 1.00 | 25.35 |
| 可供出售金融资产转换为长期股权投资产生的投资收益 | - | - | 5.08 |
| 在投资收益中所占比重（%） | - | - | 22.85 |
| 营业收入合计 | 5.47 | 5.51 | 5.18 |
| 其中：酒店客房餐饮业务 | 2.25 | 2.41 | 2.35 |
| 商业物业租赁业务 | 1.47 | 1.98 | 2.02 |
| 其他经营业务 | 1.75 | 1.12 | 0.71 |

资料来源：国盛集团

2016-2018 年，该公司分别实现投资净收益 11.45 亿元、12.14 亿元和 22.26 亿元。2018 年，公司投资净收益较上年增长 83.29%，主要由于当年处置可供出售金融资产取得投资收益 5.64 亿元以及可供出售金融资产转换为长期股权投资产生投资收益 5.09 亿元。此外，公司当年持有可供出售金融资产期间取得投资收益 7.35 亿元，处置长期股权投资产生投资收益 3.10 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 5. 2016-2018 年公司投资收益主要构成（单位：亿元）[3]**

| 年度 | 类别 | 金额 | 主要明细 |
|---|---|---|---|
| 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<br>光明食品利润分配 0.68 亿元<br>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<br>上海医药 1.81 亿元<br>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<br>上海国企 ETF0.83 亿元<br>隧道股份 0.77 亿元<br>光明集团 0.74 亿元<br>上海农商银行 0.51 亿元<br>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<br>上海上蔬 0.72 亿元 |
| 2018 年 | 持有可供出售金融资产期间取得的投资收益 | 7.35 | 建工集团 2.75 亿元<br>华谊集团 0.53 亿元<br>交运股份 0.22 亿元<br>隧道股份 0.75 亿元<br>海通证券 0.36 亿元<br>光明集团 0.98 亿元<br>锦江股份 0.09 亿元<br>农商行 0.57 亿元 |
| | 处置可供出售金融资产取得的投资收益 | 5.64 | 东兴证券 6.43 亿元<br>上海电气-1.38 亿元 |
| | 可供出售金融资产转换为长期股权投资产生的投资收益 | 5.09 | 华建集团 5.49 亿元<br>上海电气-0.40 |
| | 处置长期股权投资产生的投资收益 | 3.10 | 信力房产 3.10 亿元 |
| | 核算法核算的长期股权投资收益 | 1.67 | 上海临港 1.22 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。

2016 年，该公司接收了上海海立（集团）股份有限公司（简称“海立股份”）、

[3]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”。

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，接收东方国际 34%的股权，资本公积因此增加 53.23 亿元。2018 年，公司收到上海市财政局拨付的 64.84 亿元，用于增加对中国商用飞机有限责任公司（简称“中国商飞”）的注册资本金出资 27.50 亿元，用于向军民融合基金交付出资款 9.4 亿元，国有资本经营预算资金 27.94 亿元。2018 年，公司接收中国工业设计（上海）研究院股份有限公司（简称“中国工业设计（上海）”）65%的股权，资本公积因此增加 2550.49 万元，当年接收上海集成电路研发中心有限公司（简称“上海集成电路研发中心”）3.22%的股权，资本公积因此增加 1,253.15 万元，当年接收上海经济年鉴社 100%的股权，资本公积因此增加 398.98 万元。2018 年 12 月 12 日，国盛集团第十三次临时董事会审议并通过了《关于将国盛集团资本公积转增注册资本的议案》，公司将资本公积转增注册资本 100.66 亿元，公司注册资本由 100.00 亿元变更为 200.66 亿元。近年来，公司不断接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 2018 年末的 453.02 亿元，资本实力大大增强。

**图表 6. 2016-2018 年公司主要股权划入情况（单位：亿元）**[4]

| 年份 | 划入股权 | 增加资本公积 |
|---|---|---|
| 2016 年 | 上海电气 0.47%<br>海立股份 4.99%<br>华谊集团 27.62%<br>隧道股份 13.00%<br>金丰投资 49.00%<br>上海临港 22.51% | 155.25 |
| 2017 年 | 东方国际 34.00% | 53.23 |
| 2018 年 | 中国工业设计（上海）65.00%<br>上海集成电路研发中心 3.22%<br>上海经济年鉴社 100.00% | 0.42 |

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。2016-2018 年末，公司可供出售金融资产科目余额分别为 642.25 亿元、630.74 亿元和 696.44 亿元；长期股权投资科目余额分别为 39.85 亿元、51.07 亿元和 69.14 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。该些资产质量优良，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。

**图表 7. 2018 年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） | 25.35 |

[4] 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”。

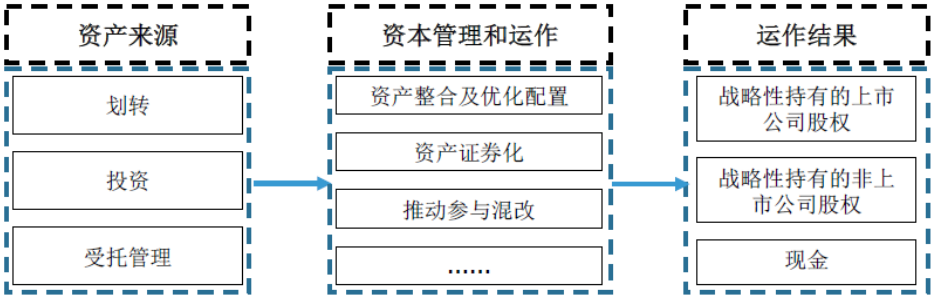
| 所持上市公司股份 | 市 值 |
|---|---|
| 华谊集团（600623） | 45.71 |
| 隧道股份（600820） | 25.91 |
| 上海国企 ETF | 20.96 |
| 上海改革 ETF[5] | 14.44 |
| 东兴证券（601198） | 2.89 |
| 交运股份（600676） | 6.70 |
| 华建集团（600629） | 7.45 |
| **合计** | **149.41** |

资料来源：国盛集团

### 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 8. 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多种方式。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。

[5]上证上海改革发展主题 ETF 简称“上海改革 ETF”。

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 2018 年末，公司持有上海国企 ETF 市值为 20.96 亿元。2017 年 11 月 24 日，公司完成了上海改革 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 2018 年末，公司持有上海改革 ETF 市值为 14.44 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。

2016-2018 年，该公司分别新增权益类投资 40.14 亿元、42.35 亿元和 157.6，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“上海国改基金”）和上海军民融合产业股权投资基金（简称“上海军民融合基金”）。截至 2018 年末，国盛集团已向上海国改基金投资 7.50 亿元，向上海军民融合基金投资 3.30 亿元。2018 年，公司新增权益类投资 157.60 亿元，主要为对中国商用飞机有限责任公司（简称“中国商飞”）、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”）、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”）等的投资。

**图表 9. 近年来公司新增重要权益类投资（单位：亿元）[6]**

| 年份 | 所投资公司名称 | 金额 |
|---|---|---|
| 2016 年 | 国家集成电路基金<br>上海硅产业投资<br>上海集成电路产业投资<br>金华银行<br>申万宏源<br>国泰君安<br>上海上蔬<br>东方证券<br>上海医药<br>锦江国际酒店<br>上银基金资管计划 | 40.14 |

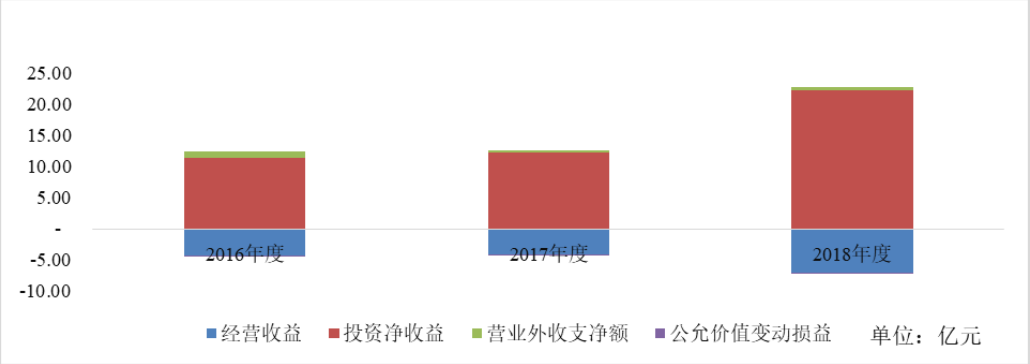
[6]金华银行股份有限公司简称“金华银行”，申万宏源集团股份有限公司简称“申万宏源”，国泰君安证券股份有限公司简称“国泰君安”，上海锦江国际酒店发展股份有限公司简称“锦江国际酒店”，上海华鑫股份有限公司简称“华鑫股份”，上海华璨股权投资基金合伙企业简称“华璨股权投资基金”，浦银安盛基金管理有限公司简称“浦银安盛基金”，上海临港控股股份有限公司简称“临港控股”，上海半导体装备材料产业投资基金合伙企业（有限合伙）简称“上海半导体产业基金”，国家军民融合产业投资基金有限责任公司简称“国家军民融合基金”，上海国盛海通股权投资基金合伙企业（有限合伙）简称“上海国盛海通基金”。

| 年份 | 所投资公司名称 | 金额 |
|---|---|---|
| 2017 年 | 国家集成电路基金<br>上海集成电路产业投资<br>上海科创中心一期股权投资基金<br>华鑫股份<br>华璨股权投资基金<br>浦银安盛基金<br>临港控股<br>上海电气 | 42.35 |
| 2018 年 | 中国商飞<br>国家集成电路基金<br>上海集成电路产业投资<br>上海半导体产业基金<br>国家军民融合基金<br>上海军民融合基金<br>上海国改基金<br>上海国盛海通基金 | 157.60 |

资料来源：国盛集团

### （2）盈利能力

**图表 10. 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 1：经营收益=营业利润-其他经营收益

注 2：2017 年 5 月 10 日，财政部公布了修订后的《企业会计准则第 16 号—政府补助》，企业日常活动有关的政府补助，从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目，本文中列示的 2018 年度“营业外收入”、“营业外收支净额”系将其他收益纳入核算。

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 11. 公司营业利润结构分析**

| 公司营业利润结构 | 2015 年度 | 2016 年度 | 2018 年度 |
|---|---|---|---|
| 营业收入合计（亿元） | 5.47 | 5.51 | 5.18 |
| 毛利（亿元） | 2.32 | 2.55 | 2.44 |
| 期间费用率（%） | 102.70 | 114.21 | 170.59 |
| 其中：财务费用率（%） | 52.68 | 60.30 | 106.95 |
| **全年利息支出总额（亿元）** | **3.72** | **4.20** | **6.40** |

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理。

**图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析**

| 影响公司盈利的其他因素 | 2016 年度 | 2017 年度 | 2018 年度 |
|---|---|---|---|
| 投资净收益（亿元） | 11.45 | 12.14 | 22.26 |
| 营业外收入（亿元） | 1.03 | 0.52 | 0.51 |
| 其中：政府补助（亿元） | 0.12 | 0.49 | 0.36 |
| 其他综合损益（亿元） | -39.55 | -46.71 | -47.87 |
| 其中：可供出售金融资产公允价值变动损益 | -39.53 | -46.82 | -47.98 |

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理。

2016-2018 年，该公司分别实现投资收益 11.45 亿元、12.14 亿元及 22.26 亿元。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。2018 年公司驼子收益主要来源于持有可供出售金融资产取得的投资收益 7.35 亿元、处置可供出售金融资产取得投资收益 5.64 亿元、可供出售金融资产转换为长期股权投资产生投资收益 5.09 亿元、处置长期股权投资产生投资收益 3.10 亿元以及权益法核算的长期股权投资收益 1.67 亿元。

2016-2018 年，该公司分别实现营业外收入 1.03 亿元、0.52 亿元及 0.51 亿元，公司营业外收入主要来源于政府补助。2016-2018 年公司分别实现净利润 6.68 亿元、7.53 亿元及 13.89 亿元。其中 2018 年净利润较上年大幅增长，主要由于当年投资收益增幅较大。

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。2016-2018 年，公司其他综合收益税后净额分别为-39.55 亿元、-46.71 亿元和-47.87 亿元；2018 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。

### （3）运营规划/经营战略

2019 年，该公司将继续根据上海深化国资管理体制改革的工作要求，夯实“三大基础功能”，坚持“四大战略取向”，发力“五项发展目标”，落实“十大战略举措”，强化平台功能定位，深化集团自身改革，为上海完成“三大任

务”、建设“五个中心”、打响“四大品牌”，提升城市能级和核心竞争力做出新的贡献。

在增强国有资本运营功能方面，该公司将以多种途径探索国有股权运营，深化上海国企 ETF、上海改革 ETF 的后续运作，优化“15 国盛 EB”的行权策略，探索通过股权置换（划转）增加上市公司股权流动性的新方式。公司将继续以上市公司股权作为平台运作的主攻方向之一，在整体上市、混改重组、借壳上市、股权激励等方面，支持上海国企的改革创新举措。对于纾困基金，公司将在市国资委的指导下，依托海通证券的专业力量，按市场化原则发挥好纾困基金的作用。公司将广泛开展平台业务合作，与银行、券商、保险等金融机构建立战略合作关系，加大力度支持国盛海外公司的发展，并联合全国布局的央企、兄弟省市国企及各类所有制的大型企业，构建区域性资源整合平台，重点围绕长三角区域、长江经济带的产业链、价值链、创新链实施一系列产业资源、资本资源的整合重组，深化区域合作，助力区域经济的发展。

在发挥重大产业投资功能方面，该公司将继续做好战略性产业投资和服务，服务上海产业转型升级和实体经济能级提升，聚焦集成电路、人工智能、生物医药、航天航空、通信导航等战略新兴产业，完成好上级交办的投资任务。此外，公司将继续强化融资保障和财务管理，并加强和改善投前投后管理。

在拓展基金战略配置功能方面，该公司将继续推进集团主导基金的组建和运作，并建立健全基金集群的管理模式和机制，根据市国资委对企业集团投资基金的管理要求，针对集团基金业务板块建立相应的管理制度，在集团-国改基金-专业基金三个层面，明确管理要求和边界，既要坚持市场化、专业化运作，又要确保规范有序。

在加快推进存量资产改革盘整方面，该公司将继续加大资产盘活变现力度，积极探索创新资产处置新路径、新模式，对于和集团发展战略协同性不高、控制力不强、资产质量低甚至存在风险隐患的非核心资产，加快处置加速变现。此外，公司将继续提升不动产资源运作效益，提升不动产资源管理水平。

## 管理

**跟踪期内，该公司实际控制人及法人治理结构未发生重大变化，经营管理效率仍较高。**

该公司的控股股东和实际控制人仍为上海市国有资产监督管理委员会。跟踪期内，公司法人治理结构未发生重大变化，组织管理较为规范，经营管理效率仍较高。跟踪期内，公司原副总裁姜鸣因退休离任。

在关联交易方面，2018 年该公司与关联方不存在关联交易。关联资金往来方面，截至 2018 年末，公司应收各类关联方款项的账面余额为 2.18 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 1.23 亿元；应付

关联方各类款项的账面余额为 0.51 亿元。

跟踪期内，根据该公司 2019 年 4 月 10 日的《企业信用报告》，公司本部无信贷违约情况发生。

## 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。公司偿债能力极强，但其持有的上市公司股权较易受到资本市场价格波动影响。**

### 1. 数据与调整

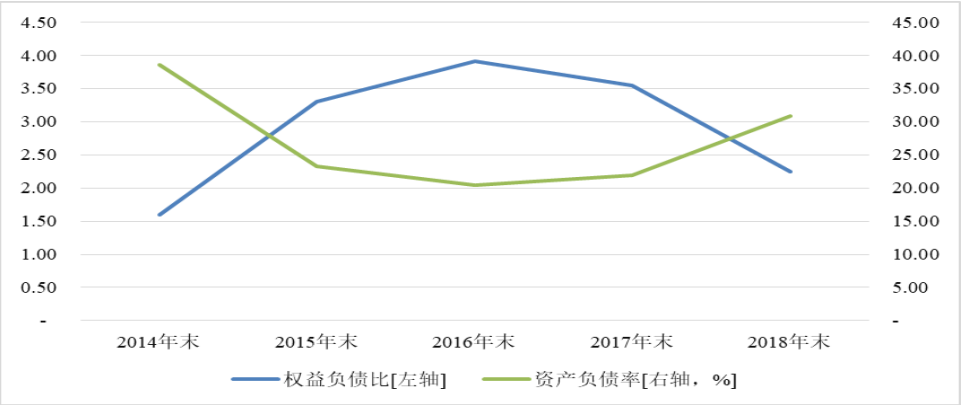
众华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部于 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则—基本准则》和其他各项会计准则的规定进行确认和计量。

2018 年度，该公司将中国工业设计（上海）和上海经济年鉴社纳入合并范围。因股权出售上海信力房产开发有限公司不再纳入合并范围，因注销上海盛盈投资管理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 61 家。

### 2. 资本结构

#### （1）财务杠杆

**图表 13. 公司财务杠杆水平变动趋势**



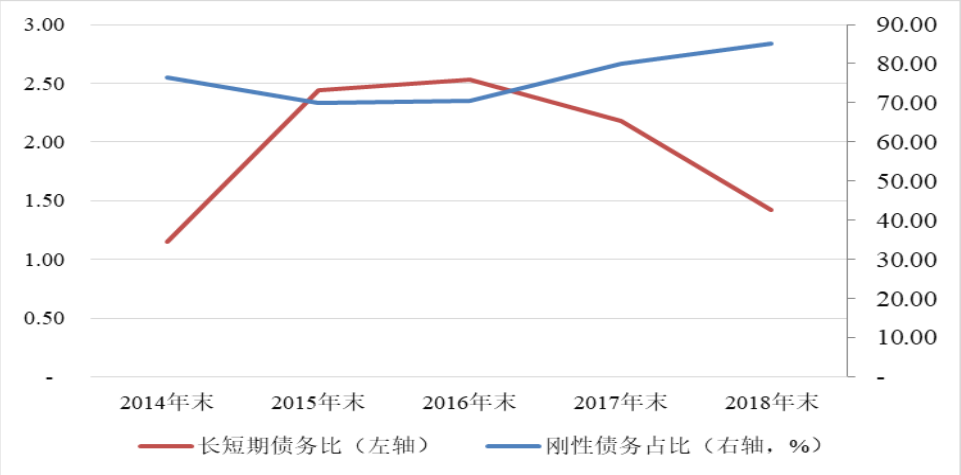

资料来源：根据国盛集团所提供数据绘制。

近年来，该公司对负债规模的控制较为严格，2016-2018 年末负债余额分别为 163.63 亿元、173.36 亿元和 286.78 亿元，资产负债率分别为 20.39%、21.98%和 30.86%，负债经营程度低。近三年，公司权益负债比始终保持在 2.0 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。2016-2017 年，公司获得股权划入、年末资本公积增加净值分别为 122.60 亿元和 16.25 亿元[7]，资本实力增强。经上海市国资委批复，公司将 100.66 亿元资本公积转增注册资本金，截至 2018 年末，公司实收资本增加至 200.66 亿元。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。

**（2）债务结构**

**图表 14. 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 年末 |
|---|---|---|---|---|
| 刚性债务（亿元） | 117.67 | 120.39 | 138.64 | 244.29 |
| 其他应付款（亿元） | 14.49 | 17.47 | 10.04 | 9.60 |
| 专项应付款（亿元） | 5.60 | 4.56 | 4.94 | 19.14 |
| 递延所得税负债（亿元） | 15.59 | 12.84 | 7.03 | 0.84 |
| 刚性债务占比（%） | 70.07 | 73.58 | 79.97 | 85.18 |
| 其他应付款占比（%） | 8.63 | 10.68 | 5.79 | 3.35 |
| 专项应付款占比（%） | 3.33 | 2.79 | 2.85 | 6.67 |
| 递延所得税负债占比（%） | 9.28 | 7.85 | 4.06 | 0.34 |

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。2016-2018 年末，公司刚性债务金额分别为 120.39 亿元、138.64 亿元及 244.29 亿元，刚性债务逐年增长。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。2018 年末其他应付款余额为 10.29 亿元，包含应付往来款 2.78 亿元，应付暂收款 2.53 亿元。递延所得税负债主

[7] 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。

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，当年末递延所得税负债余额较小。2018 年末专项应付款余额为 19.14 亿元，其中应付上海文化产业发展投资基金 15.00 亿元，应付人员安置费 2.28 亿元。从期限结构看，公司债务主要集中在长期，2018 年末长短期债务比为 141.98%。

### （3）刚性债务

**图表 15. 公司刚性债务构成（亿元）**

| 刚性债务种类 | 2015 年末 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 |
|---|---|---|---|---|
| **短期刚性债务合计** | **27.63** | **25.50** | **41.82** | **106.20** |
| 其中：短期借款 | 26.95 | 25.00 | 40.92 | 64.66 |
| 一年内到期非流动负债 | - | - | - | 40.85 |
| 应付票据 | 0.30 | - | - | - |
| 其他短期刚性债务 | 0.38 | 0.50 | 0.90 | 0.69 |
| **中长期刚性债务合计** | **90.04** | **89.89** | **96.82** | **138.09** |
| 其中：长期借款 | 0.43 | 1.34 | 8.22 | 63.23 |
| 应付债券 | 89.61 | 88.56 | 88.61 | 74.86 |

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理。

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 25.33%、30.16%及 43.47%，所占比例逐年增长。2018 年末，公司短期借款为 64.66 亿元，较上年末增加 23.74 亿元，均为信用借款。当年末一年内到期的非流动负债余额为 40.85 亿元，其中一年内到期的长期借款 2.05 亿元，一年内到期的应付债券 38.80 亿元。中长期刚性债务中，2018 年末公司长期借款金额为 63.23 亿元，较上年末增加 55.01 亿元，其中信用借款 62.10 亿元，抵押借款 0.94 亿元，财政局借款 0.19 亿元。2018 年公司发行了 18 沪国盛债 01，发行规模为 25.00 亿元，发行期限为 5（3+2）年，2018 年末应付债券 74.86 亿元。

## 3. 现金流量

### （1）经营环节

**图表 16. 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 |
|---|---|---|---|---|
| 营业周期（天） | 221.51 | 412.00 | 357.75 | 318.77 |
| 营业收入现金率（%） | 95.72 | 119.03 | 104.01 | 110.24 |
| 业务现金收支净额（亿元） | -1.72 | -0.50 | -1.15 | -2.23 |
| 其他因素现金收支净额（亿元） | 4.17 | 3.74 | 1.54 | 6.93 |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 2.45 | 3.24 | 0.39 | 4.70 |
| EBITDA（亿元） | 15.78 | 12.68 | 13.58 | 23.35 |

| 主要数据及指标 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|---|
| EBITDA/刚性债务（倍） | 0.14 | 0.11 | 0.11 | 0.12 |
| EBITDA/全部利息支出（倍） | 3.27 | 3.41 | 3.24 | 3.65 |

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，2016-2018 年营业收入现金率分别为 119.03%、104.01%和 110.24%。同期，公司经营活动产生的现金净流量分别为 3.25 亿元、0.39 亿元和 4.70 亿元，2018 年金额有所增长主要是收到其他与经营活动有关的现金流入增长所致。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和列入财务费用的利息支出构成。2018 年公司 EBITDA 较上年增幅较大主要由于利润总额增长。虽然刚性债务有所增长，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 17. 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 |
|---|---|---|---|---|
| 回收投资与投资支付净流入额 | -0.10 | 4.20 | -34.82 | -122.10 |
| 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 | -0.16 |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额 | -1.33 | -15.06 | 0.21 | 0.88 |
| 投资环节产生的现金流量净额 | -9.09 | -11.36 | -34.94 | -121.38 |

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。2018 年，公司回收投资与投资净流入额为-122.10 亿元，主要由于公司当年投资支付现金 153.56 亿元，而收回投资收到现金 23.80 亿元，取得投资收益收到的现金 8.08 亿元，造成了投资环节现金流量呈大额净流出状态。其中，公司投资支付现金主要是对中国商飞、国家集成电路基金和上海集成电路产业投资等的投资。

### （3）筹资环节

**图表 18. 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 |
|---|---|---|---|---|
| 权益类净融资额 | 8.46 | 5.70 | -3.63 | 60.22 |

| 主要数据及指标 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|---|
| 其中：分配股利、利润的现金支出 | 1.84 | 3.74 | 3.63 | 4.62 |
| 债务类净融资额 | 25.13 | -5.59 | 11.21 | 98.55 |
| 其中：现金利息支出 | 4.82 | 3.72 | 4.20 | 6.40 |
| 筹资环节产生的现金流量净额 | 33.59 | 0.11 | 7.57 | 158.77 |

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理。

2016-2018 年该公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 0.11 亿元、7.57 亿元和 158.77 亿元。公司筹资环节现金流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。2018 年，公司吸收投资收到的现金 64.84 亿元，均来自上海市财政局的拨付，用于增加对中国商飞的增资 27.50 亿元，向军民融合基金出资 9.40 亿元以及国有资本经营预算资金 27.94 亿元。2018 年公司债务类融资主要来源于银行借款和债券发行。当年取得借款收到现金为 127.90 亿元，发行债券收到现金 25.00 亿元，而偿还债务支付现金 40.48 亿元，当年筹资活动现金净流入 158.77 亿元。截至 2018 年末，公司合并口径获得银行授信额度共计 247.00 亿元，尚未使用额度 105.60 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。

## 4. 资产质量

**图表 19. 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 年末 |
|---|---|---|---|---|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 100.13 | 70.42 | 50.30 | 99.65 |
| | 13.84 | 8.78 | 6.38 | 10.72 |
| 其中：现金类资产（亿元） | 65.87 | 57.46 | 30.39 | 72.48 |
| 应收款项（亿元） | 3.04 | 0.26 | 0.20 | 0.13 |
| 存货（亿元） | 3.03 | 2.17 | 3.37 | 1.24 |
| 其他应收款（亿元） | 4.37 | 7.57 | 6.79 | 21.60 |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 623.32 | 732.01 | 738.59 | 829.74 |
| | 86.16 | 91.22 | 93.62 | 89.28 |
| 其中：固定资产（亿元） | 24.02 | 16.49 | 15.94 | 15.40 |
| 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 | 696.44 |
| 投资性房地产（亿元） | 0.26 | 0.19 | 0.20 | 1.93 |
| 长期股权投资（亿元） | 30.98 | 39.85 | 51.07 | 69.14 |
| 递延所得税资产（亿元） | 1.02 | 11.33 | 20.69 | 30.21 |
| **期末全部受限资产账面金额（亿元）** | 60.57 | 47.74 | 47.31 | 49.56 |
| **受限资产账面余额/总资产（%）** | 8.37 | 5.95 | 6.00 | 5.33 |

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理。

2016-2018 年末该公司资产总额分别为 802.43 亿元、788.89 亿元和 929.39 亿元，同期末公司净资产余额分别为 638.81 亿元、615.53 亿元和 642.61 亿元。

2018 年末资产总额较上年末增加 140.50 亿元，主要来自可供出售金融资产、长期股权投资以及货币资金的增加。

在资产结构方面，该公司以非流动资产为主，2018 年末余额为 829.74 亿元，占总资产的比例达 89.28%。其中，可供出售金融资产 696.44 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 237.90 亿元，按成本计量的可供出售金融资产 458.54 亿元。2018 年末公司长期股权投资为 69.14 亿元，主要是对子公司及联营、合营企业的投资。2018 年末，公司递延所得税资产为 30.21 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。2018 年末，公司货币资金为 72.48 亿元，较上年末增加 42.09 亿元。同期末其他应收款余额为 21.60 亿元，其中上海农村商业银行股份有限公司投资款 8.11 亿元、上海硅产业投资有限公司借款 6.14 亿元，15 国盛 EB 担保及信托财产专户中的质押分红红利 4.33 亿元以及各项往来款。

2018 年末，该公司受限资产共 49.56 亿元，其中，受限的其他应收款 4.33 亿元是公司发行“15 国盛 EB”可交换债券质押上海建工（600170）无限售流通股票产生的孳息，受限的可供出售金融资产 36.39 亿元是公司为发行“15 国盛 EB”而质押的上海建工（600170）无限售流通股。受限的在建工程 8.83 亿元，主要是子公司为取得自营性商业开发贷款将坐落于龙华街道的建设用地使用权抵押所致。此外，公司受限货币资金 0.01 亿元，金额较小。其受限资产大多由于发行“15 国盛 EB”所致，该债券到期后相应受限资产将解除限制。

## 5. 流动性/短期因素

**图表 20. 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 年末 |
|---|---|---|---|---|
| 流动比率（%） | 205.31 | 152.01 | 92.34 | 84.08 |
| 速动比率（%） | 198.41 | 147.16 | 85.93 | 82.97 |
| 现金比率（%） | 135.07 | 124.04 | 55.79 | 61.17 |

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理。

2018 年末，该公司流动比率、速动比率、现金比率分别为 84.08%、82.97%、61.17%。由于部分债券和长期借款即将到期转入一年内到期的非流动负债以及当年短期借款增加，2018 年末公司流动负债增幅较大，从而导致流动比率和速动比率较上年末有所下降。但当年末货币资金增幅较大，公司现金比率较上年末略有提升。尽管公司流动性指标整体较往年有所下降，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。

### 6. 表外事项

截至 2018 年末，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

2016-2018 年末，该公司本部资产负债率分别为 20.39%、19.63%和 29.66%，尽管 2018 年末公司本部负债较上年末增幅较大，资产负债率相应上升但仍处于低水平。2018 年末，公司本部负债总额为 261.85 亿元。同期末资产总额为 882.78 亿元，其中可供出售金融资产 638.44 亿元，长期股权投资 158.62 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。2018 年，公司本部实现营业利润 7.24 亿元，其中投资收益 13.75 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，2018 年本部经营活动现金净流入 20.32 亿元，投资活动现金净流出 155.45 亿元，筹资活动现金净流入 161.02 亿元。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。

## 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 2018 年末的 453.02 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。2016-2018 年分别获得政府补助 1,273.54 万元、4,951.20 万元和 3,609.86 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 年末，公司合并口径已获得的银行综合授信总额为 247.00 亿元，其中未使用额度为 105.60 亿元，后续融资空间较大。

**图表 21. 公司来自大型国有金融机构的信贷支持**

| 机构类别 | 综合授信 | 已使用额度 | 未使用额度 |
|---|---|---|---|
| 全部（亿元） | 247.00 | 141.40 | 105.60 |
| 其中：工农中建交五大商业银行（亿元） | 171.50 | 117.70 | 53.80 |
| 其中：大型国有金融机构占比（%） | **69.43** | **83.24** | **50.95** |

资料来源：根据国盛集团所提供数据整理（截至 2018 年 12 月 31 日）。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 1. 09 沪国盛债 01 与 09 沪国盛债 02

09 沪国盛债 01 与 09 沪国盛债 02 发行期限均为 10 年，其中 09 沪国盛债 01 附第 5 年末发行人上调利率选择权及投资者回售选择权；09 沪国盛债 02 附第 7 年末发行日上调利率选择权及投资者回售选择权。2014 年 12 月，该公司上调 09 沪国盛债 01 未回售部分的后 5 年票面利率为 5.10%，在债券存续期后 5 年固定不变。该次投资者回售总面额为 10.10 亿元，转售总面额为 10.00 亿元，继续托管总面额为 19.90 亿元，回售价格为 100 元面值。2016 年 12 月，公司选择不上调 09 沪国盛债 02 的票面利率，仍为 5.20%，该次回售面额为 1.10 亿元，继续托管总面额为 18.90 亿元，回售价格为 100 元面值。

### 2. 18 沪国盛债 01 与 19 沪国盛债 02

该公司发行的 18 沪国盛债 01 与 19 沪国盛债 01 期限均为 5 年，均附设第 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。

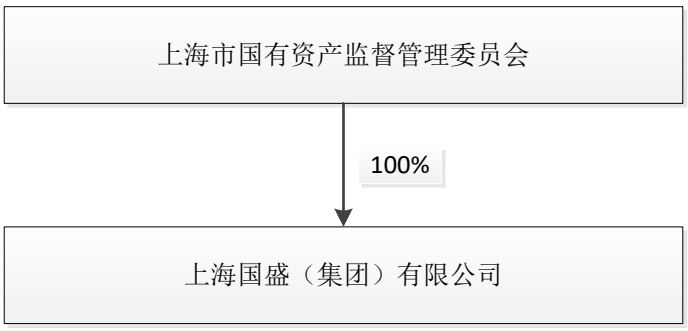
## 跟踪评级结论

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。跟踪期内，公司法人治理结构保持稳定，经营管理效率仍较高。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。

本评级机构仍将持续关注：（1）行业政策变化对该公司业务开展的影响；（2）公司对所持股权的运作情况；（3）我国资本市场价格波动对公司所持上市公司股权的影响。

附录一：

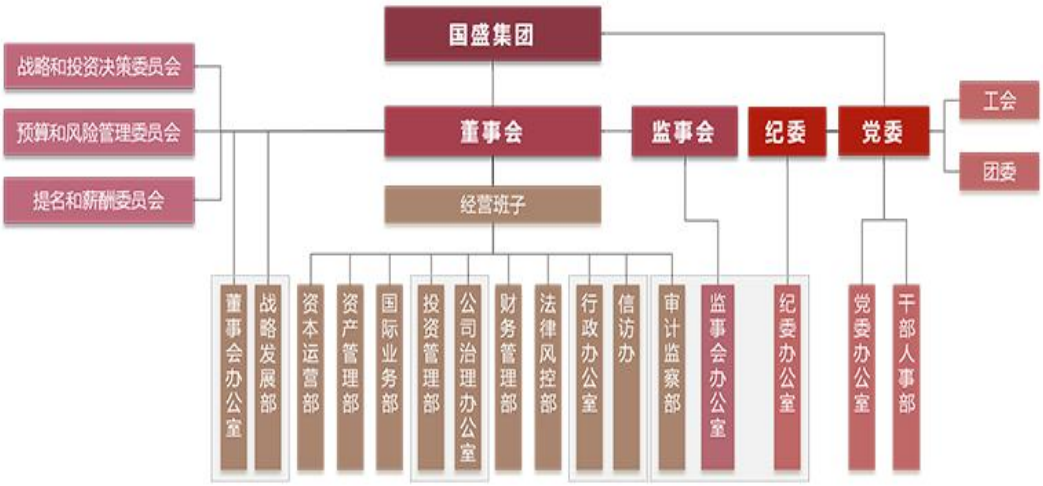
## 公司与实际控制人关系图




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 2019 年 3 月末）。

**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 | 2018 年（末）主要财务数据（亿元） | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 刚性债务余额（亿元） | 所有者权益（亿元） | 营业收入（亿元） | 投资收益（亿元） | 净利润（亿元） |
| **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** | **238.12** | **620.93** | **0.18** | **13.75** | **7.43** |
| 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 | 10.71 | 82.50 | 0.28 | 7.72 | 5.92 |
| 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 | 4.49 | 0.00 | -2.41 | -2.59 |
| 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 | 1.03 | 33.71 | 4.86 | 3.29 | 3.32 |

注：根据国盛集团 2018 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] | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---|---|---|---|
| 资产总额［亿元] | 802.43 | 788.89 | 929.39 |
| 货币资金［亿元] | 57.36 | 30.39 | 72.48 |
| 刚性债务[亿元] | 115.40 | 138.64 | 244.29 |
| 所有者权益［亿元] | 638.81 | 615.53 | 642.61 |
| 营业收入[亿元] | 5.47 | 5.51 | 5.18 |
| 净利润［亿元] | 6.68 | 7.53 | 13.89 |
| EBITDA[亿元] | 12.68 | 13.58 | 23.35 |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 3.24 | 0.39 | 4.70 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -11.36 | -34.94 | -121.38 |
| 资产负债率[%] | 20.39 | 21.98 | 30.86 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 553.57 | 443.96 | 263.05 |
| 流动比率[%] | 152.01 | 92.34 | 84.08 |
| 现金比率[%] | 124.48 | 56.05 | 61.17 |
| 利息保障倍数[倍] | 3.15 | 3.01 | 3.50 |
| 担保比率[%] | — | — | — |
| 营业周期[天] | 412.00 | 357.75 | 318.77 |
| 毛利率[%] | 42.47 | 46.36 | 47.08 |
| 营业利润率[%] | 129.54 | 145.09 | 304.07 |
| 总资产报酬率[%] | 1.54 | 1.59 | 2.61 |
| 净资产收益率[%] | 1.12 | 1.20 | 2.21 |
| 净资产收益率*[%] | 1.13 | 1.21 | 2.21 |
| 营业收入现金率[%] | 119.03 | 104.01 | 110.24 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 6.81 | 0.78 | 5.43 |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -4.90 | -20.50 | -50.71 |
| EBITDA/利息支出[倍] | 3.41 | 3.24 | 3.65 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.11 | 0.11 | 0.12 |

注：表中数据依据国盛集团经审计的 2016～2018 年度财务数据整理、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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。