

中国国新控股有限责任公司

2024年度第一期中期票据主动信用评级报告

主体信用等级 ¹	评级展望	本期债项信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AAApi	稳定	AAApi	2024/04/15	何小红	潘姝月

主体概况

中国国新控股有限责任公司(以下简称“中国国新”或“公司”)是由国务院国资委履行出资人职责设立,截至2023年9月末,公司注册资本和实收资本均为161.00亿元。公司已形成了以基金投资、股权运作、资产管理、直接投资、金融业务和证券业务为主的业务板块,为国务院国资委领导下的重要国有资本运营平台。

债项概况

本期基础发行规模:人民币0亿元

本期发行金额上限:不超过人民币30亿元

品种与期限:品种一发行期限为10年,初始发行规模10亿元,品种二发行期限为20年,初始发行规模20亿元。发行人与主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整;两个品种间可以进行双向回拨,回拨比例不受限制,两个品种的最终发行金额合计不超过30亿元

付息方式: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

募集资金用途:用于补充流动资金及偿还到期债务

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
业务竞争力	市场地位	14.40	12.96
	业务多样性	9.60	8.64
风险管理和盈利水平	风险管理水平	21.60	15.12
	净资产收益率	7.20	5.29
偿债能力	总资产收益率	7.20	5.78
	净资产	20.00	20.00
	全部债务资本化比率	6.00	4.60
	短期债务占比	6.00	5.33
	流动比率	4.00	2.86
EBITDA 利息倍数	4.00	3.04	

调整因素

无

BCA

aa+

外部支持

+1

评级模型结果

AAA

注:最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定,可能与评级模

评级观点

中国国新是国务院国资委为推进国有经济布局结构调整而成立的两家国有资本运营公司试点中央企业之一,承担中央企业国有资产整合和国有资本运作的重要职能。公司运营国风投基金、国同基金和央企运营基金等7只基金,总基金规模超7000亿元,围绕战略性新兴产业、国资央企科技创新和转型升级开展投资布局,具有很强的市场竞争力。公司股权运作板块重点服务于中央企业国有资本布局优化和结构调整,主要持有央企上市公司股权,在提高国有资本运营效率和收益方面发挥重要作用。但公司股权运作及基金投资等业务易受宏观经济环境及市场行情波动影响,境外项目亦面临一定的海外投资风险。

外部支持方面,作为两家中央直属国有资本运营公司之一,公司获得国务院国资委的全方位支持,资本实力不断壮大,预计未来公司在资本补充、业务开展、资源赋能等方面将继续获得国资委的大力支持。

综合分析,东方金诚认为中国国新偿债能力极强,本期债项受保障程度极高,违约风险极低。

同业对比

	2022年	中国国新 2023年9月	诚通控股 2022年
资产总额(亿元)	8589.44	8704.16	5479.44
净资产(亿元)	3394.76	3663.41	2467.10
营业(总)收入(亿元)	74.15	64.71	586.36
净利润(亿元)	239.26	143.62	111.96
资产负债率(%)	60.48	57.91	54.98

¹ 本次主体评级信息的有效期限列示于信用评级报告声明,有效期满后自动失效,请报告使用者仅参考处于有效期内的主体评级信息。

数据来源：中国货币网，东方金诚整理
注：本表选取的对比组为公开级别 AAA 的国有资本运营公司。

主要指标及依据

收入结构（单位：亿元）



单位：亿元	2020	2021	2022	2023.9
资产总额	5634.37	6705.45	8589.44	8704.16
净资产	2849.94	3163.30	3394.76	3663.41
全部债务	2550.99	2815.77	3044.07	3014.23
营业总收入	52.29	58.85	74.15	64.71
投资收益	138.24	333.49	243.63	186.81
净利润	161.23	218.09	239.26	143.62

偿债能力（单位：%、倍）



单位：%、倍	2020	2021	2022	2023.9
总资产收益率	3.27	3.53	3.13	-
净资产收益率	6.10	7.25	7.30	-
资产负债率	49.42	52.82	60.48	57.91
流动比率	2.79	2.08	1.49	1.85
EBITDA 利息保障倍数	4.92	4.83	3.94	-
全部债务资本化比率	47.23	47.09	47.28	45.14

优势

- 作为国务院国有企业改革领导小组确定的两家试点国有资本运营公司之一，中国国新在国家授权范围内履行国有资本出资人职责，承担中央企业国有资产整合和国有资本运作的重要职能，具有重要的战略地位；
- 公司运管国风投基金、国同基金和央企运营基金等 7 只基金，总基金规模超 7000 亿元，围绕战略性新兴产业、国资央企科技创新和转型升级开展投资布局，具有很强的市场竞争力；
- 公司股权运作板块重点服务于中央企业国有资本布局优化和结构调整，持有央企上市公司股权，在提高国有资本运营效率和收益方面发挥重要作用；
- 公司基金投资、股权运作、资产管理、直接投资、金融业务和证券业务等业务板块稳健经营，利润水平保持稳定增长，盈利能力持续提升；
- 成立以来，公司多次获得国务院国资委的股权划转和资金注入，综合实力持续增强，预计未来随着国有资本运营公司改革的深入，公司能在金融资产划入、业务开展和资本补充等方面持续获得支持。

关注

- 公司股权运作及基金投资等业务易受宏观经济环境及市场行情波动影响，境外项目亦面临一定的海外投资风险；
- 公司业务资金来源较多依赖于筹资活动现金流入，债务规模的扩大带动成本不断增长，财务杠杆有所上升。

评级展望

作为推进国有企业改革、调整国有资本布局的重要平台，预计未来公司在促进国有经济布局优化等方面将继续发挥重要作用，能够在金融资产划入、资本补充及业务开展方面获得国务院国资委的支持。综上，评级展望为稳定。

评级方法及模型

《东方金诚金融投资企业信用评级方法及模型（RTFF005202208）》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
-	-	-	-	-	-

信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

本次评级为主动评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，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。

本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

本评级报告的结论，不能被视作委托评级结果。

本报告仅为第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚不保证评级预测以及基于评级预测得出的结论与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效。其中主体评级结果有效期自2024年04月15日至2025年04月14日有效。在评级结果有效期内，东方金诚有权跟踪评级、变更等级、暂停或终止评级对象信用等级并公告。

本报告的著作权等其他相关知识产权均归东方金诚所有。任何使用者未经东方金诚书面授权，不得修改、复制、引用或用作其他用途，不得用于债券发行等证券业务活动。使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用应注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本声明为本报告不可分割的内容，任何使用者使用本报告或引用本报告内容时，均应列明本声明内容。

东方金诚国际信用评估有限公司
2024年04月15日

主体概况

中国国新为两家中央直属国有资本运营公司之一，承担中央企业国有资产整合和国有资本运作的重要职能

中国国新控股有限责任公司成立于2010年12月，是经国务院批准，由国务院国资委履行出资人职责设立的中央企业。2016年初，中国国新被国务院国有企业改革领导小组确定为两家试点国有资本运营公司之一²，2022年12月正式由试点转入持续深化改革阶段。作为国有资本市场化运作的专业平台，在国家授权范围内履行国有资本出资人职责。公司初始注册资本为45.00亿元人民币。经国务院同意，2011年国务院国资委将中国华星集团有限公司、中国华信邮电科技有限公司划转中国国新持有；2012年5月，中国印刷集团公司作为子公司整体并入中国国新。后经国有资本经营预算多次增资，截至2023年9月末，公司注册资本和实收资本均增至161.00亿元，由国务院国资委全资控股。

中国国新按照党中央、国务院决策部署，围绕国务院国资委工作要求，聚焦试点目标和功能定位，构建完善“资本+人才+技术”轻资产运营模式，不断丰富运营业务布局与功能，探索打造了以基金投资、金融服务、股权运作和资产管理、直接投资、境外投资及证券业务为主的“7+3+1”³业务格局，成为国务院国资委领导下的重要国有资本运营平台。截至2023年9月末，公司纳入合并报表范围的子公司合计109家。

图表 1：截至 2023 年 9 月末中国国新主要子公司情况（单位：亿元、%）

序号	子公司名称	实收资本	持股占比	主要经营板块
1	中国国新基金管理有限公司	5.75	100.00	基金管理
2	国新资本有限公司	550.00	100.00	金融服务
3	国新集团财务有限责任公司	20.00	100.00	金融服务
4	国新投资有限公司	0.51	100.00	股权运作
5	中国国新资产管理有限公司	106.98	100.00	资产管理
6	国新发展投资管理有限公司	1.00	100.00	直接投资
7	国新证券股份有限公司	58.41	71.99	证券业务

资料来源：=公开资料，东方金诚整理

本期债项概况及募集资金用途

中国国新拟发行“中国国新控股有限责任公司2024年度第一期中期票据”，发行金额上限为30亿元。相关发行议案已经公司股东会、董事会批准通过。本期债券募集资金将全部用于补充流动资金及偿还到期债务。

² 2016年2月25日，国务院国资委、发改委、人社部联合召开发布会，披露国企“十项改革试点”落实计划，确定中国诚通控股集团有限公司和中国国新控股有限责任公司为国有资本运营公司试点企业。

³ “7+3+1”指以基金投资板块、金融服务板块、资产管理板块、股权运作板块、境外投资板块、直接投资板块、证券业务板块七大板块作为业务重点板块，同时，探索打造咨询、数字化、文化教育等新的业务板块，搭建央企专职外部董事服务保障平台。

图表 2：本期拟发行中期票据概况

债项名称	中国国新控股有限责任公司 2024 年度第一期中期票据
本期基础发行规模：	人民币 0 亿元
本期发行金额上限：	人民币 30 亿元，其中品种一初始发行规模 10 亿元，品种二初始发行规模 20 亿元。发行人与主承销商有权根据簿记建档情况对本期中期票据各品种最终发行规模进行回拨调整；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行金额合计不超过 30 亿元
发行期限：	品种一：10 年 品种二：20 年
发行价格或利率确定方式	按面值发行，利率通过集中簿记建档方式确定
募集资金用途	本期债券募集资金将全部用于补充流动资金及偿还到期债务
发行方式	全国银行间债券市场的机构投资者（国家法律、法规禁止购买者除外）
还本付息方式	本期债务融资工具采用单利按年付息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

资料来源：公开资料，东方金诚整理

个体信用状况

宏观经济与政策环境

四季度经济运行稳中略缓，2024 年经济运行将进一步向常态化水平回归

2023 年四季度 GDP 同比增长 5.2%，主要受上年同期基数下沉影响，增速高于第三季度的 4.9%。不过，当季 GDP 环比增长 1.0%，增速较上季度放缓 0.3 个百分点，放缓幅度大于季节性，显示经济增长动能稳中略缓。这与四季度官方制造业 PMI 指数持续运行在收缩区间相印证。背后是四季度楼市持续处于调整状态，房地产投资降幅扩大，以及居民商品消费偏弱，抵消了当季旅游、出行等服务消费较快增长、外需也有所回暖的影响，经济下行压力再现。

2023 年全年 GDP 增速为 5.2%，比上年加快 2.2 个百分点。这一方面源于 2023 年防控转段后，经济本身具备内在修复动力，叠加 2023 年政策面在稳增长方向持续用力，着力扩大内需；另一方面，也与上年 GDP 增速基数（3.0%）偏低有关。剔除低基数效应，2023 年 GDP 两年平均增速为 4.1%，低于 5.0%至 6.0%的潜在经济增长水平。这也是 2023 年央行连续实施降息降准，宏观政策加大逆周期调节力度的原因。

从具体进程上看，2023 年经济走势“前高、中低、后稳”。其中，在经历一季度防控转段初期的全面复苏后，二季度房地产行业再现下行势头，并对整体消费、投资信心都产生了较大影响，实际经济修复力度明显减弱。由此，7 月中央政治局会议定调稳增长，下半年宏观政策全面发力，经济复苏动能有所转强，顺利完成年初制定的“5.0%左右”的 GDP 增长目标。需要指出的是，下半年特别是四季度楼市继续处于调整阶段，仍对经济运行有较为明显的拖累。

展望 2024 年，预计 3 月两会政府工作报告会继续将经济增长目标设定在“5.0%左右”，全年 GDP 增速也有望达到这一水平，经济运行会进一步向常态化水平回归。我们预计，2024

年经济增长动能将“前低后高”，其中一季度 GDP 增速将在 4.4%左右，后续有望稳定运行在 5.0%-6.0%区间。2024 年经济增长的主要拉动力是居民消费还有较大修复空间，房地产对宏观经济的拖累效应有望减弱，以及政策面会保持一定稳增长力度。此外，2024 年全球贸易环境将会回暖，外需对国内经济增长有望形成小幅正向拉动。2024 年宏观经济面临的最大的不确定因素仍是房地产行业何时企稳回暖。

2024 年一季度将进入稳增长关键阶段，逆周期调节政策有望前置发力，房地产行业支持政策力度也会进一步加大

回顾历史可以看到，一旦官方制造业 PMI 指数连续 3 个月以上运行在收缩区间，宏观政策做出反应的可能性就会显著加大。另外，2023 年 12 月 CPI 同比为-0.3%，连续三个月同比负增长；当月 PPI 同比为-2.7%，工业品价格继续处于较为明显的通缩状态。当前通过下调政策利率引导名义贷款利率下行，缓解实际利率上升的迫切性也较高。由此，预计 2024 年一季度降息降准落地的可能性较大，基建投资增速也将继续处于较高水平，以对冲房地产投资下滑带来的影响。最后，为尽快引导楼市企稳回暖，全面提振市场信心，接下来房地产支持政策将持续加码，其中的关键是引导居民房贷利率进一步下行。需要指出的是，在地方政府土地出让金收入将延续下降的前景下，2024 年用于置换地方政府各类隐性债务的特殊再融资债券还将较大规模发行。但在“防止一边化债一边新增”的原则下，未来城投债新增融资有可能面临更为严格的监管环境。

行业分析

私募基金行业

私募基金行业在产业升级政策引导下实现稳步增长，同时注册制持续改革及北交所的开市带动投资退出机制持续改善

国内多层次资本市场建设，推动了私募基金行业的发展。私募股权投资作为直接融资的重要方式，能够将分散的资金有效转化成符合经济发展需要的资本金，进而减少企业对银行与信贷的依赖，以完善社会融资结构。截至 2023 年 12 月末，中基协存续登记备案私募基金 153079 只，管理基金规模 20.58 万亿元，同比增长 2.75%。从管理基金规模的区域分布看，排名前六大区域分布为上海市、北京市、深圳市、广东省（除深圳）、江苏省和浙江省（除宁波），合计占比达 74.97%，其中上海市 5.16 万亿元、北京市 4.65 万亿元、深圳市 2.15 万亿元，规模占比分别为 25.10%、22.60%、10.45%。

伴随投融资机制改革深入，政府出资方式相应由“无偿划拨、贷款”转变为“产业基金、引导基金”，国有机构募资渠道得到了极大拓展，表现为私募股权、创业基金管理规模保持快速发展态势，相反私募证券和其他类管理规模出现调整。同时，国家政策对社保基金、险资、银行理财等长期资本入市的鼓励力度不减，国有资本和产业资本的股权投资参与度逐步加深。退出方面，随着科创板常态化 IPO、创业板注册制的实施、北京证券交易所注册成立以及新三板精选层挂牌公司转板科创板和创业板进入实操阶段，私募基金行业投资退出渠道得到改善。

图表:3: 私募股权、创业基金行业发展概况 (单位: 亿元、个)



数据来源: 中国证券投资基金业协会, 东方金诚整理

证券行业

政策红利有望拓宽券商展业空间, 预计证券公司差异化转型持续深入, 未来行业马太效应或将更加凸显, 但市场剧烈波动带来的自营业务风险将对券商业务转型带来较大挑战

受资本市场震荡下行叠加高基数影响, 2022年证券行业整体业绩承压, 其中自营业务收入占比明显收缩, 经纪业务重回行业第一大收入来源。在深化金融供给侧结构性改革下, 多项利好资本市场政策出台, 券商展业空间进一步打开。证券公司持续推进主动管理型资管业务转型, 政策支持下券商财富管理、投行等轻资产业务差异化竞争将持续深入, 同时监管趋严将使投行业务两极分化更趋明显。证券行业资本实力稳步提升, 且财务杠杆倍数仍处于低位, 整体资本充足性水平较高。

2022年以来, 券商资产结构持续调整, 投资资产规模增长较快, 融资融券业务规模和股票质押回购业务规模持续下降, 但在市场剧烈波动背景下, 自营业务规模的增加使券商面临的自营业务风险上升。受益于证券公司股质业务风险基本化解, 券商整体减值损失计提比例维持在较低水平。此外, 在监管处罚力度全面趋严且合规管控成为券商增资、融资及业务拓展的重要影响因素下, 券商行业两极分化进一步加剧, 部分民营类券商公司治理缺失、投行等业务缺乏合规程序等问题加速暴露。

在行业竞争格局方面, 资本市场改革推动证券行业差异化、特色化竞争格局的形成。大型券商加大业务多元化布局, 市场地位稳固, 未来行业马太效应或将更加凸显。中小券商内部分化加剧, 随着科创板、创业板及北交所注册制改革举措的落地, 具有地域优势及特色化发展优势券商将明显受益于政策红利。此外, 伴随我国金融市场对外开放持续深化, 外资券商加速布局中国市场, 行业竞争态势进一步加剧。

商业保理行业

我国商业保理业务市场发展空间较大, 其中具有产业背景的大型商业保理公司能够获得股东在资金、业务方面的支持, 市场竞争力较强

国内企业应收账款存量规模较大，且对加速资金周转、收回应收账款和兑现收益的需求日趋强烈，保理业务市场空间扩大。根据国家统计局统计，截至 2022 年末，我国工业类企业应收账款余额为 21.65 万亿元⁴，较 2021 年末增长 11.53%，工业企业占流动资产的比重为 26.80%，较 2021 年末增长 0.98 个百分点。我国保理业务渗透率⁵较低，2022 年末，我国商业保理业务规模约为 3.56 万亿元，同比增速超 40%，保理业务渗透率为 16.45%。

图表 4：工业企业应收账款余额及其占流动资产的比例（单位：亿元、%）



数据来源：国家统计局官网，东方金诚整理

近年来，中央、地方政府及自贸区管理委员会制定了一系列政策和法规的落地与实施，包括保理行业的业务范围、会计准则、行业监管和税收政策，依法保护了保理业务各当事人的合法权益，防范了应收账款融资风险，规范保理企业的经营行为，为保理行业的健康发展营造了良好的经营环境。2019 年，原银保监会发布了《关于加强商业保理企业监督管理的通知》（下称“205 号文”），对商业保理企业开展业务合规性、融资渠道、保理业务集中度、关联交易、不良资产分类、拨备计提和杠杆比例等指标作出规范。2020 年 5 月颁布的《中华人民共和国民法典》（2021 年 1 月 1 日起实施）中增加了 9 条关于保理合同的规定，将商业保理合同作为有名合同纳入到合同编中。

目前商业保理公司主要分为由大型企业、金融集团或者大型电商平台发起设立的商业保理公司和独立第三方保理公司，前者主要依托股东产业背景开展应收账款保理业务。其中产业背景的商业保理公司依托集团的资金和信用支持，在融资额度和融资成本等方面优势较为明显，资产规模大多高于独立第三方保理公司。根据 35 家发债且公布财务数据的样本公司数据来看，截至 2022 年末，资产规模在 40 亿元以上的有 9 家，均有较强的产业背景或股东支持。同时从保理业务规模来看，我国依托股东产业背景的关联业务占业务总量的比重约为 70%，行业分化较为明显。

在商业保理行业征信体系尚未建立、国内宏观经济下行压力加大等影响下，预计企业坏账规模将增加，商业保理公司面临的信用风险将上升。中小型商业保理公司受制于融资成本高企、

⁴ 2019 年起，国家统计局将应收票据和应收账款合并为一个统计目录，此前数据均根据此口径调整。

⁵ 保理业务渗透率=保理业务规模/应收账款规模×100%。

客户准入把控不严、存量项目风险管理能力较弱等因素，存在较大的资产质量恶化的风险，盈利指标也将受限。有产业背景的大型商业保理公司受益于较低的融资成本和集团内的良好业务资源，资产质量和盈利能力保持行业前列。但考虑到监管的趋严，为服务集团内部开展的保理业务以及凭借核心企业向其供应商开展反向保理的业务发展将受限，未来业务发展存在一定的不确定性。长期来看，监管程度加深为行业持续稳定发展创造良好的政策引导和监管环境，将有利于商业保理行业的良性合规发展，其中具有产业背景的大型商业保理公司将保持较强的市场竞争力。

融资租赁行业

融资租赁行业监管趋严，租赁业务增速放缓，行业分化加剧，部分实力较弱的中小租赁公司经营压力加大

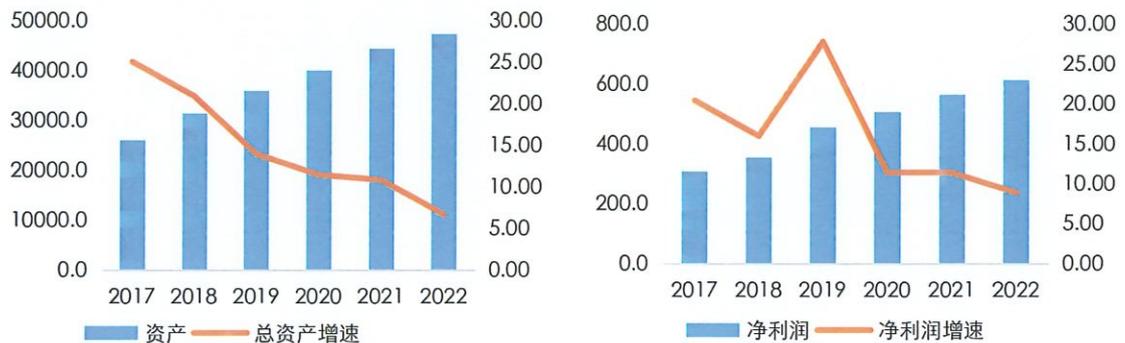
2020年6月，中国银保监会发布《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称《办法》），对融资租赁业务范围、租赁物、客户集中度和杠杆倍数等进行限定，过度依赖通道业务、集团业务或单一客户的融资租赁公司业务结构持续调整。同年7月，银保监会发布了《金融租赁公司监管评级办法（试行）》，监管评级将作为衡量金融租赁公司经营管理能力、风险程度的重要依据，资本实力和风险管理能力较强的头部银行系金融租赁公司将实现差异化竞争优势，部分金融租赁公司存在股东重组、业务整改等压力。2022年2月，银保监会发布《融资租赁公司非现场监管规程》，指出各地方金融监管部门对融资租赁公司的非现场监管，应当重点关注融资租赁公司的外部经营环境变化、公司治理状况、内部控制状况、风险管理能力、资产质量状况、流动性指标等。目前上海、天津、深圳、广东、湖南、江苏、江西等地金融局均对部分异常经营融资租赁公司进行了公布，广东、山东、江苏、四川、湖北等地金融局则公布了纳入监管名单。

受行业监管趋严，以及宏观经济下行、租赁公司下游客户产业转型升级背景下，2022年融资租赁公司规模扩张持续放缓，资产质量和盈利承压，且行业分化加剧。其中，央企及地方政府控股的大中型融资租赁公司盈利稳健，中小型平台类、股东为金融机构或股权分散的第三方租赁公司盈利下滑。同时，由于宏观经济承压，不同类型的租赁公司资产质量分化将加剧，客户准入把控不严、存量项目风险管理能力较弱的中小型融资租赁公司存在较大的资产质量恶化的风险。2022年租赁业务投放放缓驱动杠杆倍数小幅下行，业务杠杆处于适中水平，但中小型融资租赁公司由于资产质量和经营承压，存在盈利侵蚀资本的风险。

随着经济复苏以及加强对实体经济扶持政策推进，预计未来租赁资产投放增速将有所回升。集中度、杠杆倍数监管对资产端影响边际减小，产业类租赁公司资产结构持续改善、定价优势明显；在压降地方政府隐性债务等政策下，中小型平台类和第三方租赁公司资产端调整压力犹存，利差或有所收窄，盈利仍将承压。行业资产质量仍将延续分化趋势，投向传统制造业等行业的产业类以及第三方租赁公司不良率上行和拨备计提压力得以缓解，以县域平台为主要客户的中小型平台类或第三方租赁公司不良率上行压力较大。同时，经营风险和融资能力差异导致融资租赁行业企业负债端分层明显，客户资产质量下行或股东负面事件导致个别民营性质租赁

公司获得的内外部融资支持和增资力度减弱，流动性管理和资本管理压力凸显。

图表 5：样本融资租赁公司资产和盈利变化情况（单位：亿元、%）



数据来源：样本公司公告，东方金诚整理

注：样本为发行债券且公布财务数据的 81 家融资租赁公司（含 34 家金融租赁公司和 47 家融资租赁公司）

公司治理与战略

中国国新公司治理架构设置较为完善，以国家战略为导向，以服务央企为本位，业务定位清晰、发展战略明确，整体可实施性很强

公司设立了包括董事会、经理层、专门委员会在内的组织架构，公司不设监事会，监事会职责划入审计署。公司董事会成员 7~13 人，其中非职工代表董事由国务院国资委委派和更换，董事长由国务院国资委指定。董事会下设战略与规划委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计与风险管理委员会 4 个专门委员会。公司经理层下设办公室、财务部、法律风控部、人力资源部、市场协同部、决策支撑部、审计部等职能部门。公司机构的设置及职能的分工符合内控要求，运行良好。公司董事长历任中国五矿发展股份有限公司总经理，中国五矿集团公司副总裁、党组成员，中国中钢集团公司党委书记、董事长，中国航空器材集团有限公司党委书记、董事长等职务，具有较为丰富的管理经验。

社会责任方面，中国国新作为国有资本运营公司试点之一，以国家战略为导向，以服务央企为本位，聚焦试点目标和功能定位，不断丰富运营业务布局与功能，持续加强自身社会管理，在落实国家战略部署、优化国有资本布局结构、服务央企改革发展、推进定点帮扶和乡村振兴、环境保护、资源节约、促进就业、员工权益保护等方面作出贡献，在支持实现科技自立自强、培育前瞻性战略性新兴产业，促进国有经济布局优化和结构调整，助力中央企业深化改革、提质增效和“走出去”等方面发挥了积极作用。

根据公司“十四五”发展规划，中国国新将坚持国有资本运营公司功能定位，持续推进“一个统领、三个跨越、四个提升、五个促进”的战略目标。公司将聚焦进入实体产业的国有资本，以服务落实国家战略为导向，以助力国资国企改革为重点，以专业化资本运营为手段，以健全完善风险防控体系为保障，实现效益、规模和业务的新跨越，着力推动平台功能、运营业务、治理体系、队伍建设方面的提升，促进科技资源、产业资源加速融合，促进传统产业、新兴产业统筹发展，促进国内市场、国际市场更好对接，促进国有资本、社会资本共同发展的战略目

标，持续深化改革创新，强化轻资产运营模式的资本、人才、技术“三轮驱动”，助力国资央企高质量发展。

整体来看，中国国新治理架构设置较为完善，且制定了较为明确的发展规划，未来将继续发挥在在国有资本运营中的重要作用。

业务运营

中国国新作为国资委直属的国有资本运营公司，通过股权直投、基金投资及提供配套金融服务等方式，履行经营管理国有资本、推进国有经济结构优化的职能，战略地位突出

中国国新是从事国有资本经营和股权管理的专业平台，定位于配合国务院国资委推进中央企业结构布局、开展国有资产经营管理，通过投资并提供金融服务等方式在央企范围内进行资源优化配置、实现国有资产保值增值，战略地位突出。公司已形成了以基金投资、股权运作、资产管理、直接投资、金融业务和证券业务等为主的业务板块。

从各业务板块的情况来看，股权直投、资产管理、基金投资及金融服务板块的收益贡献较高。由于宏观环境及市场行情变化，公司长期股权投资等投资收益大幅下降，导致 2022 年度业务收益有所下降。2020~2022 年及 2023 年前三季度，公司各版块业务收益合计分别为 302.33 亿元、446.20 亿元、387.58 亿元及 258.54 亿元。

图表 6：中国国新各版块业务收益情况⁶（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023.6
基金投资	76.58	43.54	71.47	35.83
股权运作	36.42	50.78	31.17	32.98
资产管理	119.14	123.53	101.06	85.52
直投业务	30.38	174.14	112.34	56.22
金融业务	37.97	51.64	57.30	32.66
证券业务	-	-	7.86	14.09
其他	1.84	2.56	6.38	1.24
合计	302.33	446.20	387.58	258.54

资料来源：公开资料，东方金诚整理

基金投资

中国国新的基金投资主要面向国有企业，聚焦前瞻性战略性新兴产业、新兴产业及科创产业孵化及中央企业市场化改革，开展系列化、差异化、协同化投资

中国国新基金投资业务以子公司中国国新基金管理有限公司（以下简称“国新基金”）作为统一管理平台，由中国国有资本风险投资基金股份有限公司（以下简称“国风投基金”）、国新国同（浙江）投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“国同基金”）、国新央企运营（广州）投资基金（有限合伙）（以下简称“央企运营基金”）等基金负责实施，已逐步形成

⁶ 由于各版块之间的抵消影响，合计数与使用利润表科目计算的总收益有一定差异。

了以国风投基金为核心的国新基金系，基金总规模超过 7000 亿元。2020~2022 年末及 2023 年 6 月末，相关业务板块资产总额分别为 621.50 亿元、676.29 亿元、872.18 亿元和 1107.95 亿元，占公司资产总额的比例分别为 11.03%、10.09%、10.15%和 12.28%。截至 2023 年末，国新基金累计投资项目 279 个，投资金额合计 1321 亿元，其中投向战略新兴产业占比近 80%，投向中央企业占比超 80%。

国风投基金是重点面向中央企业的国家级基金，重点支持关系国家安全和国民经济命脉的关键产业。国风投基金总规模为 2000.00 亿元，认缴规模 1020.00 亿元，主要投向包括新一代信息技术、高端装备制造、新能源汽车和生物产业产业等领域。截至 2022 年末，国风投基金已投放 458.95 亿元，各类投资项目中直投资项目 71 个，涉及金额 352.13 亿元，其中央企项目 59 个，投资金额占比达 92%。

国同基金总规模为 1500.00 亿元，投资全部面向国有企业，聚焦支持央企开展国际产能合作、重大国际工程承包、高端制造领域国际并购，同时兼顾央企境内创新发展。截至 2022 年末，国同基金已投放 279.73 亿元，直投资项目中涉及央企项目 10 个，涉及金额占比达到 99%。

央企运营基金总规模为 1500.00 亿元，认缴规模 501.00 亿元。央企运营基金以有限合伙制的组织形式，围绕深化国企改革，聚焦央企混合所有制改革、股份制改制上市、资产证券化等项目进行投资。截至 2022 年末，央企运营基金已投放 169.98 亿元，直投资项目中涉及央企项目 27 个，涉及金额 143.39 亿元，占比达到 84%。。

国改科技基金合伙企业(有限合伙) (以下简称“国改科技基金”)总规模为 100.00 亿元，认缴规模 43.50 亿元。国改科技基金聚焦投资“科改示范企业”及其子企业或项目，以直接股权投资为主。

未来，公司将继续围绕战略性新兴产业、国资央企科技创新和转型升级开展投资布局，推进基金业务稳步发展。

图表 7：截至 2022 年末中国国新基金投资情况（单位：亿元）

基金名称	成立时间	基金规模	认缴规模	投放金额	投资方向
中国国有资本风险投资基金股份有限公司	2016.08	2000.00	1020.00	458.95	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。
国新国同（浙江）投资基金合伙企业（有限合伙）	2016.11	1500.00	700.80	279.73	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。
国新央企运营（广州）投资基金（有限合伙）	2017.04	1500.00	501.00	169.98	主要投向关系国家安全、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。
国新建源股权投资基金（成都）合伙企业（有限合伙）	2019.04	1500.00	300.02	115.00	基金围绕市场化债转股主题，集中于与市场化、法治化债转股相关的项目，发挥运营公司作为债转股实施机构

						作用，引导带动社会资本支持中央企业、地方国企降低负债水平和杠杆率，优化资产负债结构，实现高质量发展。
国新中鑫私募股权投资基金（青岛）合伙企业（有限合伙）	2021.04	300.00	100.00	37.00		基金围绕市场化债转股主题，集中投资于与市场化、法治化债转股相关的项目，发挥运营公司作为债转股实施机构作用，引导带动社会资本支持中央企业、地方国企降低负债水平和杠杆率，优化资产负债结构，实现高质量发展。
国改双百发展基金合伙企业（有限合伙）	2019.07	600.00	129.50	108.07		利用基金在企业运营、资本运作等方面市场化、国际化的特点，助力培育一批在细分领域具有全球竞争力的领军企业。投资对象为“双百企业”及“双百企业”子企业或项目。
国新科创股权投资基金（有限合伙）一期	2014.09	45.45	45.45	41.79		新一代信息技术、高端制造及服务、医疗设备及服务。
国新科创股权投资基金（有限合伙）二期	2020.08	50.70	14.30	9.20		新一代信息技术、高端制造及服务、医疗设备及服务。
国改科技基金合伙企业（有限合伙）	2021.02	100.00	43.50	26.93		聚焦投资科改企业。
综改试验（杭州）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	2021.09	100.00	50.10	11.33		积极参与支持“区域性综合改革试验”，服务国资国企综合改革，推动各类国有企业高质量发展。
合计	-	7696.15	2904.67	1257.98		-

资料来源：公开资料，东方金诚整理

股权运作

公司股权运作板块重点服务于中央企业国有资本布局优化和结构调整，通过开展股权分类处置与资产证券化、市值管理与策略性投资等业务，以提高国有资本运营效率和效益

中国国新通过子公司国新投资有限公司（以下简称“国新投资”）开展股权运作业务。公司股权运作板块重点服务于中央企业国有资本布局优化和结构调整，依托市场化专业化的股权运营管理，开展股权分类处置与资产证券化、市值管理与策略性投资等业务。

国新投资作为中国国新的全资子公司，主要负责接收国资委无偿划转的中央企业所属上市公司部分股权，截至2023年6月末，国新投资已无偿接收深圳华侨城、招商银行、中国交建、中国石油、中远海发、中国中铁、中国石化、招商蛇口等央企上市公司的股权。

从资产规模来看，2020年末~2022年末及2023年6月末，公司股权运作板块的资产总额分别为882.40亿元、1067.98亿元、987.10亿元及1097.29亿元。2020年~2022年及2023年上半年，公司相关业务实现净利润分别为34.62亿元、30.93亿元、15.08亿元和25.76亿元，主要体现为公允价值变动损益及投资收益，整体保持较好的盈利能力。

资产管理

公司资产管理业务专注于助力央企重组整合，相关业务对盈利贡献程度较高

中国国新通过公司本部及中国国新资产管理有限公司（以下简称“国新资产”）等子公司开展资产管理业务，参与央企改制重组上市、市场化债转股、“两非两资”剥离处置和境外项目投资等业务。公司境外投资业务主体为国新国际投资有限公司，主要业务为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。

从资产规模来看，2020年末~2022年末及2023年6月末，公司资产管理板块的资产总额分别为4896.76亿元、5840.66亿元、5019.66亿元及5267.42亿元，占资产总额的比重分别为86.91%、87.10%、58.44%和58.38%。2020年~2022年及2023年上半年，公司相关业务实现净利润分别为87.19亿元、286.35亿元、52.33亿元及30.64亿元，占公司利润总额的比重分别为48.35%、114.83%、19.61%和56.75%，对盈利贡献度较高。

直接投资

公司直投业务标的以央企及央企子公司为主，以市场化方式实现国有资本优化配置

中国国新通过子公司国新发展投资管理有限公司（以下简称“国新发展”）开展直接投资业务。公司专注于支持中央企业战略性重组、专业化整合、股权多元化改革和混合所有制改革，投资标的以央企及央企子公司为主，管理股权主要包括中国铁塔、北方工业、中国中铁、中国绿发、国家管网集团、鞍钢集团、中国电气装备等。

2022年及2023年上半年，公司直接投资板块实现净利润分别为107.34亿元和53.08亿元，主要为投资收益及公允价值变动损益，对公司盈利形成较好补充。

图表 8：截至 2023 年 6 月末中国国新主要直接投资项目

项目名称	投资时间	持股比例
中国铁塔股份有限公司	2016 年	4.41%
中国北方工业有限公司	2016 年	5.76%
中国中铁股份有限公司	2018 年	1.56%
中国绿发投资集团有限公司	2020 年	27.78%
国家石油天然气管网集团有限公司	2020 年	12.87%
鞍钢集团有限公司	2021 年	17.83%
中国电气装备集团有限公司	2021 年	25.00%

资料来源：公开资料，东方金诚整理

金融业务

中国国新主要通过下属子公司国新资本有限公司（以下简称“国新资本”）开展金融服务类业务。国新资本下设国新商业保理有限公司（以下简称“国新保理”）及国新融资租赁有限公司（以下简称“国新租赁”），保理和融资租赁业务增势良好，是公司营业收入主要来源。

1、商业保理

国新保理是为中央企业提供应收账款保理服务的专业化平台，受益于资金实力强、客户基础扎实等优势，业务规模保持较快增长

国新保理围绕央企核心企业为其上下游客户提供商业保理服务，主要模式为中央企业应收账款保理业务，即中央企业与国新保理签订保理融资合同，向公司转让其应收账款，获得保理融资对价款，国新保理收取一定比例保理费和服务费。国新保理发挥自身资金实力强、央企客户基础扎实和审批效率高等优势，保理业务规模稳步增长，2020年~2022年新增投放保理融资款年均复合增速达16.72%，截至2023年3月末保理业务余额600.23亿元，业务期限主要集中在1年以内。同期末，国新保理累计投放保理融资款1955.80亿元。

图9：国新保理新增保理业务分类及期限结构（单位：亿元）



数据来源：公开资料，东方金诚整理

凭借和银行等金融机构良好的合作关系以及优质的应收账款资产，国新保理通过发行资产支持证券计划、超短期融资券和公司债等多种直接融资方式进行融资。截至2023年3月末，国新保理有息债务余额为529.73亿元，其中银行借款、股东借款及直接融资占比分别为56.00%、22.05%及17.80%，获得金融机构授信额度合计580.90亿元，剩余可使用额度244.59亿元。

整体来看，公司保理业务主要服务于央企，业务发展空间较大，同时受益于较强的资金实力，近年来业务规模稳步增长，在行业内保持领先地位。

2、融资租赁

国新租赁主要服务于国有企业客户，围绕大基建、大能源、大制造等产业布局，融资租赁业务规模持续增长

国新租赁聚焦于大基建、大能源、大制造、大交通、大消费五大产业领域，深入拓展央企及地方国有企业客户，充分发挥租赁业务以融促产的功能，业务模式以融资性售后回租和直接融资租赁为主。2022年，国新租赁大力支持央企“稳大盘”基础设施建设项目，与鞍钢集团有限公司、中国中铁股份有限公司等央企的下属企业开展合作，当年新增相关产业的业务投放218.18亿元。2020~2022年末，国新租赁业务余额年均复合增速为20.63%，截至2023年3月末租赁业务余额为607.62亿元。

图表 10：国新租赁业务余额分布及新增情况（单位：亿元）

行业	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
大基建	79.78	184.44	312.43	332.34
大能源	176.63	150.27	131.04	130.20
大制造	127.28	122.13	93.17	83.24
大交通	1.33	0.00	25.55	40.15
大消费	15.36	14.48	20.41	21.69
合计	400.38	471.31	582.60	607.62
当期新签约项目金额	282.53	344.12	363.01	70.75

资料来源：公开资料，东方金诚整理

注：由于四舍五入影响，合计值可能不等于各分项之和

国新租赁专注服务于中央企业，截至 2023 年 3 月末，国新租赁的合作客户中，信用等级为 AA+及以上的央企投放金额占比为 84.42%，客户整体资质较好。融资方面，国新租赁主要渠道包括银行借款、发行债券和股东借款，截至 2022 年末有息负债余额在 500 亿元左右。

整体来看，公司融资租赁业务以央企为主要客户，融资渠道较为丰富，业务保持稳步增长。

证券业务

随着国新证券纳入合并范围，公司在 2022 年新增证券业务，未来证券业务板块将积极转型，逐步融入公司国有资本运营的整体布局

证券业务为中国国新 2022 年新增板块，经营主体为国新证券股份有限公司⁷（以下简称“国新证券”）。2022 年，国新证券原控股股东中国华融转让其全部持有股份至国新资本，中国国新成为国新证券实际控制人，持股比例为 71.99%。国新证券拥有承销保荐、新三板主办券商等全品类的投资银行业务牌照，在全国共设立 65 家营业部，主要分布于北京、天津、山西、辽宁、上海等 26 个省市。截至 2022 年末，国新证券合并口径资产总额为 384.64 亿元，净资产 105.62 亿元。2022 年国新证券实现营业总收入 5.97 亿元，净利润 5.01 亿元。

图表 11：国新证券营业收入构成情况（单位：亿元）

业务板块	2020 年度	2021 年度	2022 年度
自营业务	8.17	4.84	2.84
财富管理业务	8.46	7.95	6.48
投资银行业务	1.69	1.52	1.45
资产管理业务	0.12	0.52	-0.63
其他业务	-6.58	-6.56	-4.17
合计	11.86	8.27	5.97

资料来源：公开资料，东方金诚整理

从业务结构来看，国新证券并入中国国新后，加快融入公司国有资本运营业务布局，自营

⁷ 原名华融证券股份有限公司，2022 年 7 月更名为国新证券。

业务围绕服务国家战略、服务国资国企改革发展，支持基础设施领域投融资，并参与公募 REITs 投资，2022 年平均收益率达 15.36%。财富管理业务方面，2022 年国新证券全力推动金融产品销售、融资融券两项重点业务，加大机构经纪、投顾业务的布局，当年末累计账户总数达到 137.8 万户，较上年末增长 5.2%。投资银行业务方面，2022 年国新证券承销业务稳步发展，当年完成保荐承销项目 3 单，募资总规模 50.75 亿元，债券承销项目 16 单，承销规模 52.36 亿元。资产管理业务方面，截至 2022 年末，国新证券资产管理业务整体管理规模 192.07 亿元，未终止产品规模 154.26 亿元。国新证券其他业务主要包括期货、股权投资、公募基金等，由于股权投资的估值变动影响，相关业务收入为负。2022 年及 2023 年上半年，公司证券业务板块分别实现净利润 4.28 亿元和 2.87 亿元。

未来，国新证券将进一步融入中国国新服务于国家战略、提高国有资本运营效率的整体布局，向国资央企提供差异化、一站式的金融服务。

咨询业务

2022 年，中国国新新设全资一级子公司国新咨询有限责任公司（以下简称“国新咨询”）。国新咨询聚焦国有经济、中央企业、国有资本运营等战略问题，协同对内研究服务，统筹对外咨询业务，业务领域涵盖资讯传播、ESG 咨询、国资国企改革咨询等全流程服务。2023 年 5 月，国新咨询联合中证指数有限公司共同编制的中证国新央企 ESG 成长 100 指数正式发布，成为“1+N”系列央企指数中的首只 ESG 指数。

整体来看，中国国新作为国务院国资委直属、实施央企资产整合和资本运作的重要平台，具有重要的战略地位。公司业务覆盖基金投资、股权运作、资产管理、直接投资、金融业务和证券业务等领域，客户以国有企业为主，各项业务均处于行业领先地位。随着证券类持牌业务的补充，公司运营实力进一步增强，未来将继续聚焦国家战略与央企改革，实现国有资产增值保值。

风险管理

中国国新建立了较为完备的内部控制和风险防控体系，各项业务均能按照制度和流程开展，能够很好地保障公司正常运营

公司作为国务院国资委直属的国有资本运营公司，具有较为完善、成熟的组织架构和管理运作团队，近年来保持良好的投资管理能力和风险控制水平。财务预算管理方面，公司制定了全面的财务管理相关制度，对财务管理机构及财务人员管理、全面预算管理、资金管理、担保业务管理、风险管理及资产管理等方面的内容进行了严格规范。对下属子公司的内部控制方面，公司制定了《中国国新控股有限责任公司子公司负责人经营业绩考核暂行办法》等管理办法，负责子公司的高级管理人员的选聘，并向子公司派出董事、监事，参与子公司的管理与决策，目前已经建立了对下属子公司经营监管的制度体系和整体框架，并得到了较为有效地执行。投融资决策方面，公司董事会是公司投资项目的最高决策机构，为规范公司的对外投资管理，公司制定了《中国国新控股有限责任公司全资和控股企业投资管理暂行办法》和《中国国新控股

有限责任公司投资风险管理暂行办法》，对投资原则、投资方向、投资项目评价、投资项目风险控制以及投资决策程序等业务环节做出明确规定。

基金投资方面，子公司国新基金作为基金业务统一出资和管理平台，对基金业务进行统筹管理和提供支撑服务。公司持续提升基金投资业务的风险防控，一是制定统一的风控体系和制度框架及指引，并通过法律、审计、风控等手段，全面实施风险管理。二是完善项目决策机制，以国风投基金为例，建立了“两层四次”的决策程序，即管理服务人层面的初筛和立项决策，基金层面进行立项和终审决策。国新基金成立决策委员会在终审决策前对重大项目进行研究审议，以提供决策支撑。三是在基金管理人内部建立健全制度体系，构筑了风险管控的“三道防线”，即明确投资团队对项目风险负第一责任；设立独立风险合规团队，形成前后台相互制约机制；设立首席风险官，独立于首席执行官，直接向董事会负责并报告。

资金管理方面，公司财务部根据所出资企业上报的财务预算编制年度融资方案，经董事会审议批准后实行，同时根据各部室及所出资企业上报的用款需求编制季度资金预算和月度资金计划。公司在《司库管理办法》中对资金预算、内外部融资管理、资金的使用和风险管理均进行了明确规定。

整体来看，公司建立了较为完备的内部控制和风险防控体系，各项业务均能按照制度和流程开展，能够很好地保障公司正常运营。

投资业务风险

中国国新作为中央直属的国有资本运营公司，在投项目以中央企业及其相关领域为主，整体项目风险可控，但股权运作及基金投资等业务易受宏观经济环境及市场行情波动影响

作为中央直属的国有资产经营和国有股权管理的专业性公司，中国国新在投项目以中央企业及其相关领域为主，所投资央企涉及装备、天然气管网、钢铁、医药等多个领域。公司基金投资业务主要围绕符合国家产业政策及发展要求的重要领域开展，截至2023年末，国新基金累计投资项目279个，投资金额1321亿元，主要投向战略性新兴产业、支持国资央企科技创新和转型升级。国新基金近年来投资项目未发生风险，但受资本市场波动的影响，个别已上市项目出现暂时性估值下调。同时，公司境外项目的投资受当地法律法规的管辖，国际政治、经济和其他条件的复杂性，使公司面临一定的海外投资风险。

金融服务业务风险

中国国新面向央企开展金融服务，客户资质较好，叠加健全的风险控制体系，商业保理和融资租赁等业务未出现过不良项目，资产质量维持在较好水平

国新保理建立了严格的信用风控体系、保后管理、风险分类及到期回款制度，且保理业务买方均为中央企业，资质较好。截至2023年末，公司保理业务未出现逾期，五级分类均为正常。国新租赁围绕央企客户展业，业务拓展方向聚焦于大基建、大交通、大能源、大制造和大消费等五大领域，随着租赁业务向全国各地不断发展，公司在地区业务集中度不断降低。国新租赁已设立项目评审委员会制度和多层次风险管理架构，从标的物管理、资金管理、风险管理、

统计报告管理等多个管理层次上进行风险防范、风险预警、风险隔离和风险处置。同期末，国新租赁租赁资产全部为正常类，无不良资产。

证券业务风险

国新证券构建了包括“投行、资管、财富管理、自营投资、公募基金、期货和私募股权基金”在内的较为全面的业务布局，随着存量风险资产陆续出清，国新证券各项业务稳步开展，风控指标及流动性指标符合监管要求。未来，国新证券业务将聚焦国家战略、资本市场和央企改革，助力中央企业更好对接资本市场，服务实体产业发展。但考虑国新证券主要业务与证券市场高度关联，经济周期变化、国内证券市场持续波动及相关监管政策变化等因素可能对公司经营带来不利影响。

综上分析，公司作为国务院国资委直属的国有资本运营公司，保持良好的投资管理能力和风险控制水平，在投项目以中央企业及其相关领域为主，但股权运作及基金投资等业务易受宏观经济环境变化及市场行情波动影响。公司金融服务业务客户以央企为主，风险控制情况良好，无逾期或重大亏损项目。

财务状况

中国国新公开了2020年~2022年经审计的财务报告以及2023年9月末未经审计的财务报表，审计意见均为标准无保留意见。

盈利能力

公司投资收益和公允价值变动收益对利润贡献程度较高，支撑利润水平稳步增长，但易受市场环境影响，预计未来盈利或将有所波动

中国国新营业总收入主要来自金融服务、资产管理和基金投资版块。2020年~2022年，公司分别实现营业总收入52.29亿元、58.85亿元和74.15亿元，年均复合增长率为19.08%。其中，2022年较上年增长26.00%，主要由于公司融资服务及利息收入大幅增加所致。公司营业总成本主要为财务费用和管理费用，近年来公司基金、金融服务、资产管理等业务开展所需资金增加，债务规模的扩大带动财务费用持续增加，使得营业总成本不断增长。2022年，公司营业总成本为131.61亿元，同比增长21.51%，其中财务费用、管理费用和营业成本占比分别为58.06%、14.14%和21.18%。

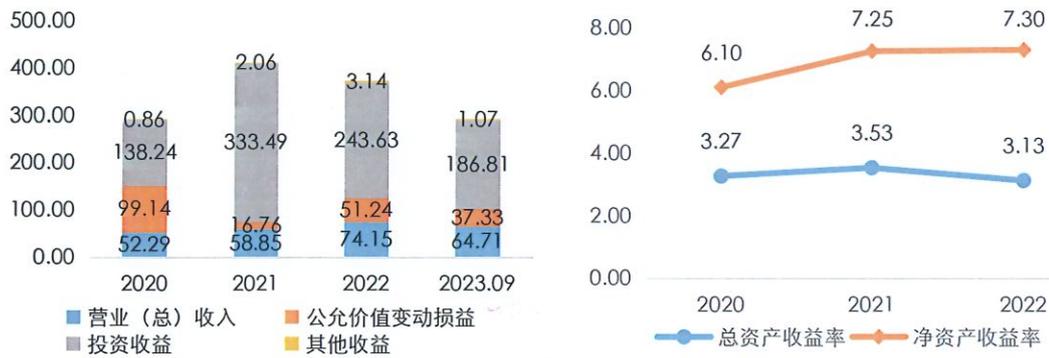
公司持有的上市公司股权及基金投资、股权运作和资产管理等业务产生的公允价值变动损益和投资收益是其营业利润的重要来源。2020年~2022年，中国国新分别实现总收益⁸290.53亿元、411.15亿元和372.17亿元。总收益包括营业总收入、公允价值变动损益、投资收益及其他收益。其中，公允价值变动主要为公司基金业务、资产管理所投资的交易性金融资产产生的收益；投资收益主要合营/联营企业、其他权益投资的投资收益，及交易性金融资产、债权投资的投资收益、处置收益等；其他收益主要为税收返还、政府奖励等，对公司收益形成一定补

⁸ 总收益=营业（总）收入+其他收益+公允价值变动损益+投资收益

充。同期，公司分别实现净利润 161.23 亿元、218.09 亿元和 239.26 亿元，净资产收益率分别为 6.10%、7.25%及 7.30%。2023 年 1~9 月，中国国新实现总收益 289.91 亿元，净利润 143.62 亿元，其中投资收益占总收益比重为 64.44%。

总体来看，近年来公司盈利能力稳步提升，但其在投项目易受证券市场行情波动影响，公允价值波动较大，且基金投资业务周期较长，退出情况存在一定不确定性，预计未来盈利或将有所波动。

图表 12：中国国新收入和盈利情况（单位：亿元、%）



数据来源：公开资料，东方金诚整理

资产质量

中国国新资产主要为持有的大型央企上市公司股权、基金投资，以及对境外普通股和参股子公司股权等，资产质量优良

近年来，随着投资业务规模增长、保理和融资租赁业务投放增加及国新证券纳入合并范围，中国国新总资产规模保持快速增长。2020 年末~2022 年末，公司合并口径资产总额年均复合增长率为 23.47%。截至 2023 年 9 月末，公司资产总额为 8704.16 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占比 50.52%和 49.48%。

公司流动资产主要由货币资金、一年内到期的非流动资产和交易性金融资产⁹构成。其中一年内到期的非流动资产主要为一年内到期的融资租赁款。近年来，公司交易性金融资产规模逐年增长，主要系所属投资公司境外投资保持较高的增长速度，同时国内基金投资、资产管理等业务大力发展，投出项目有所增加。2022 年，公司累计发行了 1000 亿元的能源保供债，推动期末交易性金融资产规模大幅增长。截至 2023 年 9 月末，公司交易性金融资产余额 3188.58 亿元，较年初增长 6.38%，占流动资产比重为 72.51%。

公司非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资和其他权益工具投资构成，2023 年 9 月末分别占非流动资产的比重为 8.52%、59.22%和 22.23%。其中，长期股权投资余额为 2550.11 亿元，主要为所属投资公司境外普通股投资以及公司对参股企业的投资；其他权益工具投资余额为 957.46 亿元，主要为公司持有的划入运作权益工具投资及股权等项目。

截至 2022 年末，公司受限资产规模合计 321.79 亿元，占总资产的比重为 3.75%，主要为

⁹ 即以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产

公司借款提供质押及卖出回购金融资产的担保物。

整体来看，公司资产主要为持有的股权投资、基金投资等，金融资产和上市公司股权资产流动性较好，资产质量优良。

图表 13：中国国新资产结构（单位：亿元）

资产项目	2020	2021	2022	2023.09
流动资产合计	2419.28	2597.84	4146.67	4397.67
货币资金	182.70	243.67	374.10	339.49
交易性金融资产	1594.35	1779.83	2997.25	3188.58
其他应收账款	34.79	118.70	47.55	46.60
一年内到期的非流动资产	233.89	203.42	459.36	452.68
其他流动资产	350.22	248.74	183.55	303.63
其他 ¹⁰	23.32	3.48	84.87	66.70
非流动资产合计	3215.09	4107.61	4442.77	4306.49
长期股权投资	1691.12	2249.96	2450.49	2550.11
其他权益工具投资	794.25	1292.26	1125.51	957.46
长期应收款	165.26	269.13	363.53	367.01
其他非流动资产	69.64	238.62	246.11	236.82
其他 ¹¹	494.82	57.64	257.13	195.09
资产总计	5634.37	6705.45	8589.44	8704.16

数据来源：公开资料，东方金诚整理

注：因四舍五入的原因，各分项之和可能不等于合计项

资本构成

作为中央直属国有资本运营公司，中国国新资本实力极强，且得益于国务院国资委资产注入及利润积累，中国国新资本实力不断增强

中国国新净资产主要由实收资本、资本公积、其他权益工具、其他综合收益、未分配利润及少数股东权益等构成。成立以来，公司持续获得国务院国资委的股权划转和资本金注入，资本实力持续增强。同时，公司永续债的发行、在管基金的实缴和未分配利润的积累，推动公司所有者权益规模持续上升。截至 2023 年 9 月末，公司所有者权益为 3663.41 亿元，较年初增长 7.91%，其中实收资本、资本公积、其他权益工具和少数股东权益占比分别为 4.39%、18.89%、11.74%和 43.20%。未来随着利润的不断积累和国务院国资委的股权划转及资金注入，公司资本实力将持续增强。

偿债能力

中国国新债务规模持续增长，但公司整体盈利能力较强，流动性较好，且国资委资金支持、融资渠道畅通为其债务偿还提供保障，整体偿债能力较好

¹⁰ 包括结算备付金、拆出资金、衍生金融资产、应收票据、应收账款预付款项、买入返售金融资产、存货和合同资产

¹¹ 包括债权投资、其他非流动金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程、使用权资产、无形资产、开发支出、商誉、长期待摊费用、递延所得税资产

随着业务的持续拓展，中国国新持续加大外部融资力度以满足资金需求，以有息债务为主的负债规模持续增长。截至2023年9月末，公司负债总额5040.75亿元，其中，流动负债和非流动负债占比分别为47.18%和52.82%。公司流动负债主要为短期借款、交易性金融负债和一年内到期非流动负债，占流动负债的比重分别为12.96%、45.48%和23.51%，其中交易性金融负债主要为2022年公司发行的1000亿元保供债。非流动负债中，公司长期借款和应付债券占比较高，分别为79.95%和17.77%。

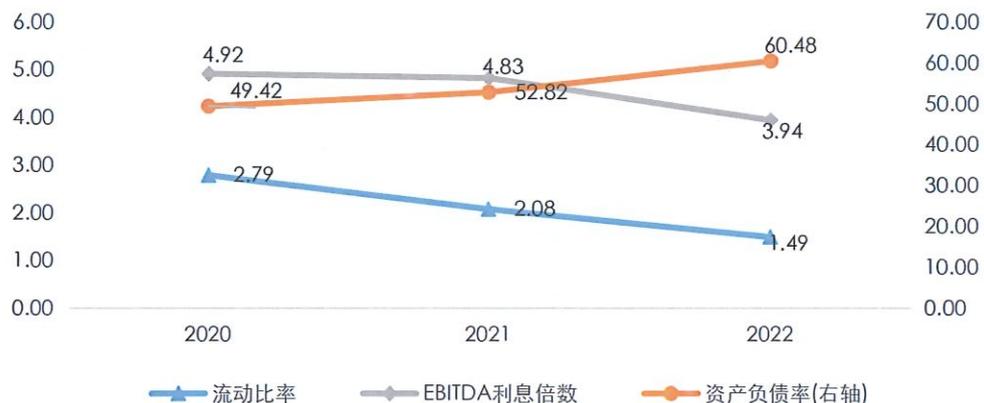
有息负债方面，截至2023年9月末，公司有息债务规模¹²为3014.23亿元，占总负债的比重为59.80%。从短期偿债能力来看，近年来公司流动比率呈下降趋势，主要系2022年发行的保供债使交易性金融负债规模大幅提高以及一年内到期的非流动负债增长拉动流动负债规模上升所致，2023年9月末公司流动比率为1.85倍，公司总体流动性比例依旧处于较高水平。

2020年末~2023年9月末，公司资产负债率分别为49.42%、52.82%、60.48%和57.91%，随着融资增加储备资金、基金投资和股权投资业务发展，公司债务规模不断扩大，杠杆水平总体呈增长趋势。从长期偿债能力来看，公司盈利能力整体较强，2022年EBITDA利息保障倍数为3.94倍，处于较高水平。同时，公司外部融资渠道畅通，且能够得到国资委持续的资金支持。截至2023年6月末，中国国新本部在多家银行的授信额度合计5707.00亿元，未使用授信额度2123.00亿元，备用流动性充足。

对外担保方面，截至2022年末，公司对外担保余额为0元，对所出资企业担保余额为165.53亿元。

整体来看，公司偿债压力较小，且畅通的融资渠道为其债务偿还提供保障，面临的流动性风险和偿债压力较小。

图表 14：中国国新偿债能力概况（单位：%、倍）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

现金流

中国国新经营活动净现金流和投资活动净现金流呈持续净流出，资金来源较多依赖于筹资

¹² 有息债务规模不包括租赁负债

活动现金流入

由于国新资本的保理和融资租赁业务投放及现金回笼计入经营活动现金流，随着公司金融服务业务规模扩大，公司经营活动现金流呈持续净流出。2020年以来，中国国新继续发挥国有资产整合和国有资本运作职能，加大了对外投资力度，资本性支出规模较大，投资活动现金呈大幅净流出。同时，随着业务拓展对资金需求的增加，公司持续扩大融资规模，筹资活动产生的现金流入规模较大，对外部融资依赖度较高。整体来看，公司资金平衡状况和现金及现金等价物储备尚可，预计未来一年公司对外投资和融资仍保持一定规模。

图表 15：中国国新现金流情况（单位：亿元）

	2021	2022	2022	2023.09
经营活动产生的现金流量净额	-165.46	-264.61	-147.68	-21.55
投资活动产生的现金流量净额	-882.64	-463.96	-904.08	203.64
筹资活动产生的现金流量净额	985.42	792.83	1211.28	-229.53
期末现金及现金等价物余额	170.38	234.02	396.45	439.69

资料来源：公开资料，东方金诚整理

外部支持

中国国新作为两家中央直属国有资本运营公司之一，获得国务院国资委资金、政策方面的全力支持，资本实力不断壮大

作为国务院国有企业改革领导小组确定的两家试点国有资本运营公司之一，中国国新在国家授权范围内履行国有资本出资人职责，承担中央企业国有资产整合和国有资本运作的重要职能，国资委依托公司及下属子公司设立国风投基金、企业金融服务平台，以支持中央企业战略转型、产业升级和产融结合，其业务具有重要的战略地位。国新基金通过运营国风投基金和央企运营基金等 7 只基金支持中央企业深化改革，培育前瞻性战略性新兴产业；国新投资通过开展持有上市公司股份的专业化运作，重点服务于中央企业国有资本布局优化和结构调整；国新资产参与央企改制重组上市、市场化债转股、“两非两资”剥离处置和境外项目投资等业务；国新发展通过参与中国铁塔、中国绿发、中国电气装备、中国商飞、国药集团、东航集团、鞍钢集团、国机重装、中车产投等股权投资支持中央企业战略性重组、专业化整合、股权多元化改革和混合所有制改革。

资金方面，中国国新成立以来持续获得国资委的资本金注入和股权划转，公司累计获得注入国有资本金 161.00 亿元。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国新资本持有运营，截至 2023 年 9 月末，国新投资已无偿接收招商银行、际华集团、中国交建、中国石油、中远海发、中国中车、中国中铁、中国石化、等央企上市公司的股权，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，实力不断壮大。

2022年12月，国务院国资委印发《关于进一步深化国有资本运营公司改革有关事项的通知》，明确提出中国国新与中国诚通控股集团有限公司作为运营公司“近年来紧紧围绕功能定位，推进改革试点取得明显成效，运营模式和业务格局初步成型，运营能力有效提升，功能作用显著发挥，由试点转入持续深化改革阶段”。预计未来，中国国新将继续通过专业化资本运营支持基金投资、金融服务等业务开展，能够获得更为有利的政策支持并迎来更多发展机遇。

本期中期票据偿付能力

中国国新财务实力较强且外部融资渠道畅通，为本期中期票据提供了很强的偿付保障

中国国新本次中期票据基础发行规模为0.00亿元，发行额度上限为30.00亿元。截至2023年9月末，中国国新净资产为3663.41亿元，其中实收资本161.00亿元，且近年来在资金和政策方面获得较大的支持，公司资本实力持续增强。若按照30亿元计算，预计每年产生利息1.06亿元¹³。截至2023年9月末，公司净资产对本次债券本金覆盖倍数为122.11倍。以中国国新2020年末~2023年9月末的财务数据预算，综合公司的主营业务收入、综合偿债能力以及融资能力等方面来看，公司营业收入、净利润和净资产对拟发行中期票据的偿付保障能力很强。

图表 16：本期债券偿付保障能力分析（单位：倍）

项目	2020	2021	2022	2023.09
净利润/本期中期票据预计年利息	152.10	205.74	225.72	135.49
营业总收入/本期中期票据预计年利息	49.33	55.52	69.95	61.05
期末净资产/本期中期票据发行规模	95.00	105.44	113.16	122.11

资料来源：公开资料，东方金诚整理

综合评价

作为国务院国有企业改革领导小组确定的两家试点国有资本运营公司之一，中国国新在国家授权范围内履行国有资本出资人职责，承担中央企业国有资产整合和国有资本运作的重要职能，具有重要的战略地位；公司运管国风投基金、国同基金和央企运营基金等7只基金，总基金规模超7000亿元，围绕战略性新兴产业、国资央企科技创新和转型升级开展投资布局，具有很强的市场竞争力；公司股权运作板块重点服务于中央企业国有资本布局优化和结构调整，持有央企上市公司股权，在提高国有资本运营效率和收益方面发挥重要作用；公司基金投资、股权运作、资产管理、直接投资、金融业务和证券业务等业务板块稳健经营，利润水平保持稳定增长，盈利能力持续提升；成立以来，公司多次获得国务院国资委的股权划转和资金注入，综合实力持续增强，预计未来随着国有资本运营公司改革的深入，公司能在金融资产划入、业务开展和资本补充等方面持续获得支持。

¹³ 通过参考2023年中国国新发行中期票据的票面利率，预测本次债券发行利率约为10年期3.38%和20年期3.59%。

同时，东方金诚关注到，公司股权运作及基金投资等业务易受宏观经济环境及市场行情波动影响，境外项目亦面临一定的海外投资风险；公司业务资金来源较多依赖于筹资活动现金流入，债务规模的扩大带动成本不断增长，财务杠杆有所上升。

综上所述，东方金诚评定中国国新有限责任公司主体信用等级为 AAA_{pi}¹⁴，评级展望稳定，评定中国国新控股有限责任公司 2024 年度第一期中期票据信用等级为 AAA_{pi}。

¹⁴ 本次主体评级信息的有效期限列示于信用评级报告声明，有效期满后自动失效，请报告使用者仅参考处于有效期内的主体评级信息。

附件二：中国国新主要财务及监管指标（单位：亿元、%、倍）

	2020年	2021年	2022年	2023年9月
基本财务数据				
资产总额	5634.37	6705.45	8589.44	8704.16
其中：流动资产	2419.28	2597.84	4146.67	4397.67
负债总额	2784.42	3542.15	5194.68	5040.75
其中：流动负债	867.37	1250.61	2778.81	2377.99
所有者权益	2849.94	3163.30	3394.76	3663.41
全部债务	2550.99	2815.77	3044.07	3014.23
营业（总）收入	52.29	58.85	74.15	64.71
营业利润	181.13	257.62	268.28	155.67
EBITDA	229.09	327.53	363.84	-
净利润	161.23	218.09	239.26	143.62
经营效率与盈利能力				
总资产收益率	3.27	3.53	3.13	-
净资产收益率	6.10	7.25	7.30	-
偿债能力				
资产负债率	49.42	52.82	60.48	57.91
流动比率	2.79	2.08	1.49	1.85
EBITDA 利息保障倍数	4.92	4.83	3.94	-
全部债务资本化比率	47.23	47.09	47.28	45.14

附件三：主要财务及监管指标计算公式

指标	计算公式
全部债务	短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债/其他流动负债中的有息负债+长期借款+应付债券
EBITDA	利润总额+费用化利息支出+投资性房地产/固定资产折旧+无形资产/长期待摊费用摊销
期间费用	销售费用+管理费用+研发费用+财务费用
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
流动比率	流动资产/流动负债
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(资本化利息支出+费用化利息支出)
全部债务资本化比率	全部债务/(全部债务+所有者权益)×100%
收入费用率	期间费用/营业(总)收入×100%
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
总资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)×100%
净资产收益率	净利润×2/(期初所有者权益+期末所有者权益)×100%

附件四：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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
BB _{pi}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

注：除 AAA_{pi}级和 CCC_{pi}级（含）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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在中国国新控股有限责任公司 2024 年度第一期中期票据（以下简称为“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注与中国国新控股有限责任公司（以下简称为“受评主体”）和该债项相关的、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具跟踪评级结果。

东方金诚出具的跟踪评级结果将根据监管规定或公司制度向相关单位报送或披露。



东方金诚国际信用评估有限公司
2024年04月15日