

上海国盛（集团）有限公司

2015 年可交换公司债券

信用评级报告

主体信用等级：AAA 级

债项信用等级：AAA 级

评级时间：2015 年 9 月 16 日



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.

业务声明

本评级机构对上海国盛（集团）有限公司 2015 年可交换公司债券的信用评级作如下声明：

本次债券信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上，按照业务主管部门发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债务人信用评级分析员与债务人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系，并在信用评级过程中恪守诚信原则，保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

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

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对债务人进行跟踪评级。在信用等级有效期内，债务人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本次债务人信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有债务人发行的各类金融产品，以及债权人向债务人授信、放贷或赊销的建议，也不是对与债务人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

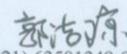
本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015年9月16日

分析师

蒋卫 
Tel: (021) 63501349-830
E-mail: jw@shxsj.com

郭洁琼 
Tel: (021) 63501349-925
E-mail: gjq@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

上海国盛（集团）有限公司 2015 年可交换公司债券信用评级报告

概要

编号：【新世纪债评(2015)010737】

上海国盛（集团）有限公司 2015 年可交换公司债券

主体信用等级：AAA

债项信用等级：AAA

评级展望：稳定

主要财务数据及指标

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 上半年度
金额单位：人民币亿元				
发行人合并数据及指标：				
总资产	353.33	344.01	382.60	386.99
总负债	159.57	150.18	147.30	144.86
刚性债务	114.51	114.62	112.08	108.44
其中：应付债券	39.91	39.96	39.90	39.90
所有者权益	193.76	193.83	235.30	242.13
营业收入	25.93	27.44	31.14	6.78
净利润	2.86	4.57	7.18	7.07
经营性现金净流入量	-0.28	-0.49	-0.68	0.88
EBITDA	10.84	13.22	15.87	—
资产负债率[%]	45.16	43.66	38.50	37.43
权益资本与刚性债务 比率[%]	169.20	169.12	209.94	223.28
流动比率[%]	147.65	156.90	102.78	104.12
现金比率[%]	67.98	90.04	58.25	54.20
利息保障倍数[倍]	1.62	2.11	2.91	—
净资产收益率[%]	1.48	2.36	3.35	—
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-0.18	-0.32	-0.46	—
非筹资性现金净流入量与 债总额比率[%]	7.78	6.74	2.26	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.62	2.51	4.13	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.12	0.14	—

注：根据国盛集团经审阅的 2012-2014 年备考财务数据及未经审计的 2015 年上半年度财务数据整理、计算。

评级观点

优势：

- 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流动平台之一，在市国资体系中地位突出。
- 国盛集团在以往资本运作中积累的经验，有利于国有股权运作业务的开展。
- 国盛集团持有的存量资产规模较大，部分资产市场价值较高，如盘活变现可带来一定的收益和现金流。
- 国盛集团资本实力雄厚，负债经营程度较低，权益资本对刚性债务的保障程度较高。
- 国盛集团保持了充裕的货币资金，可变现金融资产较丰富，可对即期债务偿还提供支撑。

风险：

- 上海市国资流动平台的运作机制仍在探索中，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有待观察。
- 国盛集团正处于转型阶段，新的业务和资产结构仍在搭建过程中，短期内整合压力较大。
- 国盛集团刚性债务规模偏大，且作为国资流动平台，盈利水平和债务偿付易受利率及资本市场波动的影响。
- 本期债券的交换时机选择及相关收益受资本市场波动影响大。

评级机构：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

2015 年可交换公司债券

信用评级报告

释义

国盛集团，该公司，或公司：上海国盛（集团）有限公司

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本期债券：上海国盛（集团）有限公司 2015 年可交换公司债券

一、概况

（一）发行人概况

该公司系根据《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，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，注册资本金自此增至 100 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”）等下属产业集团从事生产经营性业务，另一方面利用盛融公司、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。上海市新一轮国资国企改革于 2013 年 12

月启动以后，公司成为上海市两大国资流动平台之一。围绕自身的新功能定位，公司在 2014 年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。按照上海市新一轮国资国企改革战略部署，公司将主要从事国有股权运作、存量资产管理以及对外股权投资业务。

截至 2014 年末，该公司经审阅的备考合并财务报表口径资产总额为 382.60 亿元，所有者权益为 235.30 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 229.49 亿元）；2014 年实现营业收入 31.14 亿元，实现净利润 7.18 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 7.22 亿元）。¹

截至 2015 年 6 月末，该公司未经审计的合并报表口径资产总额为 386.99 亿元，所有者权益为 242.13 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 236.41 亿元）；2015 年 1-6 月实现营业收入 6.78 亿元，实现净利润 7.07 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 7.10 亿元）。

上海市国资流动平台于 2015 年初实质性启动，该公司已在 2015 年 7 月无偿取得上海建工集团股份有限公司（简称“上海建工”）29.00% 股权和上海交运集团股份有限公司（简称“交运股份”）21.00% 股权，后续预计还可获得上海市国资委无偿注入的光明食品（集团）有限公司（简称“光明食品集团”）54.16% 股权和上海纺织（集团）有限公司（简称“纺织集团”）49.00% 股权。2015-2016 年，公司将持续处于资产重组整合过程中，逐步搭建起新的业务和资产架构，财务表现预计也将随之变化。

（二）本期债券概况

经该公司董事会审议通过，公司拟向中国证券监督管理委员会申请公开发行总额不超过人民币 50（含）亿元的可交换公司债券²，债券期限为 6 年，交换标的为公司持有的上市公司上海建工（股票代码 600170.SH）A 股股票。

¹ 鉴于该公司在 2014 年主要产业集团重组剥离后形成了新的资产和业务架构，较公司 2012-2013 年审计报告披露时的情况已发生了较大变化。为了能更好的对现有架构下公司的经营和财务情况做出判断，本报告分析中 2012-2014 年财务数据使用的是依照公司新的资产和业务架构编制并经审阅的 2012-2014 年备考财务数据，假设：1、公司划拨蔬菜集团 100% 股权和重组后的建材集团 100% 股权的公司架构于 2012 年 1 月 1 日已存在，自 2012 年 1 月 1 日起蔬菜集团、重组后建材集团不再纳入财务报表的编制范围，公司按照此架构持续经营；2、自 2012 年 1 月 1 日起，公司不再持有蔬菜集团的股权，公司以持有的蔬菜集团 100% 股权增资光明食品集团的行为在 2012 年 1 月 1 日已实施完成，从 2012 年 1 月 1 日起按 2014 年末持有的光明食品集团股权比例 24.35%，对光明食品集团的长期股权投资进行权益法核算；3、自 2012 年 1 月 1 日起，公司不再持有建材集团股权，公司原持有的建材集团 100% 股权初始成本冲减公司各期的资本公积。

² 转换为该公司持有的上海建工 A 股股票的可交换公司债券。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	上海国盛（集团）有限公司 2015 年可交换公司债券
发行规模:	发行总额不超过人民币 50 亿元
债券期限:	6 年
债券利率:	固定利率
付息方式:	按年支付
交换标的:	该公司持有的上海建工 A 股股票
换股期限:	自可交换债发行结束日满 12 个月后的第一个交易日起至可交换债到期日止
换股价格:	初始换股价格不低于募集说明书公告日前一个交易日、前二十个交易日、前三十个交易日上海建工 A 股股票交易均价和上海建工发行前最近一期经审计的每股净资产的孰高者，具体初始换股价格由该公司董事会（或由董事会授权的机构/人士）在本次发行前根据市场状况与主承销商协商确定（若在前述交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）。
赎回条款:	到期赎回条款: 在本次发行的可交换债期满后五个交易日内，该公司将以本次发行的可交换债的票面面值上浮一定比例（含最后一期年度利息）的价格向投资者赎回全部未换股的可交换债。具体上浮比率由公司董事会（或由董事会授权的机构/人士）在本次发行可交换债前根据市场情况与主承销商协商确定。 有条件赎回条款: 在本次可交换债换股期内，如果上海建工 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期换股价格的 130%（含 130%），该公司有权按照本次可交换债面值加当期应计利息的价格赎回全部未换股的本次可交换债。本次可交换债的赎回期与换股期相同，即发行结束之日满十二个月后的第一个交易日起至可交换债到期日止。
回售条款:	在本次可交换债最后两个计息年度内，如果上海建工 A 股股票收盘价在任何连续三十个交易日低于当期换股价格的 70% 时，本次可交换债持有人有权将其持有的本次可交换债全部或部分以面值加上当期应计利息回售给该公司。若在上述交易日内发生过换股价格因发生送红股、转增股本、增发新股或配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的换股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的换股价格和收盘价格计算。如果出现换股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从换股价格调整之后的第一个交易日起按修正后的换股价格重新计算。

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 2015 年 6 月末，公司于 2009 年 12 月 21 日发行的 09 沪国盛债³仍在存续期内，待偿还本金余额为 39.90 亿元。

³ 09 沪国盛债分为两个品种，发行总额各 20 亿元。其中：品种一附第五年末发行人上调利率选择权及投资人回售选择权，该公司已在 2014 年 12 月对 10.10 亿元债券进行了回购、并转售了其中 10 亿元债券，同时，公司将未赎回的 19.90 亿元债券票面利率上调 0.10 个百分点至 5.10%；品种二附第七年末发行人上调利率选择权及投资人回售选择权。

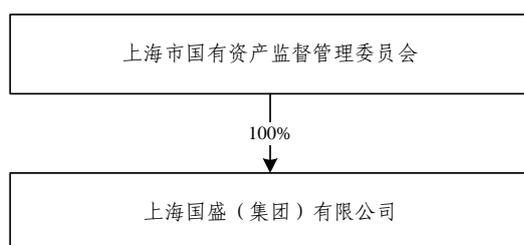
二、公司管理

该公司按照国有独资企业的模式实施公司治理，组织机构设置较为合理，经营管理较为规范，并通过对各项业务的制度化管理控制资产运营等主要环节的业务风险。为配合上海市国资流动平台的建设，公司自 2014 年以来对下属企业进行了较大力度的整合重组，目前正在逐步搭建新的业务和资产架构，短期内面临较大的产业结构调整 and 整合压力。

（一）股权状况

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。公司与实际控制人关系如图表 2 所示。

图表 2. 公司与实际控制人关系图



资料来源：国盛集团（截至 2015 年 6 月末）

（二）与控股股东之间关系

作为国有独资公司，该公司未设立股东会，由上海市国资委行使股东会职权。公司设立了董事会、监事会、经营管理层等决策机构、监督机构和管理团队，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、提名与薪酬委员会 3 个专业委员会，并不断完善各项议事规则和内部管理制度，为公司更好地保持经营独立性和决策科学性提供有效支持。

（三）关联交易

2014 年，该公司的关联方交易不多，主要涉及子公司上海国盛集团科教投资有限公司（简称“国盛科教”）向其投资的民办中小学收取的管理费，以及子公司上海国盛集团资产管理有限公司（简称“国盛资产”）对参股企业的委托贷款。

关联方资金往来方面，截至 2014 年末，该公司应收各类关联方款项的账面余额为 1.33 亿元、应付关联方各类款项的账面余额为 0.58 亿元，主要发生

在国盛资产与参股企业之间。

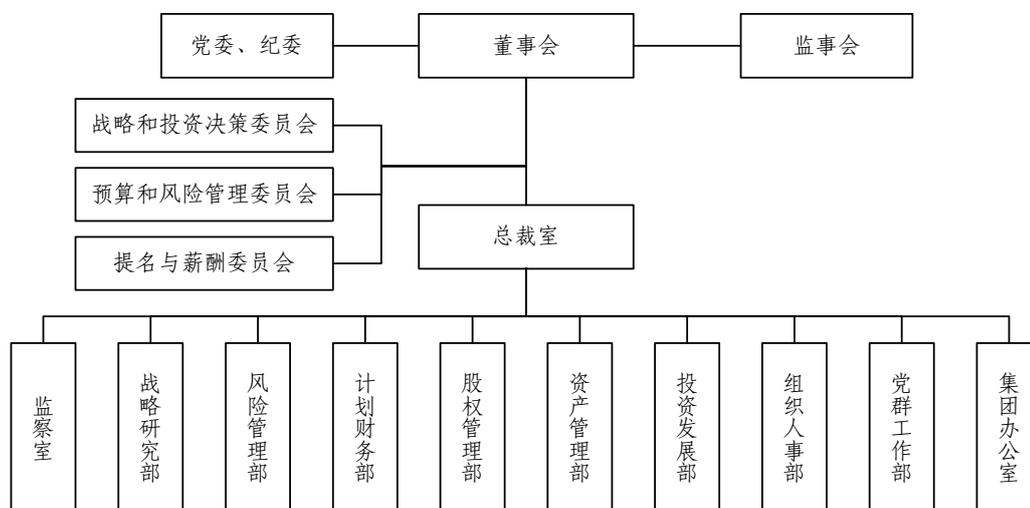
（四）高级经营管理者

该公司高级经营管理人员普遍具有多年的相关行业从业经历，经营管理经验丰富。公司建立了中高级经营管理人员激励约束机制和绩效考核体系，根据董事会制订的年度经营目标，将高级经营管理人员的奖惩、岗位业绩评估同公司的经营业绩等考核指标挂钩，为高级经营管理人员履行职责提供了必要的保障。公司现任董事、监事及高层管理人员最近三年来无重大违法违规记录。

（五）组织架构

该公司本部主要承担决策管理职能。2014 年，为提升资本运营和专业管理能力，公司根据国资流动平台实施股权进退运作和市值管理的要求，进一步优化了机构设置。目前公司设置了战略研究部、资产管理部、股权管理部、风险管理部、计划财务部、投资发展部等本部职能部门（见图表 3），并通过制度化管理，明确了各部门之间的分工及权责。

图表 3. 公司组织结构图



资料来源：国盛集团（截至 2015 年 6 月末）

该公司的各类经营和投资业务由下属子公司负责开展。2014 年，为配合上海市国资流动平台的建设，公司实施了“3+3”企业改革重组。在三大产业集团整合方面，公司以持有的建材集团 100% 股权置换上海地产（集团）有限公司（简称“地产集团”）的股权资产，截至 2015 年 6 月末，建材集团 100% 股权已无偿划转至地产集团，但公司继续持有上海棱光实业股份有限公司（简称“棱光实业”）、上海新型建筑材料总公司等 5 家原建材集团下属企业或单位股权，并承担建材集团的老职工安置工作；公司以持有的蔬菜集

团全部股权向光明食品集团增资，蔬菜集团在 2014 年 4 月末整体并入光明食品集团，公司对光明食品集团的持股比例自此上升至 24.35%；长江集团以 3.38 亿元作价向中电科软件信息服务有限公司转让了持有的上海长江计算机有限公司（简称“长江有限”）股权，主业板块已基本剥离。三家投资性公司整合销壳方面，大盛公司、盛融公司和东展公司已在 2014 年 8 月末以前完成工商注销，上述 3 家公司的资产、负债、权益和人员现由国盛资产承继。经过本次较大力度的重组整合，截至 2014 年末，公司合并范围内仅余二级子公司 15 家，主要的二级子公司如图表 4 所示。其中，国盛资产、国盛置业、国盛投资、国盛科教和国盛仁源是公司五大专业操作载体，分别对公司存量资产、不动产资源、新增投资、事业单位以及建材集团剥离资产进行集中运营管理。由于公司的业务和资产重组整合尚未完成，后续公司合并范围内经营主体预计仍将产生一定变动，短期内预计将面临较大的产业结构调整及整合压力。

图表 4. 公司主要二级子公司情况

名称		注册资本 (万元)	母公司持股 比例 (%)	业务性质
全称	简称			
上海国盛集团资产有限公司	国盛资产	105,000.00	100.00	投资管理
上海国盛集团投资有限公司	国盛投资	60,000.00	100.00	实业投资
上海国盛集团置业控股有限公司	国盛置业	5,000.00	100.00	投资管理
上海国盛集团科教投资有限公司	国盛科教	10,000.00	100.00	科教投资
上海国盛集团仁源企业管理有限公司	国盛仁源	3,000.00	100.00	企业管理、咨询
长江计算机（集团）公司	长江集团	43,159.39	100.00	计算机及服务
上海国咨文化传媒有限公司	国咨传媒	100.00	100.00	广告
上海盛睿投资有限公司	盛睿投资	67,000.00	100.00	实业投资
上海棱光实业股份有限公司 (600629.SH)	棱光实业	34,800.00	71.93	石英玻璃等生产

资料来源：国盛集团（截至 2014 年末）

（六）人力资源

截至 2015 年 6 月末，公司本部在岗员工总数为 66 人。其中，本科及以上学历者 54 人（研究生及以上学历者 16 人），占在岗人员总数的 81.82%；拥有高级职称者 9 人，拥有中级职称者 28 人；35 岁以下在岗人员（含 35 岁）共有 21 人，占在岗人员总数的 31.82%。目前，公司本部人员素质基本能够满足经营管理等方面的需要。

（七）业务管理

该公司建立了较为完善的业务管理和综合管理体系，对投资管理、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管理。后续为了

更好地适应国资流动平台的工作要求，公司还将进一步细化重大事项决策、对外投资和资产处置管理、国资运营业务管理、资金和财务管理、审计和法律风险管理等方面的制度和实施细则。

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，公司投资发展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。

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。

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。

三、业务运营

根据上海市新一轮国资国企改革战略部署，该公司作为上海市两大国资流动平台之一，主要从事股权运作、资产管理以及投资业务，经营性业务规模较小。

（一）经营环境

我国的新一轮国资国企改革在十八届三中全会后正式开启，目前过半省市的地方国资国企改革开始陆续落地。随着中央层面的国资国企改革整体设计方案在 2015 年下半年出台，本轮改革有望取得更多实质性进展。

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“2015 中国企业 500 强”名单中，国有企业共有 293 家，营业收入合计 46.6 万亿元、占“中国企业 500 强”营业收入总额的 78.3%。在国资国企改革中形成的一批大型国有企业主导国计民生，主要集中在交通基础设施、民生保障、能源原材料、军工装备、金融等领域，已成为我国经济的主体力量。

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 年以来，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。大部分省市从国有资本集中度、国有资产证券化程度、混合所有制企业比例等方面，明确了国企改革的主要目标，其改革任务的完成时间均在 2020 年以前。

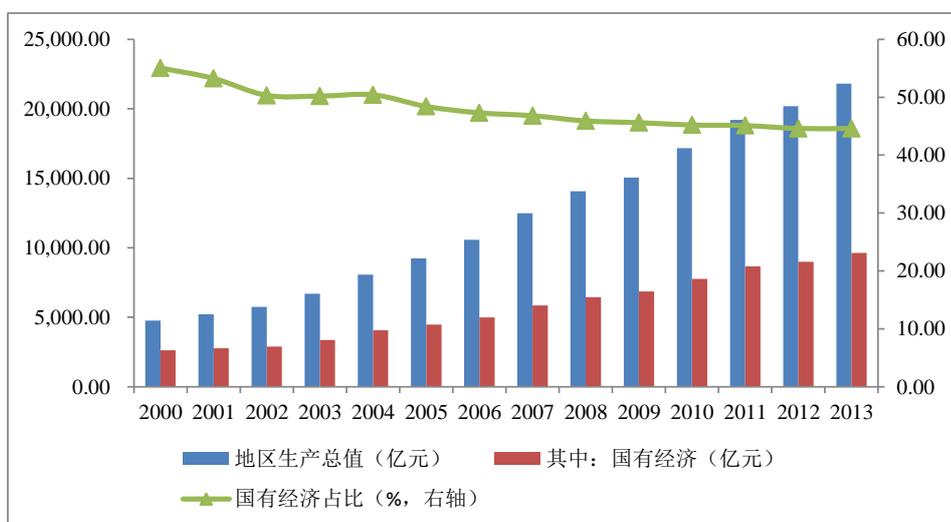
近期，国家层面的国资国企改革进程加快。中央层面关于国资国企改革的整体设计方案有望在 2015 年下半年正式推出，各界集中关注的混合所有制改革、员工持股、国资委职责、央企划分、薪酬制度改革等内容预计将获得回应。在整体方案公布后，各部委将公布具体配套方案，地方国资国企改革方案将参照中央企业、由各地具体制定执行。届时，新一轮国资国企改革有望取得更多的突破性进展。

上海市国资体量大，已在 2013 年末率先启动了新一轮地方国资国企改革。作为本轮改革重点之一的市级国资流动平台现已组建完成、进入实质

性运作阶段，预计将随着改革的不断深化而发挥愈加重要的战略功能。

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。2014 年全市地方国有企业实现营业收入 2.74 万亿元、利润总额 2541.63 亿元；截至 2014 年末，地方国有及国有控股企业资产总额为 12.12 万亿元、国有权益为 1.71 万亿元。上海市国资委系统企业资产总额、营业收入和净利润分别占全国地方省市国资委系统企业 1/10、1/8 和 1/5。近年来国有经济在上海市地方生产总值中的占比超过 40%（见图表 5），国有企业在上海市经济建设和民生保障等领域的地位突出。

图表 5. 2000-2013 年上海市地区生产总值及国有经济占比



资料来源: Wind 资讯

上海市的国资国企改革一直走在全国前列。2013 年 12 月，上海市政府发布《关于进一步深化上海国资促进企业发展的意见》，是十八届三中全会后全国首个地方性国资国企改革方案，其中的亮点内容包括：逐步提高国有资本收益上缴比例、到 2020 年不低于 30%；明确国有企业功能定位，逐步实现对竞争类、功能类和公共服务类企业的差异化管理；允许符合条件的国有控股上市公司实施股权激励或激励基金计划；建立公开、透明、规范的国资流动平台等。

2014 年以来，上海市国资国企改革进入落地阶段，现阶段以混合所有制改革和产业结构调整为主要改革方向。混合所有制改革的主要路径包括：已整体上市的大型国有集团（如上汽集团）引进战略投资者，非整体上市的国有集团企业（如光明食品集团、文广集团）首先完成资产整合、在此基础上实现整体上市。产业结构调整则以第三产业、战略性新兴产业等为主要方向。2014 年，上海市出台了 24 个配套政策和实施细则，实施了“4 个一批”共 80 余个改革重组项目。2015 年以来，上海国资国企已完成百视通吸收合

并东方明珠、绿地集团借壳金丰投资上市以及现代设计借壳棱光实业上市等重大资产重组项目。同时，随着“上海浦东国企改革 18 条”在当年 6 月出炉，上海市区县级国资国企改革也开始启动。

2014 年，上海市围绕构建以管资本为主的国资管理体制，组建了上海国际集团有限公司（简称“国际集团”）和该公司两大国资流动平台，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，公司则偏向持有以产业集团为主的股权。2015 年，上海市国资流动平台进入实质性运作阶段：国际集团先后取得上汽集团和上港集团部分股权；公司则获得上海建工和交运股份部分股权，预计还可获得纺织集团和光明食品集团部分股权注入。随着上海市新一轮国资国企改革体系的持续推进，两大国资流动平台在市国资体系中的地位将进一步突出。

国资委系统资产管理公司作为专业处理国有企业不良资产的非金融类资产管理公司，其发展前景面临一定的制约，产业面临转型压力。

国资委系统的资产管理公司在实践中进行的资产处置活动是指在国家规定的范围内，通过综合运用有效的手段，对相关国有资产进行变现或价值提升的活动。国内资产管理公司分为两类。一类是进行正常资产管理业务的资产管理公司；另一类是专门处理金融机构不良资产的金融资产管理公司。目前在处理国有企业不良资产方面主要有各地国资委系统的资产管理公司、地方政府设立的资产处置机构等执行主体。市场参与主体的多元化使国有企业不良资产处置面临一定的市场竞争压力。

国有资产处置的方式主要分为股权类资产处置、债券类资产处置和实物资产处置。国有资产处置业务能给资产管理公司带来较大的资产规模以及较丰厚的回报，但也面临历年来受资企业数量多、单笔资金规模小、历史遗留问题多、追缴难度大等问题，对资产管理公司自身经营能力的要求较高。

（二）经营状况

该公司已被确立为上海市两大国资流动平台之一，在市国资体系内的地位更加突出。随着上海市国资流动平台在 2015 年正式启动，公司将陆续获得多家大型国有企业的股权无偿划入，后续将重点发展国有股权运作、存量资产管理和对外股权投资业务，经营性业务规模则将进一步压缩。但公司的新业务运作模式仍在探索中，能否对新划入和拟划入国有企业实施有效管控和整合尚不确定。

该公司在 2014 年正式确立为上海市两大国资流动平台之一，并根据最

新定位实施了较大力度的业务和资产重组整合。经过三大产业集团市场化重组以及三家投资性公司整合销壳，公司业务架构已产生了较大变化，且后续预计仍将进一步调整。在现有职能定位和业务体系下，公司主要从事国有股权运作、存量资产管理和对外股权投资，上述业务的经营效益主要体现在投资收益中。同时，公司合并范围内还有多家从事生产经营性业务的子公司，并形成一定的营业收入。2012-2014 年及 2015 年 1-6 月，公司分别实现营业收入 25.93 亿元、27.44 亿元、31.14 亿元和 6.78 亿元，实现投资收益 8.93 亿元、11.16 亿元、14.66 亿元和 12.10 亿元。2015 年 1-6 月，公司合并范围内转出上海东环高速公路发展有限公司、上海东展国际贸易有限公司等子公司，从事生产经营性业务的主体减少，营业收入规模收缩。随着上海市多个国资流动项目在 2015 年启动，投资收益对利润的贡献度加强，预计将逐步成为公司主要盈利来源。

1. 国有股权运作

作为上海市两个国有资产流动平台之一，国有股权运作是该公司后续的主要发展方向。具体而言，公司持有上海市国资委无偿划拨的国有企业股权资产，通过市值管理和资本运作实现国有资产保值和增值、获取相关投资收益并择机实施股权退出，并根据政府要求利用投资回收的部分资金进行再投资。国有股权运作方式包括资产整合与优化配置、资产证券化以及混合所有制改革等。其中，资产整合与优化配置主要是对股权资产进行专业化分类，实施主业增资、辅业剥离、消除资产瑕疵；资产证券化主要是根据资本市场环境的变化，通过企业整体上市等渠道，逐步将国有股权转变为高流动性的可交易证券；混合所有制改革实施途径则包括引入战略投资者、定向增发等。

2015 年初，上海市国资流动平台启动实质性运营。经国务院国有资产监督管理委员会及上海市国资委核准，该公司在 2015 年 7 月先后取得上海交运（集团）公司无偿划入的交运股份 21.00% 国有股份以及上海建工（集团）总公司无偿划入的上海建工 29.00% 国有股份，成为两家国有上市公司的第二大股东。

此外，上海市国资委已在 2015 年 2 月和 4 月先后出具《关于光明食品（集团）有限公司部分国有产权无偿划转有关问题的通知》（沪国资委产权[2015]52 号）以及《关于上海纺织（集团）有限公司部分国有产权无偿划转有关问题的通知》（沪国资委产权[2015]99 号），拟将其持有的光明食品集团 54.16% 股权和纺织集团 49.00% 股权无偿划转至该公司。上述股权划转事宜若完成，公司将成为光明食品集团和纺织集团的第一大股东。

总体而言，国有股权运作是该公司国资流动平台职能的主要体现。但由

于上海市新一轮国资国企改革仍在探索阶段，上海市国资流动平台正式启动运营时间尚短，上海市国资委与流动平台的具体职责划分等问题尚不明确。从现有的制度安排来看，上海市国资委的出资人职责虽逐步分离，但对国有企业高管任命、日常经营、重大事项决策等方面的管控力度仍较强。上海建工、交运股份、光明食品集团和纺织集团等国有企业的体量较大，这些企业的股权划入可增加公司资产规模。但公司对 2015 年新划入和拟划入企业的实际控制力度不强，或将影响公司实施国有股权运作的有效性。

2. 存量资产管理

该公司的存量资产管理业务主要是对存量股权、房产等资产的盘活变现，以及辅业资产剥离和壳体企业、亏损企业整合（简称“三类”企业整合）。自 2009 年以来，为优化资产结构、提高资产质量，公司在存量资产盘活变现以及“三类”企业整合方面的力度始终较大。

在存量资产盘活方面，2012-2014 年该公司分别盘活资产 83 亿元、42.21 亿元和 74 亿元，变现资产 25 亿元、12.62 亿元和 40 亿元，处置收益对公司利润形成了补充。截至 2015 年 6 月末，公司尚有较大规模的股权、房产和土地等存量资产，其中部分房产和土地的地理位置较好，若进行处置预计可带来较高收益。2015 年，公司计划盘活存量资产 60 亿元、处置变现资产 20 亿元。

经过多年的“三类”企业整合，近年来该公司投资层级逐步压缩，有利于公司减轻历史包袱、提高管理效率、集中资源发展优势主业。但公司留存的待整合企业质量逐步下降，后续相关业务的开展难度将加大。

3. 对外股权投资

该公司的对外股权投资可进一步分为战略性投资和财务性投资两大类，后续预计将逐步形成以战略性投资为主、财务性投资为辅的业务格局。2012-2014 年，公司分别取得现金分红收益 1.70 亿元、3.95 亿元和 5.62 亿元。

该公司根据上海市政府要求进行战略性投资，投资对象包括战略性新兴产业或与社会、民生发展相关的行业。近年来，在战略性新兴产业投资方面，公司作为上海市参与大型客机项目实施的出资主体，出资 50 亿元，持有中国商用飞机有限责任公司 26.32% 股份，成为其第二大股东；公司还参股了中航商用航空发动机有限责任公司和中航民用航空电子有限公司两家分别从事商用飞机发动机和导航系统研发的公司，累计出资额分别为 15 亿元和 17.30 亿元。2014 年，公司参与设立了国家集成电路产业投资基金股份有限公司、并完成首期 3.25 亿元投资。此外，出于上海市政府改善中小企业融

资环境的要求，公司参股上海浦东融资担保有限公司、上海联合融资担保有限公司等 4 家担保公司。公司的战略性投资期限普遍较长，部分项目收益性偏低；但投资所需的大部分资金由上海市财政划入，公司自身的资本性支出压力不大。后续公司在国有股权运作过程中回收的现金或将成为战略性投资的主要资金来源。

该公司利用自有资金或资产变现收入自主进行一定的财务性投资，以此提高资产收益水平。近年来，公司通过参与原上海市医药股份有限公司（2010 年 4 月更名为上海医药集团股份有限公司，简称“上海医药”）资产重组而取得上海医药 1.72 亿股股份⁴，因参与上海隧道工程股份有限公司（简称“隧道股份”）定向增发以及投资隧道转债而合计取得隧道工程 2.38 亿股 A 股股票⁵，此外还认购了一部分股权类信托产品。后续公司可能还会通过设立产业或并购基金的方式进行财务性投资，并在投资方向选择上更为注重与自身定位的契合。

图表 6. 公司主要股权投资项目

企业名称	持股比例 (%)	账面余额 (亿元)
中国商用飞机有限责任公司	26.32	50.00
中航商用航空发动机有限责任公司	15.00	9.00
中航民用航空电子有限公司	17.30	7.79
国家集成电路产业投资基金股份有限公司	0.27	3.25
上海浦东融资担保有限公司	25.00	2.01
上海联合融资担保有限公司	27.40	1.83
光明食品（集团）有限公司	24.35	89.48
上海医药集团股份有限公司	4.99	16.57
上海迪赛诺药业有限公司	20.52	2.93
上海隧道工程股份有限公司（600820.SH）	7.39	19.19
上海正浩资产管理有限公司	47.84	1.21
合计		203.25

资料来源：国盛集团（截至 2014 年末）

4. 经营性业务

经营性业务是该公司营业收入的主要来源，原主要依托下属产业集团开展。但经过 2014 年的业务和资产重组整合，公司目前的经营性业务规模已较为有限，且后续仍可能进一步收缩。根据公司最新业务架构，近三年来，公司营业收入主要来自 5 家原建材集团子公司的建材生产与销售，明天广场等商业地产及酒店经营和市政项目运营。

在建材业务方面，2012 年以来，该公司主要依托棱光实业从事建材生

⁴ 该公司在 2011 年和 2013 年先后减持了部分上海医药股份，截至 2014 年末持有上海医药 1.34 亿股。

⁵ 该公司在 2014 年下半年减持隧道股份 A 股股票 593.77 万股，截至 2014 年末持有隧道股份 A 股股票 2.32 亿股。

产与销售，产品以岩棉制品和风力叶片为主，此外还涉及混凝土制品、军工配套产品等。截至 2014 年末，棱光实业具备年产 1000 套风力机叶片及 7 万吨岩棉的生产能力。2014 年，在国家新能源政策支持下，我国风力叶片行业逐步回暖，棱光实业风力叶片产销量迅速增长，全年共生产风力叶片 416 片、较上年增长 161.64%，销售风力叶片 492 片、较上年增长 251.43%。岩棉业务方面，随着行业进入者增加，国内建筑用岩棉行业已出现产能过剩、竞争加剧、售价走低趋势，棱光实业面临的经营压力随之上升。但棱光实业的岩棉经营规模、产品质量及高端产品品种在国内同行业中仍处于领先地位，2014 年岩棉制品产销量维持增长，全年共生产岩棉制品 5.03 万吨、较上年增长 13.58%；销售岩棉制品 5.01 万吨、较上年增长 15.75%。在风力叶片销量提升的带动下，棱光实业全年共实现营业收入 4.85 亿元，较上年增长 27.34%。

根据棱光实业 2015 年 8 月 18 日发布的对外公告，棱光实业已完成重大资产重组，通过股份无偿划转、重大资产置换及发行股份购买资产相结合的方式，实现了上海现代建筑设计（集团）有限公司（简称“现代集团”）持有的华东建筑设计研究院有限公司 100% 股权借壳上市⁶。自 2015 年 8 月起，现代集团取代该公司成为棱光实业控股股东，公司对棱光实业的持股比例下降至 22.49%、不再对其进行并表。棱光实业的建材销售收入之后将不再计入公司合并口径营业收入中。

该公司的商业地产和酒店运营收入主要来自明天广场的部分商业地产以及其中的 JW 万豪酒店。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）和高品位商业办公裙房为一体的多功能综合物业项目。2014 年，公司通过运营明天广场实现收入 3.55 亿元。

在市政项目运营方面，该公司通过上海盛瀚投资有限公司（简称“盛瀚公司”）和上海东环高速公路发展有限公司（简称“东环高速公司”），以组建项目公司的方式参与了外环隧道、复兴隧道、A30（界河~外环线）高速公路三个市政项目投资。其中，外环隧道和复兴隧道分别于 2002 年、2004 年建成，运营期均为 25 年，现由盛瀚公司下设的两家项目公司负责运营和维护，2014 年合计实现营业收入 1.37 亿元，此外，公司在隧道运营期内每年可从上海市政工程管理局获得约 3 亿元补贴。东环高速公司拥有 A30（界

⁶ 具体而言，该公司拟向现代集团无偿划转持有的棱光实业 49.44% 股份；棱光实业拟以全部资产与负债（交易价格为 9.69 亿元）置换现代集团持有的华东建筑设计研究院有限公司 100% 股权（交易价格为 10.89 亿元），同时向现代集团非公开发行 1106.04 万股 A 股股票，用于支付资产置换差额 1.20 亿元。

河~外环线)高速公路的收费经营权。总投资 22.80 亿元的 A30(界河~外环线)高速公路项目全长约 24.72 公里,于 2009 年 10 月 30 日正式通车,车流量稳定增长。2014 年东环高速公司实现以高速公路通行费为主的营业收入 1.20 亿元。2015 年 2 月,公司将持有的东环高速公司 93.09% 股权无偿划转至上海城投(集团)有限公司,A30(界河~外环线)高速公路收入自此不再计入公司合并范围。

(三) 发展战略

作为上海市国资流动平台,该公司将在国有资本运作方面积极发挥资本经营和股权运作的杠杆作用,以改革盘活存量、创新培育增量,努力促进国资进退流动中实现“资源-资产-资本-资金”的良性运营,并着力在以下三个方向发挥作用:(1)在上海市产业结构升级、培育战略性新兴产业等方向发挥作用;(2)在上海国资布局结构调整、解决国企历史遗留问题中发挥作用;(3)在国企开放性市场化重组、推动经营性国资证券化方面发挥作用。

四、财务分析

该公司利润主要来自投资收益。但由于部分战略性投资项目收益率较低,整体资产盈利水平尚有待提高。公司权益资本规模较大,负债经营程度低。虽然刚性债务比重偏高、资产流动性一般,但投资活动可产生一定的现金净流入,且存量现金及可变现资产较充裕,总体偿债能力强。

(一) 债务分析

1. 债务结构

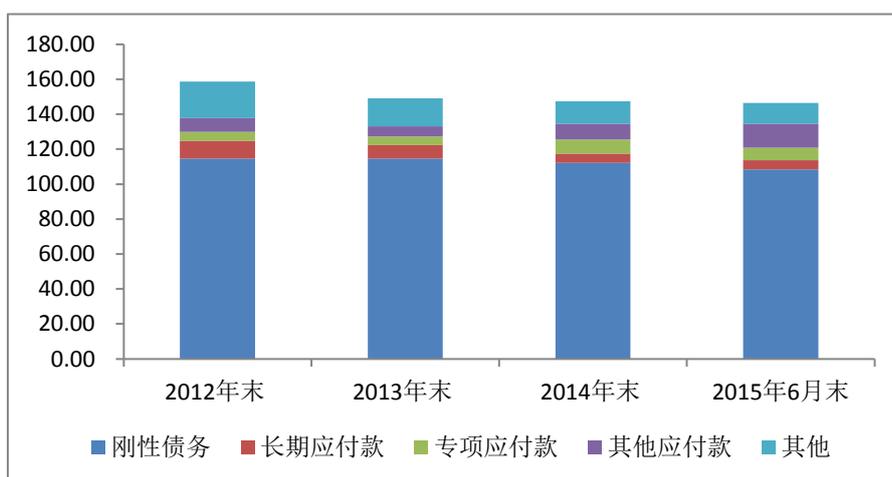
近三年来,该公司对负债规模的控制较为严格,“三类”企业整合力度也较大。2012-2014 年末及 2015 年 6 月末的总负债分别为 159.57 亿元、150.18 亿元、147.30 亿元和 144.86 亿元,呈逐步下降趋势。加之财政资金注入和经营积累,公司所有者权益保持增长,资产负债率持续下降,2012-2014 年末及 2015 年 6 月末分别为 45.16%、43.66%、38.50% 和 37.43%。总体看,公司负债经营程度低。

在期限结构上,2012-2014 年末,非流动负债在该公司总负债中的比重维持在 50% 以上。但 2014 年以来,公司通过借入短期借款等方式筹集的短期资金增多,导致流动负债增长较快,债务期限结构趋于短期化。2015 年 6 月末,随着短期借款和其他应付款的增长,公司流动负债进一步增长,在总负债中的占比超越非流动负债,达到 53.62%。

从构成看，该公司 2014 年末的负债主要包括其他应付款、专项应付款、长期应付款和刚性债务。其中，其他应付款主要为往来款，年末余额为 8.95 亿元；专项应付款余额为 8.24 亿元，主要包括公司收到的上海市科教兴市项目资金 3.65 亿元以及建材集团职工安置拨款 2.99 亿元；长期应付款余额为 5.27 亿元，主要是应付股东上海市国资委的款项。

该公司刚性债务主要包括银行借款、应付票据和应付债券，2014 年末的总规模为 112.08 亿元，在总负债中占比 76.09%，比重较大。且受本部短期借款增加影响，公司年末短期刚性债务余额达到 51.48 亿元，在负债中占比 34.95%。2015 年 6 月末，公司刚性债务余额为 108.44 亿元，较 2014 年末变化不大。但由于公司期内新增的短期借款较多，2015 年 6 月末的短期刚性债务余额增至 58.46 亿元，占到刚性债务总额的 53.91%。公司的即期债务偿付压力有所加大。

图表 7. 2012 年末以来公司负债结构（单位：亿元）



资料来源：根据国盛集团经审阅的 2012-2014 年备考财务数据及未经审计的 2015 年上半年财务报表整理、绘制

2. 公司借款及应付债券情况

银行借款是该公司重要的融资渠道。2014 年末，公司银行借款余额为 71.90 亿元，其中短期借款（含一年内到期的长期借款）占比 71.21%，在借款方式上主要为信用借款。因历史遗留问题，公司 2014 年末尚存在 0.52 亿元逾期借款。

该公司自 2009 年来先后发行了企业债券和中期票据，融资渠道得到拓宽。截至 2015 年 6 月末，公司待偿还债券本金余额为 39.90 亿元。

3. 或有负债

截至 2014 年末，该公司未对合并范围外企业提供担保，因担保产生或

有负债的风险较小。

该公司还存在因已决诉讼事项形成的或有负债 4 笔，均为下属企业棱光实业对外提供借款担保形成，担保本金金额合计 2187 万元，其中为上海恒通经济发展（集团）有限公司提供借款担保 2 笔，本金 1449.73 万元；为上海恒通置业公司提供借款担保 2 笔，本金 737.59 万元。上述 4 笔担保的代偿责任已在 2002 年及以前年度判决生效并进入执行程序。

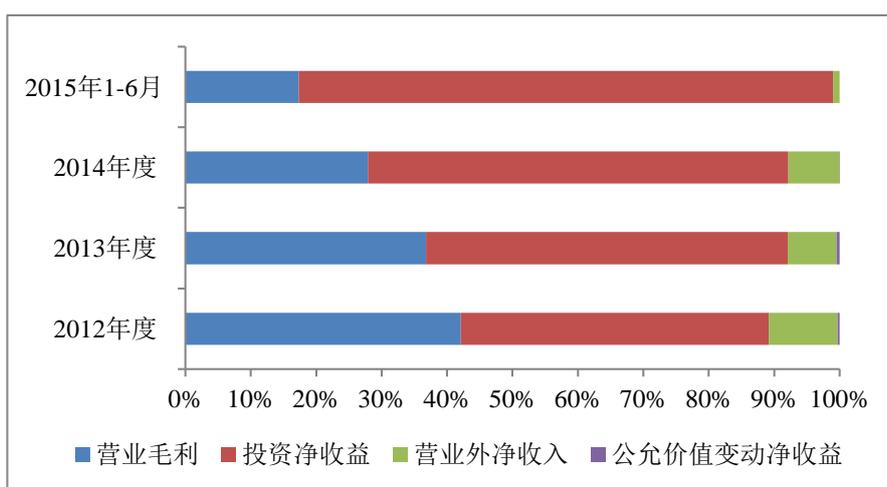
（二）盈利性分析

该公司营业毛利主要来自经营性业务，规模较为有限。2012-2014 年，公司毛利分别为 7.98 亿元、7.43 亿元和 6.36 亿元；同期的综合毛利率分别为 30.77%、27.09%和 20.43%，均呈逐年下降趋势。

该公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2012 年以来，随着债务规模和融资成本的控制，公司财务费用减少，并带动了期间费用整体下降。2012-2014 年，公司期间费用分别为 14.46 亿元、13.11 亿元和 12.74 亿元。此外，因外环隧道和复兴隧道减值等因素，公司在 2014 年计提了资产减值损失 2.11 亿元。

投资收益是该公司的主要利润来源。2012-2014 年，公司投资收益分别为 8.93 亿元、11.16 亿元和 14.66 亿元，主要来源于股票、基金、债券等证券投资、股权投资和股权处置。在投资收益的带动下，公司营业利润保持增长态势，2012-2014 年分别为 2.17 亿元、4.36 亿元和 5.58 亿元。

图表 8. 2012 年以来公司利润来源及变动情况



资料来源：根据国盛集团经审阅的 2012-2014 年备考财务数据及未经审计的 2015 年上半年财务报表整理、绘制

此外，该公司通过固定资产处置、政府补助等还可实现一定的营业外净收益，亦对利润形成补充。2012-2014 年，公司营业外净收入分别为 1.99 亿

元、1.50 亿元和 1.78 亿元，存在一定波动。

2012-2014 年，该公司分别实现净利润 2.86 亿元、4.57 亿元和 7.18 亿元，近三年复合增长率达到 58.40%。公司的资产收益水平随着利润的增长而得到提升，2014 年的净资产收益率和总资产报酬率分别为 3.35% 和 3.09%。但相较于现有的资产和权益规模，公司净利润仍偏小。

图表 9. 2012 年以来公司主要盈利指标

项目	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年 1-6 月
营业利润率 (%)	8.36	15.89	17.91	137.70
净资产收益率 (%)	1.48	2.36	3.35	-
总资产报酬率 (%)	3.07	3.19	3.09	-

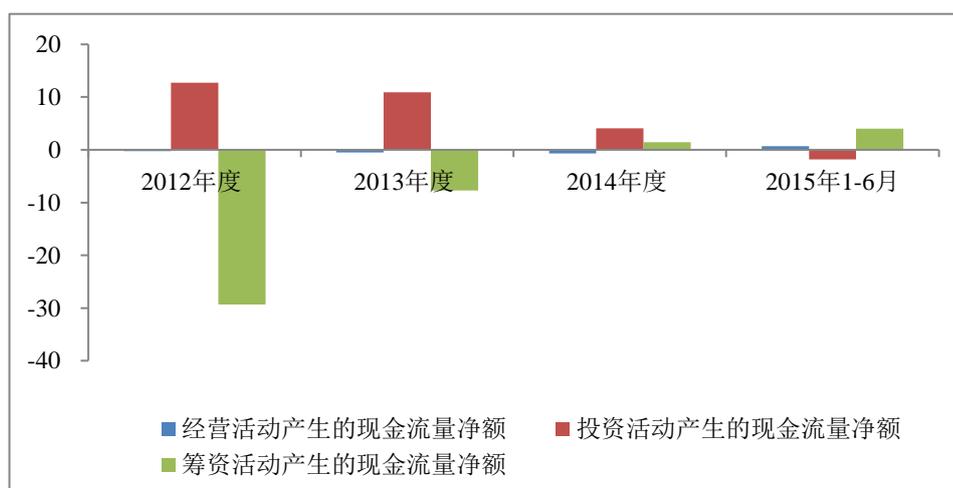
资料来源：根据国盛集团经审阅的 2012-2014 年备考财务数据及未经审计的 2015 年上半年财务报表整理、绘制

2015 年 1-6 月，因合并范围内子公司转出影响，该公司实现营业收入 6.78 亿元，规模进一步缩小，但综合毛利率回升至 37.91%。同期，公司主要通过股权处置等实现投资收益 12.10 亿元，实现净利润 7.07 亿元。

(三) 现金流分析

该公司经营性业务回款情况尚可，2012-2014 年的营业收入现金率分别为 106.03%、112.79% 和 95.77%。同期，公司经营活动产生的现金净流量分别为 -0.28 亿元、-0.49 亿元和 -0.68 亿元，呈小额的现金净流出状态。2015 年 1-6 月，公司营业收入现金率为 99.33%，经营性业务回款较为及时。且因为商品及劳务采购支出较少，公司经营活动净流入现金 0.88 亿元。

图表 10. 公司 2012 年以来现金流量状况 (单位: 亿元)



资料来源：根据国盛集团经审阅的 2012-2014 年备考财务数据及未经审计的 2015 年上半年财务报表整理、绘制

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

理有关的现金收支情况。2012-2014 年，公司投资环节分别净流入现金 12.70 亿元、10.92 亿元和 4.04 亿元，但净流入额逐年下降。2015 年 1-6 月，公司对外投资的现金支出加大，投资环节转呈现金净流出状态，净流出额为 1.80 亿元。当非筹资环节出现资金缺口时，公司通过对外借款等方式筹集资金。2012-2014 年及 2015 年 1-6 月，筹资活动产生的现金净流量分别为 -29.35 亿元、-7.72 亿元、1.42 亿元和 4.03 亿元。

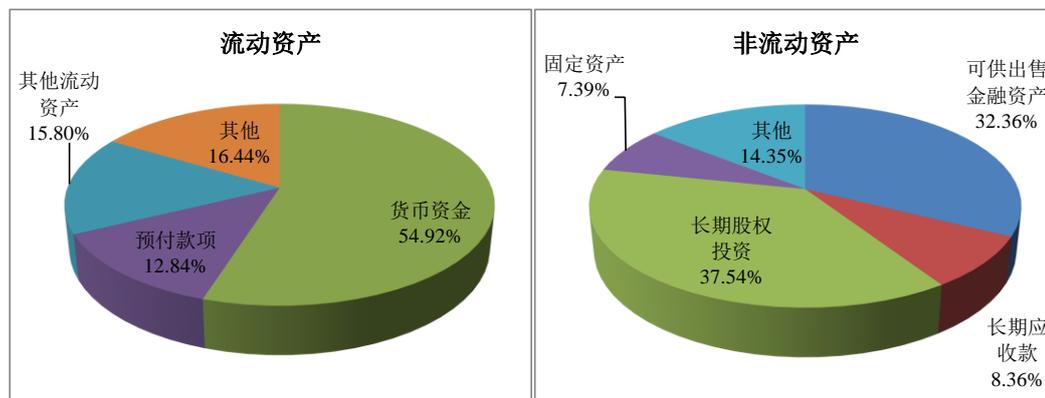
（四）资产质量分析

近年来，该公司资本实力逐年提升，2012-2014 年末及 2015 年 6 月末的所有者权益分别为 193.76 亿元、193.83 亿元、235.30 亿元和 242.13 亿元。其中，实收资本及资本公积合计占比超过 70%，资本结构稳定性较好。

2014 年末，该公司资产总额为 382.60 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占比 18.38% 和 81.62%。公司的资产以非流动资产为主，但负债呈现短期化趋势，资产、负债期限结构上不完全匹配，对流动性产生不利影响。2014 年末，公司流动比率和速动比率分别为 102.78% 和 83.95%。

该公司 2014 年末的非流动资产总额为 312.29 亿元，以长期股权投资、可供出售金融资产、长期应收款和固定资产为主，年末余额分别在总资产中占比 30.64%、26.41%、6.82% 和 6.03%。其中，长期股权投资和可供出售金融资产系公司对外股权投资形成，2014 年末余额合计 218.30 亿元，其中的隧道股份等上市公司股票变现能力较强；长期应收款余额为 26.09 亿元，主要包括应收的外环隧道和复兴隧道投资款；固定资产余额为 23.07 亿元，以房屋、建筑物为主。

图表 11. 公司 2014 年末资产构成



资料来源：根据国盛集团经审阅的 2014 年备考财务数据整理、绘制

从流动资产构成看，该公司流动资产主要包括货币资金、预付款项及其他流动资产等，以上三项占 2014 年末总资产的比重分别为 10.09%、2.36%

和 2.90%。其中，其他流动资产主要是子公司认购的信托产品。公司当年末的货币资金余额为 38.61 亿元，现金比率虽因流动负债的快速增长而降至 58.25%，但公司仍保持了较强的现金偿付能力。

2015 年 6 月末，该公司资产总额为 386.99 亿元，其中货币资金余额为 41.52 亿元，实现一定增长。资产流动性则基本维持在 2014 年末水平。

五、外部支持

该公司信贷融资渠道通常。截至 2015 年 6 月末，公司本部共获得建设银行、交通银行、工商银行、农业银行等金融机构授信为 123 亿元，未使用额度 72.57 亿元，可为营运资金的正常周转提供一定保障。

六、主要优势与风险

1. 主要优势

(1) 国资体系内地位突出

根据上海市新一轮国资国企改革战略部署，该公司被确立为上海市两大国资流动平台之一，在上海市国资体系内的地位突出。2015 年以来，公司已无偿取得上海建工和交运股份部分国有股权。随着国资运营平台的实质性启动，预计公司后续还可进一步取得上海市国资委无偿注入的优质股权资产。

(2) 资本运作经验丰富

该公司具有良好的政府背景，经过多年发展，积累了较为丰富的国有资本运作经验。近年来，公司成功完成家化集团、建材集团等大型国有企业的市场化重组，在国资运作方面的优势显著。

(3) 资源优势

该公司拥有的明天广场等商业地产和酒店资产经营状况良好，收入和现金流相对稳定。此外，公司还持有较大规模的房产、土地等存量资产，其中的部分房产地理位置优越，市场价值较高。这些优质的存量资产若盘活变现，可形成一定的资产处置收益，并为公司业务开展提供资金支持。

2. 主要风险

(1) 国资流动平台运作模式尚未成型

上海市国资流动平台正式启动运营时间尚短、暂未形成成熟的运作模式，国资委与流动平台企业的具体职责划分等问题尚不明确。目前上海市国

资委对市内国有企业保持了较强的管控力度，公司后续如何有效实施国有股权运作尚有待观察。

(2) 整合压力

该公司仍处于转型阶段。经过2014年的产业集团重组剥离以及投资性公司整合销壳，公司的业务和资产结构已产生明显变化，但仍未调整到位。随着国有股权逐步划入以及对“三类”企业的持续整合，短期内公司在机构与人员整合、产业结构调整、资产清理等方面将面临较大压力。

七、募集资金投向

本期债券募集资金总额不超过 50 亿元人民币。募集资金扣除发行费用后，该公司拟将其中 20 亿元用于潜在的股权投资或者潜在的兼并收购，剩余部分用于补充流动资金。

八、本期债券偿付保障分析

(一) 公司良好的经营业绩

该公司经营业绩良好，2012-2014 年分别实现净利润 2.86 亿元、4.57 亿元和 7.18 亿元。后续公司通过国有股权运作、对外股权投资和存量资产管理，利润预计还有一定的增长空间。

(二) 货币资金存量及可变现资产较丰富

该公司货币资金存量较充裕，能够满足日常资金周转和债务偿付的需要。2014 年，公司货币资金余额为 38.61 亿元、现金比率为 58.25%。除了棱光实业以外，公司还持有较大数额的其他上市公司股票，2014 年末公允价值为 19.28 亿元。必要时公司可通过出售上述股票资产获得资金，用于弥补偿债资金缺口。

(三) 财务弹性大

该公司负债经营程度较低，财务弹性大。且公司与各大金融机构都有着良好的合作关系，资信优良。截至 2015 年 6 月末，公司本部共获得授信总额 123 亿元，未使用额度 72.57 亿元，可为营运资金的正常周转提供一定保障。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2012年	2013年	2014年	2015年 上半年度
资产总额 [亿元]	353.33	344.01	382.60	386.99
货币资金 [亿元]	31.11	33.83	38.61	41.52
刚性债务[亿元]	114.51	114.62	112.08	108.44
所有者权益 [亿元]	193.76	193.83	235.30	242.13
营业收入[亿元]	25.93	27.44	31.14	6.78
净利润 [亿元]	2.86	4.57	7.18	7.07
EBITDA[亿元]	10.84	13.22	15.87	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.28	-0.49	-0.68	0.88
投资性现金净流入量[亿元]	12.70	10.92	4.04	-1.80
资产负债率[%]	45.16	43.66	38.50	37.43
长期资本固定化比率[%]	92.60	92.67	99.40	98.96
权益资本与刚性债务比率[%]	169.20	169.12	209.94	223.28
流动比率[%]	147.65	156.90	102.78	104.12
速动比率 [%]	129.72	137.00	83.95	90.10
现金比率[%]	67.98	90.04	58.25	54.20
利息保障倍数[倍]	1.62	2.11	2.91	—
有形净值债务率[%]	93.83	87.99	69.50	62.31
营运资金与非流动负债比率[%]	20.19	20.13	2.41	4.77
担保比率[%]	6.40	—	—	—
应收账款周转速度[次]	5.19	5.87	9.15	—
存货周转速度[次]	3.66	4.09	5.68	—
固定资产周转速度[次]	1.14	1.14	1.28	—
总资产周转速度[次]	0.07	0.08	0.09	—
毛利率[%]	30.77	27.09	20.43	37.91
营业利润率[%]	8.36	15.89	17.91	137.70
总资产报酬率[%]	3.07	3.19	3.08	—
净资产收益率[%]	1.48	2.36	3.35	—
净资产收益率*[%]	1.92	2.42	3.46	—
营业收入现金率[%]	106.03	112.79	95.77	99.33
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.59	-1.13	-1.26	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.18	-0.32	-0.46	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	26.15	24.05	6.25	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.78	6.74	2.26	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.62	2.51	4.13	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.12	0.14	—

注：表中数据依据国盛集团经审阅的 2012-2014 年及未经审计的 2015 年上半年度财务报表整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计+期末非流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营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/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资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+报告期投资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+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

附录三：

评级结果释义

本评级机构发行人信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB 级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC 级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC 级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C 级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

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	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	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	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	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	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 级	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	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	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	不能偿还债务。

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。

附录四：

跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本次债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注国盛集团外部经营环境的变化、影响国盛集团经营或财务状况的重大事件、国盛集团履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映国盛集团的信用状况。

（一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对国盛集团的跟踪评级的期限为本评级报告出具日至失效日。

本次信用评级报告出具后，本评级机构将在每年发行人公布年报后 1 个月内出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，国盛集团应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与国盛集团有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。不定期跟踪评级报告在本评级机构向国盛集团发出“重大事项跟踪评级告知书”后 10 个工作日内提出。

（二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向国盛集团发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向国盛集团发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015年9月16日

