

上海国有资产经营有限公司

2016 年公司债券

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

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

# 概述

编号:【新世纪债评(2016)010612】

评级对象: 上海国有资产经营有限公司 2016 年公司债券 (本期债券)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA (未安排增级)

评级时间: 2016 年 7 月 29 日

计划发行: 不超过 50 亿元

本期发行: 不超过 10 亿元

存续期限: 不超过 10 年

增级安排: 无

发行目的: 偿还各类贷款, 补充营运资金

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

## 主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 上半年
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司数据</b>				
货币资金	3.97	3.91	12.34	4.37
刚性债务	74.80	78.20	95.87	96.99
所有者权益	106.32	154.46	477.73	486.72
经营性现金净流入量	0.28	-2.37	-8.66	-1.03
<b>合并数据及指标</b>				
总资产	243.92	345.56	796.75	813.63
总负债	96.59	123.41	250.44	256.05
刚性债务	67.20	70.70	92.15	98.44
应付债券	—	—	49.67	64.79
所有者权益	147.33	222.15	546.31	557.58
营业收入	—	0.01	0.31	0.61
净利润	3.74	4.36	8.66	14.55
经营性现金净流入量	-0.44	-3.47	-8.34	-1.74
EBITDA	8.23	8.32	12.83	—
资产负债率[%]	39.60	35.71	31.43	31.47
权益资本与刚性债务 比率[%]	219.24	314.24	592.88	566.39
流动比率[%]	30.47	33.79	70.85	65.66
现金比率[%]	13.75	13.49	57.31	49.33
利息保障倍数[倍]	1.95	2.10	3.06	—
净资产收益率[%]	2.48	2.36	2.25	—
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-0.43	-3.16	-4.46	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	11.34	-1.85	-7.33	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.95	2.10	3.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.12	0.16	—

注: 根据上海国有资产经营有限公司经审计的 2013~2015 年财务数据和未经审计的 2016 年上半年财务数据整理、计算。

## 分析师

刘兴堂 liuxingtang@shxsj.com

何泳莹 hyx@shxsj.com

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

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

## 评级观点

### ➤ 主要优势/机遇:

- **外部环境良好。**上海建设国际金融中心与国际航运中心的战略定位以及上海市政府贯彻“两个中心”建设的实施举措, 为上海国资提供了良好的政策环境和发展机遇。
- **股东支持力度大。**上海国资为国际集团全资子公司, 实际控制人为上海市国资委, 可获得国际集团及上海市政府的大力支持。
- **资产质量好。**上海国资持有大量优质股权, 资产获得成本较低, 可为公司带来较好的投资收益。
- **具有金融企业不良资产收购处置业务牌照。**上海国资具备上海地区唯一一张金融企业不良资产收购处置业务牌照, 金融企业不良资产收购处置业务的开展有助于提升公司盈利稳定性。

### ➤ 主要风险/关注:

- **集团战略调整。**在上海市国资国企改革的背景下, 上海国际集团将重新梳理其战略定位。需持续关注上海国际集团战略调整及后续资产划入划出对公司的影响。
- **盈利来源相对单一。**上海国资的盈利来源主要为分红收益, 历年来均较为可观和稳定, 但未来被投资企业分红变动仍将影响公司的盈利稳定性。
- **资产固化程度较高。**上海国资战略性投资较多, 部分受限股权规模较大, 资产固化程度较高。
- **证券市场价格波动风险。**上海国资持有的可供出售金融资产规模大, 其市值波动将对公司的资产规模和结构造成显著影响。

## ➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

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

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》，可于新世纪评级官方网站查阅。

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

## 上海国有资产经营有限公司

### 2016 年公司债券

# 信用评级报告

## 一、公司概况

上海国资成立于 1999 年 9 月，是经上海市人民政府批准成立的一人有限责任公司（法人独资），初始注册资本 1 亿元。2007 年，根据上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）【2007】689 号《关于上海国有资产经营有限公司整体国有资产无偿划转的批复》，公司整体划归上海国际集团有限公司（以下简称“国际集团”）。截至 2016 年 6 月末，公司实收资本为人民币 55.00 亿元。

上海国资经营范围包括实业投资、资本运作、资产收购、企业和资产托管、债务重组及金融企业不良资产收购处置等。目前公司持有国泰君安证券股份有限公司（以下简称“国泰君安”）、上海浦东发展银行股份有限公司（以下简称“浦发银行”）、上海农村商业银行股份有限公司（以下简称“上海农商行”）、中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国太保”）等多家重点金融机构股权。

作为一家综合性国有资产经营公司，上海国资的经营宗旨是多渠道筹措建设资金，支持上海市重大项目，支持区域实体经济发展及社会项目的建设。公司积极参与上海市国资国企改革，为国际集团承担了国有资本运营及国有资产保值增值的职能，在深化上海市国资改革，推动上海市国有企业市场化发展的进程中充分发挥过去成功运作的经验。自成立以来，公司成功主导、参与市属金融机构及重点国企的重组与改制，具体参与了国泰君安的改制重组和增资扩股、浦发银行引进战略投资者、中国太平洋保险集团改制上市，上港集团整体上市、阳晨 B 股资产重组等。公司于 2014 年 2 月获上海市政府授权，于 2014 年 7 月获得银监会备案的全国首批金融企业不良资产收购处置业务牌照，且为上海市唯一一家。未来，公司将积极发展股权投资、金融企业不良资产收购收购与处置、股权市值管理、国资国企改革等四方面业务，致力于成为一家投资方向明确、资产结构合理、盈利能力较强、法人治理结构健全的资产管理公司，为上海、乃至全国的经济的发展发挥关键作用。

## 二、债项概况

### (一) 本期债券概况

上海国资本次拟发行总规模不超过 50 亿元人民币（含 50 亿元），债券期限不超过 10 年公司债券，可分期发行，首期计划发行不超过 10 亿元。拟用于偿还各类贷款和补充营运资金需求。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	上海国有资产经营有限公司 2016 年公司债券
总发行规模:	不超过 50 亿元人民币
本期发行规模:	不超过 10 亿元人民币
本期债券期限:	不超过 10 年
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年付息，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：上海国有资产经营有限公司 2016 年公司债券募集说明书

截至 2016 年 6 月末，上海国资已发行且尚在存续期内的债券余额为 65 亿元。从过往债券发行情况来看，公司对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息情况。

图表 2. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
15 沪国资	30.00	5 年	4.00	2015 年 11 月	未到期
16 沪国资	10.00	5 年	3.00	2016 年 1 月	未到期
15 国资 EB	20.00	5 年	1.70	2015 年 12 月	未到期
16 沪国资 MTN001	5.00	3 年	3.49	2016 年 4 月	未到期
合计	65.00				

资料来源：上海国资

### (二) 本期债券募集资金用途

#### ■ 偿还各类贷款

截至 2016 年 6 月末，上海国资合并口径各类贷款余额为 33.65 亿元，其中银行借款 27.65 亿元，信托融资 4 亿元，委托贷款 2 亿元。公司拟将本次募集资金部分用于归还上述贷款，以改善债务结构、降低融资成本。

图表 3. 本期债券拟偿还的各类贷款明细

借款人	借款机构名称	借款余额 (亿元)	还款金额 (亿元)	借款日期	到期日期
上海国有资产 经营有限公司	工商银行上海市分行	1.00	1.00	2016/01/29	2017/01/27
		2.00	2.00	2016/03/10	2017/03/10
	浦东发展银行杨浦支行	1.00	1.00	2016/04/20	2017/04/19
		2.00	2.00	2016/05/27	2017/05/26
	建设银行上海第一支行	3.00	3.00	2016/06/21	2017/06/20
	交通银行上海闸北支行	2.00	2.00	2016/05/23	2017/05/16
		2.00	2.00	2016/05/26	2017/05/19
	中国银行上海市分行	1.00	1.00	2015/08/25	2016/08/25
	上海银行市分行营业部	2.00	2.00	2015/08/13	2016/08/12
	农业银行上海黄浦支行	2.00	2.00	2016/04/19	2017/04/17
	中山证券委托贷款	2.00	2.00	2016/03/29	2017/03/29
	上海信托有限公司信托融资	2.00	2.00	2014/12/29	2016/09/20
	上海信托有限公司信托融资	2.00	2.00	2015/02/26	2016/09/20
上海衡高置业 有限公司	工商银行	1.75	1.75	2015/06/18	2020/06/08
		0.20	0.20	2016/05/25	2020/06/08
上海国鑫投资 发展有限公司	中国银行闸北支行	0.70	0.70	2015/10/30	2016/10/30
	中信银行漕河泾支行	1.00	1.00	2015/11/09	2016/11/09
		2.00	2.00	2016/03/18	2017/01/28
	工商银行上海分行营业部	1.00	1.00	2015/11/06	2016/11/06
		1.00	1.00	2016/02/25	2017/02/25
	上海银行营业部	1.00	1.00	2016/02/25	2017/02/24
交通银行闸北支行	2.00	2.00	2016/03/15	2017/03/01	
合计		33.65	33.65		

资料来源：上海国资

### ■ 补充营运资金

根据上述贷款偿还的实际情况，本期债券部分募集资金将用于补充上海国资营运资金，从而满足公司日常营运资金需求。

## 三、宏观经济和政策环境

近期，我国经济发展的外部环境仍较复杂，国内产业结构性风险有所提升，地方政府债务风险犹存。未来一段时间内，我国将继续实施积极的财政政策，稳健中适度宽松的货币政策。从中长期看，我国经济将伴随着经济结构调整、产业升级、区域经济结构优化、城镇化、内需扩大而保持稳定的增长。

2016年第一季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势，但经济增速略微放缓，且不确定性有所增加，导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧洲经济温和复苏，并且主权信用风险有所缓解，有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，而其经济结构性问题短期内尚难解决。

2016年第一季度，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济尚未出现实质性转折；巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016年第一季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列市的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。



在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下,2016年第一季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%, 仍然存在一定的下行压力, 但是包括制造业 PMI、固定资产投资总额和 PPI 等重要数据均有一定的回暖, 说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看, 以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高, 信用风险和违约事件有所扩散, 但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持较大的下行压力, 在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下, 中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势; 在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下, 证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高, 但不至于引发系统性风险。

从中长期看, 随着中国对外开放水平的不断提高, 在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下, 中国经济仍将保持稳定的增长; 在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下, 在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中, 中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, 以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

#### 四、公司所处行业及区域经济环境

上海国资作为以金融投资为主业的投资集团, 拥有股权投资、金融企业不良资产收购处置、财务投资等业务板块, 持有的股权涵盖银行、证券、保险等金融行业, 受我国及上海地区金融环境, 以及银行业、证券业、保险业的发展状况影响较大。

上海市综合经济实力逐年增强, 地方经济继续保持增长态势, 其中金融业增长较为明显。国家加快建设上海国际金融及航运中心的战略部署有助于推动上海金融要素市场的长期发展。

上海市政府制定了贯彻国务院两个中心建设的实施意见, 明确了加快推进上海“两个中心”建设的具体任务和措施。上海市经济总体保持稳步增长态势, 2015年地区生产总值达到2.50万亿元, 比上年增长6.9%, 经济总量位居全国所有城市首位。

上海金融业经过30多年发展，已形成以资本、货币、外汇、商品期货、金融期货、黄金、产权交易等现代金融市场体系，聚集各类金融机构1240家，地区金融资源集聚度已初具规模。同时，金融业对上海地区经济的贡献度亦不断提高，2011~2015年，金融业增加值占上海地方GDP比重分别为11.67%、12.19%、13.07%、13.87%和16.21%。2015年，上海金融业实现增加值4052.23亿元，比上年增长22.9%。金融业已成为支撑上海区域经济发展的主要产业之一。

**图表 4. 上海国际金融中心建设的总体目标**

总体目标-2020年
基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心；
基本形成国内外投资者共同参与、国际化程度较高，交易、定价和信息功能齐备的多层次金融市场体系；
基本形成以具有国际竞争力和行业影响力的金融机构为主体、各类金融机构共同发展的金融机构体系；
基本形成门类齐全、结构合理、流动自由的金融人力资源体系；
基本形成符合发展需要和国际惯例的税收、信用和监管等法律法规体系，以及具有国际竞争力的金融发展环境。

资料来源：《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》

**近年来，受宏观经济影响，商业银行盈利增速有所放缓，不良资产上升较为明显。中短期内，在经济增速放缓、淘汰落后产能及产业整合加速的发展阶段，小微企业及产能过剩行业的不良贷款仍有可能进一步上升，商业银行盈利或将负增长。**

近几年，银行业金融机构整体资产增速基本保持稳定。据中国银监会数据统计，截至2016年3月末，我国银行业金融机构资产总额208.56万亿元，同比增长16.66%，负债总额192.48万亿元，同比增长16.09%。国有大型商业银行凭借其网点及资本规模的绝对优势仍占据主导地位，但占比持续下降；股份制银行则依靠其良好的公司治理结构、有效的约束与激励机制及灵活的产品与服务创新机制，近几年业务占比保持了持续上升的趋势；城商行及农村金融机构则在各自经营区域内有一定竞争力与市场地位，业务占比有所上升。截至2016年3月末，我国大型商业银行、股份制银行、城商行及农村金融机构资产规模占比分别为38.60%、18.92%、11.42%和13.05%。

2013年以来，受宏观经济增速放缓、个别地区及个别行业风险有所暴露、利率市场化实质性推动、金融脱媒持续深化和监管规范严格等因素的影响，商业银行盈利增速有所放缓，不良资产上升较为明显，拨备

覆盖水平有所下降。通过公开或定向募集资金及自身利润积累，商业银行整体资本充足度保持在相对较好水平。

从上市银行的数据来看，近两年我国商业银行逾期90天以上贷款的增长显著高于不良贷款的增长，核销规模明显加大，显示出我国商业银行实际不良贷款新增规模较其账面余额更大。除贷款外，商业银行信托受益权、资管计划投资规模及表外理财规模较大，部分投资投向了有融资需求的企业，相关资产质量并未在不良率等指标中体现。中短期内，在经济增速放缓、淘汰落后产能及产业整合加速的发展阶段，小微企业及产能过剩行业的不良贷款仍有可能进一步上升，尤其需关注钢铁、常用有色金属冶炼及压延加工、电解铝、水泥、平板玻璃、造船、航运、煤炭、炼焦、煤化工、光伏制造、工程机械、纺织化纤、造纸、基础化工、化肥生产、商贸和建筑施工行业客户资产质量。

2016年起，央行开始采用宏观审慎评估体系（MPA）代替差别准备金和贷款合意度管理，MPA体系主要考察资本和杠杆、资产负债、流动性、定价行为、资产质量、外债风险、信贷政策执行等七大方面，其中资产负债和外债风险为新的指标，其他指标多在之前的监管中有所涉及，且绝大多数银行可以达标。资产负债考核细分为广义信贷、委托贷款和同业负债三方面，预计会对部分业务扩张较快及同业业务占比较高的银行产生一定约束。

整体来看，中短期内，银行业在我国金融系统中的重要性仍不会动摇，银行业监管仍会较为严格并逐步与国际标准接轨，上述因素将为我国银行业提供较大的信用支撑。但宏观经济下行压力仍然较大，经济转型任务依旧严峻，产能过剩行业去产能过程仍未结束，三、四线城市房地产市场波动可能会加剧，商业银行信用风险仍将持续暴露，银行业将加大不良资产处置力度。利率市场化的加快及拨备压力的加大将较大程度上侵蚀商业银行的盈利空间，银行业盈利压力加大，银行个体的差异化特征逐步显现。

近年来，我国证券市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善，但与成熟市场相比，风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性仍较强。由于证券业受到高度监管，证券公司业务得到较大保护，这也成为证券公司信用质量的重要支撑。证券业市场同质化竞争较严重，加之随着证券市场层次与参与主体的日益丰富，其他金融机构及互联网金融使得证券业面临日益激烈的市场竞争压力。

而证券公司创新业务的开展在优化证券公司业务结构的同时，也抬高了其杠杆经营程度，对证券公司资本补充、融资能力和风险管理能力提出更高要求。

我国证券市场经过20多年发展，市场规模不断壮大，市场层次与参与主体不断丰富，监管体系与市场规则不断完善。证券市场在改善社会融资结构、优化资源配置、推动经济与金融体制改革与发展等方面发挥了重要作用。

根据沪深交易所统计数据，截至2015年末，沪深两市投资者开户总数达到34760.72万户，境内A股和B股上市公司共有2827家，市价总值53.13万亿元。

证券公司综合治理整顿之后，证券业竞争格局发生重大变化，业务资源向少数证券公司集中。同时，中国证监会自2004年以来实施证券公司分类监管，大型优质证券公司竞争优势得到增强。证券业市场集中度逐渐提高，行业竞争格局初步形成。

近年来，佣金率整体下滑促使证券公司推动转型，积极抢占融资融券市场份额。受益于客户准入门槛降低，两融业务发展迅速，并已成为部分证券公司的主要盈利贡献点。两融业务规模的爆发式增长在一定程度上改善了证券公司的盈利能力，但同时也会导致公司经营杠杆水平上升，暴露出部分公司在融资能力、流动性管理及客户信用风险管理上的不足。目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。与此同时，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险。而且，互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面临激烈的市场竞争压力。

受益于我国经济持续快速增长、居民储蓄水平上升与消费结构升级、社会保险意识增强与保险需求上升，以及保险业作为社会保障体系的重要补充功能日益凸显，我国保险业近年来整体呈现高速增长。

我国保险行业尚处于市场重构过程中，市场集中度依然偏高。2015年，前十大人身保险公司原保险保费收入合计占比75.85%，十大财险公司原保险保费收入市场份额达86.24%。

我国人身险行业各类产品发展程度不均，投资型险种一家独大，同

质化竞争较为严重，行业仍处于“渠道为王”的发展阶段。在取消保险公司人员驻点银行之后，银行系人身保险公司因具有渠道优势，收入取得了较快的增长，其发展将对我国中小人身保险机构产生一定威胁。

我国财险业务以机动车险为主。机动车险业务主要包括交强险及商业车险。交强险业务方面，财险公司无自主定价权和风险选择权，存在收益与责任的不匹配，交强险业务呈现连年亏损；商业车险方面，由于整车配件零整比失衡，以及渠道费用日益高企，商业车险综合赔付率较高，同时由于产品趋于同质化，商业车险已形成了恶性竞争的局面。

2014年8月，国务院正式发布《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（以下简称“新国十条”），确立了保险业在我国社会保障体系和金融体系中的重要支柱地位，从顶层规划了保险行业转型升级蓝图，预计2020年实现保险深度5%，人均保费3500元的指导目标。“新国十条”同时为保险业划分了更为细致的发展方向，如鼓励保险资金投资重大基础设施、棚户区改造、城镇化建设等工程，允许设立夹层基金、并购基金、不动产基金等私募基金和试点设立险企基金管理公司，并积极培育另类投资市场。“新国十条”的推出，为保险业的发展带来了巨大的政策红利，保险业也将迎来全新的发展机遇。

随着保险行业非理性竞争的日趋激烈，保监会监管力度不断加强。2009年，保监会开始按照偿付能力、内控和风险对保险公司进行分类监管。分类监管体系的实施增加了保险公司维持资本的压力，并在一定程度上抑制了保险公司的扩张冲动，有助于行业风险的防范。国内保险业目前已形成以偿付能力监管、市场行为监管和公司治理结构监管为三大支柱，以偿付能力充足率为核心的监管架构。2012年上半年，保监会启动第二代偿付能力监管制度体系（以下简称“偿二代”）建设，着重提高对保险公司在资本充足、风险管理和信息披露等方面的监管要求，并于2015年2月正式发布偿二代的17项监管规则，并要求保险公司自2015年一季度起，编报偿二代下的偿付能力报告。这标志着我国以风险为导向、具有自主知识产权、国际可比的新偿付能力监管制度体系基本建成，保险业偿付能力监管迈入了新的历史阶段。

经过十多年的发展，我国不良资产管理行业经历了从政策性向全面商业化的转变。目前，宏观经济处于下行周期，不良资产管理需求呈爆发式增长；加之不良资产供给主体进一步多元化，不良资产管理服务差异化需求开始显现；金融创新不断渗透，不良资产处置方式趋于复杂化。

随着不良资产管理机构的多元化以及行业监管的逐步完善，未来行业发展环境将进一步向好。

不良资产管理公司是特指专业承接、处置不良债务的资产管理公司。从国际经验来看，不良资产管理机构及不良资产管理行业对于化解金融风险、修复市场功能具有重大意义。与欧美国家不良资产管理行业发展路径不同，作为转型经济体，我国不良资产管理行业的产生与发展除受经济周期、债务周期影响外，还受到金融体系市场化改革等政策性因素的支配。总体而言，国内不良资产管理行业经历了由政策性业务逐步走向商业化、市场化的过程。

2012年，财政部和中国银监会出台了《金融企业不良资产批量转让管理办法》，允许除四大资产管理公司外，各省级政府原则上可设立或授权一家资产管理或经营公司参与本省（区、市）范围内不良资产的批量转让工作。其后，银监会发布《关于地方资产管理公司开展金融企业不良资产批量收购处置业务资质认可条件等有关问题的通知》，进一步明确了地方资产管理公司设立门槛。2012年至今，银监会先后公布了三批合计15家地方资产管理公司，不良资产管理行业参与主体进一步多元化。与四大资产管理公司相比，地方资产管理公司在资本实力、专业人才储备和运营处置经验等方面相对薄弱。但依托于地缘优势，地方资产管理公司在区域内具备较强的信息优势和政府资源优势，处置过程中能有效把控风险。因而在地方性金融机构不良贷款处置方面具备比较优势。

除加强引入新的不良资产管理机构外，监管层对于资产管理公司的管理也趋于严格。2016年以来，针对不良信贷资产转让中存在的监管漏洞，银监会接连发布《中国银监会办公厅关于规范金融资产管理公司不良资产收购业务的通知》（简称“56号文”）和《中国银监会办公厅关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》（简称“82号文”），着重限制了商业银行通过收益权转让方式将不良资产出表，以防范金融风险。预计未来，随着地方资产管理公司数量的进一步增加，针对地方资产管理公司的行业性监管规范将会出台。

总体看，未来一段时间不良资产管理行业仍将处于快速发展期，不良资产管理行业的发展环境将进一步优化，不良资产管理机构之间的差异化竞争将进一步显现。

## 五、公司自身素质

### (一) 公司产权状况

上海国资为一人独资有限责任公司(法人独资),是国际集团的全资子公司,实际控制人为上海市国资委,公司能够得到股东及上海市政府的有力支持。

上海国资为国际集团全资子公司,实际控制人为上海市国资委。公司产权状况详见附录一。

国际集团成立于2000年4月,系由上海市人民政府授权上海市国资委履行出资人职责的国有独资公司,是按照上海经济发展战略、完善所有制结构的原则和整顿、规范信托投资公司发展的要求,在规范国有资产运作的基础上组建而成。

国际集团具有投资控股、资本经营和国有资产管理三大功能。在国务院明确提出将上海建成“与中国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心及具有全球航运资源配置能力的国际航运中心”的大背景下,依据上海市政府的指导精神进行市场化运作,开展投资、资本运作与资产管理业务,进行金融研究,并提供社会经济咨询等服务。

国际集团旗下资产主要为金融服务类企业,拥有上投摩根基金、上海国资、上海国际集团资产管理有限公司(以下简称“国际集团资管”)等控股子公司,并是国泰君安、浦发银行、上海农商行等企业的第一大股东。

在上海金融国资改革的背景下,上海国际集团积极推进各项整合重组工作,先后启动了浦发银行与上海信托、国泰君安证券与上海证券的纵向整合,大众保险、安信农保的股权转让,以及类金融和房地产板块的跨集团重组等,未来上海国际集团将定位为不干预子公司日常经营的国有资本运营平台。2014年6月,上海国际集团将下属六家类金融与房地产并表子公司<sup>1</sup>出售后,仅保留四家二级子公司。2015年6月,上海国际信托续存分立,成立新设公司上海上国投资产管理有限公司(以下简称“上国投”),注册资本0.5亿元,上海国际集团持股比例为66.70%。上海国际信托注册资本减少至24.50亿元。2015年6月15日,浦发银行公告向国际集团等公司收购上海国际信托97.33%的股份。上海国资在国

<sup>1</sup>. 六家子公司分别为上海国际集团金融服务有限公司、上海市再担保有限公司、上海国际集团创业投资有限公司、上海华东实业有限公司、上海国际集团投资发展有限公司及香港沪光国际投资管理有限公司。

际集团下属子公司中地位得到明显提升。

图表 5. 截至 2016 年 6 月末，上海国际集团二级子公司情况

一级子公司	注册资本（亿元）	持股比例（%）	业务性质
上海国有资产经营有限公司	55.00	100.00	投资管理
上海国际集团资产管理有限公司	35.00	100.00	投资管理
上海上国投资产管理有限公司	0.50	66.33	投资管理
上海国际集团（香港）有限公司	1.12	100.00	投资咨询

资料来源：上海国资

在上海市国资国企改革的大背景下，上海市属国有企业逐渐将迎来资产划分、划拨、重组、整合的高峰。上海国际集团正逐步剥离旗下的经营性资产，重新梳理其战略定位，我们将持续关注上海国际集团及下属子公司的未来发展方向调整。

上海国资的主要关联企业包括公司的股东单位，以及公司下属控股及参股子公司。2014 年末，公司的关联交易形式为拆入国际集团委托贷款 10.00 亿元和应付国际集团利息 0.10 亿元。公司同国际集团的关联交易以市场化方式定价，对公司实际运营不造成影响。2015 年 7 月，公司已归还上述委托贷款。

## （二）公司法人治理结构

上海国资严格按照有关法律、法规的要求，建立并不断完善公司治理结构，强化内部管理，规范经营运作，目前已形成较为完善的公司治理结构。

上海国资是一人独资有限责任公司（法人独资），根据《公司法》等法律、法规的要求，制定了《公司章程》，设立了董事会及监事会，其成员部分由股东国际集团委派。公司重大对外投资（包括对被投资对象的管理、决定公司重要子公司的有关重大事项）、资产处置、对外担保及融资事项都需报国际集团审批。公司日常经营由总裁负责，在业务、资产、机构、人员、财务等方面保持独立性。

截至 2016 年 6 月末，上海国资下设上海国鑫投资发展有限公司（以下简称“国鑫公司”）、上海达盛资产经营有限公司（以下简称“达盛资产”）等五家二级子公司，其中，国鑫公司主要从事直接投资、收购兼并、融资服务等各项资产管理业务及咨询顾问业务；达盛资产从事以金融为主的投资，挖掘市场具备成长潜力的企业的投资机遇，同时为企业重组、收购、改制提供专业咨询服务。达盛资产业务规模较小，目前由国鑫公司代管。公司主业涉及的主要经营主体详见附录三。



### （三）公司管理水平

上海国资内部管理及风险控制意识较强，已建立了较完善的内部管理制度体系和风险管理架构，明确了各部门之间的分工及权责。公司已建立了符合经营需要的激励约束机制和绩效考核体系，但激励机制市场化程度仍有提升空间。

上海国资从预算、财务、经营决策、投融资、对外担保、内部审计、关联交易、信息披露、下属公司管理等多角度构建了内部控制制度体系，对经营的各个环节进行有效控制和相互制约。公司制定了《预算管理办法》，对公司及合并范围内子公司的投资经营活动及财务活动进行科学预期、规划、执行、控制和调整；制定了包括《财务会计管理办法》、《货币资金管理办法》、《出差管理办法》、《费用管理办法》、《财务报告管理办法》等财务管理制度，对经营决策、投融资、资产、财务核算等各个环节进行有效控制；制定了包括《金融企业不良资产批量收购处置业务管理制度（试行）》、《金融企业不良资产批量收购处置业务审核决策委员会议事规则》、《项目管理办法》、《短期投资管理规定（试行）》、《经营风险敞口报告制度》、《投资项目委派董事管理暂行规定》等经营管理制度，对股权投资及金融企业不良资产收购处置等主要业务进行了流程化管理；制定了包括《融资管理办法》、《业务操作双人配置实施细则》、《关于“三重一大”决策制度的实施办法》等投融资管理制度，对公司的融资决策、重大资产重组决策、重要人事任免、重大事项安排和大额度资金运作进行了规范；制定了《担保管理办法》对担保事项实行统一管理，并严格控制子公司之间的担保；建立了一系列薪酬管理制度，提供了必要的激励机制；此外，公司还制定了《内部审计管理制度》、《关联交易管理办法》、《公司债券信息披露管理制度》、《公司债券投资者关系管理制度》和《下属公司管理制度》。

上海国资高级经营管理人员具有多年投资行业从业经历，经营管理经验丰富。公司根据自身经营特点，建立了现有的组织结构，明确了各部门之间的分工及权责。公司组织架构详见附录二。

上海国资投资管理部主要负责持股企业的股权管理，对低效、无效资产的处置，对国有股权的市值管理及资本市场运作，开展存量资产的衍生投资以及需要以公司名义进行投资的重点项目等。资产管理事业部负责金融企业不良资产经营业务的具体实施，实现经营收益。财务管理部负责公司会计核算、财务管理、融资与资金管理，建立完善的公司财务运行体系，为公司经营决策提供财务保障，确保公司财务系统高效稳

健运行。战略研究部负责公司战略的动态规划，参与制定公司年度经营计划，研究分析宏观经济走势、相关政策动态、行业发展趋势，为公司领导提供决策支持，为业务部门新业务拓展提供研究和设计支持。风险合规部负责公司风险管理、公司经营的合法合规性监督、业务评审管理、投资数据汇总整理。

总体而言，上海国资内部管理及风险控制意识较强，已建立了较完善的内部管理制度体系和风险管理架构，可满足各项业务发展的需要。公司已建立了符合经营需要的激励约束机制和绩效考核体系，但目前公司考核仍受集团党委统一部署，激励机制市场化程度仍有提升空间。

#### （四）公司经营状况

上海国资重点持有国泰君安、中国太保、浦发银行、上海农商行等各类金融机构股权，以及深天马、上港集团、长发集团等非金融股权，持有的股权质量较好，获得成本较低。公司具备金融企业不良资产收购处置业务牌照，可开展上海市金融机构的不良资产收购处置业务。

##### 1. 股权经营业务

上海国资股权经营业务主要包括对金融、非金融股权的投资，以及对下属子公司的管控。公司主要通过派驻董事、监事，按法人治理结构对持有的金融及非金融股权进行管理，对人员任命及日常经营不做干预。

截至 2016 年 6 月末，上海国资持有国泰君安 26.02% 的股份，为国泰君安第一大股东，派驻董事两名。上海国资委为国泰君安实际控制人。国泰君安为全国综合性综合类证券公司，综合实力在国内证券公司中稳居前列，各项业务均在业内处于龙头地位。2015 年 6 月，国泰君安在上海证券交易所上市（股票代码：601211），注册资本变更为 76.25 亿元。上市后，国泰君安资产及资本规模均大幅提升。截至 2015 年末，国泰君安注册资本为 76.25 亿元人民币，合并口径总资产 4543.42 亿元，所有者权益 1016.37 亿元，母公司在全国 29 个省市成立了 30 家分公司和 243 家证券营业部，已形成了覆盖全国的网点布局。国泰君安各主要业务发展相对成熟，2015 年代理买卖证券业务净收入市场份额为 4.46%，排名行业第 1 位，股票基金交易额排名行业第 3 位；2015 年末两融业务利息收入排名行业第 2 位，受托资产管理业务本金总额位居行业第 4 位。国泰君安的差异化竞争力正逐步凸显。公司于 2015 年开始在公开市场上增持国泰君安股权，截至 2016 年 6 月 30 日已完成增持 0.35 亿股，增持成本 6.15 亿元。公司于 2015 年将所持国泰君安股份由 2014 年末的以成本计量改

为以公允价值计量，截至 2016 年 6 月末纳入可供出售金融资产 472.28 亿元。

截至 2016 年 6 月末，上海国资合计持有中国太保 5.04% 的股份，其中包括国鑫公司持有的 0.36% 的股份，并派驻董事 1 名。中国太保是国内领先的综合性保险集团，中国太保通过覆盖全国的营销网络和多元化服务平台，为全国 0.80 亿客户提供全方位风险保障解决方案、投资理财和资产管理服务。截至 2015 年末，中国太保内含价值 2056.24 亿元，较上年末增长 20.04%，其中有效业务价值 905.56 亿元，较上年末增长 22.27%；寿险实现一年新业务价值 120.22 亿元，同比增长 37.79%；财产保险业务综合成本率 99.8%，同比下降 4 个百分点；中国太保投资资产总投资收益率 7.3%，同比提升 1.2 个百分点，净值增长率 8.2%，同比下降 0.6 个百分点。2015 年，中国太保寿险市场占有率为 6.85%，位列寿险行业第 4 位；同期财产险原保费市场占有率为 11.21%，位列财险行业第 3 位。截至 2016 年 6 月末，公司将所持中国太保股份纳入可供出售金融资产，以公允价值入账 131.93 亿元。除中国太保外，公司还分别持有太保财险和太保寿险 0.26% 和 0.54% 的股份，以投资成本计入可供出售金融资产，分别为 0.46 亿元和 1.79 亿元。

截至 2016 年 6 月末，上海国资通过下属子公司国鑫公司持有浦发银行 1.92% 的股份。2016 年 3 月 18 日浦发银行向国际集团等 11 名交易对手非公开发行境内上市人民币普通股(A 股)，收购上海国际信托有限公司 97.33% 的股权。截至 2016 年一季度末，浦发银行注册资本增至 196.53 亿元，前十大股东持股比例为 73.25%，国际集团直接和间接持有浦发银行 26.55% 的股份，为浦发银行合并持股第一大股东。浦发银行依靠经济发达的上海和长三角地区，奠定了良好的公司业务基础，并在公司业务领域积累了较好的客户基础和品牌认知度。近年来，浦发银行加快业务转型步伐，从传统的资金中介向全面金融服务中介转型，个人业务与资金业务比重逐步提高。截至 2015 年末，浦发银行总资产 50443.52 亿元，位列所有上市商业银行第 9 位；所有者权益 2632.85 亿元，位列所有上市商业银行第 8 位；吸收存款合计 29541.49 亿元，位列所有上市商业银行第 8 位；发放贷款及垫款合计 22455.18 亿元，位列所有上市商业银行第 8 位。2015 年以来，我国宏观经济增速持续放缓且短时间内难以得到根本性扭转，浦发银行受银行业整体环境影响，资产质量持续存在较大下行压力，未来其将面临拨备计提压力或将增大。截至 2015 年末，浦发银行不良贷款率为 1.56%，拨备覆盖率为 211.40%，一级资本充足率为 9.45%，资本充足率为 12.29%。截至 2016 年 6 月末，公司将所持浦发银

行1.92%的股份纳入可供出售金融资产,以公允价值入账68.90亿元。2016年6月28日浦发银行计划发行非公开发行普通股不超过10.47亿股,每股发行价格为14.16元,本次募集总金额不超过148.26亿元。本评级机构将持续关注相关事项进程。

截至2016年6月末,上海国资持有上海农商行10.00%的股份,派驻董事一名。公司股东国际集团合计持股20.02%,为上海农商行合并第1大股东。上海农商行是服务“三农”和市郊经济组织的社区型零售银行。截至2015年末,上海农商行拥有418家营业网点,总资产5870.14亿元,本外币各项存款余额和贷款余额分别为4503.68亿元和2985.92亿元,在上海地区的市场占比分别为5.34%和8.89%,不良贷款率为1.38%,资本充足率为12.17%,一级资本充足率为11.09%。截至2015年末,公司以投资成本净额7.34亿元将上海农商行纳入可供出售金融资产。2015年8月,国际集团同意将其所持上海农商行1.99%的股权无偿划转至公司,并于2015年11月完成股份转让登记。

图表6. 截至2016年6月末,上海国资可供出售金融资产中主要金融股权投资明细(单位:亿元,%)

公司名称	入账方式	账面价值	持股比例	股位次	投资时点
国泰君安证券股份有限公司	母公司	472.28	26.02	1	2001年起,多次增资
中国太平洋保险(集团)股份有限公司	母公司持有4.68%,国鑫公司持有0.36%	131.93	5.04	5	2000年起,多次增资
中国太平洋财产保险股份有限公司	母公司	0.46	0.26	3	2002年起,多次增资
中国太平洋人寿保险股份有限公司	母公司	1.79	0.54	3	2002年起,多次增资
浦东发展银行股份有限公司	国鑫公司	68.90	1.92	9	2008年划入
上海农村商业银行股份有限公司	母公司	16.85	10.00	2	2005年起,2010年增资
天津银行股份有限公司	母公司	3.38	1.15	-	2010年12月
东方人寿保险股份有限公司	母公司	0.10	10.00	-	2001年12月
浦银金融租赁股份有限公司(无偿划转)	母公司(成本)	3.70	10.17	3	2015年三季度

资料来源:上海国资

上海国资持有的非金融股权主要包括天马微电子股份有限公司(以下简称“深天马A”)、上海国际港务集团有限公司(以下简称“上港集团”)、长江经济联合发展有限公司(以下简称“长发集团”)、及国泰君安投资管理股份有限公司(以下简称“国泰君安投资”)等。

上海国资对上海天马微电子有限公司(以下简称“上海天马”)的投资是在上海市政府的主导下,为引进中航集团液晶显示产业,联合上海张江(集团)有限公司及上海工业投资(集团)有限公司完成的投资。2015年,公司以持有的上海天马19.00%的股权以12.59元/股的价格置换了深

天马 A 的 2677.24 万股，合 1.91% 的股权，纳入可供出售金融资产，截至 2015 年末账面价值为 5.68 亿元。2016 年上半年，公司处置深天马 A 0.16 亿股，回收资金 3.62 亿元，实现投资收益 1.47 亿元。股权置换在增加了公司资产的流动性的同时，也为公司带来了可观的收益。

上海国资分别持有上港集团、长发集团、国泰君安投资 0.75%、33.50%、33.14% 的股份。公司持有的上港集团股份为流通 A 股，变现能力较强，以公允价值 11.20 亿元纳入可供出售金融资产。公司于 2015 年出售上港集团股票 0.20 亿股，回笼现金 2.03 亿元，实现投资收益 1.30 亿元，2015 年末仍持有 1.73 亿股。2015 年，公司将长发集团以投资成本入账，并将上海东郊宾馆股权（账面价值为 3.36 亿元）和上海同盛投资集团有限公司股权（账面价值为 4.00 亿元）无偿划转给上海市国资委，将上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司（账面价值 1.00 亿元）转让给上海地产集团有限公司。公司于 2016 年上半年完成上海航运产业基金管理公司股权转让，回笼现金 0.25 亿元。

图表 7. 截至 2016 年 6 月末，上海国资可供出售金融资产中主要非金融股权投资（单位：亿元，%）

公司名称	入账方式	账面价值	持股比例	股位次	投资时点
长江经济联合发展（集团）股份有限公司	母公司（成本）	2.91	33.50	1	2001 年 11 月
国泰君安投资管理股份有限公司	母公司（成本）	5.35	33.14	1	2001 年起，多次增资
上海杨浦知识创新区投资发展有限公司	母公司（成本）	0.25	2.78	2	2002 年 5 月
上海新药研究中心	母公司（成本）	0.15	37.50	1（并列）	2001 年 12 月
深天马 A	母公司（公允价值）	2.20	0.74	-	2014 年 9 月
上海国际港务（集团）股份有限公司	母公司（公允价值）	11.20	0.75	8	2006 年 10 月

资料来源：上海国资

整体来看，上海国资持有的股权投资资产质量较好，获得成本较低，历年均获得了可观和稳定的分红收益。但其中部分股权为过往年份上海市政府主导的投资，或由于划拨、重组、整合所得，公司对该部分股权为战略性持有，在上海市政府打造金融中心整体布局的背景下，可进行市值管理的范围需以不影响上海市政府控股地位为前提，因而相对固化，暂时无法变现，仅依靠稳定分红实现收益。公司持有的中国太保及国泰君安股票已累积巨额浮盈，未来如能变现，则可获得大额投资收益。目前公司已逐步开始盘活现有金融资产，并在《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》的指导下，探索在战略性控股前提下的市值管理，提升股权价值。

## 2. 金融企业不良资产收购处置业务

2014 年 2 月上海国资获上海市政府授权，2014 年 7 月获银监会备案

批准开展上海市金融企业不良资产收购处置业务。公司吸纳处置公司的人员，于2014年6月设立了资产管理事业部，专门负责开展金融企业不良资产收购处置工作。2015年，公司新增收购不良资产包4个，收购规模占上海地区招标不良资产包市场份额20.8%。其中中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）的不良资产包2个，受让价格合计3.20亿元；平安银行股份有限公司（以下简称“平安银行”）不良资产包1个，受让价格1.22亿元；江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）不良资产包1个，受让价格2.12亿元。上述4个不良资产包抵押物主要为位于上海的商铺住宅工厂。2016年，公司新增收购工商银行不良资产包1个，受让价格2.09亿元。建设银行不良资产包1个，受让价格1.65亿元。截至2016年6月末，工商银行不良资产包完成部分清收，该不良资产包抵押物之一奉贤区洪庙厂房拍卖成交价格0.95亿元；江苏银行不良资产包完成部分清收；平安银行不良资产包部分清收。同时，公司积极探索尝试不良资产收购处置业务多种模式，完成6项受托收购项目，包括AMC另类投资爱建高登信托计划等，共计收购债权2.69亿元，确认服务费收入0.05亿元。公司已与四大资产管理公司建立了密切的联系，正在逐步积累业务经验，探索错位竞争力，未来公司将大力发展该板块业务，预计2016年及2017年投入资金将分别达到15亿元和30亿元。

图表8. 截至2016年6月末，上海国资不良资产收购处置业务明细（单位：亿元，%）

序号	购入年份	不良资产包来源	不良资产包原值	有抵押物的债权价值	抵押物主要类别	受让价格	已清收价值（万元）	已清收情况
1	2014	渤海银行	3.16	2.04	商铺住宅	0.82	1199.74	部分清收
2		工商银行	1.29	1.29	工厂住宅（奉贤区洪庙厂房等）	0.67	7628.74	部分清收
3		浙商银行	0.72	0.72	600万股国泰君安股权	0.50	8191.27	全部清收
4	2015	工商银行	2.88	1.00	商铺	1.05	21.24	部分清收
5		平安银行	5.38	3.54	商铺住宅	1.22	200.00	部分清收
6		江苏银行	6.58	4.24	商铺办公	2.12	1609.64	部分清收
7		工商银行	2.70	2.70	工厂商铺住宅	2.15	2704.23	部分清收
8	2016	建设银行	1.79	1.79	工厂	1.65	-	尚未清收
9		工商银行	7.76	7.76	工厂商铺	2.09	21310.00	全部清收
合计			32.26	25.08	-	12.27	42864.86	

资料来源：上海国资

### 3. 财务投资业务

上海国资通过下属子公司国鑫公司适时开展财务性投资。国鑫公司为独立的商业化运作，持有天津农村商业银行、杭州银行、上海银行的

股份，以及中国平安、交通银行等上市公司流通股。为了进一步丰富投资组合的多样性，2016年，公司开始积极尝试固定收益类投资。

2015年国鑫公司认购上海文广集团旗下百视通的三年期定向增发股份308万股，认购成本1.00亿元；认购中国华融H股1.00亿股，认购成本2.56亿元；承诺投资中国医药、柳州医药等定向增发项目。国鑫公司在2015年对所持杭州银行追加投资0.98亿元，增持900万股后，合计共持有杭州银行5700万股，为杭州银行第9大股东。截至本报告出具日，杭州银行已提出拟在上海证券交易所上市发行不超过6亿股人民币普通股，12月31日杭州银行IPO上市申请获中国证监会发行审核委员会审核通过。

图9. 截至2016年6月末，上海国资可供出售金融资产中主要财务投资情况（单位：亿元，%）

公司名称	投资公司	账面价值	截至2016年6月末公允价值	持股比例	股位次	投资时点
杭州银行股份有限公司	国鑫公司	3.44	3.44	2.42	9	2009年3月
中国平安保险(集团)股份有限公司	国鑫公司	0.35	4.81	0.07	小股东	2005年12月
交通银行	国鑫公司	0.05	0.16	0.0034	小股东	2006年4月及2010年6月
上海银行	国鑫公司、达盛资产	0.72	0.72	国鑫公司0.47%、达盛资产0.03%	小股东	2002年5月起多笔投入
天津农村商业银行股份有限公司	国鑫公司持有4.98%，达盛资产持有2.02%	7.84	7.84	国鑫公司持有4.65%，达盛资产持有1.89%	国鑫排名第6，达盛排名第8	2010年5月
上海白蝶管业科技股份有限公司	国鑫公司(成本)	0.02	0.02	7.00	4	2001年3月
新华都购物广场股份有限公司	国鑫公司(公允价值)	0.01	0.01	0.02	9	2011年12月
上海食品开发有限公司	国鑫公司(成本)	0.24	0.24	7.04	3(并列)	2012年3月
正海国鑫源(源和堂药业)	国鑫公司(成本)	0.20	0.20	45.98	-	2013年11月

资料来源：上海国资

为了进一步丰富投资组合的多样性，2016年4月，上海国资开始涉足固定收益类投资。截至2016年6月末，公司已完成固定收益类投资1.3亿元。公司主要投资对象为上海地区信托公司发行的信托收益权或资产管理计划，最终投向全部为政府融资平台类企业项目，项目主要集中在上海，期限为1-3年，收益率在5-6.5%左右。未来，公司将进一步加大此类投资的力度，积极拓宽投资领域，尝试投资以房地产公司为基础资产的非标类产品，预计2016年公司将累计投入资金11.42亿元。

## （五）公司财务质量

瑞华会计师事务所有限公司对上海国资的 2013-2015 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。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。公司在历次审计检查中未发现重大问题、未出现重大资产损失，未接受过通报、批评等情况。

根据 2015 年 1 月 7 日上海市政府专题会议及上海市国有资本运营平台投资决策委员会 2015 年 3 月 30 日相关会议纪要，公司将持有的上海南环高速公路建设发展有限公司（以下简称“南环高速”）股权（账面价值为 1.55 亿元）无偿划转给上海城投（集团）有限公司；将东郊宾馆股权（账面价值为 3.36 亿元）和同盛投资股权（账面价值为 4.00 亿元）无偿划转给上海市国资委。此外，公司于 2015 年 6 月 15 日取得上海国资委批复，将挂账其他应收款的 10.00 亿元上海市国资委的轨道交通偿债资金按照利润分配进行减资处理，同时调减未分配利润。国际集团已于 2015 年三季度向公司增资 5.00 亿元，并无偿划入两项股权价值约 11.00 亿元（上海农商行 1.99% 的股权及浦银金融租赁股份有限公司 10.17% 的股权）。

2015 年国泰君安上市后，公司将可供出售金融资产中的国泰君安股票由按成本法计量转为按公允价值计量，公司总资产有所增加，但由于 2015 年下半年我国证券市场波动加剧，公司所持上市公司股票价格相应下跌，公司资产规模因而受到影响，截至 2015 年末，公司合并口径资产总额为 796.75 亿元，股东权益为 546.31 亿元。2015 年，公司实现营业利润 8.75 亿元，净利润 8.66 亿元。

2016 年上半年，公司合并口径资产总额为 813.63 亿元，股东权益 557.58 亿元。得益于 2016 年上半年国泰君安实现大额分红 10.32 亿元，当期公司实现营业利润 14.49 亿元，净利润 14.55 亿元。

## 六、公司财务分析

### （一）公司盈利能力

上海国资持有较大规模优质股权，有助于增强公司的盈利能力。目前公司收入及利润来源主要为分红收益，历年来均较为可观和稳定，但未来被投资企业分红变动仍将影响公司的盈利稳定性。公司在一定程度上可通过处置存量股权平滑各年盈利水平，并通过开展金融企业不良资



产收购处置业务增强其盈利稳定性。公司持有的股权投资资质较好，可提供稳定的分红收益，但资产固化程度较高。

上海国资的收入及利润来源相对单一，主要为投资收益，且以持有期分红收益为主，历年来均较为可观和稳定，但未来被投资企业分红变动仍将影响公司的盈利稳定性。公司可对持有的部分股权投资进行处置，获取资本利得，进而平滑各年的收入和利润水平，但目前公司部分股权投资的处置仍受国际集团整体战略规划的影响。

从收入结构来看，上海国资金融板块具有较为稳定和高额的分红率，对公司的收入贡献较大，而非金融板块的收入贡献较不稳定。

图表 10. 上海国资主营业务板块收入构成情况 (单位: 亿元, %)

	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年上半年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
股权经营业务	8.09	95.87	8.25	91.72	11.57	85.68	15.75	93.38
其中：金融板块 股权经营业务	4.32	51.24	6.36	70.65	8.42	62.38	13.75	81.52
非金融板块股权 经营业务	3.77	44.63	1.77	19.63	3.03	22.42	1.52	9.02
其他业务板块	0.00	0.00	0.13	1.43	0.12	0.88	0.48	2.84
金融企业不良金 融资产收购处理 业务	0.00	0.00	0.01	0.16	0.30	2.25	0.47	2.76
财务投资	0.35	4.13	0.73	8.12	1.63	12.07	0.65	3.85
<b>合计</b>	<b>8.44</b>	<b>100.00</b>	<b>8.99</b>	<b>100.00</b>	<b>13.50</b>	<b>100.00</b>	<b>16.87</b>	<b>100.00</b>

资料来源：上海国资

上海国资持有国泰君安、中国太保、浦发银行、上海农商行等大量金融股权，以及深天马 A、上港集团、长发集团等非金融股权，资产获得成本较低，资产质量较好，可为公司带来较好的投资收益，有助于增强公司的盈利能力。

上海国资拥有上海市唯一一张金融企业不良资产收购处置业务牌照，可开展上海市金融企业不良资产收购处置业务，具有较强的逆周期性，有助于增强公司的盈利稳定性。但由于公司业务介入时间尚短，项目经验及风控经验有待进一步积累，业务盈利能力亦有待进一步检验。

上海国资期间费用主要集中在财务费用，均为利息支出。公司债务融资渠道由银行借款转变为直接融资，未来随着直接融资比例的提升，公司的财务成本将有降低的空间。

在上海市国资国企改革的大背景下，上海市属国有企业逐渐将迎来资产划分、划拨、重组、整合的高峰。国际集团正逐步剥离旗下的经营性资产，致力于发展成为上海地区的国有资本运营平台。我们将持续关

注国际集团系统股权资产出售梳理的进展。

## （二）公司偿债能力

2015 年上海国资开始通过发行债券等直接融资方式筹措中长期资金支持股权经营业务及金融企业不良资产收购处置等业务。公司刚性债务的期限结构有所延长，债务结构有所优化。

### 1. 债务分析

上海国资债务结构较为稳定，资产负债率呈逐年下降趋势，2013-2015 年各年末及 2016 年 6 月末，公司资产负债率分别为 39.60%、35.71%、31.43%和 31.47%，负债总额分别为 96.59 亿元、123.41 亿元、250.44 亿元和 256.05 亿元。

2015 年，上海国资开始通过发行债券等直接融资方式筹措中长期资金支持股权经营业务及金融企业不良资产收购处置等业务。公司于 2015 年发行了 30 亿元 5 年期公司债券、20 亿元 5 年期可交换债，2016 年公司发行了 10 亿元 5 年期公司债券、5 亿元 3 年期中期票据。2013-2015 年各年末及 2016 年 6 月末，公司短期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为 93.75%、86.00%、42.07%和 32.28%。公司刚性债务的期限结构有所延长，债务结构有所优化。

2014 年末，上海国资按新会计准则将 2012 年及 2013 年财务数据进行了追溯调整，将持有的中国太保及浦发银行等上市公司股权以公允价值计入了可供出售金融资产，实现了较大规模的浮盈及递延所得税负债。2015 年上半年，公司将可供出售金融资产中的国泰君安由按成本计量转为按公允价值计量，致使浮盈及递延所得税负债规模进一步扩大。2013-2015 年各年末及 2016 年 6 月末，公司递延所得税负债分别达 27.11 亿元、50.59 亿元、156.59 亿元和 156.00 亿元，占非流动负债的比重分别为 86.05%、83.32%、74.49%和 69.98%，公司负债较为稳定。

### 公司过往债务履约情况

截至 2016 年 6 月末，上海国资合并口径借款总额为 33.65 亿元，占负债总额的比重为 13.14%。除衡高置业公司 1.95 亿抵押借款和国鑫公司为公司提供担保的 3 亿元保证借款外，均为信用借款。

### 2. 现金流分析

上海国资主营业务以投资为主，公司经营性现金流量规模较小，主要为购买及处置不良资产包及往来款项的现金流动。2015 年，公司不良

资产收购处置业务现金支出加大，经营活动产生的现金流缺口加大。2013-2015 年及 2016 年上半年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.44 亿元、-3.47 亿元-8.34 亿元和-1.74 亿元。

上海国资投资性现金流规模较大，流入主要为股权分红及股权出售或转让，流出主要为股权投资及金融产品投资。近年来，公司通过股权分红获取的现金流逐年稳步上升，得益于 2016 年上半年公司获得国泰君安大额分红 10.32 亿元，公司 2016 年上半年取得投资收益收到的现金大幅增加，2013-2015 年及 2016 年上半年取得投资收益收到的现金分别为 5.21 亿元、7.41 亿元、9.40 亿元和 14.32 亿元。公司通过股权出售或转让获取的现金以及投资支付的现金较不稳定，主要由于公司购买现金丰利信托产品、参与国债逆回购、参与定向增发以及投资固定收益类产品所致。2013-2015 年及 2016 年上半年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 11.95 亿元、1.44 亿元、-5.37 亿元和-9.27 亿元。

为降低融资成本，上海国资短期借款使用较多，借款滚动频繁，筹资性现金流规模较大，取得借款收到的现金及偿还债务支付的现金均维持在较高水平，2013-2015 年及 2016 年上半年，公司取得借款收到的现金分别为 56.50 亿元、62.50 亿元、63.30 亿元和 38.20 亿元，同期偿还债务支付的现金分别为 62.80 亿元、59.00 亿元、91.52 亿元和 47.03 亿元。公司通过各种资金管理方式降低财务成本，2015 年偿付利息支出的现金较上年同期相比有所增加，主要系公司发行债务后总融资量有所上升，但由于公司总融资成本有所下降，偿付利息支出的现金总体变化较小。2013-2015 年及 2016 年上半年分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 4.21 亿元、3.95 亿元 4.05 亿元和 2.57 亿元，同期公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-10.51 亿元、-0.46 亿元、22.36 亿元和 3.54 亿元。

整体来看，上海国资的现金流主要集中于投资活动及筹资活动，经营性现金流规模较小，2015 年公司在金融企业不良资产收购处置业务中投入资金较多，非筹资性现金净流入量对短期刚性债务及负债总额的覆盖降至较低水平。

图表 11. 上海国资现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年
EBITDA/利息支出 (倍)	1.95	2.10	3.08
EBITDA/短期刚性债务 (倍)	0.14	0.13	0.26
非筹资性现金净流入量与短期刚性债务比率 (%)	20.11	-3.28	-27.54
非筹资性现金净流入量与负债总额比率 (%)	11.34	-1.85	-7.33

资料来源：上海国资

### 3. 资产质量分析

2013-2015 年各年末及 2016 年 6 月末，上海国资总资产规模分别为 243.92 亿元、345.56 亿元、796.75 亿元和 813.63 亿元，公司将所持国泰君安股权转为按公允价值计量后，总资产较 2014 年末显著增长，但资产规模受股票价值波动的影响也有进一步加大。2013-2015 年各年末及 2016 年 6 月末，可供出售金融资产占公司总资产的比重分别为 90.78%、92.93%、96.02%和 97.00%。可供出售金融资产中按公允价值计量的权益工具主要包括中国太保、国泰君安、上港集团、深天马 A、中国平安、交通银行等上市公司股票，其中中国太保、国泰君安股票变现受国际集团统筹规划，上港集团、中国平安、交通银行等股票可随时变现。以成本计入可供出售金融资产的股权投资主要包括国泰君安投资管理公司、上海农商行等非上市公司股权，资产质量较好，但固化程度较高。

上海国资的流动资产主要为货币资金和其他应收款，截至 2016 年 6 月末，公司持有货币资金 7.63 亿元；持有其他应收款 0.77 亿元，较 2014 年末减少 10.28 亿元，主要包含了 2004 年划给上海市国资委的轨道交通偿债资金 10.00 亿元的调减。公司于 2015 年 6 月 15 日取得上海国资委批复，将该笔款项作为上交国资盘活存量收益，按照利润分配进行账务处理，同时调减未分配利润 10.00 亿元。

整体而言，上海国资资产固化程度较高，流动性指标整体偏弱。未来随着中国太保等资产的逐步盘活，公司面临的流动性压力将得到缓解。公司持有的按成本计量的可供出售金融资产资质均较好。鉴于公司持有的按公允价值计量的可供出售金融资产规模大，其市值波动将对公司的资产规模造成显著影响。

图表 12. 上海国资流动性指标情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年上半年
货币资金（亿元）	8.95	6.46	15.11	7.63
短期刚性债务（亿元）	63.00	60.80	38.77	31.78
短期刚性债务现金覆盖率（%）	14.21	13.91	59.44	51.43
流动比率（%）	30.47	33.79	70.85	65.66

资料来源：上海国资

## 七、公司抗风险能力/外部支持

### （一）自身抗风险能力

上海国资为国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委，可

获得国际集团及上海市政府的大力支持。公司持有的股权质量较好，获得成本较低，可为公司带来较好的投资收益。

### **(1) 外部环境良好**

上海建设国际金融中心与国际航运中心的战略定位以及上海市政府贯彻“两个中心”建设的实施举措，为上海国资提供了良好的政策环境和发展机遇。

### **(2) 股东支持力度大**

上海国资为国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委，公司在国际集团及上海国资委系统中具有重要地位，可获得国际集团及上海市政府的大力支持。

### **(3) 资产质量好**

上海国资重点持有国泰君安、中国太保、浦发银行、上海农商行等各类金融机构股权，以及深天马、上港集团、长发集团等非金融股权，持有的股权质量较好，获得成本较低，可为公司带来较好的投资收益。

## **(二) 外部支持**

上海国资为国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委，公司在国际集团及上海国资委系统中具有重要地位，可获得国际集团及上海市政府的大力支持。同时，上海国际集团给予公司 10.00 亿元的 2 年期循环授信，作为流动性支持，该笔授信利率为 3.915%。

上海国资与多家银行保持了良好合作关系，获得资金周转与补充的间接融资渠道畅通，具有较强的融资能力。截至 2016 年 6 月末，公司共获得各银行授信额度 132.00 亿元，其中尚有 104.35 亿元未使用，未使用额度占授信额度的 79.05%。

## **八、本期债券偿付保障分析**

### **(一) 具有较强可持续性的盈利积累**

上海国资业务发展相对较稳定，2013-2015 年及 2016 年上半年分别实现净利润 3.74 亿元、4.36 亿元 8.66 亿元和 14.55 亿元，为本期债券本息偿付提供了较好保障。

## （二）持有大规模优质股权

上海国资持有国泰君安、中国太保、浦发银行、上海农商行等大量金融股权，以及深天马 A、上港集团、长发集团等非金融股权，资产获得成本较低，资产质量较好，有助于保障本期债券的本息偿付。

## （三）可获得国际集团及上海市政府的大力支持

上海国资为国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委。公司在上海国际金融中心的建设中发挥了积极作用，是国际集团系统战略性金融资产的重要持股公司，在国际集团开展国有资本运营的最主要实施主体，在国际集团及上海国资委系统中具有重要地位，可获得国际集团及上海市政府的大力支持。

## 九、结论

上海国资为一人独资有限责任公司（法人独资），是国际集团的全资子公司，实际控制人为上海市国资委，是国际集团系统战略性金融资产的重要持股公司，在国际集团开展国有资本运营的最主要实施主体，在国际集团及上海国资委系统中具有重要地位，可获得国际集团及上海市政府的大力支持。

上海国资持有的股权投资资产质量较好，获得成本较低，历年均获得了可观和稳定的分红收益，但其中部分股权受上海市政府整体布局规划，为战略性持有，暂时无法变现。公司持有的中国太保等股票已累计巨额浮盈，其余市场化运作项目亦浮盈较多。公司于 2014 年获金融企业不良资产收购处置业务牌照，可开展上海市金融机构的不良资产收购处置业务。

上海国资的盈利来源相对单一，主要为分红收益，历年来均较为可观和稳定，但未来被投资企业分红变动仍将影响公司的盈利稳定性。公司在一定程度上可通过处置存量股权平滑各年盈利水平，并通过开展金融企业不良资产收购处置业务增强其盈利稳定性。

得益于 2015 年上半年国泰君安上市，上海国资所持股权大幅增值，2015 年以来公司资产规模大幅增加。公司开始通过发行债券等直接融资方式筹措中长期资金支持股权经营业务及金融企业不良资产收购处置等业务，公司刚性债务的期限结构有所延长，债务结构有所优化，但得益于资本实力的提升，公司整体杠杆水平较为稳定。

## 跟踪评级安排

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

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后2个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

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

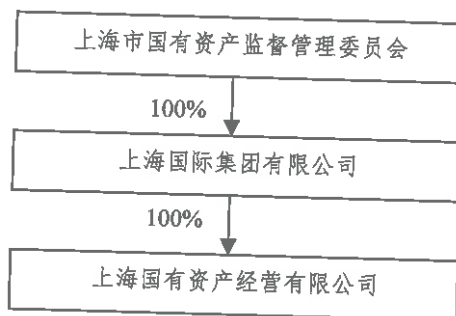
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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。

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

附录一：

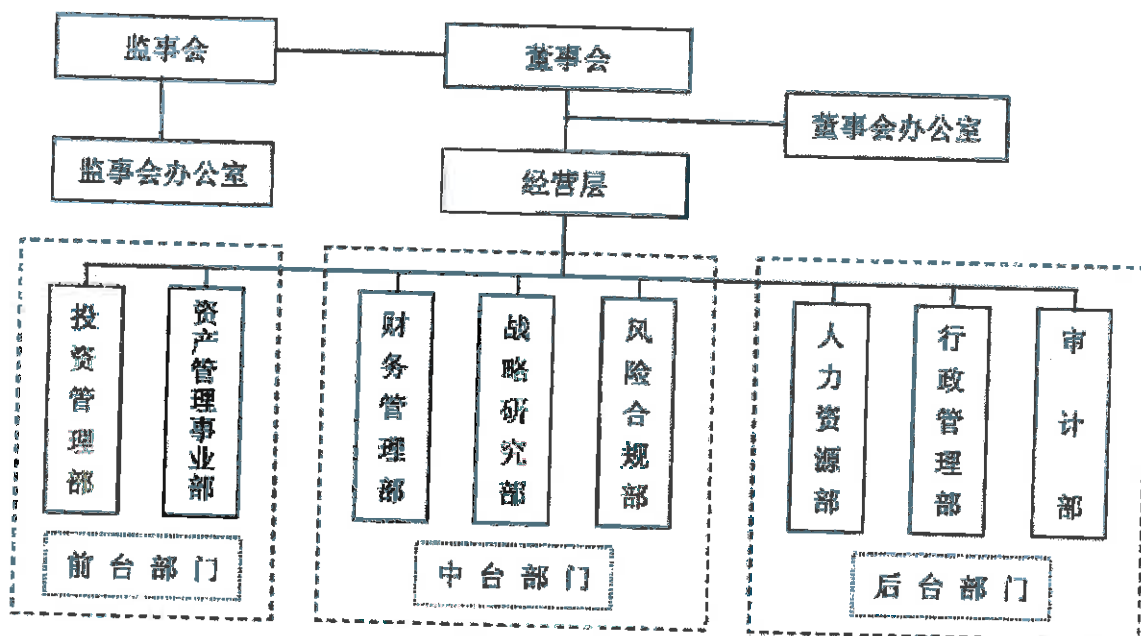
## 公司与实际控制人关系图



注：根据上海国资提供的资料绘制（截至2016年6月末）

附录二：

## 公司组织结构图



注：根据上海国资提供的资料绘制（截至2016年6月末）



附录三：

## 公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		注册资本 (亿元)	母公司 持股比例 (%)	主营业务
全称	简称			
上海国鑫投资发展有限公司	国鑫投资	20.00	100.00	投资及投资管理、投资咨询、财务顾问、国内贸易
上海国智置业发展有限公司	国智置业	5.00	100.00	土地收购、置换、储备及前期工作，房产开发，财务顾问，投资咨询等业务
上海达盛资产经营有限公司	达盛资产	5.00	100.00	实业投资，投资管理，受托投资，财务顾问，投资咨询等
上海街高置业有限公司	街高置业	1.00	60.00	房地产经营、开发，建筑装饰材料的销售
上海城高资产经营有限公司	城高资产	3.15	100.00	资产经营、投资管理、实业投资、投资顾问、资产托管

注：根据上海国鑫 2015 年度审计报告附注整理

附录四：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年 上半年
资产总额 [亿元]	243.92	345.56	796.75	813.63
货币资金 [亿元]	8.95	6.46	15.11	7.63
刚性债务[亿元]	67.20	70.70	92.15	98.44
所有者权益 [亿元]	147.33	222.15	546.31	557.58
营业收入[亿元]	—	0.01	0.31	0.61
净利润 [亿元]	3.74	4.36	8.66	14.55
EBITDA[亿元]	8.23	8.32	12.83	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.44	-3.47	-8.34	-1.74
投资性现金净流入量[亿元]	11.95	1.44	-5.37	-9.27
资产负债率[%]	39.60	35.71	31.43	31.47
长期资本固定化比率[%]	125.30	114.68	101.55	101.46
权益资本与刚性债务比率[%]	219.24	314.24	592.88	566.39
流动比率[%]	30.47	33.79	70.85	65.66
速动比率 [%]	30.30	31.68	59.80	51.64
现金比率[%]	13.75	13.49	57.31	49.33
利息保障倍数[倍]	1.95	2.10	3.06	—
有形净值债务率[%]	65.56	55.57	45.84	45.92
营运资金与非流动负债比率[%]	-143.63	-68.37	-5.57	-5.10
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	—	—	—	—
存货周转速度[次]	—	—	—	—
固定资产周转速度[次]	—	0.46	8.44	15.86
总资产周转速度[次]	—	0.00	0.00	0.00
毛利率[%]	—	100.00	100.00	100.00
营业利润率[%]	—	29690.28	2788.68	2394.80
总资产报酬率[%]	3.25	2.82	2.24	—
净资产收益率[%]	2.48	2.36	2.25	—
净资产收益率*[%]	2.48	2.36	2.25	—
营业收入现金率[%]	—	—	3.56	456.54
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.71	-5.44	-16.22	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.43	-3.16	-4.46	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	18.48	-3.18	-26.65	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.34	-1.85	-7.33	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.95	2.10	3.08	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.12	0.16	—

注：根据上海国有资产经营有限公司经审计的2013~2015年财务数据和未经审计的2016年上半年财务数据整理、计算。

附录五：

## 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。

附录六：

## 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。