

上海国有资产经营有限公司
2015 年公司债券及 2016 年公司债券
跟踪评级报告

主体信用等级： AAA 级

15 沪国资信用等级： AAA 级

16 沪国资信用等级： AAA 级

评级时间： 2017 年 6 月 26 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.

上海国有资产经营有限公司 2015 年公司债券及 2016 年公司债券跟踪评级报告 概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100249】

跟踪对象: 上海国有资产经营有限公司 2015 年公司债券及 2016 年公司债券

	本次		前次	
	主体评级/展望/债项	评级时间	主体评级/展望/债项	评级时间
15 沪国资	AAA/稳定/AAA	2017 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 6 月
16 沪国资	AAA/稳定/AAA	2017 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 6 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据				
货币资金	3.91	12.34	2.45	17.25
刚性债务	78.20	95.87	98.27	99.06
所有者权益	154.46	477.73	408.38	415.30
经营性现金净流入量	-2.37	-8.66	-9.57	-3.92
合并数据及指标				
总资产	345.56	796.75	722.68	749.91
总负债	123.41	250.44	236.85	257.21
刚性债务	70.70	92.15	104.51	110.50
应付债券	-	49.67	64.97	65.06
所有者权益	222.15	546.31	485.83	492.69
营业收入	0.01	0.31	0.83	0.17
净利润	4.36	8.66	19.56	6.95
经营性现金净流入量	-3.47	-8.34	-11.45	-4.83
EBITDA	8.32	12.83	28.67	8.04
资产负债率[%]	35.71	31.43	32.77	34.30
权益资本与刚性债务 比率[%]	314.24	592.88	464.86	445.85
流动比率[%]	33.79	70.85	70.27	80.04
现金比率[%]	13.49	57.31	52.70	68.32
利息保障倍数[倍]	2.10	3.06	5.73	7.27
净资产收益率[%]	2.36	2.25	3.79	-
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-3.16	-4.46	-4.70	-
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	-1.85	-7.33	-7.75	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.10	3.08	6.88	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.16	0.29	-

注: 根据上海国有资产经营有限公司经审计的 2014-2016 年财务数据和未经审计的 2017 年一季度财务数据整理、计算。

分析师

刘兴堂 liuxingtang@shxsj.com
何泳董 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

跟踪评级观点

跟踪期内, 得益于国泰君安和中国太保的大额分红及部分存量股权处置收益, 该公司盈利规模大幅上升。但受 2016 年市场行情影响, 股票市值波动导致公司资产规模有所下降。公司整体杠杆水平较为稳定。通过发行债券等直接融资方式筹措中长期资金支持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。

- **外部环境良好。**上海市政府贯彻“四个中心”建设的实施举措, 为该公司提供了良好的政策环境和发展机遇。
- **股东支持力度大。**该公司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。**该公司持有大量优质股权, 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。**该公司具备上海地区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。
- **盈利来源相对单一。**该公司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可能影响公司的盈利稳定性。
- **资产固化程度较高。**该公司战略性投资较多, 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。**该公司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。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

跟踪评级报告

按照上海国有资产经营有限公司 2015 年和 2016 年公司债券(以下简称“15 沪国资”和“16 沪国资”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据上海国有资产经营有限公司(以下简称“上海国资”、该公司或公司)提供的经审计的 2016 年财务报表及相关经营数据和未经审计的 2017 年一季度财务报表及相关经营数据,对上海国资的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

经中国证监会证监许可【2015】2362 号文件批准,该公司于 2015 年 11 月和 2016 年 1 月分别公开发行了 30.00 亿元和 10.00 亿元人民币公司债券,期限均为 5 年。

截至本评级报告出具日,该公司已发行且尚在存续期内的债券余额为 80 亿元,付息情况正常。

图表 1. 截至本评级报告出具日公司已发行尚未到期债券情况

债券名称	种类	起息时间	发行金额 (亿元)	票面利率 (%)	到期日
15 沪国资	公司债	2015 年 11 月	30.00	4.00	2020 年 11 月 11 日
16 沪国资	公司债	2016 年 1 月	10.00	3.00	2021 年 1 月 15 日
15 国资 EB	可交换债	2015 年 12 月	20.00	1.70	2020 年 12 月 8 日
16 沪国资 MTN001	中期票据	2016 年 4 月	5.00	3.49	2019 年 4 月 26 日
17 沪国资 SCP001	超短期融资 债券	2017 年 3 月	15.00	3.80	2017 年 9 月 12 日
合计	-	-	80.00	-	-

资料来源:上海国资

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

截至 2017 年 3 月末,该公司股权结构未发生变化,上海国际集团有限公司(以下简称“国际集团”)仍持有公司 100% 股权,上海市国有资产监督管理委员会(以下简称“上海市国资委”)为公司实际控制人。

截至 2016 年末，该公司纳入合并范围的二级子公司仍共 5 家。

该公司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。截至 2016 年末，公司的关联交易全部为与子公司之间的拆借资金。公司同子公司的关联交易定价均低于市场价格。

图表 2. 截至 2016 年末该公司关联交易情况 (单位: 亿元, 年, %)

关联方	拆借金额	起始日期	到期日期	期限	利率
拆出资金					
上海国鑫投资发展有限公司	2.00	2016/04/15	2017/04/13	1 年	3.92
上海衡高置业有限公司	1.80	2015/01/27	2020/01/21	5 年	4.75
上海衡高置业有限公司	0.20	2016/06/08	2019/06/03	3 年	4.75
拆入资金					
上海达盛资产经营有限公司	3.50	2015/12/18	2018/12/17	3 年	0.10
上海国智置业发展有限公司	1.70	2016/02/05	2017/02/04	1 年	3.50
上海城高资产经营有限公司	3.00	2016/12/28	2019/12/20	3 年	4.75

资料来源：上海国资

(二) 业务运营

该公司重点持有国泰君安、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。

截至 2017 年 3 月末，该公司下设上海国鑫投资发展有限公司(以下简称“国鑫公司”)、上海城高资产经营有限公司(以下简称“城高资产”)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；城高资产从事资产经营、投资管理、实业投资，负责金融机构不良资产收购、处置业务，同时为企业重组、收购、改制提供专业咨询服务。

1. 股权经营业务

该公司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 2017 年 3 月末，该公司持有国泰君安 25.57%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2017年3月末，国泰君安注册资本为76.25亿元人民币，合并口径总资产3907.32亿元，所有者权益1102.73亿元，母公司在全国29个省市成立了30家分公司和368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，2016年母公司口径代理买卖证券业务净收入市场份额为4.16%，排名行业第1位，股票基金交易额排名行业第3位；2016年末两融业务区间交易量排名行业第5位，受托资产管理业务本金总额位居行业第3位。国泰君安各项业务发展平稳，市场地位持续巩固。截至2017年3月末，公司将所持国泰君安股份纳入可供出售金融资产，以公允价值入账362.38亿元。2017年4月11日，国泰君安在香港联交所上市（股票代码：02611），2017年4月28日，在行使超额配股权之后，国泰君安注册资本变更为87.14亿元，公司持有国泰君安23.56%的股份，仍为国泰君安第一大股东。

截至2017年3月末，该公司合计持有中国太保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，为全国约1.04亿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2016年末，中国太保内含价值2459.39亿元，较上年末增长19.61%，其中有效业务价值1012.88亿元，较上年末增长11.85%；寿险实现一年新业务价值190.41亿元，同比增长56.46%；财产保险业务综合成本率99.2%，同比下降0.6个百分点；中国太保投资资产总投资收益率5.2%，同比下降2.1个百分点，净值增长率4.0%，同比下降4.2个百分点。2017年一季度，中国太保寿险市场占有率为5.66%，位列寿险行业第4位；同期财产险原保费市场占有率为9.91%，位列财险行业第3位。截至2017年3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117.77亿元。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2017年3月末，该公司通过下属子公司国鑫公司持有浦发银行1.92%的股份，此外，国际集团直接持有浦发银行19.53%的股

份，并通过控股子公司上海上国投资产管理有限公司持有浦发银行 4.97% 的股份，通过控股子公司上海国际集团资产管理有限公司持有浦发银行 0.13% 的股份，故国际集团为浦发银行合并持股第一大股东。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。2016 年 6 月浦发银行实施 2015 年度利润分配方案，每 10 股派送现金股利人民币 5.15 元（含税），以资本公积按普通股每 10 股转增 1 股。截至 2017 年 3 月末，浦发银行注册资本金为 186.53 亿元，实收资本为 216.18 亿元，前十大股东持股比例为 73.63%，上海国际集团直接和间接持有该行 26.55% 的股份，仍为该行合并持股第一大股东。浦发银行依托遍布全国的营业网点，以及多年经营积累形成的品牌优势，公司金融和零售金融业务持续发展，业务渠道和产品不断丰富。截至 2017 年 3 月末，浦发银行总资产 58896.63 亿元，位列所有上市商业银行第 10 位；所有者权益 3852.71 亿元，位列所有上市商业银行第 9 位；吸收存款合计 30975.27 亿元，位列所有上市商业银行第 9 位；发放贷款及垫款合计 28409.44 亿元，位列所有上市商业银行第 9 位。2016 年以来，受宏观经济增速放缓的影响，浦发银行信贷资产质量持续下行，逾期贷款的管理与清收情况亦需关注，未来，浦发银行资产质量仍将面临下行压力。截至 2016 年末，浦发银行不良贷款率为 1.89%，拨备覆盖率为 169.13%，核心一级资本充足率为 8.53%，资本充足率为 11.65%。截至 2017 年 3 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 67.24 亿元。

截至 2017 年 3 月末，该公司持有上海农商行 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 2016 年末，上海农商行拥有 420 家营业网点，总资产 7108.81 亿元，本外币各项存款余额和贷款余额分别为 5537.75 亿元和 3390.71 亿元，在上海地区的市场占比分别为 7.22% 和 6.05%，不良贷款率为 1.29%，资本充足率为 12.39%，核心一级资本充足率为 10.56%。截至 2016 年末，公司以投资成本净额 16.85 亿元将上海农商行纳入可供出售金融资产。

图表 3. 截至 2017 年 3 月末, 该公司可供出售金融资产中主要金融股权投资
 资明细 (单位: 亿元, %)

公司名称	投资公司	账面价值	持股比例	股比位次	投资时点
国泰君安证券股份有限公司	母公司	362.38	25.57	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%	126.94	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	5	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	67.24	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	2	2005 年起, 2010 年增资
天津银行股份有限公司	母公司	3.28	1.14	-	2010 年 12 月
东方人寿保险股份有限公司	母公司	0.00 ¹	10.00	2	2001 年 12 月

资料来源: 上海国资

该公司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。

该公司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。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。2016 年公司出售深天马 A 1640 万股, 确认收入 3.62 亿元, 实现投资收益 1.47 亿元。

该公司分别持有上港集团、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 8.85 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

¹ 东方人寿于 2004 年被保监会暂停开展新业务, 且其重组可能性很小, 面临破产清算的困境, 截至 2015 年末, 该公司已对出资额 0.80 亿元计提减值准备 0.70 亿元, 跟踪期内, 公司对剩余 0.10 亿元计提减值准备。

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 4. 截至 2017 年 3 月末，该公司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
浦银金融租赁股份有限公司	母公司（成本）	3.70	10.17	3	2015 年 11 月
深天马 A	母公司（公允价值）	1.67	-	-	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）	8.85	0.75	8	2006 年 10 月

资料来源：上海国资

整体来看，该公司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 月该公司获上海市政府授权，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。截至 2016 年底公司共收购 9 个资产包、5 个单项债权，收购债权合计 43.14 亿元，投入 21.59 亿元。处置部分抵（质）押资产，清收回现共 5.20 亿元。为积极推进业务创新，探索有益业务模式，拓宽不良债权收购领域，在有效控制风险并获得预期收益的同

时，扩大市场影响力和占有率，公司于2016年6月底开始参与招商银行和萃2016年第三期不良资产证券化项目，9月申购1.72亿元的次级档证券份额，参与招商银行2016年和萃三期不良资产证券化项目，并担任流动性支持机构和资产服务顾问角色。10月申购1.32亿元次级档证券份额，参与交通银行2016年一期不良资产证券化项目。2017年上半年，公司收购工行SH01、02资产包和建行单户，投资4.65亿元。清收回笼资金1.725万元。

随着全国银行业不良贷款的持续双升，上海地区由于合理的经济结构和良好经济发展趋势，不良贷款率和余额持续双降。2016年11月7日，根据中国银监会办公厅《关于公布陕西省、青海省、黑龙江省、浙江省、上海市地方资产管理公司名单的通知》（银监办便函〔2016〕1862号），上海睿银盛嘉资产管理有限公司（以下简称“睿银盛嘉资管”）成为上海地区继该公司之后成立的第二家地方AMC，睿银盛嘉资管注册资本10亿元，由上海地方国有资本联合民营资本共同出资成立。睿银盛嘉资管的成立或将对公司不良资产收购处置业务产生影响。

3. 财务投资业务

该公司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。

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。2016年10月，杭州银行在上海证券交易所上市（股票代码：600926），注册资本增至26.17亿元，公司通过国鑫公司持有杭州银行2.13%的股份，为杭州银行第九大股东。截至2017年3月末，公司将所持杭州银行股份纳入可供出售金融资产，以公允价值入账11.69亿元。2016年11月，上海银行在上海证券交易所上市（股票代码：601229），注册资本增至60.04亿元，公司通过国鑫公司和达盛资产合计持有上海银行0.38%的股份，截至2017年3月末，将所持有的上海银行股份纳入可供出售金融资产，以公允价值入账5.37亿元。

国鑫公司在2016年按计划减持中国平安保险（集团）股份有限公司664.4万股、中国华融H股1581.4万股、所持全部新华都购物

广场股份有限公司以及全部国联安（上海建工）股份，回收总金额 3.76 亿元，实现投资收益总额为 2.59 亿元。

图表 5. 截至 2017 年 3 月末，该公司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 2017 年 3 月末公允价值	持股比例	股比位次	投资时点
杭州银行股份有限公司	国鑫公司	3.37	11.69	2.13	9	2009 年 3 月
中国平安保险（集团）股份有限公司	国鑫公司	0.18	2.38	0.07	小股东	2005 年 12 月
交通银行	国鑫公司	0.05	0.15	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	0.71	5.37	国鑫公司 0.36%、达盛资产 0.02%	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、达盛资产	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
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，该公司开始涉足固定收益类投资。截至 2016 年末，公司已完成固定收益类投资 11.08 亿元。公司主要投资对象为信托公司发行的信托收益权或资产管理计划，项目主要集中在上海，期限为 1-3 年，收益率在 5-6.5% 左右。2017 年一季度，公司在维持原有项目类型偏好和期限结构的基础上，继续加大固定收益类投资规模，完成投资 2.20 亿元。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 2017 年公司将累计投入资金 6.5 亿元。

（三）财务质量

该公司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及部分存量股权处置收益，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可能影响公司的盈利稳定性。公司关注并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。2015 年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。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。

瑞华会计师事务所有限公司对该公司的 2016 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，该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，该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，公司总资产大幅增加，但由于 2016 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 2016 年末，公司合并口径资产总额为 722.68 亿元，股东权益为 485.83 亿元。得益于公司所持国泰君安股份 2016 年分红 10.32 亿元，所持中国太保股份 2016 年分红 4.57 亿元，以及公司处置部分存量股权实现投资收益 2.59 亿元，2016 年，公司实现营业利润 19.79 亿元，净利润 19.56 亿元。截至 2017 年 3 月末，公司合并口径资产总额为 749.91 亿元，股东权益为 492.69 亿元。2017 年一季度，公司实现营业利润 6.96 亿元，净利润 6.95 亿元。

盈利能力方面，该公司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可能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。

从收入结构来看，该公司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一般。

图表 6. 该公司主营业务板块收入构成情况（单位：亿元，%）

	2014 年		2015 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
股权经营业务	8.25	91.72	11.57	85.68	21.43	82.57
其中：金融板块股权投资经营业务	6.36	70.65	8.42	62.38	18.35	70.69
非金融板块股权投资经营业务	1.77	19.63	3.03	22.42	1.87	7.22
其他业务板块	0.13	1.43	0.12	0.88	1.21	4.65
金融企业不良金融资产收购处理业务	0.01	0.16	0.30	2.25	0.93	3.60
财务投资	0.73	8.12	1.63	12.07	3.59	13.83
合计	9.00	100.00	13.51	100.00	25.95	100.00

资料来源：上海国资

该公司持有国泰君安、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。

该公司拥有上海市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。但由于公司该项业务正处于成长阶段，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。

该公司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。国际集团已明确定位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国资运营和投资管理的后续发展。

偿债能力方面，该公司债务结构较为稳定，资产负债率呈逐年

下降趋势，2014-2016年末及2017年3月末，公司资产负债率分别为35.71%、31.43%、32.77%和34.30%，负债总额分别为123.41亿元、250.44亿元、236.85亿元和257.21亿元。

2015年，该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。2014-2016年末及2017年3月末，公司短期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为86.00%、42.07%、36.10%和39.48%。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，该公司按新会计准则将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。2014-2016年末及2017年3月末，公司递延所得税负债分别达50.59亿元、156.59亿元、130.48亿元和130.44亿元，占非流动负债的比重分别为83.32%、74.49%、66.05%和66.02%，公司负债较为稳定。

公司借款方面，截至2017年3月末，该公司合并口径借款总额为45.44亿元，占负债总额的比重为17.67%。除衡高置业公司1.91亿元抵押借款、国鑫公司为公司提供担保的3亿元保证借款和公司本部为国鑫公司提供2亿元保证借款外，均为信用借款。

现金流方面，该公司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年以来，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。2014-2016年及2017年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-3.47亿元、-8.34亿元、-11.45亿元和-4.83亿元。

该公司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，2014-2016年及2017年一季度取得投资收益收到的现金分别为7.41亿元、9.40亿元、19.20亿元和7.79亿元。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，2014-2016 年及 2017 年一季度公司投资支付的现金分别为 53.65 亿元、26.76 亿元、48.41 亿元和 20.10 亿元。2014-2016 年及 2017 年一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 1.44 亿元、-5.37 亿元、-7.42 亿元和 0.81 亿元。

2014-2016 年及 2017 年一季度，公司取得借款收到的现金分别为 62.50 亿元、63.30 亿元、57.83 亿元和 34.40 亿元，同期偿还债务支付的现金分别为 59.00 亿元、91.52 亿元、60.77 亿元和 29.32 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。2014-2016 年及 2017 年一季度分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 3.95 亿元、4.05 亿元、4.79 亿元和 0.82 亿元，同期公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 -0.46 亿元、22.36 亿元、7.21 亿元和 20.08 亿元。

整体来看，该公司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 年以来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 7. 该公司现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年
EBITDA/利息支出（倍）	2.10	3.08	6.88
EBITDA/短期刚性债务（倍）	0.13	0.26	0.75
非筹资性现金净流入量与短期刚性债务比率（%）	-3.28	-27.54	-49.35
非筹资性现金净流入量与负债总额比率（%）	-1.85	-7.33	-7.75

资料来源：上海国资

资产质量方面，2014-2016 年末及 2017 年 3 月末，该公司总资产规模分别为 345.56 亿元、796.75 亿元、722.68 亿元和 749.91 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。2014-2016 年末及 2017 年 3 月末，可供出售金融资产占公司总资产的比重分别为 92.93%、96.02%、95.93%和 93.39%。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。

该公司的流动资产主要为货币资金和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，截至 2016 年末，公司持有货币资金 3.44 亿元，较 2015 年末下降 11.67 亿元，主要系公司将闲置资金投向了流动性较好的货币基金和金融机构理财产品；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 17.28 亿元，较 2015 年末增加 9.35 亿元，主要系公司将 2016 年收购的不良资产包按照受让价格计入该科目所致。截至 2017 年 3 月末，公司持有货币资金 19.50 亿元；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 21.24 亿元。

整体而言，该公司资产固化程度较高，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 8. 该公司流动性指标情况

项目	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 3 月末
货币资金（亿元）	6.46	15.11	3.44	19.50
短期刚性债务（亿元）	60.80	38.77	37.73	43.63
短期刚性债务现金覆盖率（%）	13.91	59.44	54.91	93.36
流动比率（%）	33.79	70.85	70.27	80.04

资料来源：上海国资

该公司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 2017 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度 150.00 亿元，尚有 104.56 亿元未使用。

跟踪期内，得益于国泰君安和中国太保的大额分红以及部分存量股权处置收益，该公司盈利规模大幅上升。但受 2016 年市场行情影响，股票市值波动导致公司资产规模有所下降。公司整体杠杆水平较为稳定。通过发行债券等直接融资方式筹措中长期资金支持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。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济变化对该公司股权投资企业经营情况的影响；（2）证券市场价格波动对公司资产规模和结构的影响；（3）公司资产固化程度相对较高对公司后续经

营的影响；（4）公司被投资企业分红变动对公司盈利稳定性的影响；（5）睿银盛嘉资管的成立对公司不良资产收购处置业务的影响。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年一季度
资产总额 [亿元]	345.56	796.75	722.68	749.91
货币资金 [亿元]	6.46	15.11	3.44	19.50
刚性债务 [亿元]	70.70	92.15	104.51	110.50
所有者权益 [亿元]	222.15	546.31	485.83	492.69
营业收入 [亿元]	0.01	0.31	0.83	0.17
净利润 [亿元]	4.36	8.66	19.56	6.95
EBITDA [亿元]	8.32	12.83	28.67	8.04
经营性现金净流入量 [亿元]	-3.47	-8.34	-11.45	-4.83
投资性现金净流入量 [亿元]	1.44	-5.37	-7.42	0.81
资产负债率[%]	35.71	31.43	32.77	34.30
长期资本固定化比率[%]	114.68	101.55	101.71	101.72
权益资本与刚性债务比率[%]	314.24	592.88	464.86	445.85
流动比率[%]	33.79	70.85	70.27	80.04
速动比率[%]	31.68	59.80	56.20	70.55
现金比率[%]	13.49	57.31	52.70	68.32
利息保障倍数[倍]	2.10	3.06	5.73	7.27
有形净值债务率[%]	55.57	45.84	48.75	52.21
营运资金与非流动负债比率[%]	-68.37	-5.57	-5.92	-6.02
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	—	—	355.84	—
存货周转速度[次]	—	—	—	—
固定资产周转速度[次]	0.46	8.44	22.33	4.43
总资产周转速度[次]	—	—	—	—
毛利率[%]	100.00	100.00	99.67	99.58
营业利润率[%]	29690.28	2788.68	2370.09	4141.45
总资产报酬率[%]	2.82	2.24	3.14	—
净资产收益率[%]	2.36	2.25	3.79	—
净资产收益率* [%]	2.36	2.25	3.79	—
营业收入现金率[%]	—	3.56	3.84	171.03
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	-5.44	-16.22	-28.80	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.16	-4.46	-4.70	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	-3.18	-26.65	-47.48	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.85	-7.33	-7.75	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.10	3.08	6.88	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.16	0.29	—

注：根据上海国有资产经营有限公司经审计的2014-2016年财务数据和未经审计的2017年一季度财务数据整理、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-期末无形资产及商誉余额-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+应付利息+长期借款+应付债券+其他负债中应计入的部分；

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

本评级机构债务人长期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	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。