

上海国有资产经营有限公司

2019 年公开发行公司债券（第一期）

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(2019)010174】

评级对象: 上海国有资产经营有限公司 2019 年公开发行公司债券(第一期)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2019 年 6 月 10 日

发行目的: 偿还有息债务

本期发行: 不超过 15 亿元(含 15 亿元)

存续期限: 3 年/5 年, 完全双向回拨

增级安排: 无

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	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	2.45	6.91	11.67
短期刚性债务	26.80	45.70	44.34
刚性债务	98.27	143.77	169.22
资产负债率	33.89	36.83	43.49
高流动性资产*/短期刚性负债	73.62	59.55	104.44
权益资本与刚性债务比率	415.56	319.09	221.93
合并数据及指标:			
总资产	722.68	875.72	774.23
总负债	236.85	333.08	338.52
刚性债务	104.51	179.79	229.23
应付债券	64.97	80.28	101.14
所有者权益	485.83	542.64	435.70
营业收入	0.83	1.09	2.07
净利润	19.56	16.24	20.12
经营性现金净流入量	-11.45	-4.75	-17.25
EBITDA	23.82	22.20	32.03
资产负债率[%]	32.77	38.04	43.72
流动比率[%]	70.27	77.44	104.09
现金比率[%]	52.70	41.30	61.62
高流动性资产与短期刚性负债比率[%]	54.91	46.65	66.28
高流动性资产**与短期刚性负债比率[%]	1842.65	1250.13	846.81
权益资本与刚性债务比率[%]	464.86	301.82	190.07
利息保障倍数[倍]	5.71	3.73	3.58
净资产收益率[%]	3.79	3.16	4.11
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.70	-1.67	-5.14
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-7.75	-21.63	-9.89
EBITDA/利息支出[倍]	5.72	3.74	3.59
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.16	0.16

注: 表中数据依据上海国资经审计的 2016-2018 年度财务报表整理、计算。

分析师

刘兴堂 liuxingtang@shxsj.com

何泳萱 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。上海市政府贯彻“四个中心”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。上海国资为上海国际集团全资子公司, 实际控制人为上海市国资委, 可获得上海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:

- 盈利来源相对单一。上海国资的盈利来源主要为分红收益, 近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



上海国有资产经营有限公司

2019 年公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

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“上海国际集团”）。截至 2018 年末，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，为上海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。未来，公司将积极发展股权投资、金融企业不良资产收购与处置、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。

2. 债项概况

(1) 债券条款

上海国有资产经营有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）的发行规模为不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元），基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 10 亿元（含 10 亿元）。具体情况见下表。本期债券发行所募集资金拟用于偿还有息债务。

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 2019 年公开发行公司债券（第一期）
本期发行规模:	不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元）
本期债券期限:	3 年/5 年，完全双向回拨
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 2019 年公开发行公司债券（第一期）募集说明书

截至本评级报告出具日，上海国资已发行且尚在存续期内的债券余额为 115.50 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

借款机构	债券名称	种类	起息时间	发行金额 (亿元)	票面利率 (%)	到期日
上海国资	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
	17 沪国 01	公司债券	2017 年 9 月	15.00	4.90	2022 年 9 月 5 日
	18 沪国资 MTN001	中期票据	2018 年 3 月	15.00	5.40	2023 年 3 月 16 日
	18 沪国 01	公司债券	2018 年 4 月	10.00	4.90	2023 年 4 月 23 日
	19 沪国资 MTN001	中期票据	2019 年 4 月	5.00	3.98	2022 年 4 月 24 日
	19 沪国资 SCP001	超短期融资债券	2019 年 4 月	10.00	3.00	2019 年 6 月 25 日
国鑫公司	18 国鑫投资 PPN001	非公开定向债务融资工具	2018 年 1 月	0.50	5.90	2021 年 1 月 10 日
	合计	-	-	115.50	-	-

资料来源：上海国资

(2) 募集资金用途

综合考虑目前上海国资负债结构及其到期时间，本期债券募集资金拟全部用于偿还公司有息债务。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观经济和政策环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

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

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、

分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 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，拥有股权经营、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。上海市政府贯彻“四个中心”建设的实施举措有助于推动上海经济的长期发展。

相对于我国实体经济的快速发展，目前我国金融业在市场体系与市场规模、金融工具、金融人才、金融服务、金融开放程度等方面仍显不足。金融业的资源配置功能未能有效发挥，金融业促进经济社会发展的作用未能充分体现。我国金融业仍然存在快速发展需求。

长期来看，区域经济一体化与世界经济一体化的发展趋势，将要求国内金融业加快开放步伐。经历 2008 年以来的全球金融危机，人民币国际化趋势日益增强。经济一体化与人民币国际化趋势将推动中国加速金融业发展与开放进程，而建立与之相配套的国际金融中心成为必然。2016 年 1 月 29 日，上海市第十四届人民代表大会第四次会议通过上海市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要，明确十三五时期是上海基本建成“四个中心”（即国际经济中心、国际金融中心、国际航运中心以及国际贸易中心）和社会主义现代化国际大都市的冲刺阶段，也是创新转型的攻坚阶段。上海建设“四个中心”战略的明确提出，既促进了上海市经济总体保持稳步增长态势，又为上海金融业发展提供了良好的外部支持环境。2017 年上海市地区生产总值达到 3.01 万亿元，比上年增长 6.9%，经济总量位居全国所有城市首位；同时，2017 年，上海金融业实现增加值 5330.54 亿元，比上年增长 11.80%。金融业已成为支撑上海区域经济发展的主要产业之一。

目前，上海航运业发展也较具规模，已形成较为先进的现代航运基础设施网络。2017 年，上海港集装箱吞吐量 4023.31 万国际标准箱，同比增长 8.30%。上海地区较为完善的金融软硬件配套资源，以及较好的航运业发展基础，为上海建设“四个中心”奠定了良好的发展条件。

近年来，受宏观经济影响，商业银行资产增速持续回落，理财业务自 720 资管新规补充之后增速下滑趋势得到缓和，同业资产负债业务及同业理财业务仍有所压缩。进入 2018 年 7 月份以来，我国货币政策向“宽货币稳信用”切换。各类型商业银行净息差均有所回升，信用成本维持平稳，商业银行净利润增速总体保持平稳。中短期内，在宏观经济增长承压的环境下，预计商业银行整体表内外资产将保持较低增速，资产质量及盈利能力仍将承压，各类型银行盈利分化加剧。

银行业运行质量对于我国金融体系稳定性具有重要性影响。近年来，我国商业银行各项业务快速增长，每年新增融资规模在社会融资体系中保持主导地位。2018 年全年我国社会融资规模增量为 19.26 万亿元，其中，对实体经济发放的本外币贷款及未贴现的银行承兑汇票占社会融资规模的比重为 75.90%。

近几年，银行业金融机构整体资产保持增长，但 2016 年以来，受金融去杠杆及强监管的影响，商业银行资产规模增速持续下降。据银保监会¹数据统

¹ 原银监会成立于 2003 年，依法履行对全国银行业金融机构及其业务活动监督管理的职责。

计，截至 2018 年末，我国银行业金融机构资产规模 268.24 万亿元，同比增长 6.27%，负债总额 246.58 万亿元，同比增长 5.89%。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，但在当前经济环境下，大型商业银行业务发展速度趋缓，整体资产占比持续下降；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，在我国银行业金融机构中具有重要地位。但股份制银行对同业负债依赖度相对较高，近年来受金融监管影响，资产规模增速下滑明显；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，2018 年以来，受资产增速持续回落影响，资产占比小幅波动。截至 2018 年末，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 36.67%、17.53%、12.80%和 12.89%。

受宏观经济增速放缓及经济结构调整影响，近几年，我国商业银行资产质量面临较大下行压力。截至 2018 年末，根据银保监会数据统计，我国商业银行不良贷款率及关注类贷款比例分别为 1.83%和 3.13%。且分银行类型来看，商业银行资产质量呈现分化格局。国有大行不良率稳中小幅下降，股份制银行基本保持平稳，城商行有所承压，农商行不良贷款率上升较快，外资行继续保持整体较低不良率。2018 年 3 月，银保监会下发了《关于调整商业银行贷款损失准备监管要求的通知》，旨在鼓励银行更真实暴露风险。且监管机构针对逾期 90 天以上/不良贷款比例有趋严要求。在政策引导下，部分不良贷款认定不够严格的银行（以中小银行为主）账面不良率有所上升。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，整体看，我国商业银行资产质量风险暴露仍不充分。中短期内，经济结构调整仍面临一定压力，资管新规对通道、非标及表外理财业务影响较大，商业银行表内外资产质量仍承压。

从商业银行资本充足度来看，通过自身利润留存、股东增资及发行二级资本债等方式，商业银行资本得到有效补充，整体资本充足度处于较好水平。截至 2018 年末，根据原银监会统计数据，商业银行加权平均资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为 14.20%、11.58%和 11.03%，分别较 2013 年末上升了 2.01 个、1.63 个和 1.08 个百分点。

2014 年 11 月 22 日以来，央行多次降息降准，在 2015 年 10 月 23 日宣布“双降”的同时，央行同时宣布对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限，存贷款利率基本放开。2018 年以来，央行先后实施了四次定向降准，释放流动性以支持实体经济。在银行间流动性宽裕的背景下，商业银行同业存单的利率下行，同时，银行资产增速提升缓慢而非标回表需求较强情况下，带动银行资产端仍具有较强议价能力，各类型银行净息差均有所改善。

2018 年，国务院将原银监会和原保监会的职责整合，组建中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）。作为国务院直属事业单位，其主要职责是：依照法律法规统一监督管理银行业和保险业，维护银行业和保险业合法、稳健运行，防范和化解金融风险，保护金融消费者合法权益，维护金融稳定。

为保持盈利能力，近年来我国商业银行一方面压缩成本支出，另一方面逐步加大中间业务拓展力度，中间业务发展迅速。宏观经济承压，商业银行存量不良资产仍需要时间逐步消化、投资及表外理财业务监管政策趋严将带来一定信用成本上升压力。总体来看，商业银行仍面临较大盈利压力。

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。证券业同质化竞争较严重，且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 2018 年末，沪深两市境内上市公司共有 3584 家，市价总值 43.49 万亿元。

我国证券业受到高度监管。证券公司市场准入、业务经营和日常管理等方面受到全面监管，证券公司的设立和业务实施特许经营。在金融分业经营环境下，特许经营方式使证券公司能够获得较好的经营保护，这也成为我国证券公司重要的信用支持因素。

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。证券业市场集中度较高，行业竞争格局初步形成。

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。一方面，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，近年来，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。另一方面，随着我国金融市场的持续改革，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，杠杆经营程度上升后，证券公司在资本补充、融资能力和风险管理能力等方面有待同步提高。

2018 年以来，受监管政策趋严及金融去杠杆的持续影响，加之美国的关税政策及美联储持续收紧的货币政策带来的全球性信用收缩，我国股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。债券市场交投活跃，根据 Wind 资讯统计，

截至 2018 年 11 月末，银行间和交易所债券合计成交 132.62 万亿元，总成交量较去年同期增长 47.26%。同期末，债券市场合计发行额为 40.08 万亿元，较去年同期发行额增长 6.65%。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期有所减少。经纪业务及自营业务受市场波动影响较大；新股及再融资规模的下降亦导致投行业务收入的降低；市场两融规模维持稳定，但整体债务规模增长侵蚀了证券公司的利息收入；大资管新规对资产管理业务的监管影响逐步减小，业务盈利情况有一定回升。

2016 年以来，在“保险姓保”行业政策的指引下，针对人身险产品设计销售的监管陆续出台，行业监管保持高压态势，人身险行业的业务结构持续调整，行业规模保费增速显著放缓。2017 年，受万能险业务大幅萎缩影响，人身险行业规模保费收入有所下降，原保险保费收入贡献度上升。2018 年上半年，随着 134 号文和 19 号文的持续发酵，年金险业务萎缩拖累人身险行业原保险保费收入，万能险业务规模有所回升，行业规模保费仍呈下降趋势；其中，中小型公司业务收缩更为显著，而个别人身险公司万能险业务的快速增长推升了行业万能险业务规模。盈利方面，随着市场利率的逐步上升，2017 年，保险公司资金运用收益率有所改善。

2016 年以来，为规范市场，保持中短存续期保险产品健康发展，守住不发生区域性系统性风险底线，保监会陆续发布《中国保监会关于规范中短存续期人身保险产品有关事项的通知》和《中国保监会关于进一步完善人身保险精算制度有关事项的通知》，对于存续期较短的人寿险产品规模进行限制：中短期内要求人身险公司在根据资本实力逐步压缩中短存续期业务规模，降低风险；限定中长期保障型业务比重，优化业务结构。规定对于理财型人身险产品的监管限制进一步加大。产品设计方面，保监会于 2017 年 5 月，保监会发布《中国保监会关于规范人身保险公司产品开发设计行为的通知》（保监人身险【2017】134 号，简称“134 号文”）鼓励保险公司发展定期寿险、终身寿险、健康险、长期年金险等保障类产品，要求增强人身险产品的保障属性，禁止“即返”和“快返”型年金险和两全险产品，要求相关产品的首次生存金返需在保单生效 5 年以后，且每年给付比例不得超过已交保费的 20%。2018 年 4 月，《中国银行保险监督管理委员会办公厅关于组织开展人身保险产品专项核查清理工作的通知》（银保监办发【2018】19 号，简称“19 号文”）发布，19 号文以负面清单的形式，列举 52 条在人身条款、责任、精算假设、申报使用管理等方面的问题，以清理整顿历史遗留问题产品，切实发挥人身保险产品的保险保障功能。

2017 年，随着监管政策的持续发酵，人身险行业的保费收入增速显著放缓，业务结构持续优化，原保险保费收入占规模保费比重持续上升，万能险新增缴费大幅下降。2017 年，人身险公司实现规模保费收入 32402.33 亿元，同比减少 6.06%，其中原保险保费收入同比增长 20.04%至 26039.55 亿元，保户投资款新增缴费同比减少 50.32%至 5892.36 亿元，分别占规模保费的 80.36%

和 18.19%，同比分别增加 17.47 个百分点和下降 16.20 个百分点。2018 年上半年，随着 134 号文及 19 号文的持续发酵，人身险公司原保费收入和规模保费双降，实现规模保费收入 21003.51 亿元，同比下降 2.36%，原保险保费收入 16345.19 亿元，同比减少 8.50%，占规模保费比重减少 5.22 个百分点至 77.82%；保户投资款新增缴费同比增长 26.71%，占规模保费的比重同比增加 4.82 个百分点至 21.01%²。

行业竞争方面，我国人身险市场仍然由大型保险机构主导，但近年来，新兴保险公司借助理财型产品快速推动业务规模，市场份额不断提升，传统人身险公司市场份额有所下降，前十大人身险公司保费收入集中度呈下降趋势。2017 年，人身险行业前十大公司原保险保费收入集中度为 71.32%，同比减少 0.08 个百分点。

资金运用方面，2012 年以来，保险资金投资渠道大幅扩宽，在保监会 13 项关于保险资金投资的新政出台后，非标类资产在保险投资资产中的占比显著提升。2014 年，保监会进一步拓宽了险资投资范围，开放了创业板投资，并开始试点存量保单投资蓝筹股，并出台了《关于加强和改进保险资金运用比例监管的通知》，对投资资产实行大类管理，进一步拓宽保险公司投资自主权，大幅提高保险资金运用灵活度。2013 年以来，得益于险资投资范围的拓宽以及较好的宏观投资环境，人身险公司的投资收益总体有所上升。2017 年，得益于市场利率上行，保险公司资金运用收益率有所上升。2015-2017 年，保险行业年化收益率分别为 7.56%、5.66%和 5.77%。

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。

² 不包括中华联合控股寿险业务

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。

2. 业务运营

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。

截至本评级报告出具日，上海国资下设国鑫公司、城高资产和上海衡高置业有限公司（以下简称“衡高置业”）等六家二级子公司，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

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 2018 年末，上海国资持有国泰君安 23.56%³的股份，此外，上海国际集团直接持有国泰君安 7.83%的股份，并通过上海国际资产管理有限公司和上海国际集团资产经营有限公司以及控股子公司上海上国投资产管理有限公司

³ 上海国资持有国泰君安 A 股 1,900,963,748 股，占其总股本的 21.82%，另有 152,000,000 股 H 股，由香港中央结算（代理人）有限公司作为名义持有人持有。

分别持有公司 0.46%、0.01%和 0.87%的股份，故上海国际集团为国泰君安合并持股第一大股东。上海市国资委为国泰君安实际控制人。国泰君安为全国综合性证券公司，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。2017 年 4 月，国泰君安在香港联交所上市（股票代码：02611），公开发 10.40 亿股 H 股，并超额配发 4893.38 万股，注册资本变更为 87.14 亿元。上海国资以基石投资人的身份认购 15.20 亿 H 股。上市后，国泰君安资产及资本规模均大幅提升。2017 年 7 月，国泰君安公开发行 A 股可转债（债券代码：113013）70 亿元，其中公司认购金额为 17.7 亿元。截至 2018 年末，国泰君安注册资本为 87.14 亿元人民币，合并口径总资产 4367.29 亿元，所有者权益 1336.73 亿元。截至 2018 年末，国泰君安在全国 31 个省市成立了 33 家分公司和 420 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，2018 年末代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）市场份额 6.14%，较上年末增长 0.57 个百分点，排名行业第 1 位；代销金融产品月均保有规模 1422 亿元，较上年增长 51.4%；2018 年末融资融券业务融出资金余额为 447.93 亿元，同比减少 29.53%；受托资产管理业务规模达 7507 亿元，其中主动管理规模为 3106 亿元，占比为 41.37%。国泰君安各项业务发展平稳，市场地位持续巩固。2017 年，公司通过处置国泰君安可转债 951.69 万张，确认收入 11.45 亿元，实现收益 1.82 亿元。2018 年，公司抛售国泰君安可转债市值管理部分 204.43 万张，取得投资收益 1106.08 万元，累计回笼资金 2.16 亿元；并增持国泰君安可转债 211.86 万张，成本为 2.16 亿元，实现闭项操作。截至 2018 年末，公司将所持国泰君安股份 A 股纳入可供出售金融资产，以公允价值入账 291.23 亿元；将所持国泰君安股份 H 股纳入可供出售金融资产，以公允价值入账 21.10 亿元；将所持国泰君安可转债纳入可供出售金融资产，以公允价值入账 8.70 亿元。受 2018 年股票二级市场市值波动影响，年末公司所持国泰君安 A 股与 H 股共计调减公允价值变动 61.84 亿元，计入其他综合收益，影响总资产 61.84 亿元。

截至 2018 年末，上海国资合计持有中国太保 5.77%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 1.26 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 2018 年末，中国太保内含价值 3361.41 亿元，较上年末增长 17.46%，其中有效业务价值 1668.16 亿元，较上年末增长 24.11%；寿险实现一年新业务价值 271.20 亿元，同比增长 1.49%；财产保险业务综合成本率 98.4%，同比下降 0.4 个百分点；中国太保投资资产总投资收益率 4.6%，同比下降 0.8 个百分点，净值增长率 5.1%，同比上升 0.3 个百分点。2018 年，中国太保寿险市场占有率为 7.67%，位列寿险行业第 3 位；同期财产险原保费市场占有率为 9.98%，位列财险行业第 3 位。2018 年，公司合计增持中国太保 6642.10 万股，成本为 21.56 亿元。截至本评级报告出具日，包括国鑫公司所持 0.36%股份在内，公司共持有中国太保 5.77%的股份，为中国太保第 4 大股东。截至 2018 年末，

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 148.25 亿元，受市值波动影响，年末合计调减公允价值变动 61.32 亿元，计入其他综合收益，本年累计影响总资产 61.32 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 2018 年末，上海国资通过下属子公司国鑫公司持有浦发银行 3.22% 的股份，此外，上海国际集团直接持有浦发银行 21.57% 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 4.75% 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，故上海国际集团为浦发银行合并持股第一大股东。2016 年 3 月 18 日浦发银行向上海国际集团等 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。2017 年 9 月 4 日浦发银行完成向上海国际集团和国鑫公司非公开发行 A 股，合计发行 12.48 亿股，实际募集资金总额人民币 148.17 亿元，全部用于补充浦发银行核心一级资本。截至 2018 年末，浦发银行总股本为 293.52 亿元，前十大股东持股比例为 76.37%，上海国际集团直接和间接持有该行 29.67% 的股份，仍为浦发银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 2018 年末，浦发银行总资产 62896.06 亿元，位列所有上市商业银行第 8 位；所有者权益 4783.80 亿元，位列所有上市商业银行第 7 位；吸收存款合计 32270.18 亿元，位列所有上市商业银行第 9 位；发放贷款及垫款合计 35492.05 元，位列所有上市商业银行第 8 位。浦发银行 2015 年以来不良贷款率总体持续上升，拨备计提压力进一步加大。截至 2018 年末，浦发银行不良贷款率为 1.92%，拨备覆盖率为 154.88%，核心一级资本充足率为 10.09%，资本充足率为 13.67%。2017 年以来浦发银行共发生重大操作风险事件 2 起，反映出该行风险管理机制建设和内部控制机制建设仍需不断强化。截至 2018 年末，公司将所持浦发银行 3.22% 的股份纳入可供出售金融资产，以公允价值入账 92.67 亿元；受二级市场市值波动影响，年末调减公允价值变动 26.38 亿元，计入其他综合收益，影响期末总资产 26.38 亿元。

截至 2018 年末，上海国资持有上海农商行 9.22% 的股份，派驻董事一名。公司股东上海国际集团合计持股 18.45%，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 2018 年末，上海农商行拥有 377 家营业网点，总资产 8129.09 亿元，本外币各项存款余额和贷款余额分别为 6209.92 亿元和 3996.13 亿元，在上海地区的市场占比分别为 7.85%和 6.96%，不良贷款率为 0.97%，资本充足率为 15.75%，核心一级资本充足率为 12.57%。截至 2018 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 2018 年末，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	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	312.32	23.56	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 5.41%、国鑫公司持有 0.36%	148.25	5.77	4	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（成本）	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（成本）	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	92.67	3.22	9	2008 年划入
上海农村商业银行股份有限公司	母公司（成本）	16.85	9.22	2	2005 年起，2010 年增资
上海银行股份有限公司	国鑫公司、达盛资产	2.81	-	-	2002 年 5 月起多笔投入
天津银行股份有限公司	母公司（成本）	3.28	1.73	-	2010 年 12 月
浦银金融租赁股份有限公司	母公司（成本）	5.78	10.17	2	2015 年 11 月

资料来源：上海国资

注：2018 年，该公司对浦银金融租赁股份有限公司增资 2.09 亿元。

上海国资持有的非金融股权主要包括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。2017 年公司出售深天马 A1878.82 万股，确认收入 4.18 亿元，实现投资收益 1.32 亿元。截至 2018 年末，公司已经完成所持全部深天马 A 股处置。

上海国资分别持有上港集团、长发集团、国泰君安投资 0.75%、43.21%、33.29%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 8.95 亿元纳入可供出售金融资产。2018 年，为保持公司战略持股地位，根据上海市国有资产监督管理委员会 2018 年 3 月 15 日批准（沪国资委产权【2018】92 号），公司以非公开协议形式对长发集团增资 7.00 亿元，截至本评级报告出具日已完成工商变更。

2015 年，上海国资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 4. 截至 2018 年末, 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	投资公司	账面成本	截至 2018 年末公允价值	持股比例	股比位次	投资时点
长江经济联合发展 (集团) 股份有限公司	母公司	9.91	-	43.21	1	2001 年 11 月
国泰君安投资管理股份有限公司 ⁴	母公司	6.54	-	33.29	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	0.25	-	2.78	2	2002 年 5 月
上海新药研究中心	母公司	0.15	-	37.50	1 (并列)	2001 年 12 月
上海国际港务 (集团) 股份有限公司	母公司	6.21	8.95	0.75	10	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。公司于 2014 年 6 月设立了固定收益事业部, 专门负责开展金融企业不良资产收购处置工作。2017 年以来, 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, 致使公司金融企业不良资产收购处置业务规模有所下降。2018 年公司完成收购建行黄浦支行一户单项债权, 债权本金约 2.74 亿, 抵押物为位于上海松江地区的商业办公综合体, 同时, 2018 年完成了多项债务重组业务, 重组规模约 18.27 亿元。2018 年合计 AMC 业务完成债权处置清收结案的回现金额为 45590.21 万元, 处置收益 9379.16 万元。整体来看, 受上海地区不良资产规模持续下降, 不良资产包价格相对较高, 利润相对较低影响, 加之竞争较为激烈, 公司相关业务规模有所下降, 面临一定的业务转型压力。目前公司正在探索特殊机会投资, 合作对象主要为上海当地的民营企业, 债权抵质押品主要为上海当地的各类房产土地, 2018 年, 公司完成该类投资 22.03 亿元, 实现投资收益 0.19 亿元。

(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

⁴ 2017 年, 受国泰君安投资管理股份有限公司 (以下简称“国君投资管理公司”) 经营情况不佳影响, 该公司对国君投资管理公司计提 1.10 亿元减值准备。2018 年, 公司完成国君投资管理公司股权受让款 939.13 万元。

的市场化运作，持有上海银行的股份，以及中国平安等上市公司流通股。

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。2017 年，国鑫公司减持杭州银行 223.42 万股，确认收入 0.26 亿元，实现投资收益 0.16 亿元；2018 年，国鑫公司减持杭州银行 8532.47 万股，确认收入 8.59 亿元，实现投资收益 5.25 亿元。截至 2018 年末，公司已经完成所持全部杭州银行股权处置。

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。2017 年，国鑫公司减持上海银行 120.00 万股，确认收入 0.17 亿元，实现投资收益 0.14 亿元；2018 年，国鑫公司及达盛公司减持上海银行 1085.69 万股，结转成本 2507.07 万元，确认收入 1.71 亿元，实现投资收益 1.44 亿元。截至 2018 年末，公司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 2.81 亿元。

除杭州银行和上海银行外，2017 年，国鑫公司按计划减持全部中国华融 H 股 3418.6 万股，确认收入 0.93 亿元，实现收益 0.26 亿元；减持全部交通银行 255.2 万股，实现收入 0.16 亿元，确认投资收益 0.11 亿元。国鑫公司完成正海国鑫源股权转让，实现收入 0.59 亿元，确认投资收益 0.39 亿元。2017 年及 2018 年，国鑫公司及达盛公司陆续减持天津农商行股权，分别实现收入 6.75 亿元和 7.12 亿元，共计实现收益 5.93 亿元。截至 2018 年末，公司已经完成所持全部天津农商行股权处置。

图表 5. 截至 2018 年末，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	账面净额	截至 2018 年末公允价值	持股比例	股比位次	投资时点
上海银行股份有限公司	国鑫公司、达盛资产	0.43	2.81	-	-	2014 年
中国平安保险（集团）股份有限公司	国鑫公司	0.18	3.76	0.07	-	2005 年 12 月
中国大地财产保险股份有限公司	国鑫公司	4.12	4.12	1.16	-	2018 年
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

资料来源：上海国资

2018 年以来，上海国资基于对行业趋势的研究，形成保险行业优于证券行业、证券行业优于银行业、行业龙头优于一般企业的发展判断，作出加大保险投资，加快减持退出银行股权、适度增持国君转债的决策。2018 年，公司出资 4.12 亿元投资中国大地财产保险股份有限公司，持股比例为 1.16%。

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 2018 年末，公司全年完成固定收益类投资 2.13 亿元。除公司投资的国泰君安 A 股可转债（债券代码 113013）8.70 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 4.6-6.5% 左右。2018 年，公司前期投入的固收项目陆续回现，共处置 9 个固收项目，回笼资金 8.72 亿元，实现投资收益 1496.76 万元。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。

管理

1. 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），是上海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。

上海国资为上海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。

上海国际集团成立于 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。

2013 年以来，为贯彻落实中央全面深化改革 60 条和上海国资国企改革 20 条的重要精神，根据上海市委、市政府决策部署，上海国际集团确立了国有资本运营平台的功能定位，全面推进实施国资运营和投资管理的“双轮驱动”战略：在国资运营方面，认真履行“两个主体、一个通道”职能，即部分国有股权的持股主体、国资流动的执行主体、部分国有资本进退流转的主要通道，努力实现资源、资产、资本、资金的良性循环；在投资管理方面，以市属重点企业为核心，积极开展所属资产的纵向整合、横向归并与跨系统转让。

上海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、安信农保的股权受让，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⁵出售后，仅保留四家主要二级子公司。2015 年 6 月，上海国际信托续存分立，成立新设公

⁵. 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。

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%。2017 年通过留存收益转注册资本的方式，上海国际集团对上国投的注册资本增加到 10 亿元。上海国际信托注册资本减少至 24.50 亿元。2015 年 6 月 15 日，浦发银行公告向上海国际集团等公司收购上海国际信托 97.33% 的股份。上海国资在上海国际集团下属子公司中地位得到明显提升。

图表 6. 截至 2018 年末，上海国际集团主要二级子公司情况

二级子公司	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	10.00	66.33	资产管理
上海国际集团（香港）有限公司	2.96 亿美元	100.00	投资咨询

资料来源：上海国资

未来，上海国际集团将致力于成为有效运营的国有资本运营公司，积极开展国资流动、投资管理和金融要素市场建设。上海国际集团将按照上海市委、市政府的战略部署，充分发挥国资运营平台与金融国资平台的传统优势和独特作用，积极参与政府统筹决策的功能性项目，采用市场化方式，依法合规、透明高效地做好项目运营；对于市场化项目，坚持发挥市场配置资源的决定性作用，在公开、透明、规范的市场环境中高效配置国有资本，努力在流动中增值，实现国资效益最大化。

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。截至 2018 年末，公司的关联交易全部为与子公司之间的担保资金。其中公司为国鑫公司提供 27.10 亿元担保系根据银行要求，国鑫公司当年用于投资浦发银行非公开发行 A 股的 28 亿元长期借款需要第三方担保，截至 2018 年末余额为 27.10 亿元；国鑫公司为公司提供 1.70 亿元担保系公司使用关联方浦发银行授信需要第三方担保。公司同子公司的关联交易定价均低于市场价格。

图表 7. 截至 2018 年末上海国资关联交易情况（单位：亿元，年，%）

担保方	被担保方	担保余额	起始日期	到期日期	期限
上海国资	国鑫公司	3.80	2018/02/05	2022/02/04	4 年
上海国资	国鑫公司	19.50	2017/08/29	2024/08/28	7 年
上海国资	国鑫公司	3.80	2017/11/15	2021/11/14	4 年
上海国资	国鑫公司	1.18	2018/11/30	2019/11/29	1 年
上海国资	国鑫公司	0.69	2018/12/26	2019/12/25	1 年
国鑫公司	上海国资	1.70	2018/01/12	2019/01/11	1 年

资料来源：上海国资

2. 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，其成员部分由股东上海国际集团委派。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上海国际集团审批。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。

截至本评级报告出具日，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”）、上海城高资产经营有限公司（以下简称“城高资产”）等六家二级子公司，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。公司主业涉及的主要经营主体详见附录二。

3. 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》、《投资企业董监事管理办法》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》。

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三。

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。固定收益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。

财务

1. 公司财务质量

瑞华会计师事务所对上海国资的 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（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，上海国资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 日取得上海市国资委批复，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。上海国际集团已于 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，上海国资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，但由于公司所持以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的股权规模较大，账面价值易受股票二级市场波动影响，公司资产规模与所有者权益规模较易受到影响。受股

票市值波动导致的公允价值变动大幅调减影响，2018 年末，公司合并口径资产总额为 774.23 亿元，股东权益为 435.70 亿元，分别较 2017 年末下降 11.59% 和 19.71%。得益于公司所持国泰君安股份 2018 年分红 8.23 亿元，所持中国太保股份 2018 年分红 3.97 亿元，以及公司处置部分存量股权实现投资收益 13.80 亿元，2018 年，公司实现营业利润 23.00 亿元，净利润 20.12 亿元。

2. 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。

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。2018 年，公司对部分股权投资进行出售或转让，带动了当期股权经营业务收入的增长。此外，2018 年公司陆续处置天津农商行、杭州银行和上海银行等财务性股权投资，实现了财务投资收入的大幅增长。

从收入结构来看，上海国资金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 8. 上海国资各业务板块收入构成情况（单位：亿元，%）

	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
股权经营业务	21.43	82.57	20.00	85.42	17.95	53.01
其中：金融板块股权投资经营业务	18.35	70.69	14.36	61.31	16.51	48.77
非金融板块股权投资经营业务	1.87	7.22	1.26	5.39	0.25	0.73
其他业务板块	1.21	4.65	4.38	18.71	1.19	3.51
金融企业不良金融资产收购处理业务	0.64	2.48	1.02	4.38	1.91	5.63
财务投资	3.69	14.23	2.32	9.91	13.84	40.87
其他收入	0.19	0.72	0.07	0.30	0.17	0.49
合计	25.95	100.00	23.41	100.00	33.85	100.00

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，以及上港集团和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。整体来看，受上海地区不良资产规模持续下降，不良资产包价格相对较高，利润相对较低影响，加之竞争较为激烈，公司相关业务规模有所下降，面临一定的业务转型压力。

上海国资期间费用主要集中在财务费用，均为利息支出。近年来公司债务融资渠道逐步由银行借款转变为直接融资，2018 年由于长短期负债替换及债务发行增加，利息支出同比增加 3.06 亿元。未来随着前期债券的到期兑付，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。上海国际集团已明确定位为上海地区的国有资本运营平台。我们将持续关注上海国际集团系统国资运营和投资管理的后续发展。

3. 公司偿债能力

近年来，上海国资刚性债务的期限结构相对稳定。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。2018 年公司发行超短期融资券补充流动资金及替换短期信用借款。随着发行债券的增加，公司 2018 年利息支出较去年同期有所增长。公司持有的股权投资资质较好，获取成本较低，且可提供稳定的分红收益，但资产固化程度较高，其中以公允价值计量的股票资产易受市场波动影响，从而造成公司总资产及所有者权益规模波动。

(1) 债务分析

A. 债务结构

上海国资债务结构较为稳定，资产负债率呈上升态势，2016-2018 年末，公司资产负债率分别为 32.77%、38.04%和 43.72%，负债总额分别为 236.85 亿元、333.08 亿元和 338.52 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 年期公司债券和 5 亿元 3 年期中期票据；2017 年公司发行了 15 亿元 5 年期公司债券；2018 年公司发行了 15 亿元 5 年期中期票据和 10 亿元 5 年期公司债券。此外，2018 年公司先后发行 4 期超短期融资券，用以补充流动资金及替换短期信用借款，金额合计 35 亿元，至年末存续余额为 25 亿元。2016-2018 年末，公司短期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为 36.10%、36.48%和 35.04%。公司刚性债务的期限结构相对稳定，随着发行债券的增加，公司 2018 年财务费用随之增长。

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。2018 年，受股票二级市场行情波动影响，公司可供出售金融资产中的股票资产市值下浮较大，浮盈及递延所得税负债规模随之缩减。2016-2018 年末，公司递延所得税负债分别为 130.48 亿元、144.77 亿元和 103.19 亿元，占非流动负债的比重分别为 66.05%、55.90% 和 40.92%。截至 2018 年末，公司短期借款 47.84 亿元，较 2018 年初减少 16.17 亿元；长期借款 47.77 亿元，较 2018 年初上升 13.86 亿元。

B. 公司过往债务履约情况

截至 2018 年末，上海国资合并口径银行借款总额为 98.09 亿元，占负债总额的比重为 28.98%。公司担保借款担保方全部为公司下属子公司，其中公司为国鑫公司提供 27.10 亿元担保系根据银行要求，国鑫公司当年用于投资浦发银行非公开发行 A 股的 28 亿元长期借款需要第三方担保，截至 2018 年末余额为 27.10 亿元；国鑫公司为公司提供 1.70 亿元担保系公司使用关联方浦发银行授信需要第三方担保。

截至 2019 年 5 月 6 日，根据上海国资提供的《企业基本信用信息报告》，公司未结清信贷余额无关注类和不良类。

C. 或有负债

截至 2018 年末，公司无对外担保或其他重大或有事项。

(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。2016-2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-11.45 亿元、-4.75 亿元和-17.25 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渐稳定，2016-2018 年取得投资收益收到的现金分别为 19.20 亿元、16.87 亿元和 17.00 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波动相对较大，2016-2018 年公司投资支付的现金分别为 48.41 亿元、110.55 亿元和 69.87 亿元，2017 年公司投资支付的现金增幅较大主要系公司当期投资国泰君安新发 H 股、国泰君安新发 A 股可转债及浦发银行非公开新发 A 股所致。2016-2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-7.42 亿元、-56.90 亿元和-15.97 亿元。

2016-2018 年，上海国资取得借款收到的现金分别为 57.83 亿元、137.04

亿元和 125.88 亿元，发行债券收到的现金分别为 15.00 亿元、30.00 亿元和 60.50 亿元，同期偿还债务支付的现金分别为 60.77 亿元、92.07 亿元和 137.30 亿元。随着公司各项业务的发展，公司总融资量有所上升，同时，受货币政策边际收紧和金融去杠杆的影响，市场融资环境趋紧，公司融资成本也随之增加，偿付利息支出的现金总体呈增长趋势。2016-2018 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 4.79 亿元、9.72 亿元和 11.96 亿元，同期公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 7.21 亿元、68.51 亿元和 38.99 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 9. 上海国资现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出（倍）	5.72	3.74	3.59
EBITDA/短期刚性债务（倍）	0.62	0.43	0.44
非筹资性现金净流入量与短期刚性债务比率（%）	-49.35	-119.33	-45.54
非筹资性现金净流入量与负债总额比率（%）	-7.75	-21.63	-9.89

资料来源：上海国资

（3）资产质量分析

2016-2018 年末，上海国资总资产规模分别为 722.68 亿元、875.72 亿元和 774.23 亿元。2016-2018 年末，可供出售金融资产占公司总资产的比重分别为 95.93%、93.24%和 87.28%。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浦发银行、中国太保、国泰君安、上港集团和上海银行等上市公司股票，其中浦发银行、中国太保和国泰君安股票变现受上海国际集团统筹规划，上港集团和上海银行等股票可随时变现。2018 年，受股票二级市场波动影响，公司计入可供出售金融资产的股票资产公允价值本年累计提减 151.70 亿元，导致公司总资产规模显著下降。以成本计入可供出售金融资产的股权投资主要包括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流动资产，截至 2018 年末，公司持有货币资金 16.06 亿元，较 2018 年初增长 5.76 亿元；其他流动资产 31.06 亿元，较 2017 年末增幅较大，主要系公司短期理财净增加 16.28 亿元。2017 年末，公司参考其他资产管理公司会计处理方式，将之前计入以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产科目的应收不良资产包全部重分类至应收款项类投资科目。2018 年末，公司应收账款余额为 41.70 亿元，较上年末增幅较大，主要系根据集团会计系统要求将之前计入应收款项类投资科目的应收不良资产包全部重分类至应收账款科目所致。

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，其市值波动易对公司的资产规模造成显著影响。

图表 10. 上海国资流动性指标情况

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末
货币资金（亿元）	3.44	10.30	16.06
短期刚性债务（亿元）	37.73	65.59	80.31
短期刚性债务现金覆盖率（%）	54.91	46.65	66.28
高流动性资产与短期刚性负债的比率（%）	54.91	46.65	66.28
高流动性资产*与短期刚性负债的比率（%）	1842.65	1250.13	846.81

资料来源：上海国资

公司抗风险能力评价

1. 自身抗风险能力

上海国资为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委，可获得上海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

上海市政府贯彻“四个中心”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

上海国资为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委，公司在上海国际集团及上海市国资委系统中具有重要地位，可获得上海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。

（4）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。

2. 外部支持

上海国资为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委。公司是上海国际集团开展国有资产管理及国有资本运营的主要实施主体之一，在上海国际及上海市国资委系统中具有重要地位，可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持。2014 年-2015 年，上海国际集团分别对公司增资 4.16 亿元和 7.50 亿元。同时，上海国际集团给予公司 40.00 亿元的 2 年期循环授信，作为流动性支持，该笔授信利率为贷款发放时银行一年期基准利率下浮 10%。

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 2018 年末，公司共获得各银行授信额度 262.71 亿元，尚有 164.62 亿元未使用。

本期债券偿付保障分析

1. 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，2016-2018 年分别实现净利润 19.56 亿元、16.24 亿元和 20.12 亿元，为本期债券本息偿付提供了较好保障。

2. 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。

3. 可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持

上海国资为上海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，是上海国际集团系统战略性金融资产的重要持股公司，在上海国际集团开展国有资本运营的最主要实施主体，在上海国际集团及上海市国资委系统中具有重要地位，可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持。

评级结论

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

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。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，其市值波动易对公司的资产规模造成显著影响。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，并发行超短期融资券补充流动资金，公司刚性债务的期限结构相对稳定。

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，且不早于每一会计年度结束之日起 6 个月内。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。

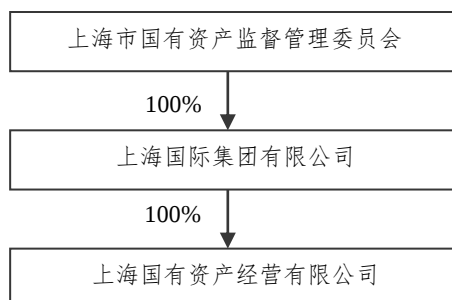
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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 2018 年末）

附录二：

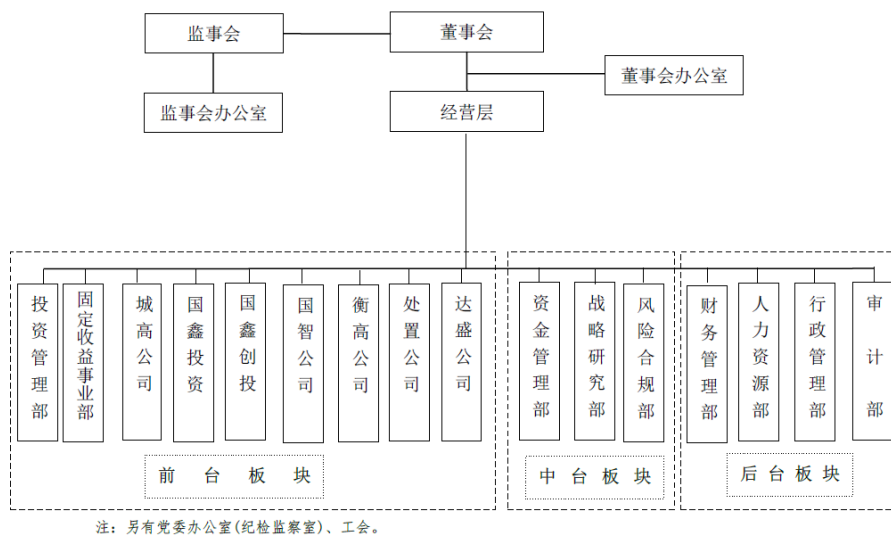
公司主业涉及的经营主体及其概况

企业	业务性质	注册资本（亿元）	持股比例（%）
上海国鑫投资发展有限公司	投资及投资管理、投资咨询、财务顾问、国内贸易	20.00	100.00
上海国智置业发展有限公司	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	5.00	100.00
上海达盛资产经营有限公司	实业投资，投资管理，受托投资，财务顾问，投资咨询等	5.00	100.00
上海衡高置业有限公司	房地产经营、开发，建筑装潢材料的销售	1.00	60.00
上海城高资产经营有限公司	资产经营、投资管理、实业投资、投资顾问、资产托管	3.15	100.00
上海国鑫创业投资有限公司	实业投资	1.00	100.00

资料来源：上海国资（截至本评级报告出具日）

附录三：

公司组织结构图



注：根据上海国资提供的资料绘制（截至 2018 年 12 月末）

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]	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 [亿元]	722.68	875.72	774.23
货币资金 [亿元]	3.44	10.30	16.06
刚性债务[亿元]	104.51	179.79	229.23
所有者权益 [亿元]	485.83	542.64	435.70
营业收入[亿元]	0.83	1.09	2.07
净利润 [亿元]	19.56	16.24	20.12
EBITDA[亿元]	23.82	22.20	32.03
经营性现金净流量[亿元]	-11.45	-4.75	-17.25
投资性现金净流量[亿元]	-7.42	-56.90	-15.97
资产负债率[%]	32.77	38.04	43.72
长期资本固定化比率[%]	101.71	102.09	99.49
权益资本与刚性债务比率[%]	464.86	301.82	190.07
流动比率[%]	70.27	77.44	104.09
速动比率 [%]	56.20	69.07	104.08
现金比率[%]	52.70	41.30	61.62
高流动性资产与短期刚性负债比率[%]	54.91	46.65	66.28
高流动性资产*与短期刚性负债比率[%]	1842.65	1250.13	846.81
利息保障倍数[倍]	5.71	3.73	3.58
有形净值债务率[%]	48.75	61.38	77.73
营运资金与非流动负债比率[%]	-5.92	-6.45	1.40
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	596.90	524.87	745.88
存货周转速度[次]	—	—	—
固定资产周转速度[次]	22.33	22.07	4.24
总资产周转速度[次]	—	—	—
毛利率[%]	99.67	99.14	95.98
营业利润率[%]	2370.09	1490.78	1110.30
总资产报酬率[%]	3.13	2.77	3.87
净资产收益率[%]	3.79	3.16	4.11
净资产收益率*[%]	3.79	3.16	4.11
营业收入现金率[%]	3.84	1.75	12.34
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-28.80	-8.38	-21.50
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	-4.70	-1.67	-5.14
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-47.48	-108.73	-41.41
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-7.75	-21.63	-9.89
EBITDA/利息支出[倍]	5.72	3.74	3.59
EBITDA/刚性债务[倍]	0.24	0.16	0.16

注：表中数据依据上海国资经审计的 2016-2018 年度财务报表整理、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%
高流动性资产	货币资金-受限货币资金+以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产-以公允价值计量且其变动记入当期损益的金融资产中流动性弱的债权
高流动性资产*	高流动性资产+可供出售金融资产-可供出售金融资产中流动性弱的债权
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。

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了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。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。