

上海国有资产经营有限公司

2015 年可交换公司债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2019]100417】

评级对象： 上海国有资产经营有限公司 2015 年可交换公司债券

主体/展望/债项/评级时间

15 国资 EB

本次跟踪： AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 25 日

前次跟踪： AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 22 日

首次评级： AAA/稳定/AAA/2015 年 11 月 19 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	2.45	6.91	11.67	15.77
短期刚性债务	26.80	45.70	44.34	47.14
刚性债务	98.27	143.77	169.22	172.17
资产负债率	33.89	36.83	43.49	42.85
高流动性资产*/短期刚性负债	73.62	59.55	104.44	105.74
权益资本与刚性债务比率	415.56	319.09	221.93	218.05
合并数据及指标：				
总资产	722.68	875.72	774.23	764.68
总负债	236.85	333.08	338.52	329.38
刚性债务	104.51	179.79	229.23	218.96
应付债券	64.97	80.28	101.14	101.30
所有者权益	485.83	542.64	435.70	435.30
营业收入	0.83	1.09	2.07	0.70
净利润	19.56	16.24	20.12	-0.62
经营性现金净流量	-11.45	-4.75	-17.25	0.41
EBITDA	23.82	22.20	32.03	-
资产负债率[%]	32.77	38.04	43.72	43.07
流动比率[%]	70.27	77.44	104.09	108.61
现金比率[%]	52.70	41.30	61.62	21.61
高流动性资产与短期刚性负债比率[%]	54.91	46.65	66.28	23.70
高流动性资产*与短期刚性负债比率[%]	1892.38	1291.46	907.61	927.63
权益资本与刚性债务比率[%]	464.86	301.82	190.07	198.81
利息保障倍数[倍]	5.71	3.73	3.58	0.74
净资产收益率[%]	3.79	3.16	4.11	—
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，及未经审计的 2019 年一季度财务报表整理、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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对上海国有资产经营有限公司（简称上海国资、发行人、该公司或公司）及其发行的 15 国资 EB 的跟踪评级反映了 2018 年以来上海国资在资产质量和盈利能力等方面保持优势，同时也反映了公司在市场风险管理等方面继续面临压力。

主要优势：

- **外部环境良好。**上海市贯彻“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：

- **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

通过对上海国资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 2015 年可交换公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海国有资产经营有限公司 2015 年可交换公司债券（简称“15 国资 EB”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上海国资提供的经审计的 2018 年财务报表、未经审计的 2019 年第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，进行了定期跟踪评级。

经中国证监会证监许可【2015】1922 号文件批准，上海国资于 2015 年 12 月公开发行了 20.00 亿元人民币可交换公司债券，期限为 5 年。

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 140.50 亿元，付息情况正常。

图表 1. 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
	19 沪国 01	公司债	2019 年 6 月	9.00	3.78	2022 年 6 月 19 日
	19 沪国 02	公司债	2019 年 6 月	6.00	4.10	2024 年 6 月 19 日
国鑫公司	19 沪国资 CP001	短期融资券	2019 年 6 月	10.00	3.26	2020 年 6 月 21 日
	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		-	-	140.50	-	-

资料来源：上海国资

公司管理

截至 2019 年 3 月末，上海国资股权结构未发生变化，上海国际集团有限公司（以下简称“上海国际集团”）仍持有公司 100% 股权，上海市国资委为公司实际控制人。公司产权状况详见附录一。

跟踪期内，上海国资原三级子公司上海国鑫创业投资有限公司（以下简称“国鑫创投”）调整为二级并表子公司。截至 2019 年 3 月末，公司共 6 家纳入合并范围的二级子公司。

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 2. 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

业务

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. 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。跟踪期内，受股票二级市场行情影响，公司所持以公允价值计量的股权市值波动较大，资本结构受到一定影响。此外，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%¹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。2017 年 4 月，国泰君安在香港联交所上市（股票代码：02611），公开发行 10.40 亿股 H 股，并超额配发 4893.38 万股，注册

¹ 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。

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 ²	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

² 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。

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。

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。

上海国资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。跟踪期内，公司对部分股权投资进行出售或转让，并陆续处置天津农商行、杭州银行等财务性股权投资，带动了当期股权经营业务收入和财务投资收入的增长。同时，公司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。

盈利能力方面，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. 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。2018 年，公司不良金融资产收购处理业务收入为 1.91 亿元，较上年增长 87.25%。

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，公司利息支出同比增加 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。跟踪期内，公司通过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

跟踪期内，为满足业务发展需求，上海国资债务规模和杠杆水平有所上升。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 32.77%、38.04%、43.72%和 43.07%，负债总额分别为 236.85 亿元、333.08 亿元、338.52 亿元和 329.38 亿元。

跟踪期内，上海国资进一步通过直接融资筹措资金。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，以筹措中长期资金支持金融企业不良资产收购处置等业务。同时，公司于 2018 年先后发行 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 年末及 2019 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 36.10%、36.48%、35.04%和 33.76%。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 年末及 2019 年 3 月末，公司递延所得税负债分别为 130.48 亿元、144.77 亿元、103.19 亿元和 103.26 亿元，占非流动负债的比重分别为 66.05%、55.90%和 40.92%。截至 2019 年 3 月末，公司短期借款 51.34 亿元，较 2018 年初减少 12.67 亿元；长期借款 43.74 亿元，较 2018 年初上升 9.83 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 2019 年 3 月末，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。跟踪期内，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 年及 2019 年一季度，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、-17.25 亿元和 0.41 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 年及 2019 年一季度取得投资收益收到的现金分别为 19.20 亿元、16.87 亿元、17.00 亿元和 0.57 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 年及 2019 年一季度公司投资支付的现金分别为 48.41 亿元、110.55 亿元、69.87 亿元和 2.72 亿元。2016-2018 年及 2019 年一季度，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、-15.97 亿元和 13.86 亿元。

2016-2018 年及 2019 年一季度，上海国资取得借款收到的现金分别为 57.83 亿元、137.04 亿元、125.88 亿元和 15.70 亿元，发行债券收到的现金分别为 15.00 亿元、30.00 亿元、60.50 亿元和 0.00 亿元，同期偿还债务支付的现金分别为 60.77 亿元、92.07 亿元、137.30 亿元和 26.13 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 年及 2019 年一季度分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 4.79 亿元、9.72 亿元、11.96 亿元和 2.39 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、38.99 亿元和-12.82 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，跟踪期内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维持较低水平。

图表 7. 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 年末及 2019 年 3 月末，上海国资总资产规模分别为 722.68 亿元、875.72 亿元、774.23 亿元和 764.68 亿元；同期末，可供出售金融资产占公司总资产的比重分别为 95.93%、93.24%、87.28%和 87.37%。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 2019 年 3 月末，公司持有货币资金 17.52 亿元，较 2018 年初增加 7.22 亿元；其他流动资产 28.38 亿元，较 2018 年初增加 13.66 亿元，主要系公司短期理财增加所致。

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。2019 年 3 月末，公司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，应收账款余额增加至 36.60 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，其市值波动易对公司的资产规模造成显著影响。

图表 8. 上海国资流动性指标情况

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
货币资金（亿元）	3.44	10.30	16.06	17.52
短期刚性债务（亿元）	37.73	65.59	80.31	73.91
短期刚性债务现金覆盖率（%）	54.91	46.65	66.28	23.70
高流动性资产与短期刚性负债的比率（%） ³	54.91	46.65	66.28	23.70
高流动性资产*与短期刚性负债的比率（%）	1892.38	1291.46	907.61	927.63

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 2019 年 3 月末，公司高流动性资产与短期刚性负债的比率较 2018 年末降幅较大，系公司将应收不良资产包全部重分类至应收账款科目所致。

(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 2019 年 3 月末，公司合并口径银行授信总额为 290.81 亿元，其中已使用额度为 97.66 亿元。

跟踪评级结论

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。

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，上海国资盈利规模维持在较高水平。公司持有的按公允价值计量的可供出售金融资产规模较大，受股票二级市场波动导致的公允价值变动大幅调减影响，公司资产规模有所下降，资本结构亦受到一定影响。

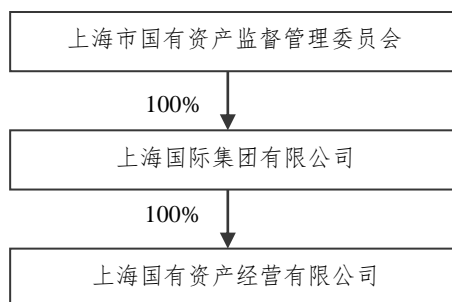
跟踪期内，为满足业务发展需求，上海国资债务规模和杠杆水平有所上升，且直接融资比例有所提高。公司通过发行债券等直接融资方式筹措中长期资金支持业务开展，并发行超短期融资券补充流动资金及替换短期信用借款。随着发行债券的增加，公司利息支出较去年同期有所增长。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济变化对上海国资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）公司金融企业不良资产收购处置业务面临的转型压力。

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：

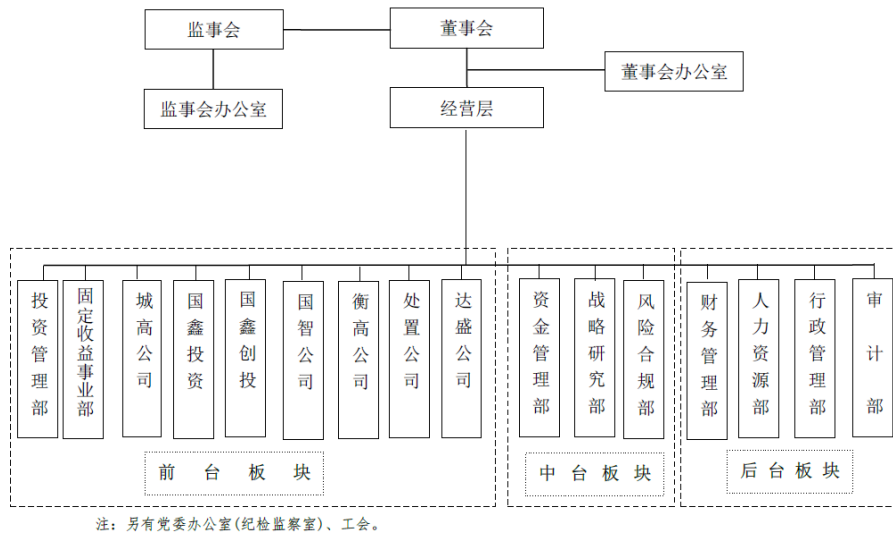
公司主业涉及的经营主体及其概况

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	2019 年一季度
资产总额 [亿元]	722.68	875.72	774.23	764.68
货币资金 [亿元]	3.44	10.30	16.06	17.52
刚性债务[亿元]	104.51	179.79	229.23	218.96
所有者权益 [亿元]	485.83	542.64	435.70	435.30
营业收入[亿元]	0.83	1.09	2.07	0.70
净利润 [亿元]	19.56	16.24	20.12	-0.62
EBITDA[亿元]	23.82	22.20	32.03	—
经营性现金净流入量[亿元]	-11.45	-4.75	-17.25	0.41
投资性现金净流入量[亿元]	-7.42	-56.90	-15.97	13.86
资产负债率[%]	32.77	38.04	43.72	43.07
长期资本固定化比率[%]	101.71	102.09	99.49	98.98
权益资本与刚性债务比率[%]	464.86	301.82	190.07	198.81
流动比率[%]	70.27	77.44	104.09	108.61
速动比率 [%]	56.20	69.07	104.08	108.60
现金比率[%]	52.70	41.30	61.62	21.61
高流动性资产与短期刚性负债比率[%]	54.91	46.65	66.28	23.70
高流动性资产*与短期刚性负债比率[%]	1892.38	1291.46	907.61	927.63
利息保障倍数[倍]	5.71	3.73	3.58	0.74
有形净值债务率[%]	48.75	61.38	77.73	75.70
营运资金与非流动负债比率[%]	-5.92	-6.45	1.40	2.81
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	89.54
营业利润率[%]	2370.09	1490.78	1110.30	-89.60
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	152.98
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-28.80	-8.38	-21.50	—
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流动负债比率[%]	-47.48	-108.73	-41.41	—
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，及未经审计的 2019 年一季度财务报表整理、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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。