

上海上国投资产管理有限公司

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)010478】

评级对象: 上海上国投资管理有限公司 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 11 月 12 日

计划发行: 不超过 20 亿元(含 20 亿元)

本期发行: 基础发行规模为人民币 5 亿元,可超额配售不超过 5 亿元 5 年,附第 3 年末发行人调整

发行目的: 偿还本息

存续期限: 票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式: 每年付息一次,到期一次还本

增级安排: 无

主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年
金额单位: 人民币亿元				
合并口径财务数据				
总资产	216.09	220.78	185.22	229.52
总负债	45.27	46.04	39.82	57.32
刚性债务	—	—	4.31	14.36
所有者权益	170.83	174.75	145.40	172.20
营业总收入	7.11	4.49	3.04	5.65
净利润	6.99	5.14	2.63	5.53
经营性现金净流入量	-0.11	-0.25	-0.57	-14.16
EBITDA	7.08	5.69	2.89	—
资产负债率[%]	20.95	20.85	21.50	24.97
权益资本与刚性债务 比率[%]	—	—	3373.86	1199.18
流动比率[%]	48573.71	3104.29	109.69	151.23
现金比率[%]	3609.07	207.76	44.34	151.23
利息保障倍数[倍]	—	—	181.17	58.21
净资产收益率[%]	4.10	2.97	1.64	—
经营性现金净流入量与负 债总额比率[%]	-0.24	-0.55	-1.32	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-1.57	5.20	-5.34	—
EBITDA/利息支出[倍]	—	—	181.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	—	—	0.67	—

注: 发行人数据根据上国投资管经审计的 2016-2018 年财务数据、未经审计的 2019 年上半年财务数据整理、计算。

分析师

刘兴堂 liuxingtang@shxsj.com

李玉鼎 lyd@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:

- 外部环境良好。上海市政府贯彻“四个中心”建设的实施举措,为上国投资管提供了良好的政策环境和发展机遇。
- 股东支持力度大。上国投资管为上海国际集团控股子公司和战略持股平台,实际控制人为上海市国资委,可获得上海国际集团的大力支持。
- 资产质量好。上国投资管持有部分优质股权,资产获得成本较低,可为公司带来较好的投资收益。
- 刚性负债规模小。上国投资管目前刚性负债规模较小,债务负担较轻。

主要风险:

- 盈利来源相对单一。上国投资管的盈利来源主要为分红收益,历年来均较为可观,但被投资企业分红变动仍将影响公司的盈利稳定性。
- 部分股权变现相对受限。上国投资管战略性投资较多,部分股权处置需要服从控股股东的统一安排,该部分资产变现相对受限。
- 证券市场价格波动风险。上国投资管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

通过对上国投资管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



上海上国投资产管理有限公司

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

上海上国投资产管理有限公司（以下简称“上国投资管”、“该公司”或“公司”）成立于 2015 年 3 月，是上海国际信托有限公司（以下简称“上海信托”）根据银监复〔2015〕83 号¹，将非信托业务相关的资产、负债和所有者权益承续式分立而新设的公司，初始注册资本为 0.50 亿元。2017 年 6 月，公司以未分配利润转增注册资本方式增资 9.50 亿元。截至 2019 年 6 月末，公司注册资本 10 亿元，上海国际集团有限公司（以下简称“上海国际集团”）持有公司 66.33% 的股权，为公司控股股东，公司实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）。

图表 1. 截至 2019 年 6 月末，上国投资管股东持股情况（单位：万元、%）

序号	股东名称	认缴及实缴出资额	出资比例
1	上海国际集团有限公司	66333.07	66.33
2	上海久事（集团）公司	20000.00	20.00
3	申能股份有限公司	5000.00	5.00
4	上海汽车集团股权投资有限公司	2000.00	2.00
5	上海锦江国际投资管理有限公司	1333.46	1.33
6	上海石化城市建设综合开发公司	1333.27	1.33
7	国网英大国际控股集团有限公司	666.73	0.67
8	中国东方航空股份有限公司	666.73	0.67
9	上海新黄浦置业股份有限公司	666.73	0.67
10	上海地产（集团）有限公司	666.73	0.67
11	双钱轮胎有限公司	533.33	0.53
12	上海爱建股份有限公司	399.97	0.40
13	上海百联集团股份有限公司	399.97	0.40
	合计	100000.00	100.00

资料来源：上国投资管

上国投资管经营范围包括资产管理、实业投资、企业管理咨询和财务咨询。成立之初，公司承继上海信托非信托业务，持有上海浦东发展银行股份有限公司（以下简称“浦发银行”）、国泰君安证券股份有限公司（以下简称“国泰君

¹ 《中国银监会关于上海国际信托有限公司非信托资产分立的批复》

安证券”)、上海证券有限责任公司(以下简称“上海证券”)和华安基金管理有限公司(以下简称“华安基金”)等多家重点金融机构股权。目前,公司还根据市场情况,结合自身判断,开展定向增发、股权投资和基金投资等业务。

截至 2018 年末,受 2018 年市场行情影响,股票市值波动导致上国投资管资产规模有所下降,公司经审计的财务报表口径资产总额为 185.22 亿元,股东权益为 145.40 亿元。当年实现营业利润 2.85 亿元,取得投资收益 3.04 亿元,实现净利润 2.63 亿元。

截至 2019 年 6 月末,随着股票市值回升,上国投资管资产规模亦随之回升,公司未经审计的财务报表口径资产总额为 229.52 亿元,股东权益为 172.20 亿元。2019 年上半年实现营业利润 5.50 亿元,取得投资收益 5.64 亿元,实现净利润 5.53 亿元。

2. 债项概况

(1) 债券条款

经中国证监会证监许可[2019]2024 号文核准,上国投资管获准发行总规模不超过 20 亿元(含 20 亿元)的公司债券。其中本期债券基础发行规模为人民币 5 亿元,可超额配售不超过 5 亿元,债券期限为 5 年,并附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券募集资金扣除发行等相关费用后,拟用于偿还有息负债。

图表 2. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	上海上国投资产管理有限公司 2019 年公开发行公司债券(第一期)
总发行规模:	不超过 20 亿元人民币
本期发行规模:	基础发行规模为人民币 5 亿元,可超额配售不超过 5 亿元
本期债券期限:	5 年,附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率:	请参考募集说明书
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次,到期一次还本
增级安排:	无

资料来源:上海上国投资产管理有限公司 2019 年公开发行公司债券(第一期)募集说明书

(2) 募集资金用途

A. 偿还有息负债

上国投资管拟将本期债券募集资金用于偿还有息负债,截至 2019 年 10 月末,公司有息负债具体情况如下:

图表 3. 截至 2019 年 10 月末，上国投资管有息负债明细

贷款机构	待偿还金额（亿元）	合同到期时间
中国农业银行	0.45	2020 年 1 月 25 日
平安银行	0.47	2020 年 10 月 20 日
民生银行	0.50	2020 年 1 月 28 日
上海银行	1.50	2020 年 9 月 17 日
	0.60	2020 年 10 月 20 日
宁波银行	0.91	2020 年 10 月 11 日
招商银行	0.20	2020 年 10 月 7 日
	0.20	2020 年 10 月 13 日
	16.00	2020 年 4 月 24 日
合计	20.83	-

资料来源：上海上国投资资产管理有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）募集说明书

待本期债券发行完毕，募集资金到账后，上国投资管将根据本期债券募集资金的实际到位时间和公司债务结构调整及资金使用需要，本着有利于优化公司债务结构，尽可能节省公司利息费用的原则，灵活安排偿还所借银行贷款。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2019 年以来，美国发起的全球贸易摩擦、中东等热点地缘政治冲突仍对全球经济增长形成较大下行压力，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化，输入性风险上升。全球经济增长承压，多国央行的货币政策相继宽松。为对冲压力，我国持续加大逆周期调节力度，短期内经济增长有望保持在目标区间内运行。为缓释输入性风险和提高经济增长质量，我国对外开放水平进一步提高、供给侧结构性改革不断深化，经济基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。

2019 年以来，美国发起的全球贸易摩擦、中东等热点地缘政治冲突仍对全球经济增长形成较大下行压力，多国制造业景气度降至荣枯线以下，我国经济增长面临的外部环境更加复杂化，输入性风险上升。在全球经济增长压力明显上升的环境下，美欧等多国央行纷纷降息应对，全球性货币政策宽松周期开启。在主要发达经济体中，美国经济增速由高位回落，美联储降息以应对就业及物价的潜在压力，美国的关税加征行为对其自身经济及全球经济的负面影响已有所显现；欧盟经济增长放缓，欧洲央行降息并重启资产购买计划，英国脱

欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济低迷，货币政策持续保持宽松状态，消费税的上调将进一步加大经济增长压力。除中国外的金砖国家悉数降息以缓解经济增长压力，其中印度经济增速大幅回落，以刺激房地产和外贸为代表的保增长政策效果有待观察；俄罗斯经济持续低速增长，同时面临来自美国的贸易冲突和经济制裁的双重挑战；巴西经济复苏缓慢，失业率居高不下；南非经济虽有所恢复，但市场信心依旧不佳。

我国就业情况总体稳定、物价水平受猪肉价格影响涨幅有所扩大，经济增长压力加大且增速放缓至目标区间底部附近。我国消费新业态增长仍较快，汽车零售持续低迷拖累整体消费增长，促进消费增长政策的成效有待释放；在地产融资收紧及土地购置负增长影响下房地产投资增长放缓，贸易争端前景不确定及需求不足导致制造业投资不振，地方政府专项债资金加速投放及可作为重大项目资本金使用的政策拉动基建投资增速回稳；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承压，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，但随外贸区域结构的不断调整而影响程度有限。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；随着减税降费逐步落地，工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓，存在经营风险上升的可能。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的背景下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化，住房租赁市场迎来发展机遇期，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国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。

为缓释输入性风险、对冲国内经济增长压力，我国供给侧结构性改革持续深入推进，各类宏观政策逆周期调节力度不断加码，协同合力确保经济的稳定运行。积极的财政政策加力提效，减税降费力度大且在逐步落实，促进了经济的稳定增长和经济结构的调整；地方政府债券发行进一步提速且使用加快，专项债券对基建补短板及重大项目建设发挥重要作用；地方政府隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，政府债务风险总体可控。稳健的货币政策松紧适度，央行降准力度加大，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道，更多地通过完善 LPR 形成机制等改革措施来降低实体经济融资成本。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，适时适度调整监管节奏和力度，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线；影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，实体融资增长保持在合理水平，债券市场违约风险明显改善。人民币兑美元汇率“破 7”是中美贸易摩擦过程中市场预期及事件冲击的共同结果，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。

同时，我国自由贸易试验区扩容，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，我国对外开放力度加大且节奏加快，为经济高质量发展提供了重要动力。人民币跨境

结算量仍保持较快增长，在越来越多的主要经济体国债进入“负利率”及合格境外投资者投资额度限制取消的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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压力加大，但在逆周期调节力度加码的对冲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、供给侧结构性改革的进一步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。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) 行业环境

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。据银保监会数据统计，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%。

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。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。

银行业监管改革方面，从组织架构上，2017 年 7 月，我国国务院金融稳定发展委员会成立。设立国务院金融稳定发展委员会，以统筹金融改革与统筹协调金融监管，更好的对系统性金融风险进行防范和处置，确保金融安全与稳定发展。

银行业政策方面，2018 年 2 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。且监管机构在针对逾期 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。2018 年 4 月 27 日，一行两会一局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“资管新规”）。资管新规落地标志着我国金融监管协同框架初步建立，为大资管行业健康发展创造良好的制度环境。2018 年 7 月 20 日，银保监会发布了《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》，延续了资管新规中“打破刚性兑付、禁止多层嵌套、严禁资金池、净值型”等原则，有利于商业银行资产管理业务健康有序的发展。2018 年 9 月，《商业银行理财业务监督管理办法》（以下简称“理财新规”）正式落地。2018 年 12 月 2 日，银保监会制定了《商业银行理财子公司管理办法》（以下简称《理财子公司管理办法》）。《理财子公司管理办法》与“资管新规”和“理财新规”共同构成理财子公司开展理财业务需要遵循监管要求。

2018 年以来，银保监会更加注重商业银行股东及关联交易管理，拓宽了关联方认定范围及关联交易种类，提高了股东报备要求，有助于提高商业银行股东透明度，规范股东与商业银行之间的业务关联关系；银保监会要求银行全面评估 2017 年三三四十检查情况，并深入整治商业银行乱象，整治内容包括公司治理、违反宏观调控政策、影子银行和交叉金融产品风险、侵害消费金融者权益、利益输送、违规违法展业、案件与操作风险、行业廉洁风险等，有助于商业银行合规稳健经营，回归业务本源；银保监会鼓励商业银行发行新型资本工具补充资本，并优化审批流程，有助于提升商业银行资本补充能力及商业银行支持实体经济的能力。

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。

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。

受市场发展水平和监管环境影响，国内证券公司业务模式相对单一，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，盈利水平易受证券市场景气度影响，周期性波动明显。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。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，股票市场成交量持续萎缩，证券指数持续下跌。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期有所减少，各证券公司均加快业务转型，推进非通道类业务的发展。

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。

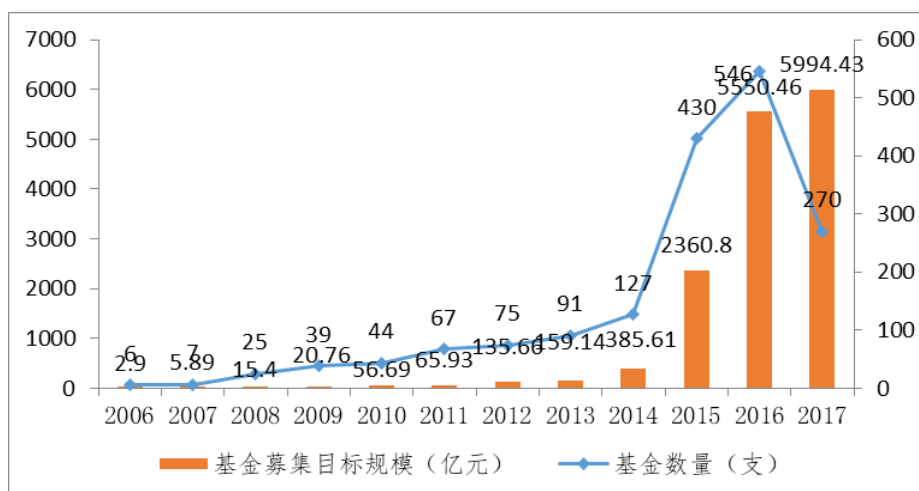
我国证券监管部门审慎推进证券市场的金融创新与对外开放。近年来，证券市场创新步伐与开放进程有所加快，融资融券、直投业务、股指期货等创新业务与品种陆续推出，创业板成立、三板市场升级扩容，QFII 与 QDII 适用对象逐步拓宽和提高，创新为市场与机构注入了活力。随着我国对外开放水平的提高，我国证券市场的创新度和开放度将进一步提高。

近年来，政府对企业的扶持方式从直接资金支持逐渐向采用引导基金等形式转变。随着多项利好政策的出台，2014-2016 年，我国政府引导基金快速发展，政府引导基金进入平稳发展阶段，2017 年以来，新增基金数量有所下降，新增基金规模逐渐放缓。随着多项监管政策法规的落地，政府引导基金逐渐步入规范运营。

近年来，我国逐步进入依靠创新驱动发展的新阶段，创业投资作为推动产业结构调整 and 升级的助力作用日渐增强。从政府职能角度出发，对创新型企业的扶持从直接资助，到采用以市场化机制运行的政府引导基金形式，对发挥财政资金杠杆放大效应、实现财政资金的有效回收和滚动使用、促进创新型经济加快成长具有重要意义。

在多项利好政策出台的背景下，近年来，包括杭州、重庆、深圳、厦门、河北等在内的各地方政府陆续启动创业投资专项基金设立工作，得益于 2014-2016 年全国政府引导基金的快速发展，政府引导基金进入平稳发展阶段，2017 年以来，新增基金数量有所下降。根据清科集团旗下私募通统计，2017 年，全国新增成立 270 支政府引导基金，较上年减少 276 支；基金募集目标规模 5994.42 亿元；平均单支基金募集规模 22.20 亿元。截至 2018 年 7 月 5 日，全国政府引导基金总量为 1957 支，募集资金总规模为 18545.37 亿元。从基金所属行政级别看，地市级政府引导基金数量最多，省级政府引导基金规模最大，截至 2018 年 7 月 5 日，地市级政府引导基金数量及规模分别为 588 支和 4861.90 亿元，省级政府引导基金数量和规模分别为 345 支和 5515.37 亿元。

图表 4. 2006-2017 年政府引导基金设立情况



资料来源：清科研究中心

尽管近年来我国政府引导基金发展较为迅速，但还存在市场化运行机制不完善的问题，基金在项目筛选能力、投资策略限制、激励机制等方面仍有待改善。2016 年 12 月 31 日和 2017 年 4 月 10 日，发改委分别印发《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财金规[2016]2800 号）和《政府出资产业投资基金信用信息登记指引（试行）》（发改办财金规[2017]571 号）的通知，对政府引导基金的登记主体、信息及流程等内容作出规定；明确市场化运作、专业化管理及政府出资人不得参与管理的原则；提出由发改委主动评价政府引导基金是否符合国家产业政策，保证基金在实际运行中按照国家产业政策进行战略投资；确定政府引导基金的信用体系建设，针对政府引导基金的信用进行监督管理。上述政策健全和完善了政府出资产业投资基金的行业监管体系，在国家层面对政府产业基金进行规范和引导，有利于政府引导基金的健康发展。随着配套政策的逐步落实和更多财政资金的进入，2018 年我国政府引导基金将进一步规范发展。

（3）区域经济环境

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。2018 年上海市地区生产总值达到 3.27 万亿元，比上年增长 6.6%，经济总量位居全国所有城市首位；同时，2018 年，上海金融业实现增加值 5781.63 亿元，比上年增长 5.7%。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。2018 年，上海港集装箱吞吐量 4201.02 万国际标准箱，同比增长 4.40%。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。

2. 业务运营

上国投资管重点持有浦发银行、国泰君安证券、上海证券和华安基金等各类优质金融机构股权，获得成本较低。公司通过自有资金开展其他各类投资，近年来已经成为重要利润来源。

(1) 战略投资业务

目前上国投资管直接持有浦发银行、国泰君安证券、上海证券和华安基金等优质金融类股权。公司主要根据股东上海国际集团的要求，按法人治理结构对所持股权进行管理，对人员任命及日常经营不做干预。

图表 5. 截至 2018 年末，上国投资管主要股权投资明细（单位：亿元，%）

公司名称	投资成本	持股比例	截至 2018 年末 账面价值	股比 位次	投资时点
浦发银行	6.26	4.75	136.77	5	2014.08（上海国际信托有限公司之分立协议）
国泰君安证券	1.14	0.87	11.56		2014.09（上海国际信托有限公司之分立协议）
上海证券	11.01	33.33	11.01	2	2014.12（上海国际信托有限公司之分立协议）
华安基金	0.30	20.00	0.30		2014.10（上海国际信托有限公司之分立协议）
申联国际投资公司	2.88	16.50	2.88		2014.11（上海国际信托有限公司之分立协议）
国泰君安投资管理股份有限公司	0.0043	0.02	0.0043		2014.08（上海国际信托有限公司之分立协议）

资料来源：上国投资管

浦发银行（股票代码：600000）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，浦发银行总股本为 293.52 亿元，上海国际集团为该行合并持股第一大股东，总资产 62896.06 亿元，本外币存款和贷款净额分别为 32270.18 亿元和 35492.05 亿元。2018 年浦发银行各项资产质量指标较上年同期有所好转，然而受宏观经济增速放缓等因素的影响，浦发银行仍面临一定信用风险管理压力。截至 2018 年末，浦发银行不良贷款比率 1.92%，较年初下降 0.22 个百分点；拨备覆盖率 154.88%，较年初上升 22.44 个百分点；资本充足率为 13.67%，一级资本充足率为 10.79%，核心一级资本充足率为 10.09%；当期实现营业收入 1715.42 亿元，净利润 565.15 亿元。2017 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。2016-2018 年，上国投资管收到浦发银行分红分别为 5.03 亿元、2.15 亿元和 1.40 亿元。

国泰君安证券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，国泰君安证券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，国泰君安证券在香港联交所上市（股票代码：02611），公开发行 10.40 亿股 H 股，并超额配发 4893.38 万股，注册资本变更为 87.14 亿元。上市后，国泰君安证券资产及资本规模均大幅提升。2017 年 7 月，国泰君安证券公开发行 A 股可转债（债券代码 113013）70 亿元。截至 2018 年末，国泰君安证券注册资本为 87.14 亿元人民币，合并口径总资产 4367.29 亿元，所有者权益为 1336.73 亿元。截至 2018 年末，国泰君安证券拥有 33 家分公司、420 家证券营业部和 26 家期货营业部，已形成了覆盖全国的网点布局。国泰君安证券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）排名行业第 1 位；2018 年末融资融券业务融出资金余额为 447.93 亿元，较年初减少 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%。国泰君安证券各项业务发展平稳，市场地位持续巩固。2016-2018 年，上国投资管收到国泰君安证券分红分别为 0.40 亿元、0.30 亿元和 0.30 亿元。

上海证券是全国综合类证券公司，2014 年 7 月，国泰君安证券向上海国际集团购入上海证券 51% 的股权，成为上海证券的第一大股东。上海证券暂无承销保荐牌照，营业收入和营业利润主要源自证券经纪业务和证券自营业务。截至 2018 年末，上海证券共拥有 3 家分公司和 74 家证券营业部。截至 2018 年末，上海证券注册资本 26.1 亿元人民币，总资产为 277.68 亿元，净资产为 100.65 亿元；2018 年度，实现营业收入 9.06 亿元，净利润 0.70 亿元。2016-2017 年，上国投资管收到上海证券分红分别为 0.70 亿元和 0.87 亿元

华安基金成立于 1998 年，注册资本 1.50 亿元，股东分别为上国投资管、上海工业投资（集团）有限公司、国泰君安创新投资有限公司、国泰君安投资管理股份有限公司和上海锦江国际投资管理有限公司，持股比例均为 20%。截至 2018 年末，华安基金服务超过 1500 万个人客户和 23200 家机构客户，目前公募资产管理规模（剔除货币基金、理财和联结基金后）1110.11 亿元，排名行业第 12 位；华安基金旗下权益类基金近 5 年绝对收益率 62.34%，排名行业第 9，固收类基金近 5 年绝对收益率 39.53%。目前华安基金管理公募基金 98 只，自成立以来，为投资者创造收益累计达 555.72 亿元，分红总额达 634.40 亿元，分别排名全行业 13/129 和 11/129。2018 年华安基金获得“金牛基金管理公司”大奖，旗下五只基金获得金牛基金奖。2016-2018 年，上国投资管收到华安基金分红分别为 0.50 亿元、0.25 亿元和 0.30 亿元。

申联国际投资公司成立于 1998 年，注册地为香港，注册资本 4 亿美元，主要从事金融股权投资业务。目前申联国际投资公司持有上海商业银行 22.40% 的股份，派驻董事 2 名。上海商业银行成立于 1950 年，实收资本 20 亿港元，目前在香港有超过 40 家分行，在旧金山、洛杉矶、纽约及伦敦设有 4 家海外分行，并在大陆设有深圳分行和上海分行。2018 年末，上海商业银行总资产 1976.20 亿港元，股东权益 278.21 亿港元，总存款 1546.15 亿港元，总贷款 870.88 亿港元；不良率 0.70%，关注类贷款占比为 2.96%，资本充足率 18.6%；盈利方面，上海商业银行净息差为 2.03%，平均资产回报率 1.5%，当期实现营业收

入 49.56 亿港元。2016-2018 年，上国投资管收到申联国际投资公司分红分别为 0.29 亿元、0.30 亿元和 0.28 亿元。

整体来看，上国投资管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。上述股权均为上海信托分立之时承继，其中公司对浦发银行及国泰君安证券的股份为战略性持有，暂时不会变现。

(2) 财务投资业务

上国投资管的财务投资以追求盈利及储备优质流动性资产为主要目标，近年来逐渐成为公司利润的重要来源。公司主要投资及管理领域包括股权、定向增发和固定收益产品等。

股权投资方面，2018 年上国投资管联合上海国际集团本部以投资联合体形式参与中航投资控股有限公司增资项目，公司出资 5 亿元。中航投资控股有限公司（以下简称“中航投资”）系中航资本控股股份有限公司（股票代码：600705）子公司，主要从事金融投资业务，注册资本 88.43 亿元。目前中航投资持有广发银行股份有限公司 3.88% 的股份、中航证券有限公司 71.71% 的股份、中航国际租赁有限公司 48.93% 的股份和中航信托股份有限公司 82.73% 的股份等优质金融股权。截至 2018 年末中航投资总资产 305.70 亿元，净资产 204.56 亿元。2018 年中航投资实现营业利润 4.35 亿元，净利润 5.00 亿元。

定向增发投资方面，2018 年 4 月，上国投资管参与北京航天长峰股份有限公司定增项目，投资金额 1.02 亿元，合计 788.82 万股，成为其第四大股东；2018 年 11 月，公司参与北京首创股份有限公司定增项目，投资金额 2.50 亿元，合计 8038.59 万股，成为其并列第五大股东。截至 2018 年末，上述定增项目合计浮亏 0.05 亿元。

固定收益产品投资方面，截至 2018 年末，上国投资管合计完成固定收益产品投资 6.50 亿元，公司主要投资对象为上海爱建信托有限责任公司等信托公司发行的信托收益权或资产管理计划，项目以一线城市的商业地产为主，期限为 1 年左右，收益率在 10% 左右。公司要求被投资项目担保方公开级别在 AA+ 及以上。未来，公司将进一步加大固定收益投资力度，积极拓宽投资领域，尝试标准化债权及资产证券化产品优先级，预计 2019 年公司将累计投入资金 4.00 亿元。

(3) 基金投资业务

基金投资方面，上国投资管主要以 LP 身份认购上海国际集团全资子公司上海国际集团资产管理有限公司发起设立的产业基金份额。截至 2018 年末，公司基金投资合计认缴规模 3.00 亿元，实缴规模合计 1.50 亿元，其中公司对上海金浦国调并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）认缴 2.00 亿元，实缴 1.00 亿元；对上海国方母基金一期股权投资合伙企业（有限合伙）认缴 1.00 亿元，实缴 0.50 亿元。

上海金浦国调并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）的基金管理人为金浦产业投资基金管理有限公司（以下简称“金浦管理公司”）。金浦管理公司的第一大股东为上海国际资管，持股比例为 49.5%，其他股东包括江苏沙钢集团有限公司、华泰证券股份有限公司、横店集团控股有限公司等。金浦管理公司管理的一期上海金融发展投资基金于 2011 年 3 月设立，并于 2012 年 12 月封闭。截至 2016 年末，一期上海金融发展投资基金投资期已经结束，目前处于产出期，持有的金融类投资包括中国银联、兴业银行以及中银国际证券，持有的其他投资包括维格纳斯、神州长城、北大之路、宝蓝物业等，已退出的投资包括国泰君安证券、欢瑞世纪、苏州捷力、兴业银行、华宇园林、今世缘酒业和神州长城等。截至 2018 年末，一期上海金融发展投资基金已基本收回本金。二期基金目前处于管理期，主要投资领域为金融发展、医疗健康、医疗服务、互联网和大消费等，持有的其他投资包括蚂蚁金服、唱吧和哔哩哔哩等。截至 2018 年末已完成金融发展领域投资 14.34 亿元，医疗健康领域 6.42 亿元。目前该基金市值增值幅度较大。此外，金浦管理公司还于 2016 年成立生物医疗基金，主要用于承接上海金融发展投资基金二期中生物医疗方向投资，具体投资项目包括长风药业、飞依诺和安翰光电等，已退出的投资包括 BlockadeMedicalLLC 的部分项目，截至 2018 年末该基金已完成投资 6.42 亿元。

上海国方母基金一期股权投资合伙企业（有限合伙）的基金管理人为上海国方母基金股权投资管理有限公司（以下简称“国方母基金管理公司”）。国方母基金管理公司于 2017 年 6 月由上海国际资管、宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司、中国万向控股有限公司以及上海爱建资本管理有限公司共同成立，注册资本 1.00 亿元，其中上海国际资管出资 0.30 亿元，持股比例 30%，为第一大股东。除长三角基金外，国方母基金管理公司还管理国方母基金，国方母基金目前处于投资期，上海国际集团和上海国际资管计划作为基石投资人出资分别不低于 75 亿元和 30 亿元，主要投向覆盖上海国际集团已成立的产业基金群和其他私募投资基金，目前投资项目包括金浦生物医疗基金、国和二期现代服务业基金、长三角协同优势产业基金和上海国方母基金一期股权投资基金，预计合计规模超过 500 亿元。

管理

上国投资管的控股股东是上海国际集团，实际控制人为上海市国资委。公司严格按照有关法律、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。公司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。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

上海投资管的控股股东是上海国际集团，持股比例为 66.33%，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有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）履行出资人职责的国有独资公司，初始注册资本为 50 亿元人民币，由上海市财政局和上海市国有资产经营公司分别持股 66.67% 和 33.33%。后经上海国资体系改革，注册资本与股权结构发生变更。2007 年 8 月，上海市国资委持有上海国际集团 100% 股权，上海国际集团变更为国有独资有限责任公司，注册资本增至 105.59 亿元。截至 2019 年 6 月末，上海国际集团注册资本为 105.59 亿元，上海市国资委持有上海国际集团 100% 的股权，为其实际控制人。

在上海市委、市政府的指导下，上海国际集团立足国有资本运营平台的功能定位，围绕上海国资国企改革和全市重大战略，全面推进实施国资运营和投资管理“双轮驱动”战略，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。

目前，上海国际集团旗下资产主要为金融服务类企业。上海国际集团主要二级子公司情况详见图表 6，参股的其他重要公司详见图表 7。

图表 6. 截至 2018 年末，上海国际集团主要二级子公司情况

二级子公司全称	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	USD0.16	100.00	投资咨询

资料来源：上国投资管

图表 7. 截至 2018 年末，上海国际集团参股的其他重要公司

公司名称	公司简称	上海国际集团合计持股比例	股比位次
金融股权			
浦东发展银行股份有限公司	浦发银行	29.67	1
国泰君安证券股份有限公司	国泰君安证券	32.73	1
上海农村商业银行股份有限公司	上海农商银行	20.02	1
中国太平洋保险（集团）股份有限公司	中国太保	5.04	5
中国太平洋财产保险股份有限公司	太保财险	0.26	5
中国太平洋人寿保险股份有限公司	太保寿险	0.54	3
非金融股权			
上海国际港务（集团）股份有限公司	上港集团	3.95	6

资料来源：上国投资管

(2) 公司治理

上国投资管根据《公司法》以及自身的经营特点，建立了规范的公司法人治理结构，设有股东会、董事会、监事会和经营管理层，并就各机构的构成、职责权限及议事规则等作出明确规定。

股东会是上国投资管的最高权力机构，股东按照出资比例行使表决权，决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会和监事会，并就《公司章程》中董事会和监事会的职权、任免程序、人员构成、议事规则等作出了明确的规定。

上国投资管董事会对股东会负责，由 6 名董事组成，其中 3 名董事由上海国际集团推荐，1 名董事由上海久事（集团）有限公司推荐，1 名董事由申能股份有限公司，上述 5 名董事由股东会选举产生；公司另设职工代表董事 1 名，由公司职工通过职工代表大会选举产生。公司监事会向全体股东负责，对公司董事、总经理及其他高级管理人员的尽责情况进行监督，维护公司和股东的合法权益。监事会由 6 名监事组成，其中 4 名由股东会选举产生，上海国际集团、上海汽车集团股权投资有限公司、上海锦江国际投资管理有限公司和上海石化城市建设综合开发公司各推荐 1 名监事；另外 2 名职工监事由职工代表大会选举产生。

上国投资管设总经理 1 名，由董事会予以聘任或解聘。总经理全面主持公司的经营管理活动，并向董事会负责。公司副总经理、财务负责人和其他高级管理人员根据公司章程和总经理工作细则的规定，在授权范围内协助总经理工作。

(3) 主要关联方及关联交易

上国投资管的主要关联企业包括上海国际集团及其下属控股及参股子公司。截至 2018 年末，公司的关联交易主要系公司和母公司之间的资金往来，债权人为上海国际集团，余额为 3 亿元，期限为 1 年，利率为基准上浮 5%。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

上国投资管根据实际经营需要，设置了投资管理部、财务管理部、风险合规部和综合管理部等部门。其中投资管理部主要负责制定公司年度投资计划，根据公司投资业务规定制定并组织实施标准化投资实施流程，以及公司所投公司或项目的投后管理工作；财务管理部主要负责统筹公司运营资金管理、融资管理、财务管理、预算管理和短期闲置资金运作等工作；风险合规部主要负责公司风险管理日常工作，揭示公司重大经营决策和重要经济活动所存在的风险并提供风险防范意见，协助公司相关职能部门进行投后管理工作，跟踪防范和控制投后风险；综合管理部主要负责董事会、人力资源管理、行政管理和党建、纪检和工会工作。公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

在议事管控方面，为规范公司党政领导、董事会、监事会及经营管理层的议事方式和决策程序，上国投资管结合公司的实际情况，开设了党政联席会议、董事会会议、监事会会议和总经理办公会议，建立公司党政联席会议议事制度、《上海上国投资资产管理有限公司董事会议事规则》、《上海上国投资资产管理有限公司监事会议事规则》和《上海上国投资资产管理有限公司总经理办公会议事规则（试行）》，对上述会议的组成、职权、会议召开和议事内容作出了说明。

在投资管理方面，为规范上国投资管的投资项目管理，公司根据《上海国际集团有限公司投资企业管控方案》、《上海国际集团有限公司市值管理办法》、《上海国际集团有限公司投资管理规定》、《上海国际集团有限公司资产处置（运作）管理规定》、《上海国际集团有限公司投资后评估管理办法》等上海国际集团有关规章制度和《上海上国投资资产管理有限公司章程》制定了《上海上国投资资产管理有限公司投资企业股东（大）会、董事会、监事会议案管理规定（试行）》，对公司三会议案的审核和管理、投资事项的表决与报告作出了说明；制定了《上海上国投资资产管理有限公司市值管理办法（试行）》，对市值管理业务的基本原则、规则及程序和风险控制等作出了规定；结合公司实际情况，制定了《上海上国投资资产管理有限公司投资后评估管理办法（试行）》，对投资后评估工作原则、组织和实施及评估报告等事项作出了规定。此外公司还制定了股票增减持业务操作细则等办法，明确了投资项目的审批、备案以及决策的程序，进一步实现了投资决策和管理的规范化发展。

在财务管理方面，上国投资管结合公司实际情况，制定了《上海上国投资资产管理有限公司短期投资管理办法》，对公司短期投资的原则、年度预算、审批权限、组织实施和日常管理进行了相关规定；制定了《上海上国投资资产管理有限公司费用管理办法》，对公司费用管理原则、费用归类、费用的预算管理、费用列支范围和支付规定、费用支付审批权限、流程和支付等进行了相关规定；制定了《上海上国投资资产管理有限公司货币资金日常管理办法》对公司货币资金的收付、现金管理、银行存款管理及票据和印鉴管理等进行了相关规定。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

截至 2019 年 6 月末，上国投资管无公开市场已发行债券。

3. 发展战略

2019 年上国投资管将按照上海国际集团战略部署和要求，抓住长三角一体化发展国家战略以及上海国际集团金控试点等机遇，聚焦金融，在高端制造、新能源、消费升级等行业领域探索产融结合，进一步提升主动投资的能级，推进资产管理业务的优化和布局，力争完成新增投资规模 11.00 亿元左右，其中股权类投资项目 5.50 亿元，固定收益类投资 4.00 亿元，LP 投资等其他投资 1.50

亿元，力争实现利润总额 4.00 亿元左右。

财务

上国投资管主要通过自有资金开展业务，刚性负债规模较小，债务负担较轻。公司持有的股权投资资质较好，可提供可观的分红收益，但部分股权变现相对受限。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，但被投资企业分红变动会影响公司的盈利稳定性。

1. 公司财务质量

对财务信息质量（审计情况）的说明：瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对上国投资管的 2016 年至 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。

截至 2018 年末，受 2018 年市场行情影响，股票市值波动导致上国投资管资产规模有所下降，公司经审计的财务报表口径资产总额为 185.22 亿元，股东权益为 145.40 亿元。当年实现营业利润 2.85 亿元，取得投资收益 3.04 亿元，实现净利润 2.63 亿元。

截至 2019 年 6 月末，随着股票市值回升，上国投资管资产规模亦随之回升，公司未经审计的财务报表口径资产总额为 229.52 亿元，股东权益为 172.20 亿元。2019 年上半年实现营业利润 5.50 亿元，取得投资收益 5.64 亿元，实现净利润 5.53 亿元。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

A. 债务结构

2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，上国投资管所有者权益分别为 170.83 亿元、174.75 亿元、145.40 亿元和 172.20 亿元，2018 年末公司所有者权益大幅下降主要系当期市场行情影响股票市值波动，导致其他综合收益较上年同期大幅下降 31.06 亿元至 106.49 亿元。从所有者权益构成来看，公司其他综合收益占比相对较高，2019 年 6 月末公司实收资本、盈余公积、其他综合收益金和未分配利润占比分别为 5.81%、6.38%、74.47%和 13.35%。公司维持较为稳定的分红比例，2016-2018 年公司利润分配比例均为 20%。

负债规模方面，2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，上国投资管资产负债率分别为 20.95%、20.85%、21.50%和 24.97%，负债总额分别为 45.27 亿元、46.04 亿元、39.82 亿元和 57.32 亿元。公司负债主要由递延所得税负债构成，当期

末占比分别为 99.95%、98.99%、88.44% 和 74.09%，主要系公司将所持有的浦发银行和国泰君安证券等上市公司股权以公允价值计入可供出售金融资产，实现了较大规模的浮盈及递延所得税负债。

B. 刚性债务

2016-2017 年末，上国投资管无刚性债务；2018 年末公司刚性负债规模合计 4.31 亿元，全部为短期借款，其中信用借款 1.31 亿元，系银行借款，资金成本为基准上浮 5%；委托借款 3.00 亿元，债权人为上海国际集团，期限为 1 年，资金成本为基准上浮 5%。截至 2019 年 6 月末，公司刚性负债总额为 14.36 亿元，均为短期借款。整体来看，公司负债规模很小。

上国投资管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。截至 2019 年 6 月末，公司共获得各银行授信额度 21.00 亿元，其中尚有 16.64 亿元未使用，未使用额度占授信额度的 79.24%。

C. 或有负债

截至 2018 年末，上国投资管无对外担保或其他重大或有事项。

(2) 现金流分析

2016-2018 年及 2019 年上半年，上国投资管经营活动产生的现金流量净额分别为-0.11 亿元、-0.25 亿元、-0.57 亿元和-14.16 亿元。公司经营活动产生的现金流量净额持续为负主要系公司支付的各项税费及为职工支付的现金，2019 年上半年经营活动现金流量主要来自银行理财的购买和退出。

2016-2018 年及 2019 年上半年，上国投资管投资活动产生的现金流量净额分别为-0.62 亿元、-2.63 亿元、-1.73 亿元和 7.74 亿元。公司投资活动产生的现金流量净额持续为负主要系公司参与上市公司定增项目和投资基金、信托产品产生的现金流出。

2016-2018 年及 2019 年上半年，上国投资管筹资活动产生的现金流量净额分别为 0 亿元、-2.17 亿元、3.37 亿元和 9.95 亿元。公司筹资活动现金流入主要系借款，现金流出主要系分配股利支付的现金。随着公司业务规模的扩大，筹资活动现金流入规模逐步增加。

整体来看，上国投资管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。

图表 8. 上国投资管现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出(倍)	—	—	181.31
EBITDA/刚性债务(倍)	—	—	0.67
经营性现金流净额(亿元)	-0.11	-0.25	-0.57
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-382.73	-102.98	-22.36
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-0.24	-0.55	-1.32

资料来源：上国投资管

(3) 资产质量分析

2016-2018 年末及 2019 年 6 月末，上国投资管总资产规模分别为 216.09 亿元、220.78 亿元、185.22 亿元和 229.52 亿元，主要由可供出售金融资产构成，当期末占比分别为 93.75%、92.93%、96.65% 和 89.72%。公司将所持浦发银行和国泰君安证券等上市公司股权以公允价值计入可供出售金融资产科目，资产质量较好，获得成本较低，可为公司带来较好的投资收益，但固化程度相对较高，同时公司按每季度末的股票公允价值调整其账面价值，资产规模受股票价值波动的影响较大。

上国投资管流动资产主要由货币资金和其他流动资产构成，2019 年 6 月末规模分别为 5.57 亿元和 16.89 亿元，占比分别为 2.43% 和 7.36%。公司其他流动资产主要系投资的其他各类理财产品，包括银行理财产品、券商资管产品和信托产品等。

图表 9. 上国投资管其他流动资产投资情况（单位：亿元）

指标名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末
理财产品	3.91	0.50	-
信托产品	5.61	12.99	-
资管产品	-	-	3.01
增值税留抵税额	-	-	0.00
合计	9.52	13.49	3.01

资料来源：上国投资管

3. 公司盈利能力

盈利能力方面，上国投资管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，但被投资企业分红变动会影响公司的盈利稳定性。

从收入结构来看，上国投资管股权投资领域分红规模相对较高，但稳定性相对较弱，近年来公司固定收益投资领域利润贡献度持续上升。

图表 10. 上国投资管投资收益构成情况（单位：亿元，%）

	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
股权投资	6.92	97.43	3.87	86.36	2.28	75.05
固定收益	0.18	2.57	0.61	13.64	0.76	24.95
合计	7.10	100.00	4.48	100.00	3.04	100.00

资料来源：上国投资管

上国投资管持有浦发银行、国泰君安证券、上海证券和华安基金等金融股权，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。

2016-2018 年及 2019 年上半年，上国投资管期间费用合计分别为 0.02 亿

元、0.14 亿元、0.19 亿元和 0.15 亿元，主要集中在管理费用，占比分别为 135.51%、103.79%、94.62% 和 38.89%。2018 年以来，随着业务规模的逐渐增大，公司逐渐开始通过银行借款开展融资，未来公司计划逐步提升直接融资比例，资金成本也将有所下降。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

上国投资管重点持有浦发银行、国泰君安证券、上海证券和华安基金等各类优质金融机构股权，获得成本较低。公司通过自有资金开展其他各类投资，近年来已经成为重要利润来源。公司刚性负债规模较小，债务负担较轻。公司持有的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，但被投资企业分红变动会影响公司的盈利稳定性。

2. 外部支持因素

上国投资管为上海国际集团控股子公司，实际控制人为上海市国资委。公司在上海国际及上海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。上海国际集团给予公司 10.00 亿元的 1 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上浮 5%。

本期债券偿付保障分析

1. 具有较强可持续性的盈利积累

上国投资管业务发展相对较稳定，2016-2018 年分别实现净利润 6.99 亿元、5.14 亿元和 2.63 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

上国投资管持有浦发银行和国泰君安证券等大量股权，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控股子公司，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

上国投资管的控股股东是上海国际集团，实际控制人为上海市国资委。公司严格按照有关法律、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。公司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。

上国投资管重点持有浦发银行、国泰君安证券、上海证券和华安基金等各类优质金融机构股权，获得成本较低。公司通过自有资金开展其他各类投资，近年来已经成为重要利润来源。

上国投资管主要通过自有资金开展业务，刚性负债规模较小，债务负担较轻，可为后续融资提供较好空间。公司持有的股权投资资质较好，可提供可观的分红收益，但部分股权变现相对受限，同时可供出售金融资产市值波动将对公司的资产规模和结构造成显著影响。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，但被投资企业分红变动会影响公司的盈利稳定性。

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，且不晚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。

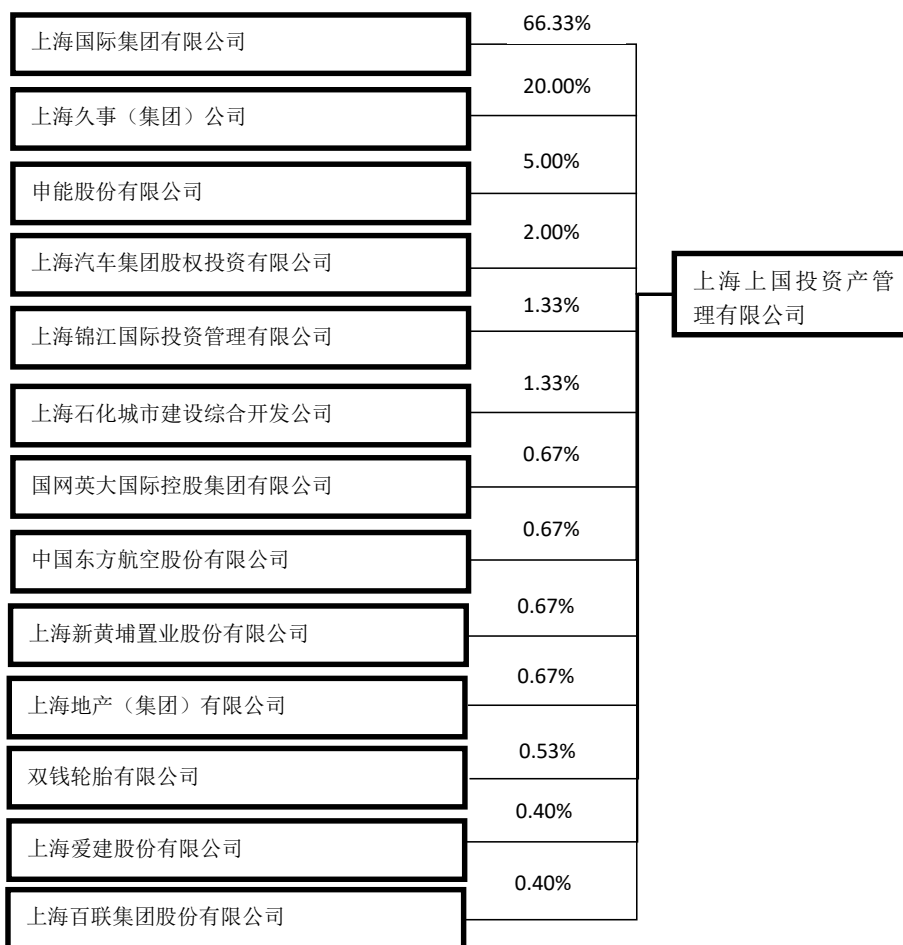
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

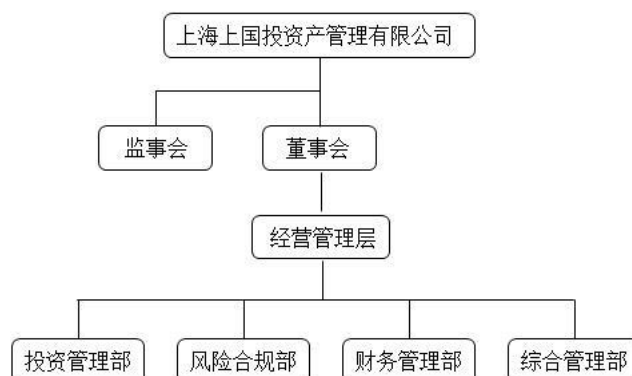
公司与实际控制人关系图



注：根据上国投资管提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据上国投资管提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）

附录三：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 上半年
资产总额 [亿元]	216.09	220.78	185.22	229.52
货币资金 [亿元]	0.76	0.97	2.04	5.57
刚性债务[亿元]	-	-	4.31	14.36
所有者权益[亿元]	170.83	174.75	145.40	172.20
营业总收入[亿元]	7.11	4.49	3.04	5.65
净利润[亿元]	6.99	5.14	2.63	5.53
EBITDA[亿元]	7.08	5.69	2.89	—
经营性现金净流量[亿元]	-0.11	-0.25	-0.57	-14.16
投资性现金净流量[亿元]	-0.62	2.63	-1.73	7.74
资产负债率[%]	20.95	20.85	21.50	24.97
权益资本与刚性债务比率[%]	—	—	3373.86	1199.18
流动比率[%]	48573.71	3104.29	109.69	151.23
速动比率 [%]	48573.71	3104.29	109.69	151.23
现金比率[%]	3609.07	207.76	44.34	37.52
利息保障倍数[倍]	—	—	181.17	58.21
有形净值债务率[%]	26.50	26.34	27.39	33.28
担保比率[%]	—	—	—	—
毛利率[%]	100.00	100.00	—	100.00
营业利润率[%]	104994.96	123442.67	—	58261.79
总资产报酬率[%]	3.23	2.35	1.30	—
净资产收益率[%]	4.10	2.97	1.64	—
净资产收益率*[%]	4.10	2.97	1.64	—
营业收入现金率[%]	106.00	104.93	—	100.00
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-382.73	-102.98	-22.36	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	-0.24	-0.55	-1.32	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-2554.66	975.64	-90.49	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-1.57	5.20	-5.34	—
EBITDA/利息支出[倍]	—	—	181.31	—
EBITDA/刚性债务[倍]	—	—	0.67	—

注 1：表中数据依据上国投资管经审计的 2016-2018 年度财务数据、未经审计的 2019 年上半年财务数据整理、计算。

注 2：营业总收入=营业收入+投资净收益

附录四：

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%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/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%
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。

附录五：

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 级、CCC 级（含）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（含）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（2012）》
- 《工商企业信用评级方法概论（2014）》

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。