

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（2020）100633】

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

15 国资 EB

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日

前次跟踪： AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 25 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司数据：				
货币资金	6.91	11.67	4.66	12.81
短期刚性债务	45.70	69.34	107.64	117.88
刚性债务	143.77	194.22	192.14	197.44
资产负债率	36.83	43.49	40.13	42.73
高流动性资产*/短期刚性负债	35.87	52.34	33.86	28.97
权益资本与刚性债务比率	319.09	193.36	243.55	199.84
合并数据及指标：				
总资产	875.72	774.23	906.89	788.58
总负债	333.08	338.52	352.34	327.10
刚性债务	180.96	231.25	210.38	203.58
应付债券	80.28	101.14	70.37	70.48
所有者权益	542.64	435.70	554.55	461.48
营业收入	1.09	2.07	3.51	0.86
净利润	16.24	20.12	12.66	1.37
经营性现金净流入量	-4.75	-17.25	2.82	4.16
EBITDA	22.20	32.03	21.63	—
资产负债率[%]	38.04	43.72	38.85	41.48
流动比率[%]	77.44	104.09	74.06	66.25
现金比率[%]	13.90	18.59	10.07	13.28
高流动性资产与短期刚性负债比率[%]	37.48	57.23	40.57	40.25
高流动性资产*与短期刚性负债比率[%]	1192.07	808.43	662.25	616.48
权益资本与刚性债务比率[%]	299.87	188.41	263.59	226.68
利息保障倍数[倍]	3.73	3.58	2.31	—
净资产收益率[%]	3.16	4.11	2.56	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.67	-5.14	0.82	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-21.63	-9.89	7.67	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.74	3.59	2.34	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.16	0.10	—

注：表中数据依据上海国资经审计的 2017-2019 年度财务报表，及未经审计的 2020 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 2019 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和短期流动性管理等方面面临的压力。

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，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

通过对上海国资及其发行的上述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;认为上述债券还本付息安全性极强,并给予上述债券 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 2019 年财务报表、未经审计的 2020 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 145.50 亿元，付息情况正常。2020 年，公司将有合计 50.00 亿元公司债券到期兑付，面临一定的再融资压力。

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	公司债券	2015 年 11 月	30.00	4.00	2020 年 11 月 11 日
	16 沪国资	公司债券	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 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
	20 沪国 01	公司债	2020 年 4 月	5.00	2.95	2025 年 4 月 13 日
	20 沪国 02	公司债	2020 年 4 月	10.00	3.85	2030 年 4 月 13 日
	20 沪国资 MTN001	中期票据	2020 年 6 月	10.00	3.09	2025 年 6 月 18 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	-	-	145.50	-	-

资料来源：上海国资

公司管理

截至 2020 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。截至 2020 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。2019 年，公司主要关联交易为与股东上海国际集团之间的短期资金拆借，且截至 2019 年末均已到期。

图表 2. 2019 年上海国资关联方资金拆借情况

借款人	出资人	金额（亿元）	起始日期	到期日期	利息收入/支出（万元）
上海国际集团	上海国资	6.00	2019-10-24	2019-11-08	102.59
上海国际集团	上海国资	7.00	2019-10-24	2019-11-14	167.57
上海国资	上海国际集团	4.00	2019-11-28	2019-12-06	38.67

资料来源：上海国资

业务

1. 宏观经济和政策环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。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需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，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、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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，资本结构稳定性受到一定影响。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 2020 年 3 月末，上海国资持有的主要金融股权包括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“国泰君安”）、中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国太保”）、上海农村商业银行股份有限公司（以下简称“上海农商行”）、浦银金融租赁股份有限公司（以下简称“浦银租赁”）等，上述股权账面价值合计 611.29 亿元，亦为公司资产的主要构成。上述部分股权为上海市政府主导的投资，或通过划拨、重组、整合所得，公司对该部分股权为战略性持有，在上海市政府打造国际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，因而自主性相对较弱。收益方面，2017-2019 年，公司金融板块投资收益分别为 14.36 亿元、16.51 亿元和 16.86 亿元，主要为股权分红及退出收益。

截至 2019 年末，上海国资持有国泰君安 23.05%¹的股份，此外，上海国际集团直接持有国泰君安 7.66%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（以下简称“上海国际资管”）以及控股子公司上海上国投资产管理有限公司（以下简称“上国投资管”）分别持有公司 0.39%、0.01%和 0.85%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）70.00 亿元，其中公司认购金额为 17.70 亿元。2019 年 4 月，国泰君安根据一般性授权完成配售新 H 股 1.94 亿股；且上述 A 股可转债自 2018 年 1 月起可转换为 A 股股份，自 2018 年 1 月至 2019 年 7 月国泰君安办理注册资本变更期间，A 股可转债累计转股数量为 14,154 股；国泰君安注册资本

¹ 上海国资持有国泰君安 A 股股份 1,900,963,748 股，由香港中央结算（代理人）有限公司作为名义持有人持有 H 股股份 152,000,000 股。

因此变更为 89.08 亿元。截至 2019 年末，国泰君安注册资本为 89.08 亿元人民币，合并口径总资产 5593.14 亿元，所有者权益 1460.94 亿元。截至 2019 年末，国泰君安在全国 29 个省市成立了 33 家分公司、420 家证券营业部和 28 家期货营业部，已形成了覆盖全国的网点布局。根据证券业协会统计，2019 年国泰君安营业收入、净利润、净资产、净资本均排名行业第 2 位，总资产排名行业第 3 位。近年来国泰君安各项业务发展平稳，市场地位较为巩固。截至 2020 年 3 月末，公司持有国泰君安 21.34% 的股份，并将所持国泰君安股份 A 股和 H 股纳入可供出售金融资产，分别以公允价值 309.48 亿元和 16.03 亿元入账；同期末，计入其他综合收益的公允价值变动累计金额分别为 273.91 亿元和 -5.56 亿元。

截至 2019 年末，上海国资合计持有中国太保 5.94% 的股份，其中包括国鑫公司持有的 0.36% 的股份，为中国太保第 4 大股东，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 1.39 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 2019 年末，中国太保内含价值 3959.87 亿元，较上年末增长 17.8%，其中有效业务价值 1875.85 亿元，较上年末增长 12.5%；寿险实现一年新业务价值 245.97 亿元，同比减少 9.3%；财产保险业务综合成本率 98.4%，同比持平；中国太保投资资产总投资收益率 5.4%，同比上升 0.8 个百分点，净值增长率 7.3%，同比上升 2.2 个百分点。截至 2020 年 3 月末，公司合计持有中国太保 6.40% 的股份，并将所持股份纳入可供出售金融资产，以公允价值入账 163.36 亿元；同期末，计入其他综合收益的公允价值变动累计金额为 115.09 亿元。除中国太保外，截至 2020 年 3 月末，公司还分别持有太保财险和太保寿险 50,703,172.00 和 45,760,869.00 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 2019 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国投资管持有浦发银行 4.75% 的股份，通过控股子公司上海国际资管持有浦发银行 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。2019 年 11 月 1 日，浦发银行完成 A 股可转换公司债券（以下简称“可转债”）发行工作，募集资金 500 亿元，扣除发行费用后募集资金净额约 499.12 亿元；2019 年 11 月 15 日，上述 A 股可转债在上交所挂牌交易，简称“浦发转债”，代码 110059。截至 2019 年末，浦发银行总股本为 293.52 亿元。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，金融和零售金融业务持续发展，业务渠道和产品不断丰富。近年来，浦发银行不良贷款率总体持续上升，拨备计提压力进一步加大。截至 2019 年末，浦发银行不良贷款率为 2.05%，拨备覆盖率为 133.73%，核心一级资本充足率为

10.26%，资本充足率为 13.86%。2017 以来浦发银行共发生重大操作风险事件 2 起，执行罚款共记 5.20 亿元人民币，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 2020 年 3 月末，公司通过国鑫公司持有浦发银行 3.22% 的股份，并将所持股份纳入可供出售金融资产，以公允价值入账 94.27 亿元；同期末，计入其他综合收益的公允价值变动累计金额为 36.45 亿元。

截至 2019 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 18.46%，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 2019 年末，上海农商行拥有 368 家分支机构，合并口径总资产 9302.87 亿元，净资产为 742.06 亿元，本外币各项存款余额和贷款余额分别为 6923.49 亿元和 4668.68 亿元，在上海地区的市场占比分别为 7.85% 和 6.96%，银保监口径不良贷款率为 0.90%，资本充足率为 15.57%，核心一级资本充足率为 12.59%。截至 2020 年 3 月末，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 2020 年 3 月末，上海国资可供出售金融资产中主要金融股权投资明细
 （单位：亿元，%）

公司名称	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	本部	325.50	21.34	1	2001 年起，多次增资
中国太平洋保险（集团）股份有限公司	本部持有 6.05%、国鑫公司持有 0.35%	163.36	6.40	4	2000 年起，多次增资
中国太平洋财产保险股份有限公司	本部（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	本部（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	94.27	3.22	9	2008 年划入
上海农村商业银行股份有限公司	本部（成本）	16.85	9.22	2	2005 年起，2010 年增资
天津银行股份有限公司	本部（成本）	3.28	1.73	-	2010 年 12 月
浦银金融租赁股份有限公司	本部（成本）	5.78	10.17	2	2015 年 11 月
合计	-	611.29	-	-	-

资料来源：上海国资

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。截至 2020 年 3 月末，公司分别持有上港集团、长发集团、国泰君安投资 0.75%、46.48%、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 7.74 亿元纳入可供出售金融资产。

上述股权多为政府指导性项目，未来针对资产收益率较低的股权投资项目将实现逐步有序退出。收益方面，2017-2019 年，上海国资非金融板块投资收益分别为 1.26 亿元、0.25 亿元和 0.40 亿元和 0.47 亿元，主要为股权分红及退出收益。

图表 4. 截至 2020 年 3 月末,上海国资可供出售金融资产中主要非金融股权投资(单位: 亿元, %)

公司名称	投资公司	账面成本	截至 2020 年 3 月末公允价值	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	本部	11.91	-	46.48	1	2001 年 11 月
国泰君安投资管理股份有限公司 ²	本部	6.54	-	33.29	1	2001 年起, 多次增资
上海新药研究中心	本部	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	本部	6.21	7.74	0.75	10	2006 年 10 月
上海联一投资中心(有限合伙)	本部	0.80	-	43.21	-	2001 年
上海中兵国泰君安投资中心(有限合伙)	本部	0.37	-	9.20	-	2002 年
国有资产处置公司	本部	0.01	-	-	-	2000 年
国华卫星应用产业基金(南京)合伙企业(有限合伙)	本部	0.75	-	7.45	-	2016 年

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。但其中部分股权为战略性持有股权, 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。公司收购对手方包括浙商银行、工商银行、上海银行、平安银行、工商银行、建设银行等银行。2017-2019 年及 2020 年一季度, 公司金融企业不良资产收购处置业务收入分别为 1.02 亿元、1.91 亿元、3.34 亿元和 0.81 亿元。

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, 致使上海国资金融企业不良资产收购处置业务规模有所下降。公司正积极探索转型路径, 将向特殊机会投资倾斜, 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。2017 年, 公司新增建行不良资产包 1 个、工行不良资产包 2 个; 2018 年, 公司新增工行不良资产包 1 个; 2019 年公司新增建行不良资产包 1 个以及 4 个其他特殊投资机会资产。截至 2020 年 3 月末, 公司不良资产包余额为 34.33 亿元, 其中不良资产处置包余额 15.05 亿元, 不良资产重组余额 19.28 亿元。

整体来看, 上海国资目前尚有部分资产包未完成回收工作, 对未来收入水平形成一定的支撑。但受上海地区不良资产规模持续下降, 不良资产包价格相

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。

对较高，利润相对较低影响，加之竞争较为激烈，公司该项业务面临一定的转型压力。

(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，自主性相对较强，主要持有或出售股权及固定收益类产品，重点投资行业包括金融行业、先进制造业、大消费行业等。

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。公司先后退出杭州银行股份有限公司（以下简称“杭州银行”）、天津农商行银行等股权投资，并于 2018 年出资 4.12 亿元投资中国大地财产保险股份有限公司，持股比例 1.16%。

2019 年以来，受中国平安市值增长的影响，上海国资财务性投资期末公允价值有所上升，截至 2020 年 3 月末，公司通过市场化运作持有财务性投资资产账面价值共计 48.35 亿元。2017-2019 年及 2020 年一季度，公司财务投资业务收益分别为 2.32 亿元、13.84 亿元、2.70 亿元和 1.64 亿元。2018 年收益大幅上升主要系公司减持杭州银行股权实现投资收益 5.25 亿元，减持上海银行股权实现收益 1.44 亿元，减持天津农商银行股权实现收益 5.93 亿元。

除国君转债以外，上海国资的固定收益类投资主要投向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。未来，公司计划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。

图表 5. 截至 2020 年 3 月末，上海国资可供出售金融资产中主要财务投资情况（单位：万元）

被投资项目名称	截至 2020 年 3 月末公允价值
中国平安	46,413.07
上海银行	26,581.67
大地财险	41,177.36
浦发 CB	53,145.00
国君资管 2017 次级债	10,000.00
康恩贝	2,934.41
朴盈国视	15,958.96
东诚药业	4,970.68
汇添富-瑞康医药	3,000.95
上海食品开发有限公司	2,401.88
上海摩尔口腔医院投资管理有限公司	2,000.00
上海华烁投资管理有限公司	225.00
白蝶管业科技股份有限公司	174.79
上海精智实业股份有限公司	5,600.00
星恒电源股份有限公司	7,464.60

上海复深蓝软件股份有限公司	3,500.00
江苏汇博机器人技术股份有限公司	3,900.00
宁波梅山保税港区浩蓝尖兵投资管理中心（柏飞电子）	6,150.00
成都宏明电子股份有限公司	9,960.00
上海汽车-中国医药股票收益权	10,000.52
华控防务股权投资基金	10,000.00
中原信托-柳州医药定增信托计划	5,000.00
富春环保	6,566.50
国君资管 2023 定向楚天科技	4,320.00
宁波梅山朴华惠新股权投资	4,265.54
上海信托-国鑫百事通	3,507.55
上海国际淮安产业园项目集合资金信托计划	1,770.00
上海联铭企业管理中心（有限合伙）	1,000.00
深圳腾讯普和有限合伙企业(有限合伙)	9,489.84
泰达宏利-18 伊力 EB	6,285.82
爱建信托	6,258.50
兰溪长昕股权投资合伙企业（有限合伙）	10,000.00
天津信托-2017 国鑫畅捷	28,875.00
北京东富天恒投资中心	15,000.00
财通-国鑫 1 号资产管理计划-1	10,179.88
财通-国鑫 2 号-1	10,005.50
北信瑞丰百信 15 号-1	5,698.85
中信证券-国鑫定向-1	10,000.00
红土创新基金-红人 75 号	8,554.82
财通基金-国鑫 1 号管理计划-2	5,024.06
深圳前海睿泽拾叁号投资合伙企业	9,000.00
信诚基金-定丰 8 号资产管理计划-1	6,955.45
中信证券-国鑫定向-2	12,091.24
财通-国鑫 1 号资产管理计划-4	5,054.94
前海开源-黄金 3 号专项资管计划	5,940.71
财通-国鑫 1 号资产管理计划-6	4,109.03
宁波沁融股权投资合伙企业	3,000.00
财通-国鑫 1 号资产管理计划-8	3,671.87
财通基金-国鑫 1 号管理计划-9	3,862.55
财通-国鑫 1 号资产管理计划-10	1,186.00
财通-国鑫 1 号资产管理计划-11	1,970.14
建信-国鑫 1 号资产管理计划	2,448.32
北信瑞丰百信 15 号-2	1,946.63
财通-国鑫 1 号资产管理计划-12	1,414.36
华安-工商银行-国鑫-1	1,202.51
财通-国鑫 1 号资产管理计划-14	787.84
财通-国鑫 1 号资产管理计划-15	883.39
财通-国鑫 1 号资产管理计划-17	588.47
合计	483,474.20

资料来源：上海国资

财务

1. 公司财务质量

大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上海国资的 2019 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。

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。截至 2019 年末，公司合并口径经审计的资产总额为 906.89 亿元，股东权益为 554.55 亿元，分别较 2018 年末上升 17.14% 和 27.28%；2019 年，公司实现营业收入 3.51 亿元，投资收益 21.43 亿元，营业利润 12.09 亿元，净利润 12.66 亿元。

截至 2020 年 3 月末，上海国资合并口径未经审计的资产总额为 788.58 亿元，股东权益为 461.48 亿元，分别较 2019 年末减少 13.05% 和 16.78%；2020 年一季度，公司实现营业收入 0.86 亿元，投资收益 3.02 亿元，营业利润 1.46 亿元，净利润 1.37 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。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。

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。2017-2019 年及 2020 年一季度，公司分别实现投资收益 22.32 亿元、31.78 亿元、21.43 亿元和 3.02 亿元，分别占当期营业总收入的 95.34%、93.88% 和 86.17%。从收益构成来看，公司金融股权投资经营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。2018 年公司投资收益规模增长明显主要系当期减持天津农商行、杭州银行和上海银行等财务性股权投资实现退出收益所致。

随着不良资产收购处置业务的有序开展，上海国资不良资产处置业务收入规模与占比稳步提高，对公司收入形成一定补充，且该业务具有较强的逆周期性，有助于增强公司的盈利稳定性。2017-2019 年及 2020 年一季度，公司分别

实现不良资产处置收入 1.02 亿元、1.91 亿元、3.34 亿元和 0.81 亿元，分别占当期营业总收入的 4.36%、5.64%、13.39%和 20.88%。

图表 6. 上海国资各业务板块收入构成情况（单位：亿元，%）

	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
营业收入								
不良资产处置 ³	1.02	4.36	1.91	5.64	3.34	13.39	0.81	20.88
其他收入	0.07	0.30	0.16	0.49	0.11	0.44	0.04	1.03
小计	1.09	4.66	2.07	6.12	3.45	13.83	0.85	21.91
投资收益								
股权经营业务	20.00	85.43	17.95	53.03	18.79	75.34	1.39	35.82
其中：金融板块	14.36	61.34	16.51	48.77	16.86	67.60	-	-
非金融板块	1.26	5.38	0.25	0.74	0.40	1.60	-	-
其他业务板块	4.38	18.71	1.19	3.52	1.53	6.13	1.39	35.82
财务性投资	2.32	9.91	13.84	40.89	2.70	10.83	1.64	42.27
小计	22.32	95.34	31.78	93.88	21.49	86.17	3.03	78.09
合计	23.41	100.00	33.85	100.00	24.94	100.00	3.88	100.00

资料来源：上海国资

期间费用方面，2017-2019 年及 2020 年一季度上海国资期间费用合计分别为 6.92 亿元、10.29 亿元、10.40 亿元和 2.34 亿元，主要为管理费用和财务费用。近年来公司直接融资渠道逐步拓宽，且部分存量长期债务面临到期置换，财务成本出现阶段性增长。2017-2019 年及 2020 年一季度，公司财务费用分别为 5.75 亿元、8.75 亿元、8.77 亿元和 2.10 亿元。

2017-2019 年及 2020 年一季度，上海国资分别计提资产减值损失 0.15 亿元、0.53 亿元、2.40 亿元和 0.00 亿元，其中 2019 年规模增长主要系公司应上海国际计提要求，对截至 2019 年末亏损 50%以上的财务性股票投资计提减值准备所致。

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，上海国资拓宽直接融资渠道，发行多种债务融资工具筹措资金。跟踪期内，由于部分存量债务即将到期兑付，公司短期刚性债务占比阶段性上升。为满足兑付资金需求，同时优化债务结构、置换部分长期银行借款，2018 年以来公司陆续发行中长期债务融资工具，债务规模及利息支出出现阶段性增

³ 会计处理方面，上海国资直接将资产处置价格与收购价格的差额计入营业收入，因此不存在结转成本。

长。未来随着相关债券的到期和中长期债务工具的进一步发行，公司债务结构将有所恢复，但短期内存在一定的融资需求。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

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，上海国资所有者权益规模分别为 542.64 亿元、435.70 亿元、554.55 亿元和 461.48 亿元，主要由实收资本、资本公积、盈余公积、其他综合收益和未分配利润构成，2019 年末上述科目占所有者权益比重分别为 9.92%、3.09%、1.05%、74.97%和 10.97%。公司其他综合收益主要来自可供出售金融资产科目中的上市股权公允价值变动，近年来受股票二级市场行行情变化影响，相关资产价格波动较大，对公司资本结构稳定性造成一定影响。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司其他综合收益规模分别为 434.32 亿元、309.56 亿元、415.74 亿元和 321.30 亿元。

近年来，上海国资拓宽直接融资渠道，发行多种债务融资工具筹措资金，且 2019 年以来公司发行中长期债务融资工具置换部分银行存款，加之部分存量长期债务面临到期，公司债务规模和杠杆水平有所波动。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司资产负债率分别为 38.04%、43.72%、38.85%和 41.48%，负债总额分别为 333.08 亿元、338.52 亿元、352.34 亿元和 327.10 亿元。

上海国资的负债构成中刚性债务占比较高，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司刚性债务规模分别为 180.96 亿元、231.25 亿元、210.38 亿元和 203.58 亿元，分别占同期末负债总额的 54.33%、68.31%、59.71%和 62.24%。公司发行的“15 沪国资”和“15 国资 EB”将于 2020 年到期，合计金额 50.00 亿元，为满足兑付资金需求，优化债务期限结构，公司于 2018 年发行中期票据 15.00 亿元、公司债券 10.00 亿元，于 2019 年发行中期票据 5.00 亿元、公司债券 15.00 亿元，于 2020 年 4 月发行公司债券 15.00 亿元。

受债务到期置换的影响，上海国资短期刚性债务占刚性债务总额的比重阶段性上升，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 36.89%、35.61%、56.94%和 58.79%。截至 2019 年末，公司短期刚性债务包括短期借款 56.14 亿元、短期应付债券 10.00 亿元、一年内到期的长期借款 0.17 亿元、一年内到期的应付债券 51.13 亿元和应付利息 2.34 亿元。短期内公司面临一定的偿债压力，但考虑到公司授信充足、融资渠道畅通，总体偿债压力可控。未来随着相关债券的到期兑付，以及中长期融资工具的进一步发行，公司短期刚性债务占比将有所回落。

2017-2019 年及 2020 年 3 月末，上海国资中长期刚性债务规模分别为 114.20 亿元、148.91 亿元、90.60 亿元和 83.89 亿元，主要为长期借款和应付债

券。截至 2019 年末，公司长期借款（不含一年内到期部分）余额为 20.23 亿元，较上年末减少 27.54 亿元，主要系公司通过直接融资置换了部分银行借款；同期末公司应付债券（不含一年内到期部分）余额为 70.37 亿元。随着发行债券的增加，公司财务费用亦出现阶段性增长。

图表 7. 上海国资刚性债务构成（单位：亿元）

	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务：	66.76	82.34	119.78	119.69
短期借款	64.01	47.84	56.14	59.14
应付利息	1.17	2.02	2.34	2.45
短期应付债券	-	25.00	10.00	10.00
一年内到期的长期借款	1.58	2.47	0.17	-
一年内到期的应付债券	-	5.00	51.13	-
一年内到期的长期借款+应付债券	-	-	-	58.10
中长期刚性债务：	114.20	148.91	90.60	83.89
长期借款（不含一年内到期部分）	33.92	47.77	20.23	13.41
应付债券（不含一年内到期部分）	80.28	101.14	70.37	70.48
合计	180.96	231.25	210.38	203.58

资料来源：上海国资

除刚性债务外，上海国资的负债主要分布于递延所得税负债。2017-2019 年及 2020 年一季度，公司递延所得税负债分别为 144.77 亿元、103.19 亿元、138.58 亿元和 107.10 亿元，分别占同期末负债总额的 43.46%、30.48%、39.33% 和 32.74%。公司递延所得税负债主要由于可供出售金融资产中的中国太保、浦发银行、国泰君安等上市公司股权⁴浮盈产生，受股票二级市场行情变化影响，公司所持股票浮盈及递延所得税负债规模均有所波动。

B. 公司过往债务履约情况

截至 2019 年末，上海国资合并口径银行借款总额为 76.54 亿元，占负债总额的比重为 21.63%，其中，信用借款余额为 64.91 亿元，担保借款余额为 11.70 亿元。

截至 2020 年 5 月 7 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 2020 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

⁴ 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；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，实现了较大规模的浮盈及递延所得税负债。

置业务现金回收规模加大，经营活动净现金流转负为正。2017-2019 年及 2020 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-4.75 亿元、-17.25 亿元、2.82 亿元和 4.16 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相对稳定，2017-2019 年及 2020 年一季度取得投资收益收到的现金分别为 16.87 亿元、17.00 亿元、17.72 亿元和 0.25 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，2017-2019 年及 2020 年一季度公司投资支付的现金分别为 110.55 亿元、69.87 亿元、43.79 亿元和 13.28 亿元。2017-2019 年及 2020 年一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -56.90 亿元、-15.97 亿元、23.67 亿元和 0.45 亿元。

2017-2019 年及 2020 年一季度，上海国资取得借款收到的现金分别为 137.04 亿元、125.88 亿元、92.14 亿元和 14.67 亿元，发行债券收到的现金分别为 30.00 亿元、60.50 亿元、50.00 亿元和 0.00 亿元，同期偿还债务支付的现金分别为 92.07 亿元、137.30 亿元、163.69 亿元和 11.70 亿元。由于部分债务置换的阶段性影响，公司总融资量和融资成本均有所波动。2017-2019 年及 2020 年一季度分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 9.72 亿元、11.96 亿元、8.49 亿元和 1.93 亿元，同期公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 68.51 亿元、38.99 亿元、-30.15 亿元和 1.05 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回收资金规模加大，投资支出规模减少，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水平有所改善，但 EBITDA 对利息支出的覆盖能力有所弱化。考虑到短期内的债务到期压力，公司仍存在一定的融资需求。

图表 8. 上海国资现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出（倍）	3.74	3.59	2.34
EBITDA/短期刚性债务（倍）	0.42	0.43	0.21
非筹资性现金净流入量与短期刚性债务比率（%）	-117.33	-44.57	26.22
非筹资性现金净流入量与负债总额比率（%）	-21.63	-9.89	7.67

资料来源：上海国资

（3）资产质量分析

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，上海国资总资产规模分别为 875.72 亿元、774.23 亿元、906.89 亿元和 788.58 亿元，其中非流动资产占比分别为 93.45%、88.39%、89.94%和 88.57%，主要为可供出售金融资产。公司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，总体自主性不强。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。近年来，受股票二级市场行情变化影响，公司计入可供出售金融资产的股票资产公允价值波动较大，对总资产规模造成一定影响。2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司可供出售金融资产规模分别为 816.50 亿元、675.71 亿元、806.86 亿元和 689.69 亿元，占同期末总资产的比重分别为 93.24%、87.28%、88.97%和 87.46%。

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，上海国资流动资产规模分别为 57.37 亿元、89.92 亿元、91.20 亿元和 90.16 亿元，主要为货币资金、应收款项类投资和其他流动资产。截至 2019 年末，上述科目余额分别为 12.41 亿元、38.55 亿元和 36.18 亿元，其中应收款项类投资主要为公司收购的不良资产包，较上年末增长 3.72%；其他流动资产主要为公司持有的理财产品投资，较上年末增长 16.51%。2020 年 3 月末，公司根据集团会计系统要求将应收款项类投资中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 34.33 亿元；同期末，公司货币资金和其他流动资产余额分别为 18.07 亿元和 30.11 亿元。

整体而言，上海国资持有的股权投资资质较好，获取成本较低，积累了较大规模的浮盈，但资产固化程度较高，流动性指标整体偏弱。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。

图表 9. 上海国资流动性指标情况

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
货币资金（亿元）	10.30	16.06	12.41	18.07
短期刚性债务（亿元）	66.76	82.34	119.78	119.69
短期刚性债务现金覆盖率（%）	15.42	19.51	10.36	15.10
高流动性资产与短期刚性负债的比率（%）	37.48	57.23	40.57	40.25
高流动性资产*与短期刚性负债的比率（%）	1192.07	808.43	662.25	616.48

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 2020 年 3 月末，公司合并口径银行授信总额为 285.70 亿元，其中已使用额度为 76.52 亿元，未使用额度为 209.19 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，得益于浦发银行、国泰君安、中国太保等优质股权的大额分红以及不良资产业务对收入的补充，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，受股票二级市场行情变化

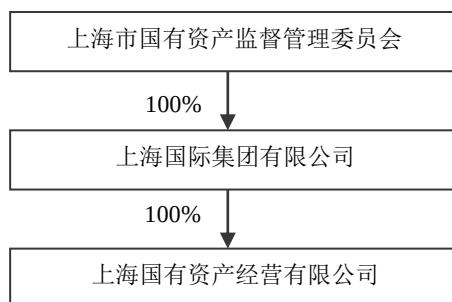
影响，相关资产公允价值波动较大，对总资产规模和资本结构稳定性造成一定影响。

跟踪期内，由于部分存量债务即将到期兑付，上海国资短期刚性债务占比阶段性上升。为满足兑付资金需求，同时优化债务结构、置换部分长期银行借款，2018 年以来公司陆续发行中长期债务融资工具，债务规模及利息支出出现阶段性增长。短期内公司将面临一定的偿债压力，但考虑到公司授信充足、融资渠道畅通，总体偿债压力可控。未来随着相关债券的到期兑付，以及中长期融资工具的进一步发行，公司短期刚性债务占比将有所回落。

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；（6）存量债务到期对公司未来流动性管理的影响。

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 2020 年 3 月末）

附录二：

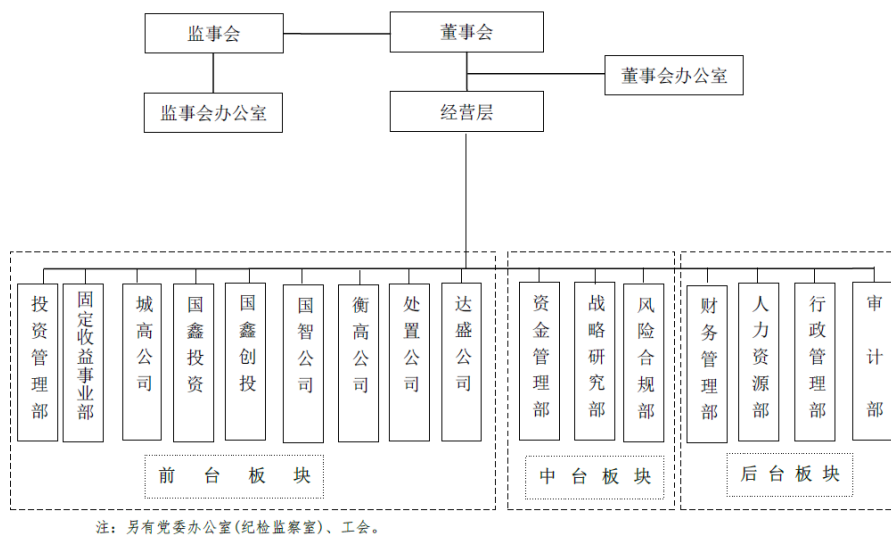
公司主业涉及的经营主体及其概况

企业	业务性质	实收资本（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	40.00	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	5.50	100.00
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	3.00	100.00

资料来源：上海国资（截至 2019 年末）

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 2020 年 3 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]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
资产总额 [亿元]	875.72	774.23	906.89	788.58
货币资金 [亿元]	10.30	16.06	12.41	18.07
刚性债务[亿元]	180.96	231.25	210.38	203.58
所有者权益 [亿元]	542.64	435.70	554.55	461.48
营业收入[亿元]	1.09	2.07	3.51	0.86
净利润 [亿元]	16.24	20.12	12.66	1.37
EBITDA[亿元]	22.20	32.03	21.63	—
经营性现金净流入量[亿元]	-4.75	-17.25	2.82	4.16
投资性现金净流入量[亿元]	-56.90	-15.97	23.67	0.45
资产负债率[%]	38.04	43.72	38.85	41.48
长期资本固定化比率[%]	102.09	99.49	104.08	107.04
权益资本与刚性债务比率[%]	299.87	188.41	263.59	226.68
流动比率[%]	77.44	104.09	74.06	66.25
速动比率 [%]	69.07	104.08	74.04	63.65
现金比率[%]	13.90	18.59	10.07	13.28
高流动性资产与短期刚性负债比率[%]	37.48	57.23	40.57	40.25
高流动性资产*与短期刚性负债比率[%]	1192.07	808.43	662.25	616.48
利息保障倍数[倍]	3.73	3.58	2.31	—
有形净值债务率[%]	61.38	77.73	63.56	70.91
营运资金与非流动负债比率[%]	-6.45	1.40	-13.94	-24.05
应收账款周转速度[次]	588.23	745.88	842.35	—
存货周转速度[次]	—	—	0.01	—
固定资产周转速度[次]	22.07	4.24	3.93	—
总资产周转速度[次]	—	—	—	—
毛利率[%]	99.14	95.98	92.22	91.69
营业利润率[%]	1490.78	1110.30	344.24	170.26
总资产报酬率[%]	2.77	3.87	2.54	—
净资产收益率[%]	3.16	4.11	2.56	—
净资产收益率*[%]	3.16	4.11	2.56	—
营业收入现金率[%]	1.75	12.34	88.80	595.61
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-8.38	-21.50	2.70	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.67	-5.14	0.82	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-108.73	-41.41	25.29	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-21.63	-9.89	7.67	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.74	3.59	2.34	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.16	0.10	—

注：表中数据依据上海国资经审计的 2017-2019 年度财务报表，及未经审计的 2020 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+交易性金融资产-交易性金融资产中流动性弱的债权+其他流动资产
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资产
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）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）》（发布于 2019 年 8 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。