

上海上国投资产管理有限公司
及其发行的 19 上国投与 20 上国投

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)100635】

评级对象: 上海上国投资管理有限公司及其发行的 19 上国投与 20 上国投

	19 上国投	20 上国投
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 29 日
首次评级:	AAA/稳定/AAA/2019 年 11 月 12 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 2 月 24 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				
合并口径财务数据				
总资产	220.78	185.22	257.58	224.33
总负债	46.03	39.82	66.37	57.84
刚性债务	—	4.31	20.86	20.90
所有者权益	174.75	145.40	191.21	166.49
营业总收入	4.49	3.04	16.93	0.69
净利润	5.14	2.63	16.19	0.49
经营性现金净流入量	-0.25	-0.57	-0.38	-0.17
EBITDA	5.69	2.89	16.80	—
资产负债率[%]	20.85	21.50	25.77	25.78
权益资本与刚性债务 比率[%]	—	3373.86	916.50	796.59
流动比率[%]	3104.29	109.69	64.37	326.26
现金比率[%]	207.76	44.34	42.26	58.05
利息保障倍数[倍]	—	181.17	42.74	—
净资产收益率[%]	2.97	1.64	9.62	—
经营性现金净流入量与负 债总额比率[%]	-0.55	-1.32	-0.71	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	5.20	-5.34	-22.93	—
EBITDA/利息支出[倍]	—	181.31	42.74	—
EBITDA/刚性债务[倍]	—	0.67	1.33	—

注:发行人数据根据上国投资管经审计的 2017-2019 年财务数据、未经审计的 2020 年一季度财务数据整理、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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对上海上国投资管理有限公司(简称上国投资管、发行人、该公司或公司)及其发行的 19 上国投及 20 上国投的跟踪评级反映了 2019 年以来上国投资管在资产质量、盈利能力等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司继续面临一定的证券市场价格波动风险和基金投资回收风险。

主要优势:

- **外部环境良好。**上海市人民政府贯彻“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。
- **财务结构稳健。**上国投资管经营杠杆水平较低,流动性资产较为充足,偿债风险低,财务结构稳健。

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



上海上国投资产管理有限公司

及其发行的 19 上国投与 20 上国投

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照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）和 2020 年公开发行公司债券（第一期）（分别简称 19 上国投及 20 上国投）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上国投资管提供的经审计的 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，对上国投资管的财务状况、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。

2019 年 11 月，上国投资管公开发行了规模 8 亿元，期限 5 年的公司债券，债券简称“19 上国投”，票面利率 3.65%，并于 2019 年 11 月在交易所上市交易。

2020 年 3 月，上国投资管公开发行了规模 8 亿元，期限 5 年的公司债券，债券简称“20 上国投”，票面利率 3.05%，并于 2020 年 3 月在交易所上市交易。

截至本评级报告出具日，上国投资管已发行且尚在存续期内的债券余额为 16.00 亿元。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况	当前余额 (亿元)
19 上国投	8.00	5	3.65	2019 年 11 月	未到期	8.00
20 上国投	8.00	5	3.05	2020 年 3 月	未到期	8.00
合计	16.00	-	-	-	-	16.00

资料来源：上国投资管（截至本评级报告出具日）

公司概况

上国投资管成立于 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 2020 年 3 月末，公司注册资本 10.00 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

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》

产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）。公司产权状况详见附录一。

图表 2. 截至 2020 年 3 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有限公司	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	上海新黄浦实业集团股份有限公司	666.73	0.67
10	上海地产（集团）有限公司	666.73	0.67
11	双钱轮胎集团有限公司	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 2019 年末，受益于股票二级市场回暖，上国投资管资产规模大幅回升，公司经审计的财务报表口径资产总额为 257.58 亿元，股东权益为 191.21 亿元。当年实现营业利润 16.36 亿元，取得投资收益 16.92 亿元，实现净利润 16.19 亿元。

截至 2020 年 3 月末，由于新冠肺炎疫情影响，股票二级市场波动，导致上国投资管资产规模下降，公司未经审计的财务报表口径资产总额为 224.33 亿元，股东权益为 166.49 亿元。2020 年一季度实现营业利润 0.49 亿元，取得投资收益 0.69 亿元，实现净利润 0.49 亿元。

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 2019 年末，公司的关联交易主要为公司持有上海证券的非公开发行次级债券 10.00 亿元。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

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）行业环境

2019 年，商业银行资产规模增速回升，信贷投放及债券投资为主要拉动因素，同业及非标投资占比缩小，负债端存款竞争加剧，同业负债占比有所压降，表外理财业务逐步企稳，资产端定价能力提高及政策利率下行带动息差上升，但不良贷款处置及资金业务风险化解对盈利水平产生负面影响。各类商业银行仍呈现结构性差异，中小银行风险持续暴露，引起信用分层，银行业聚焦风险监管，政策框架不断完善，资本工具发行迎来政策红利。

银行业运行质量对于我国金融体系稳定性具有重要影响。近年来，我国商业银行各项业务快速增长，在社会融资体系中保持主导地位。2019 年全年我国社会融资规模增量为 25.67 万亿元，其中，对实体经济发放的本外币贷款、未贴现的银行承兑汇票、存款类金融机构资产支持证券及贷款核销占社会融资规模的比重合计 69.09%。

近几年，银行业金融机构整体资产保持增长，其中 2017-2018 年，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；2019 年以来，随着金融监管政策从去杠杆向稳杠杆转变，商业银行资产端扩张加速。2019 年末，商业银行总资产规模为 239.49 万亿元，较上年末增长 9.12%，其中大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行和农村金融机构资产规模同比增速分别为 8.27%、10.13%、8.53% 和 7.63%。分机构类型来看，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，在宏观经济增速放缓的环境下，大型商业银行业务发展速度稳中有降；股份制银行受益于良好的公司治理结构、有效的约束与激励机制、灵活的产品与服务创新机制，但负债端对同业依赖度相对较高，资产增速在去杠杆政策期大幅放缓后明显反弹；城市商业银行资产结构中资金业务占比相对较高，在地方政府隐形债务化解、表外融资回表及非标转标的背景下，其 2019 年资产增速基本维持上年水平；农村金融机构在各自经营区域内有一定竞争力与市场地位，且资金端以存款尤其是零售存款为主，负债稳定性较高，为其资产增速回升提供有利支撑。

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。2019 年，监管鼓励商业银行通过发行资本工具补充资本，并强调重点支持中小银行补充资本，全年二级资本债和永续债发放规模分别为 5456.50 亿元和 4966 亿元，其中二级资本债发行总额同比增加 10.50%，永续债发行人则均为高评级大中型银行。2019 年末，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 14.64%、11.95% 和 10.92%，分别较上年末增加 0.44 个、0.37 个和 -0.11 个百分点。

受宏观经济增速放缓、经济结构调整以及银行业资产风险分类政策监管趋严影响，近几年我国商业银行资产质量面临较大下行压力。2019 年末，商业银行（法人口径）不良贷款率为 1.86%，较上年末增加 0.03 个百分点；关注类贷款占比 2.91%，较上年末减少 0.04 个百分点。商业银行资产质量在不同机构类型之间呈现分化格局，其中国有大型商业银行、股份制商业银行资产质量表现显著优于城市商业银行和农村商业银行，且持续改善；城市商业银行不良率明显提高，或与贷款风险分类调整，不良贷款披露要求严格有关，此外其前阶段信用扩张加速、对民企信贷投放较多也有一定影响；农村商业银行不良贷款率较年初回落，或与其整体风险偏好下降，更倾向于零售贷款有关。除贷款外，商业银行资金业务中信托、资管计划、同业理财投资及表外理财规模较大，穿透底层涉及债券及非标债权投资，且部分投向表内的信贷客户，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尚不充分。中短期内，宏观经济下行压力继续，商业银行表内外资产质量仍将承压。

在不良贷款上升、贷款核销加大的情况下，商业银行拨备消耗较快，拨备覆盖率目前维持在近十年来的低位水平。2019 年末，商业银行拨备覆盖率 186.08%，其中大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行、民营银行和外资银行的拨备覆盖率分别为 234.33%、192.97%、153.96%、128.16%、391.12% 和 313.90%，城市商业银行和农村商业银行拨备充足率较低。此外，鉴于商业银行不良贷款划分标准仍存在一定的可操作性，投资业务与表外理财业务的拨备计提仍不足（多数银行应收款项类投资计提比例不足 1.5%；表外理财没有明确的拨备计提要求，多数银行并未计提拨备），商业银行的真实拨备水平仍弱于其指标表现。

2015 年随着利率市场化改革取得关键进展，商业银行净息差大幅下降，

于 2017 年一季度降至 2.03% 的低位，此后总体呈现缓慢攀升的态势，2019 年第四季度增至 2.20%。2019 年以来，央行数次采取全面、定向降准，并通过相机抉择的货币市场工具引导预期并化解流动性风险，政策利率继续下行，但实体经济融资成本减低效果不明显。另一方面，在银行非标回表需求较强情况下，银行资产端仍具有较强议价能力。监管进而大力推动 LPR 改革，以疏通货币政策传导机制。未来短期内，在新冠肺炎疫情应对和逆周期调控的共同需求下，货币政策有望维持适度宽松的基调，在降低实体经济融资成本的同时，也有助于银行负债端成本下行，综合影响下商业银行息差或有所收窄。为保持盈利能力，近年来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。但宏观经济承压，商业银行存量不良资产仍需要时间逐步消化、资金业务及表外理财监管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 2019 年末，沪深两市境内上市公司共有 3777 家，市价总值 59.29 万亿元。

我国证券市场尚处于不断发展和完善过程中。证券公司综合治理和股权分置改革的陆续完成，有利于证券市场的规范发展，但市场依然存在结构性矛盾与制度性缺陷。目前，我国证券市场在多层次市场体系建设、机构投资者培育、发行审批制度改革、信息披露规则要求、市场退出机制等方面仍有较大改善空间。近年来，证券行业持续推进创新改革，以点带面稳步推动创新业务制度建设逐一落地实施，证券行业有望由依靠通道业务驱动转向多元化发展。但与成熟市场相比，我国证券市场的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较强。自 2015 年我国股票二级市场出现大幅调整以来，证券行业监管政策导向逐步向防范金融风险和维护金融稳定的方向转变，创新脚步有所放缓，但中长期改革转型的思路不变。

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。

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。2014 年以来，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。2017 年，股票质押业务规模迅速增长，为证券公司盈利稳定性提供了一定补充。同时，全年股票市场慢牛的走势以及市场投资风格的转变亦使得证券公司自营投资表现有所改善。但监管政策的持续收紧对证券公司合规风控能力提出了更高的要求。2018 年，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。2019 年，得益于股票市场回暖、两融规模增长，科创板落地及债市发行规模的小幅增长，证券公司营收和利润均较去年同期显著增长。监管环境方面，资本市场全面深化改革开放给证券业带来了新的发展机遇，对证券公司综合能力要求进一步提升的同时，营收结构有望进一步优化。

2019 年，股票市场回暖，A 股各板块指数整体出现较大涨幅，股票交易活跃。根据 Wind 资讯统计，2019 年末沪深 A 股市场累计股基交易额为 136.62 万亿元，较去年同期增长 35.85%。债券市场交投活跃，根据 Wind 资讯统计，2019 年末银行间和交易所债券合计成交 89.03 万亿元，总成交量较去年同期增长 42.38%。同期，债券市场合计发行额为 45.19 万亿元，较去年同期发行额增长 3.06%。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期明显增长。与市场景气度关联最紧密的经纪业务及自营业务收入增幅较为明显；得益于市场两融规模的增长，叠加固定收益业务持仓规模的持续增加，证券公司的利息净收入亦大幅优于前两年表现；得益于科创板落地及债市发行规模的小幅增长，投行业务收入有所回升；受托管理业务规模的下降，尤其是定向资管业务规模的减少，仍在一定程度上影响了资产管理业务的盈利水平。

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。2014 年起，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。2019 年以来，资本市场全面深化改革开放，叠加金融行业对外开放各项举措持续推出，证券业迎来新的发展机遇。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。

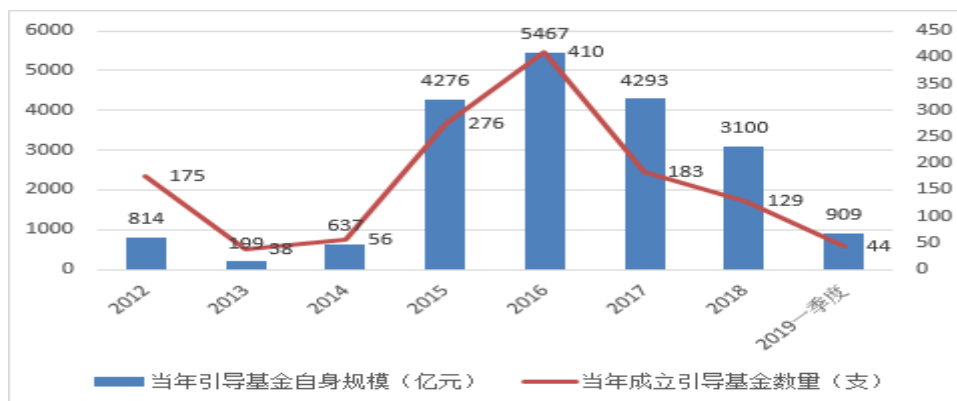
近年来，我国逐步进入依靠创新驱动发展的新阶段，创业投资作为推动产业结构调整 and 升级的助力作用日渐增强。从政府职能角度出发，对创新型企业的扶持从直接资助，到采用以市场化机制运行的政府引导基金形式，对发挥财政资金杠杆放大效应、实现财政资金的有效回收和滚动使用、促进创新型经济加快成长具有重要意义。

2014 年 5 月，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，提出大幅增加国家创投引导资金促进新兴产业发展，相关措施包括成倍扩大中央财政新兴产业创投引导资金规模，加快设立国家新兴产业创业投资引导基金等。2014 年 8 月，中国证监会发布《私募投资基金监督管理暂行办法》，为促进各类私募基金尤其是创业投资基金发展的政策体系建立奠定了法律基础。2014 年 12 月，中国保监会印发《关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》，以规范保险资金投资创业投资基金行为，支持创业企业和小微企业健康发展，防范投资风险。同时，国务院于 2014 年 12 月 9 日正式公布国发[2014]62 号文件《国务院关于清理规范税收等优惠政策的通知》，提出全面清理各地方针对企业的税收、财政补贴等相关优惠政策，体现出政府对企业的支持由补贴、税收优惠等直接扶持方式，向间接投资引导社会资本的转变。2015 年 1 月，国务院常务会议决定设立 400 亿元国家新兴产业创业投资引导基金，助力创业创新和产业升级。2015 年 9 月，国务院常务会议进一步决定建立总规模 600 亿元的国家中小企业发展基金，其中，中央财政通过整合资金出资 150 亿元，创新机制发挥杠杆作用和乘数效应，吸引民营和国有企业、金融机构、地方政府等共同参与，撬动更大规模的社会资本投入。

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。据投中信息统计数据显示，2012-2018 年期间全国政府引导基金数量增加 1092 支，复合年均增长率约为 39%；设立

引导基金自身规模增加 17971 亿元，复合年均增长率约为 68%。2019 年上半年，全国累计成立 1311 支政府引导基金，政府引导基金自身总规模达到 19694 亿元，政府引导基金母子基金群总规模约为 82271 亿元。

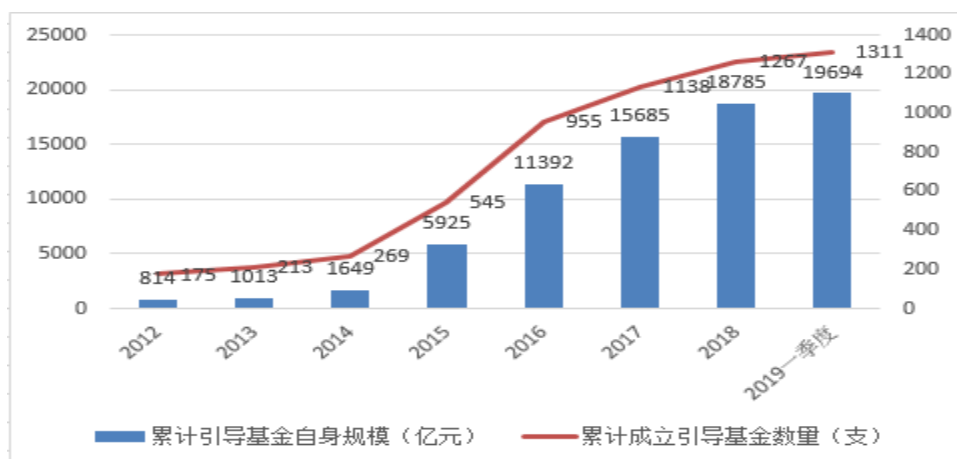
图表 3. 2012-2019 年一季度政府引导基金设立情况



资料来源：投中研究院

受宏观经济金融环境及监管政策影响，募资困境仍未缓解，政府引导基金规模增速进一步放缓。

图表 4. 2012-2019 年一季度政府引导基金规模变化情况



资料来源：投中研究院

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，2019 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。国家加快建设上海国际金融及航运中心的战略部署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。2009 年 3 月 25 日，国务院审议并原则通过“关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建设国际金融中心和国际航运中心的意见”。上海建设“两个中心”战略的明确提出，为上海金融业发展提供了良好的外部支持环境。

上海市政府制定了贯彻国务院两个中心建设的实施意见，明确了加快推进上海“两个中心”建设的具体任务和措施。上海市经济总体保持稳步增长态势，2019 年上海市地区生产总值达到 3.82 万亿元，比上年增长 6.0%，经济总量位居全国所有城市首位。

上海金融业经过 30 多年发展，已形成以资本、货币、外汇、商品期货、金融期货、黄金、产权交易等现代金融市场体系，聚集各类金融机构 1240 家，地区金融资源集聚度已初具规模。同时，金融业对上海地区经济的贡献度亦不断提高。2019 年，上海金融业实现增加值 6600.60 亿元，比上年增长 11.6%。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。2019 年，上海港集装箱吞吐量 4330.26 万国际标准箱，同比增长 3.1%。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，为上海建设国际金融中心与国际航运中心奠定了良好的发展条件。

上海自贸区作为中国大陆境内第一个自由贸易区，创新政策逐年增多，综合经济实力有所上升。2019 年上海自贸区商品销售额、服务业营业收入较上年有所上升。

中国（上海）自由贸易试验区，是中国政府设立在上海的区域性自由贸易园区，位于浦东境内，属中国自由贸易区范畴。2013 年 9 月 29 日中国（上海）

自由贸易试验区正式成立，面积 28.78 平方公里，涵盖上海市外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区等 4 个海关特殊监管区域。2015 年，中国（上海）自由贸易试验区（以下简称“自贸试验区”）完成扩区，实施范围扩展至 120.72 平方公里。扩展区域包括陆家嘴金融片区、金桥开发片区和张江高科技片区。其中，陆家嘴金融片区，共 34.26 平方公里，东至济阳路、浦东南路、龙阳路、锦绣路、罗山路，南至中环线，西至黄浦江，北至黄浦江。金桥开发片区，共 20.48 平方公里，东至外环绿带，南至锦绣东路，西至杨高路，北至巨峰路。张江高科技片区，共 37.2 平方公里，东至外环线、申江路，南至外环线，西至罗山路，北至龙东大道。在新扩区域，自贸区全面推行负面清单管理模式，深化商事登记制度改革，实现企业新设、变更的“一口受理、信息共享、并联办事、统一发证”。

2019 年，上海自贸试验区临港新片区正式设立，落实国务院批准的总体方案，出台管理办法，完善体制机制，制定实施特殊支持政策，推动重大改革优先在新片区试点、重大项目优先在新片区布局、重大政策优先在新片区适用。新片区新设企业 4025 家，签约重点项目 168 个、总投资 821.9 亿元。

2019 年，《市场准入负面清单(2019 年版)》正式印发实施，共列入事项 131 项，服务“一带一路”的桥头堡作用持续发挥。目前，浦东企业在新加坡、捷克等 32 个“一带一路”沿线国家投资近 454 个项目，中方投资额达 74.2 亿美元。

金融市场方面，自由贸易账户功能不断拓展，实现本外币一体化管理，成为境外融资、结售汇便利化等许多重要金融改革的基础。截至 2019 年末，上海自贸区累计开立 FT 账户 13.1 万个，全年跨境人民币结算总额 38112 亿元，比上年增长 49.4%，占全市 39.0%；跨境人民币境外借款总额 42.63 亿元，增长 6.9 倍。

图表 5. 2019 年中国（上海）自由贸易试验区主要经济指标及其增长速度

指标	单位	绝对值	比上年增长 (%)
地方一般公共预算收入	亿元	588.60	-9.2
外商直接投资实际到位金额	亿美元	79.63	17.6
全社会固定资产投资总额	亿元	725.68	13.7
规模以上工业总产值	亿元	4652.35	-2.5
社会消费品零售额	亿元	1602.90	5.8
商品销售总额	亿元	43008.39	4.5
服务业营业收入	亿元	5787.30	9.9
外贸进出口总额	亿元	14841.80	4.4
其中：出口额	亿元	4493.50	3.8
期末监管类金融机构数	个	921	3.8

资料来源：2019 年上海国民经济和社会发展统计公报

作为自贸试验区的重要组成部分，金桥开发片区是上海重要的先进制造业核心功能区、生产性服务业集聚区、战略性新兴产业先行区和生态工业示范区。这里将以创新政府管理和金融制度、打造贸易便利化营商环境、培育能代表国

家参与国际竞争的战略性新兴产业为重点，不断提升经济发展活力和创新能力。

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，历年均贡献了可观的分红收益。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之一。

(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 6. 截至 2020 年 3 月末，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 2020 年 3 月末账面价值	股比位次	投资时点
浦发银行	6.26	4.75	141.65	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	0.85	12.29	-	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 2019 年末，浦发银行总股本为 293.52 亿元，总资产 70059.29 亿元，所有者权益 5610.51 亿元，本外币存款和贷款净额分别为 36278.53 亿元和 38781.91 亿元。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%。；当期实现营业收入 1906.88 亿元，净利润 595.06 亿元。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。2017-2019 年，上国投资管收到浦发银行分红分别为 2.15 亿元、1.40 亿元和 4.88 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。2019 年 4 月，国泰君安证券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 月国泰君安证券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；国泰君安证券注册资本因此变更为 89.08 亿元。截至 2019 年末，国泰君安证券注册资本为 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，国泰君安证券在全国 29 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。国泰君安证券特许经营资质较为齐全，传统业务发展全面，创新业务起步较早、先发优势显著，业务综合实力在国内证券公司中稳居前列，且近年来持续推动综合金融服务转型，业务结构渐趋优化。2017-2019 年，上国投资管收到国泰君安证券分红分别为 0.30 亿元、0.30 亿元和 0.21 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 2019 年末，上海证券共拥有 3 家分公司和 76 家证券营业部。截至 2019 年末，上海证券注册资本 26.1 亿元人民币，总资产为 293.80 亿元，净资产为 72.74 亿元；2019 年度，实现营业总收入 15.30 亿元，净利润 3.02 亿元。2017-2019 年，上国投资管收到上海证券分红分别为 0.87 亿元、0.00 亿元和 10.00 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 2019 年末，华安基金服务超过 5300 万个人客户和超过 30000 家机构客户，目前公募基金规模 3516.57 亿元，非货币公募资产管理规模 1658.13 亿元。目前华安基金管理公募基金 129 只，自成立以来，累计为投资者实现分红超过 730 亿元。2017-2019 年，上国投资管收到华安基金分红分别为 0.25 亿元、0.30 亿元和 0.33 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。2019 年末，上海商业银行总资产 2226.25 亿港元，股东权益 305.38 亿港元，总存款 1724.39 亿港元，总贷款 991.87 亿港元；不良率 0.57%，关注类贷款占比为 2.36%，资本充足率 19.5%；盈利方面，2019 上海商业银行平均资产回报率 1.4%，当期实现营业利润 372.32 亿

港元。2017-2019 年，上国投资管收到中联国际投资公司分红分别为 0.30 亿元、0.28 亿元和 0.30 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 3.87% 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 49.065% 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。

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（以下简称“航天长峰”）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（以下简称“首创股份”）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。2019 年，公司处置航天长峰 15.95 万股，取得收益 40.88 万元；2020 年一季度，公司抛售首创股份 1593.42 万股、航天长峰 409.12 万股，分别实现投资收益 360.78 万元和 829.64 万元；截至 2020 年 3 月末，上述定增项目剩余投资成本合计为 1.76 亿元，合计浮盈 0.18 亿元。

固定收益产品投资方面，上国投资管的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。同时，2019 年，公司积极拓宽投资领域，尝试标准化债权及资产证券化产品优先级投资，认购爱建 ABS 项目优先 B 类份额 9700 万元，预期年化收益率 6.7%；认购浦发银行可转债 23.77 亿。2019 年及 2020 年一季度，公司出售浦发银行可转债分别实现收益 2171 万元和 3609 万元；截至 2020 年 3 月末，公司持有浦发银行可转债账面成本为 12.59 亿元，浮盈 0.79 亿元。2019 年，公司共实现固定收益类项目投资收益 4284.20 万元。

此外，上国投资管利用部分闲置资金进行期限为一年以内（含一年）的流动资产投资。目前公司的该类投资主要集中在集合类产品，底层资产通常为标准化类债券，流动性较强。截至 2020 年 3 月末，公司流动资产投资余额为 13.51 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产业基金份额。截至 2020 年 3 月末，公司基金投资合计认缴规模 3.00 亿元，实缴规模合计 2.48 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 2.00 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）的基金预计募集规模为人民币 30 亿元，基金通过与上市公司合作，进行行业整合、夹层以及其他法律法规允许的主动性投资方式进行并购投资，参与目标公司管理经营，并进行业务重组及改善、提升企业价值，最终以 IPO 或上市公司并购等方式退出获取基金超额收益。基金目前已累计投资包括梆梆安全、龙利得智能等二十余个项目，主要投资领域为医疗健康、新材料、新能源、高端制造等行业。

上海金浦国调并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）的基金管理人为上海金浦创新股权投资管理有限公司（以下简称“金浦创新”）。金浦创新成立于 2015 年 10 月 30 日，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”）旗下公司之一，其出资人还包括江苏沙钢集团有限公司和中国国有企业结构调整基金，目前注册资本为 1200 万元。金浦管理公司是上海国际集团系统战略持有机构，于 2009 年 7 月由国际集团牵头，联合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基石投资人共同发起设立，注册资本 1.2 亿元人民币，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持股 49.50%，为其第一大股东。金浦管理公司主要从事产业投资基金及其他类型的股权投资基金的发起设立、经营管理和投资运作业务，其高管和核心管理团队由具备多年资本市场从业经历的资深专业人士组成，分别来自国家级产业基金、国际知名投资银行等机构，在投资管理领域有丰富经验和成功业绩。目前金浦管理公司已发展成为拥有 11 家子基金管理公司，员工总数超过 200 人的“市场化、专业化、国际化”投资管理平台，管理的各类基金数量超过 30 支，管理规模逾 500 亿元人民币，国内外投资项目总数超过 200 个。

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。

3. 发展战略

2020 年上国投资管将按照上海国际集团战略部署和要求，抓住国家正式发布《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》和集团金控试点等机遇，以市场化、专业化、品牌化为导向，重点聚焦金融、金融服务、新经济等领域，抓好布局，打造公司品牌，力争完成新增投资规模 18.7 亿元，其中：权益类、另类投资规模分别为 7.6 亿元、1.1 亿元、固定收益类投资 10 亿元，力争实现利润总额 11.06 亿元。

财务

上国投资管于 2018 年开始对外融资，并于 2019 年、2020 年公开发行公司债券，目前杠杆经营程度不高，债务结构合理，且公司持有部分流动性资产，总体偿债压力较轻。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，近年来均较为可观，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 2017 年度财务报表进行了审计，上会会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年度的财务报表进行了审计，大信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年度的财务报表进行了审计，并均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 2019 年末，受益于股票二级市场回暖，上国投资管资产规模大幅回升，公司经审计的财务报表口径资产总额为 257.58 亿元，股东权益为 191.21 亿元。当年实现营业利润 16.36 亿元，取得投资收益 16.92 亿元，实现净利润 16.19 亿元。

截至 2020 年 3 月末，由于新冠肺炎疫情影响，股票二级市场波动，导致上国投资管资产规模下降，公司未经审计的财务报表口径资产总额为 224.33 亿元，股东权益为 166.49 亿元。2020 年一季度实现营业利润 0.49 亿元，取得投资收益 0.69 亿元，实现净利润 0.49 亿元。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，上国投资管所有者权益分别为 174.75 亿元、145.40 亿元、191.21 亿元和 166.49 亿元。近年来公司所有者权益规模变动较大主要系市场行情影响股票市值波动，导致其他综合收益变动较大。从所有者权益构成来看，公司其他综合收益占比相对较高，2020 年 3 月末公司实收资本、盈余公积、其他综合收益和未分配利润占比分别为 6.01%、6.59%、66.89%和 20.51%。2017-2019 年，公司对股东分配利润规模分别为 2.17 亿元、0.92 亿元和 0.47 亿元，利润分配比例分别为 42.26%、35.15%和 2.92%。

负债规模方面，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，上国投资管资产负债率分别为 20.85%、21.50%、25.77%和 25.78%，负债总额分别为 46.03 亿元、39.82 亿元、66.37 亿元和 57.84 亿元。由于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，故递延所得税负债规模及占比较高，2017-2019 年末及 2020 年 3 月末占比分别为 98.99%、88.44%、68.18%和 63.70%。2018 年以来，公司逐渐拓宽融资渠道，刚性债务占比上升。截至 2019 年末，除递延所得税负债以外，公司负债主要由短期借款、其他流动负债和应付债券构成，占比分别为 7.28%、12.05%和 12.02%，其中其他流动负债为卖出回购金融资产款。截至 2020 年 3 月末，上述科目占负债总额比例为 8.36%、0.00%和 27.60%。

B. 刚性债务

上国投资管于 2018 年开始对外融资，截至 2018-2019 年末及 2020 年 3 月末，公司刚性负债规模分别为 4.31 亿元、20.86 亿元和 20.90 亿元，占同期末负债总额比例分别为 10.82%、31.43%和 36.13%；其中短期刚性债务占比分别为 100.00%、61.75%和 23.63%。公司于 2019 年 11 月、2020 年 3 月分别发行两期规模为 8.00 亿元的公司债券，总体杠杆经营程度不高，债务结构趋于合理。

图表 7. 上国投资管刚性债务情况（单位：亿元）

指标名称	2018 年末	2019 年	2020 年 3 月末
短期刚性债务：			
短期借款	4.31	12.88	4.94
应付利息	-	0.05	0.11
卖出回购金融资产款	-	8.00	-
长期刚性债务：			
应付债券	-	7.98	15.96
合计	4.31	20.86	20.90

资料来源：上国投资管

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 2020 年 3 月末，公司共获得各银行授信额度 24.80 亿元，其中尚有 19.97 亿元未使用，未使用额度占授信额度的 80.52%。

C. 或有负债

截至 2019 年末，上国投资管无对外担保或其他重大或有事项。

D. 过往债务履约及其他行为记录

根据上国投资管提供的 2020 年 5 月 21 日《企业信用报告》，公司无违约情况发生。

(2) 现金流分析

2017-2019 年及 2020 年一季度，上国投资管经营活动产生的现金流量净额分别为-0.25 亿元、-0.57 亿元、-0.38 亿元和-0.17 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。

2017-2019 年及 2020 年一季度，上国投资管投资活动产生的现金流量净额分别为 2.63 亿元、-1.73 亿元、-11.80 亿元和-4.61 亿元。公司投资活动流出的现金主要为公司参与上市公司定增项目和投资基金、信托产品、固收类产品产生的现金流出，现金流入主要来自收回投资收到的现金及投资收益。2019 年公司投资活动现金流出大幅增加主要系当期投资浦发银行可转债所致。

2017-2019 年及 2020 年一季度，上国投资管筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.17 亿元、3.37 亿元、15.69 亿元和-0.15 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和偿还借款支付的现金。随着 2018 年以来公司对外融资活动的开展，筹资活动现金流入规模增长。

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	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	—	181.31	42.74
EBITDA/刚性债务(倍)	—	0.67	1.33
经营性现金流净额(亿元)	-0.25	-0.57	-0.38
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-102.98	-22.36	-4.24
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-0.55	-1.32	-0.71

资料来源：上国投资管

(3) 资产质量分析

2017-2019 年末及 2020 年 3 月末，上国投资管总资产规模分别为 220.78 亿元、185.22 亿元、257.58 亿元和 224.33 亿元，主要由可供出售金融资产构成，同期末占比分别为 92.93%、96.65%、92.39%和 87.71%。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。

除可供出售金融资产外，上国投资管的资产主要由货币资金、其他流动资产和其他非流动资产构成，截至 2019 年末上述科目规模分别为 5.55 亿元、2.91 亿元和 10.00 亿元，占比分别为 2.16%、1.13% 和 3.88%。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；其他非流动资产为公司购买的上海证券非公开发行次级债券。2020 年 3 月末，上述科目余额分别为 2.92 亿元、13.51 亿元和 10.00 亿元，占同期末资产总额比例分别为 1.30%、6.02% 和 4.46%。

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。2017-2019 年及 2020 年一季度，公司分别实现营业总收入 4.49 亿元、3.04 亿元、16.93 亿元和 0.69 亿元，其中投资收益分别为 4.48 亿元、3.04 亿元、16.92 亿元和 0.69 亿元。

从收入结构来看，上国投资管股权投资领域分红规模及占比相对较高，但近年来固定收益投资及现金管理类投资收益亦对公司利润形成一定贡献。2019 年，公司股权投资收益规模大幅上升，主要系浦发银行和上海证券分红较上年同期大幅度新增所致，当期公司收到浦发银行和上海证券的分红分别为 4.88 亿元和 10.00 亿元。

图表 9. 上国投资管投资收益构成情况（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
股权投资	3.87	86.36	2.28	75.05	16.49	97.46	0.06	8.70
固定收益	0.61	13.64	0.76	24.95	0.43	2.54	0.63	91.30
合计	4.48	100.00	3.04	100.00	16.92	100.00	0.69	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。

2017-2019 年及 2020 年一季度，上国投资管期间费用合计分别为 0.14 亿元、0.19 亿元、0.56 亿元和 0.20 亿元，其中管理费用占比分别为 103.79%、94.62%、33.94% 和 15.94%。2018 年以来，由于公司对外融资规模逐渐提高，财务费用逐年上升，2017-2019 年及 2020 年一季度分别为 -0.005 亿元、0.01 亿元、0.37 亿元和 0.17 亿元。总体来看，公司期间费用规模及占比较低。

外部支持

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%。

跟踪评级结论

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。

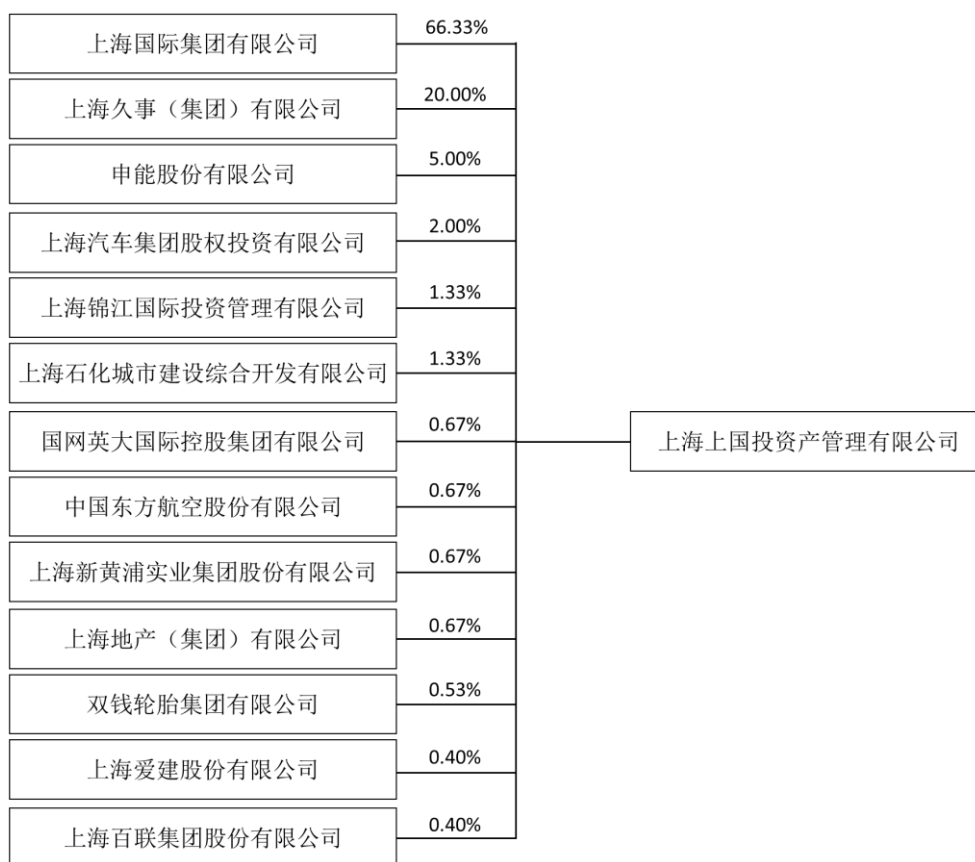
上国投资管重点持有浦发银行、国泰君安证券、上海证券和华安基金等各类优质金融机构股权，获得成本较低，可为公司带来持续的分红收益。2019 年浦发银行和上海证券分红规模大幅增加，为公司当年收入贡献了较大增长。此外，公司通过自有资金开展其他各类投资，近年来已经成为重要利润来源之一。

上国投资管于 2018 年开始对外融资，并于 2019 年成功完成公开市场发债，刚性债务占比有所上升。目前公司杠杆经营程度仍较低，债务结构合理，且融资渠道相对畅通，可为后续投融资提供较好空间。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。2019 年受益于浦发银行和上海证券大额分红，公司利润规模大幅提高。

同时，我们仍将持续关注（1）宏观经济变化对上国投资管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）公司被投资企业分红变动对公司盈利稳定性的影响。

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 2020 年 3 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 2020 年 3 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]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 一季度
资产总额 [亿元]	220.78	185.22	257.58	224.33
货币资金 [亿元]	0.97	2.04	5.55	2.92
刚性债务[亿元]	-	4.31	20.86	20.90
所有者权益[亿元]	174.75	145.40	191.21	166.49
营业总收入[亿元]	4.49	3.04	16.93	0.69
净利润[亿元]	5.14	2.63	16.19	0.49
EBITDA[亿元]	5.69	2.89	16.80	—
经营性现金净流入量[亿元]	-0.25	-0.57	-0.38	-0.17
投资性现金净流入量[亿元]	2.63	-1.73	-11.80	-4.61
资产负债率[%]	20.85	21.50	25.77	25.78
权益资本与刚性债务比率[%]	—	3373.86	916.50	796.59
流动比率[%]	3104.29	109.69	64.37	326.26
速动比率 [%]	3104.29	109.69	64.37	326.26
现金比率[%]	207.76	44.34	42.26	58.05
利息保障倍数[倍]	—	181.17	42.74	—
有形净值债务率[%]	26.34	27.39	34.71	—
担保比率[%]	—	—	—	—
总资产报酬率[%]	2.60	1.42	7.59	—
净资产收益率[%]	2.97	1.64	9.62	—
净资产收益率*[%]	2.97	1.64	9.62	—
营业收入现金率[%]	104.93	—	106.00	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-102.98	-22.36	-4.24	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.55	-1.32	-0.71	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	975.64	-90.49	-137.24	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.20	-5.34	-22.93	—
EBITDA/利息支出[倍]	—	181.31	42.74	—
EBITDA/刚性债务[倍]	—	0.67	1.33	—

注 1：表中数据依据上国投资管经审计的 2017-2019 年度财务数据、未经审计的 2020 年一季度财务数据整理、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。