

上海国有资产经营有限公司

及其发行的公开发行债券

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(2021)100499】

评级对象: 上海国有资产经营有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级	
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
17 沪国 01	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 8 月 1 日		
18 沪国资 MTN001	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 1 月 25 日		
18 沪国 01	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 4 月 4 日		
19 沪国 01	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 10 日		
19 沪国 02	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 10 日		
20 沪国 01	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 3 月 25 日		
20 沪国 02	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 3 月 25 日		
20 沪国 03	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 24 日	-	-	AAA/稳定/AAA/2020 年 10 月 13 日		
21 沪国 01	AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 24 日	-	-	AAA/稳定/AAA/2020 年 12 月 31 日		

主要财务数据及指标

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	11.67	4.66	15.39	28.76
短期刚性债务	69.34	107.64	91.70	92.76
刚性债务	194.22	192.14	211.10	229.59
资产负债率[%]	43.49	40.13	41.60	42.99
高流动性资产*/短期刚性负债	52.34	33.86	80.51	31.01
权益资本与刚性债务比率	193.36	243.55	206.70	196.99
合并数据及指标:				
总资产	774.23	906.89	875.87	901.79
总负债	338.52	352.34	342.83	363.71
刚性债务	231.25	210.38	217.08	236.36
应付债券	101.14	70.37	104.69	117.38
所有者权益	435.70	554.55	533.04	538.08
营业收入	2.07	3.51	3.30	0.88
净利润	20.12	12.66	43.26	-0.66
经营性现金净流量	-17.25	2.82	0.22	-7.31
EBITDA	32.03	21.63	54.69	-
资产负债率[%]	43.72	38.85	39.14	40.33
流动比率[%]	104.09	74.06	123.03	100.96
现金比率[%]	18.59	10.07	24.74	98.11
高流动性资产与短期刚性负债比率[%]	57.23	40.57	100.09	135.92
高流动性资产*与短期刚性负债比率[%]	808.43	662.25	909.42	1046.454
权益资本与刚性债务比率[%]	188.41	263.59	245.55	227.65
利息保障倍数[倍]	3.58	2.31	7.62	-
净资产收益率[%]	4.11	2.56	7.96	-
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	-5.14	0.82	0.06	-
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-9.89	7.67	-1.22	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.59	2.34	7.67	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.10	0.26	-

注: 根据上海国有资产经营有限公司经审计 2018-2020 年财务数据及未经审计的 2021 年一季度财务数据整理、计算。

分析师

高飞 gaofei@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

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)及其发行的公开发行债券跟踪评级反映了 2020 年以来上海国资在资产质量、盈利能力等方面所保持的优势,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股权项目投资回收风险。

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批量收购处置业务牌照。**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,金融企业不良资产批量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金额较大资产固化程度较高。
- **证券市场价格波动风险。**上海国资持有的其他权益工具投资及其他非流动金融资产规模大,

其市值波动将对公司的资产规模和结构造成显著影响。

➤ 未来展望

通过对上海国有资产经营有限公司及其发行的本次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

及其发行的公开发行债券

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 2017 年公司债券（第一期）、2018 年公司债券（第一期）、2019 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）、2019 年公开发行公司债券（第一期）（品种二）、2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）、2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种二）、2020 年公开发行公司债券（第二期）和 2021 年公开发行创新创业公司债券（第一期）（分别简称“17 沪国 01”、“18 沪国 01”、“19 沪国 01”、“19 沪国 02”、“20 沪国 01”、“20 沪国 02”、“20 沪国 03”及“21 沪国 01”）及 2018 年度第一期中期票据（简称“18 沪国资 MTN001”）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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 年第一季度财务报表及相关经营数据，对上国资的财务状况、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。

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	21 沪国资 SCP001	超短期融资券	2021 年 3 月	10.00	2.66	2021 年 9 月 25 日
	21 沪国 01	公司债券	2021 年 2 月	10.00	3.50	2026 年 2 月 24 日
	20 沪国 03	公司债券	2020 年 10 月	20.00	3.60	2023 年 10 月 22 日
	20 沪国资 MTN001	中期票据	2020 年 6 月	10.00	3.09	2025 年 6 月 18 日
	20 沪国 02	公司债券	2020 年 4 月	10.00	3.85	2030 年 4 月 13 日
	20 沪国 01	公司债券	2020 年 4 月	5.00	2.95	2025 年 4 月 13 日
	19 沪国 01	公司债券	2019 年 6 月	9.00	3.78	2022 年 6 月 19 日
	19 沪国 02	公司债券	2019 年 6 月	6.00	4.10	2024 年 6 月 19 日
	19 沪国资 MTN001	中期票据	2019 年 4 月	5.00	3.98	2022 年 4 月 24 日
	18 沪国 01	公司债券	2018 年 4 月	10.00	4.90	2023 年 4 月 23 日
	18 沪国资 MTN001	中期票据	2018 年 3 月	15.00	5.40	2023 年 3 月 16 日
	17 沪国 01	公司债券	2017 年 9 月	15.00	4.90	2022 年 9 月 5 日
	合计			125.00		

资料来源：上海国资

公司概况

上海国有资产经营有限公司（以下简称“上海国资、该公司或公司”）成立于 1999 年 9 月，是经上海市人民政府批准成立的一人有限责任公司（法人独资），初始注册资本 1 亿元。2007 年，根据上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）【2007】689 号《关于上海国有资产经营有限公司整体国有资产无偿划转的批复》，公司整体划归上海国际集团有限公司（以下简称“上海国际集团”）。截至 2021 年 3 月末，公司实收资本为人民币 55.00 亿元。

上海国资经营范围包括实业投资、资本运作、资产收购、企业和资产托管、债务重组及金融企业不良资产收购处置等。目前公司持有国泰君安证券股份有限公司（以下简称“国泰君安”）、上海浦东发展银行股份有限公司（以下简称“浦发银行”）、上海农村商业银行股份有限公司（以下简称“上海农商行”）、中国太平洋保险（集团）股份有限公司（以下简称“中国太保”）等多家重点金融机构股权。

作为一家综合性国有资产经营公司，上海国资的经营宗旨是多渠道筹措建设资金，支持上海市重大项目，支持区域实体经济发展及社会项目的建设。公司积极参与上海市国资国企改革，为上海国际集团承担了国有资本运营及国有资产保值增值的职能，在深化上海市国资改革，推动上海市国有企业市场化发展的进程中充分发挥过去成功运作的经验。自成立以来，公司成功主导、参与市属金融机构及重点国企的重组与改制，具体参与了国泰君安的改制重组和增资扩股、浦发银行引进战略投资者、中国太平洋保险集团改制上市、上港集团整体上市、阳晨 B 股资产重组等。公司于 2014 年 2 月获上海市政府授权，于 2014 年 7 月获得银监会备案的全国首批金融企业不良资产收购处置业务牌照。未来，公司将积极发展股权投资、金融企业不良资产收购与处置、股权市值管理、国资国企改革等四方面业务，致力于成为一家投资方向明确、资产结构合理、盈利能力较强、法人治理结构健全的资产管理公司，为上海乃至全国的经济的发展发挥关键作用。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2021 年以来，全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化，部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力，宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验，而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等

因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021年以来，全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻，全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复，制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧，主要金融市场的利率水平从低位明显上行；高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息，而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续，未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响，将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时，中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势，但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快，就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复，而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距，化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经

经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

(2) 行业环境

2020 年，疫情影响下我国经济先降后升，在支持实体经济复苏的政策基调下，商业银行资产规模增速回升。信贷业务中普惠小微贷款占比提高，中长期经营性贷款增速抬升，个人住房贷款增速保持领先。得益于储蓄存款的拉动，负债端存款占比提高，另外结构性存款压降取得明显进展，高息揽储现象有所遏制。货币政策引导利率下行，商业银行净息差收窄。受益于政策缓冲及贷款核销加快，银行关注类及不良贷款占比下降。在信贷扩张及盈利下降影响下，商业银行资本充足率承压，监管推动中小银行多渠道补充资本。同期，各类商业银行仍呈现结构性差异，金融监管力度加强，防范化解风险持续推进，其中中小银行深化改革进一步强调属地责任，地方政府专项债注资、地方国有企业注资、合并重组等多种途径已落地应用。

商业银行在我国社会融资体系中长期保持主导地位，银行业运行质量对于金融体系稳定性具有重要影响。2020 年末，我国社会融资规模存量为 284.83 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 64.73%。当年末，其他存款性公司对其他金融机构、非金融机构、其他居民部门及政府的债权合计 245.90 万亿元，与社会融资规模存量的比值为 86.33%。

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。2020 年初，国内经济受疫情冲击，央行多措并举维护金融体系流动性合理充裕，加大货币信贷支持力度。后随着疫情防控形势向好以及经济增速的快速回升，货币政策宽松力度有所减弱，更加强调精准导向，但信贷增速基本维持，当年末商业银行总资产增速回升至 10% 以上。2020 年末，商业银行总资产规模为 265.79 万亿元，较上年末增长 11.0%，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 10.0%、11.7%、10.2% 和 11.6%。分机构类型来看，国有大型商业银行在金融体系中居于重要地位，其经营和风险状况直接关系到金融体系整体稳健性以及服务实体经济的能力，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，近两年大型商业银行业务发展速度稳步提高；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，在地方政府隐性债务化解、表外融资回表及非标转标的背景下，资产增速缓慢回升；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。近两年来，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。2020 年，商业银行二级资本债和永续债发放规模分别为 6,159.90 亿元和 6,484 亿元，同比继续增加，其中永续债发行主体从国有大型银行和股份制商业银行扩展至更多地方性银行。同期，为支持疫情防控、经济复苏，银行业信用扩张，而通过利润留存方式的内生资本积累面临一定压力，银行业整体资本充足度提升面临压力。当年末，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 14.70%、12.04% 和 10.72%，分别较上年末提高 0.06 个、提高 0.09 个和下降 0.20 个百分点。其中，农村商业银行、民营银行和外资银行的资本充足率分别较上年末下降 0.76 个、1.62 个和 0.08 个百分点，部分中小银行资本充足率已触发监管红线。在本轮中小银行改革中，地方政府支持及重组合并得到较为广泛的应用，包括地方政府支持中小银行发展专项债的陆续落地，问题银行重组中地方国有资本的参与，以及陕西、四川、山东等地中小银行的合并重组。

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。2020 年新冠肺炎疫情爆发后，各项金融政策以支持疫情防控、复工复产、保市场主体为首要出发点，国内经济呈现稳定复苏态势。中小微企业延期还本付息政策的实施在一定程度上缓解了信用风险，而大企业信用风险暴露仍值得关注。自二季度起，商业银行加速计提信用成本，核销规模迅速扩大，全年核销 12180 亿元，同比增加 15.44%。2020 年末，商业银行（法人口径）不良贷款率为 1.84%，较上年末下降 0.02 个百分点；关注类贷款占比 2.57%，较上年末减少 0.34 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。2020 年以来，城市商业银行的不良指标在经历一季度上行后明显改善，或主要受益于前期更为谨慎的不良认定标准以及当年核销力度的加大；农村商业银行不良贷款率仍处于高位，部分地区的整体信用风险水平趋升。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。2020 年末，商业银行拨备覆盖率 184.47%，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 215.03%、196.90%、189.77%、122.19%、295.44% 和 367.87%，其中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，多数银行并未计提充足的拨备），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，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。2020 年，货币政策发挥疫情应对以及逆周期调节作用，货币市场利率同比下降，LPR 下调及存量贷款定价转换有效降低贷款利率，商业银行净息差收窄。全年来看，商业银行资产利润率和资本利润率逐季度下行，受疫情影响中间业务收入贡献也有所减弱，成本收入比不断攀升。总体来看，逆周期政策缓解了疫情对商业银行资产质量的冲击，信用风险延后暴露，随着政策回归常态，银行不良资产生成压力较大，加之资金业务监管趋严、资管新规过渡期表内外风险资产的暴露，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 2020 年末，沪深两市境内上市公司共有 4139 家，市价总值 86.34 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，此外，2019 年以来，资本市场全面深化改革开放的步伐持续推进，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。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。2019-2020 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。

2020年初，受新冠疫情影响，股市在一季度阶段性震荡回调。而后随着疫情逐步得到控制，国内经济在政策支撑和复工复产加速推进下逐步回归正常，股票市场回暖。年内整体成交量和证券指数均较上年有一定增长。债券市场交投活跃，根据Wind资讯统计，截至2020年末，银行间和交易所债券合计成交241.07万亿元，总成交量较去年同期增长12.94%。同期末，债券市场合计发行额为56.89万亿元，较去年同期发行额增长25.89%。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期显著增长。与市场景气度关联最紧密的经纪业务增幅较为明显，自营业务亦有一定增长；得益于市场两融规模的增长，证券公司的利息净收入亦增长明显；得益于科创板及创业板注册制试点的推进及债市发行规模的小幅增长，投行业务收入表现出色；受益于主动管理转型的持续推进，资产管理业务盈利有所改善，但定向资管业务规模的减少，仍在一定程度上影响了资管业务的盈利水平。

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。

我国不良资产管理行业市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善。未来行业竞争的重点将转移到不良资产的处置能力，而非不良资产包的转移能力，这对AMC在核心竞争力的培养提出了极高的要求。此外，由于政策松绑，地方AMC发展势头迅猛，数量与业务规模呈现较快增长，但也面临缺乏牌照、融资困难，经营受地域限制，监管体系不完善等问题。随着不良资产管理机构的多元化以及行业监管的逐步完善，未来我国不良资产管理行业市场化程度将进一步提升，竞争也将进一步加剧。

不良资产管理公司是特指专业承接、处置不良债务的资产管理公司。从国际经验来看，不良资产管理机构及不良资产管理行业对于化解金融风险、修复市场功能具有重大意义。与欧美国家不良资产管理行业发展路径有所不同，作为转型经济体，我国不良资产管理行业的产生与发展除受经济周期、债务周期影响外，还受到金融体系市场化改革等政策性因素的支配。历经20年的发展，我国不良资产管理行业市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善。逐步实现了由政策性主导到市场化发展的转型，业务模式和市场主体由单一向多元化持续发展。不良资产管理公司在防范和化解金融风险、护航实体经济发展等方面发挥了重要作用。

2020年以来，在原有的经济结构调整、供给侧改革推进的过程中，突发

的新冠疫情成为宏观经济下行加压的主要因素，各行业积累的风险加速暴露，中小企业和受疫情冲击严重的行业成为风险集中爆发的区域，进一步催生了不良资产。同时，伴随着地方政府存量隐性债务到了集中偿还高峰期，在疫情冲击下，部分地方政府融资平台成为承担疫情防控应急贷款任务主体，偿债压力进一步增加，流动性风险加剧。作为防范化解金融风险的收官之年，2020年在疫情的背景下金融风险的防控难度加大，随着经济复苏和疫情防控常态化，金融风险监管力度或随之加大，在此过程中，扩容成为不良资产管理行业监管导向的关键词。

监管导向的扩容主要体现在不良资产收购范围和不良资产业务开展主体。一方面，为缓解疫情对中小企业的冲击，银保监会通过《关于加强银行业保险业金融服务配合做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》（银保监办发〔2020〕10号）对中小企业违约给予政策上的优惠，部分地方金融监管局（如北京）要求地方资产管理公司开展因疫情受困企业的不良资产收购业务。对地方政府隐性债务，《关于防范化解融资平台公司到期隐性债务风险的指导意见》（国办函〔2019〕40号文）允许不良资产行业市场主体通过资产收购方式实现债权人的变更，进而通过债务重组方式对不良资产进行化解。2020年7月，《关于开展不良贷款转移试点工作的通知（征求意见稿）》和《银行不良贷款转让试点实施方案》将银行类金融机构不良资产转让空间拓展至个人不良贷款，大规模提升地方资管作业空间。在不良资产规模持续提升的背景下，随着各项政策的持续推出，不良资产供给路径日趋多元，并呈现出银行类金融机构、非银行类金融机构和非金融机构全方位供给的格局。

另一方面，不良资产经营机构数量增长迅速，行业集中度降低，市场化程度得以进一步加强。在原有的四大金融资产管理公司、各省级上限2家地方资产管理公司、银行系金融资产投资公司和众多参与不良资产收购处置的非持牌机构基础上，市场参与主体持续扩容。2020年12月16日，银河资产获得银保监会批准开业，这是不良资产行业21年以来，第一次出现全国性AMC牌照的扩容。2020年1月中美贸易协定中披露中国应允许美国金融服务提供者在中国申请AMC牌照。外资不良资产经营机构为不良资产市场带来新的资金实力强大的收购方，让外资可以不再通过中间人而是直接参与不良资产收购的一级市场，进一步激活中国不良资产市场的同时也加剧了行业竞争，倒逼不良资产行业向经营专业化，服务客户多元化的方向发展。不良资产市场格局进一步分化为“5+2+银行系+外资系+N”的多元化格局。

从业务资源获取的角度来看，全国性AMC和地方AMC均可批量受让金融企业不良资产。但地方AMC只能参与本省（区、市）范围内不良资产的批量转让工作，而全国性AMC在批量购入不良资产方面则无地域限制。非持牌AMC则无法批量收购不良资产，只能通过单个或2个资产一组的形式来受让银行不良资产，或从其他持牌资产管理公司处进行二次收购。而AIC强调以债转股为目的收购银行对企业的债权，将债权转为股权并对股权进行管理，但对于未能转股的债权也可进行重组、转让和处置。且AIC是由商业银行作为

主要股东发起设立，在商业银行债转股业务资源的获取和遴选等方面具有天然的优势。

不良资产管理行业属于典型的资金密集型行业，资本实力和融资能力衡量不良资产管理公司市场竞争力和抗风险能力的关键因素。不良资产的收购通常需要消耗大量资金，且不良资产处置程序通常较长，存在较大的不确定性，可即时变现能力弱。因此，资本实力雄厚、融资渠道通畅的资产管理公司在市场竞争中具有更大优势。全国性 AMC 和 AIC 由于设立要求的注册资本限额较高，加之具有金融机构身份，拥有更强的资本实力、更为畅通的融资渠道和更有利的融资成本。而地方 AMC 和非持牌 AMC 的融资渠道相对狭窄、融资成本也相对较高。

金融创新持续对不良资产管理行业的渗透速度加快，不良资产管理机构参与不良资产处置的方式等趋于多样化和复杂化。在经济增速换挡、产业结构调整、市场信用持续收紧的背景下，市场风险主体的债务债权关系日趋复杂。不良资产集中出现的问题企业通常因为资金链紧张，依赖对外举债以应对到期债务，从而导致企业债权债务关系难以厘清，潜在债务难以调查。资产也大多存在重复抵押、保全查封、冻结资产等情况，对不良资产收购处置造成较大困难；另外，各家债权人利益难以调和，导致业务开展进度缺乏效率。而当地政府在维护区域稳定的基本政治诉求基础上，亟需借助市场化运作方式，以时间换空间为企业争取更多的喘息机会以渡过疫情下的债务危机。相应地，不良资产管理公司的业务模式从最初简单的收购银行不良资产，逐步发展到催收、诉讼（仲裁）执行、债务重组、不良资产证券化、债转股等多元化手段，并呈现出政府与市场联动化解不良资产的新态势。

由于不良资产管理行业主要围绕已经出现较大风险的资产开展业务，其经营风险相对较高，因此，对不良资产的尽调、估值、定价、管理和处置等各业务环节均对不良资产管理公司的专业化水平提出较高要求。依靠低价收购不良资产包再高价处置获取价差收入，和作为通道方帮助银行实现资产出表获取通道费收入的盈利模式已难以维系，如何对不良资产包准确估值和灵活通过多元化手段高效处置不良资产将成为不良资产管理公司的核心竞争力。

目前，地方 AMC 发展势头迅猛，数量与业务规模呈现较快增长，但可能存在以下问题。一是相较于全国性 AMC 和 AIC 牌照效力较弱，运营受多维制约。现阶段国内需要审批的金融经营许可证主要包括银行、保险、信托、证券等，相关业务经营必须得到相应牌照后方可进行。而地方 AMC 目前只拥有资产管理的资质认可，融资渠道、业务拓展和业务收益均受到限制。二是融资难度大，融资渠道不够畅通。目前地方 AMC 除注册资本金外，运营资金来源主要还是银行贷款等，债券发行、地方产业基金、结构化和证券化产品等在初步尝试之中。融资难、融资贵、担保难，共同推高了地方 AMC 融资规模和融资成本，限制了不良资产收购处置规模。三是部分地方 AMC 受地域限制，不良资产来源空间小。现阶段地方 AMC 依旧只能参与本省范围内的一级交易市场的不良资产收购，部分地区本身不良率较低，不良资产市场不能满足本地 AMC

的需求。随着各地方 AMC 发展差异逐渐扩大，将会产生部分地区可购不良资产量少，而部分地区不良资产堆积的不平衡现象。四是监管体系不完善，经营行为亟需规范。全国性 AMC 是银监会直接监管的非银行金融机构，其外部监管体系相对完善。而对于地方 AMC，目前只明确了由财政部和银监会对其资产收购工作进行监督和管理，具体监督管理办法和监管措施仍待完善，由于监管未能及时跟进，加之市场竞争激烈，一些地方 AMC 存在业务不规范现象。

在面临经营困境的同时，地方 AMC 依托于在地优势，在区域内具备较强的信息优势和政府资源优势，处置过程中能有效把控风险，在地方性金融机构不良贷款处置方面具备比较优势。此外，地方 AMC 公司政策性定位较为突出，在防范金融风险，维护区域金融体系稳定性等方面发挥着重大作用，因而与地方政府关系较为密切，相较其他市场参与主体而言，也更易得到地方政府的支持。

(3) 区域经济环境

上海是我国重要的经济、金融、贸易、航运中心，GDP 总量居全国城市第一，第三产业占主导地位。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。

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，2020 年地区生产总值达到 3.87 万亿元，比上年增长 1.7%，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。2020 年，上海金融业实现增加值 7166.26 亿元，比上年增长 8.4%。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。2020年，上海港集装箱吞吐量4350.34万国际标准箱，同比增长0.5%。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。

上海国资作为以金融投资为主业的投资集团，拥有股权经营、金融企业不良资产收购处置、财务投资等业务板块，持有的股权涵盖银行、证券、保险等金融行业，受我国及上海地区金融环境，以及银行业、证券业、不良资产管理行业的发展状况影响较大。

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，以及上港集团等非金融股权，持有的股权质量较好，获得成本较低。2020年公司因股权投资所投的国泰君安、中国太保和浦发银行等公司分红增加、15国资EB转股较多以及为新金融工具准则实施准备而处置了部分资产使转让收益增加，投资收益大幅增长。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批量收购处置业务。

截至2021年3月末，上海国资下设上海国鑫投资发展有限公司（以下简称“国鑫公司”）、上海城高资产经营有限公司（以下简称“城高资产”）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；国鑫创投从事直接投资业务，聚焦金融科技投资。

(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2021年3月末，上海国资持有的主要金融股权包括浦发银行、国泰君安、中国太保、上海农商行等，上述股权账面价值合计686.21亿元，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，2018-2020年和2021年一季度，公司金融板块投资收益分别为16.51亿元、16.86亿元、37.70亿元和0.00亿元，主要为股权分红及退出收益。2020年公司收到上海农商行分红款1.52亿元，国泰君安A股+H股分红合计7.93亿元，中国太保分红6.97亿元，浦发银行分红5.67亿元，太保人寿分红0.91亿元，天津银行分红0.12亿元，浦银租赁分红0.12亿元，太保财险分红0.05亿元；2020年公司实现的股权转让收益包

括 15 国资 EB 转股收益 14.30 亿元和国泰君安 0.02 亿元。

截至 2020 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，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；国泰君安注册资本因此变更为 89.08 亿元。截至 2020 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 7028.99 亿元，所有者权益 1462.38 亿元。截至 2020 年末，国泰君安证券在全国成立了 34 家分公司和 418 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。截至 2021 年 3 月末，公司持有国泰君安 A 股 21.34%、H 股 10.12%的股份，并将所持国泰君安股份 A 股和 H 股纳入其他权益工具投资，分别以公允价值 308.72 亿元和 14.41 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 24.52 亿元和 -0.04 亿元。

截至 2020 年末，上海国资合计持有中国太保 5.43%的股份，其中包括国鑫公司持有的 0.34%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 1.47 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 2020 年末，中国太保内含价值 4593.20 亿元，较上年末增长 16.0%，其中有效业务价值 2,019.42 亿元，较上年末增长 7.7%；寿险实现一年新业务价值 178.41 亿元，同比减少 27.5%；财产保险业务综合成本率 99.0%，同比上升 0.6 个百分点；中国太保投资资产总投资收益率 5.9%，同比上升 0.5 个百分点，净值增长率 7.5%，同比上升 0.2 个百分点。截至 2021 年 3 月末，公司合计持有中国太保 5.73%的股份，并将所持股份纳入其他权益工具投资，以公允价值入账 208.58 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 -2.70 亿元。除中国太保外，截至 2021 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 的股数，2021 年起公司执行新金融工具准则将其从投资成本计量调整为公允价值计量，分别为 0.50

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。

亿元和 3.14 亿元。

截至 2020 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 2020 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 2020 年末，浦发银行不良贷款率为 1.73%，拨备覆盖率为 152.77%，核心一级资本充足率为 9.51%，资本充足率为 14.64%。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 2021 年 3 月末，公司通过国鑫公司持有浦发银行 3.22% 的股份，并将所持股份纳入其他权益工具，以公允价值入账 103.92 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 12.39 亿元。

截至 2020 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 10.00%，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 2020 年末，上海农商行拥有 359 家分支机构，合并口径总资产 10569.77 亿元，净资产为 804.72 亿元，本外币各项存款余额和贷款余额分别为 7636.17 亿元和 5306.73 亿元，在上海地区的市场占比分别为 4.90% 和 6.27%，银保监口径不良贷款率为 0.99%，资本充足率为 14.40%，核心一级资本充足率为 11.67%。2021 年起公司执行新金融工具准则将上海农商行从投资成本计量调整为公允价值计量，截至 2021 年 3 月末，上海农商行账面价值为 35.27 亿元。

图表 2. 截至 2021 年 3 月末，上海国资其他权益工具投资及其他非流动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	投资时点
国泰君安证券股份有限公司（含 H 股）	本部	323.13	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 5.70%、国鑫公司持有 0.34%	208.58	2000 年起，多次增资
中国太平洋财产保险股份有限公司	本部	0.50	2002 年起，多次增资
中国太平洋人寿保险股份有限公司	本部	3.14	2002 年起，多次增资
浦东发展银行股份有限公司	国鑫公司	103.92	2008 年划入
上海农村商业银行股份有限公司	本部	35.27	2005 年起，2010 年

公司名称	投资公司	账面价值	投资时点
			增资
天津银行股份有限公司	本部	3.28	2010年12月
浦银金融租赁股份有限公司	本部	5.78	2015年11月
中国平安保险(集团)股份有限公司	国鑫公司	2.61	2015年11月
合计		686.21	

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”)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2021年3月末,公司分别持有上港集团国泰君安投资0.75%和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8.26亿元纳入其他权益工具投资。2020年,公司将原持有的长江经济联合发展(集团)有限公司46.68%的股权无偿划转给长三角投资(上海)有限公司,公司净资产因此减少11.91亿元。2021年一季度,公司参股了上海商汤科技有限公司,以投资成本3.23亿元计入其他非流动金融资产。

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,2018-2020年和2021年一季度,上海国资非金融板块投资收益分别为0.25亿元、0.40亿元、0.27亿元和0.00亿元,主要为股权分红及退出收益。

图表3. 截至2021年3月末,上海国资其他权益工具投资及其他非流动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	账面净额	投资时点
国泰君安投资管理股份有限公司 ²	本部	5.44	2001年起,多次增资
上海国际港务(集团)股份有限公司	本部	8.26	2006年10月
国华卫星应用产业基金(南京)合伙企业(有限合伙)	本部	1.84	2016年
上海商汤智能科技有限公司	本部	3.23	2021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

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。

开展上海市金融企业不良资产批量收购处置业务。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。2018-2020 年及 2021 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 1.91 亿元、3.34 亿元、2.93 亿元和 0.75 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 年末新增不良资产包；2020 年新增工行不良资产包 1 个、交行不良资产包 1 个。截至 2021 年 3 月末，公司不良资产包余额为 51.83 亿元，其中不良资产处置包余额 18.29 亿元，不良资产重组余额 33.54 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及国鑫创投适时开展财务性投资。国鑫公司为独立的商业化运作，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。国鑫创投从事直接投资业务，2020 年上海国资委确定上海国际集团为开展国有创投企业市场化运作的试点企业，随后国鑫创投获批聚焦金融科技投资实施方案，成为上海国际集团的金融科技投资平台。

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%。

2020 年，上海国资因加大股票处置力度，财务性投资账面价值稍有下降。截至 2021 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 45.71 亿元。2018-2020 年及 2021 年一季度，公司财务投资业务收益分别为 13.84 亿元、2.64 亿元、15.13 亿元和 0.82 亿元。2020 年收益大幅上升主要系公司处置中国平安股份合计 671 万股，投资收益 5.08 亿元；处置剩余全部上海银行股份合计 3265.37 万股，投资收益 2.26 亿元；减持国君转债实现投资收益 0.67 亿元；处置定增项目 22 个，实现投资收益 4.48 亿元。

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。

图表 4. 截至 2021 年 3 月末,上海国资其他非流动金融资产中主要财务投资情况(单位: 万元)

被投资项目名称	账面价值
上汽顾祥投资合伙企业	42,228.05
天津信托-2017 国鑫畅捷	10,529.59
北京东富天恒投资中心	17,771.56
财通-国鑫 1 号资产管理计划-1	13,288.24
朴盈国视	15,204.58
兰溪长听股权投资合伙企业	18,024.04
红土创新基金-红人 75 号	11,256.26
上海精智实业股份有限公司	10,782.20
浦发 CB	51,485.00
赣州壹锋投资合伙企业(泰康保险)	29,983.81
君实生物	22,813.22
上海爱数信息技术股份有限公司	10,000.00
界面(上海)网络科技有限公司	20,945.27
井冈山坤橙股权合伙(矽睿科技)	10,000.00
其他	172,831.65
合计	457,143.50

资料来源: 上海国资

管理

1. 公司产权状况

上海国资为一人独资有限责任公司(法人独资), 是上海国际集团的全资子公司, 实际控制人为上海市国资委, 公司能够得到股东及上海市政府的有力支持。

上海国资为上海国际集团全资子公司, 实际控制人为上海市国资委。公司产权状况详见附录一。

上海国际集团成立于 2000 年 4 月, 系由上海市人民政府授权上海市国资委履行出资人职责的国有独资公司, 是按照上海经济发展战略、完善所有制结构的原则和整顿、规范信托投资公司发展的要求, 在规范国有资产运作的基础上组建而成。

2013 年以来, 为贯彻落实中央全面深化改革 60 条和上海国资国企改革 20 条的重要精神, 根据上海市委、市政府决策部署, 上海国际集团确立了国有资本运营平台的功能定位, 全面推进实施国资运营和投资管理的“双轮驱动”战略: 在国资运营方面, 认真履行“两个主体、一个通道”职能, 即部分国有股

权的持股主体、国资流动的执行主体、部分国有资本进退流转的主要通道，努力实现资源、资产、资本、资金的良性循环；在投资管理方面，以市属重点企业为核心，积极开展所属资产的纵向整合、横向归并与跨系统转让。

上海国际集团旗下资产主要为金融服务类企业，拥有上海国资、上海国际资管、上国投资管等控股子公司，上海国际集团已被纳入全国首批金控监管试点机构，具有银行、信托、证券、保险、资管等领域的牌照，旗下拥有国泰君安证券、浦发银行、上海农商行、华安基金、上海国际信托、中国太保等金融资源。

图表 5. 截至 2021 年 3 月末，上海国际集团主要二级子公司情况

二级子公司	注册资本（亿元）	持股比例（%）	业务性质
上海国有资产经营有限公司	55.00	100.00	投资管理
上海国际集团资产管理有限公司	35.00	100.00	投资管理
上海上国投资产管理有限公司	10.00	67.67	资产管理
上海国际集团（香港）有限公司	2.96 亿美元	100.00	投资咨询

资料来源：上海国资

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

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。公司主要关联交易为关联方资金拆借。截至 2020 年末，公司尚未偿还的关联方借款包括向上海农商行的借款共 6.74 亿元，向浦发银行的借款共 8.01 亿元，上述借款均将于 2021 年 4 月至 8 月到期。

2. 公司法人治理结构

上海国资严格按照有关法律、法规的要求，建立并不断完善公司治理结构，强化内部管理，规范经营运作，目前已形成较为完善的公司治理结构。

上海国资是一人独资有限责任公司（法人独资），根据《公司法》等法律、法规的要求，制定了《公司章程》，设立了董事会及监事会，其成员部分由股东上海国际集团委派。公司重大对外投资（包括对被投资对象的管理、决定公司重要子公司的有关重大事项）、资产处置、对外担保及融资事项都需报上海国际集团审批。公司日常经营由总裁负责，在业务、资产、机构、人员、财务等方面保持独立性。

截至 2021 年 3 月末，上海国资下设国鑫公司、城高资产、国鑫创投等六家二级子公司，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；国鑫创投从事直接投资业务，聚焦金融科技投资。公司主业涉及的主要经营主体详见附录二。

3. 公司管理水平

上海国资内部管理及风险控制意识较强，已建立了较完善的内部管理制度体系和风险管理架构，明确了各部门之间的分工及权责。公司已建立了符合经营需要的激励约束机制和绩效考核体系，但激励机制市场化程度仍有提升空间。

上海国资从预算、财务、经营决策、投融资决策、对外担保、人力资源、内部审计、关联交易、信息披露、下属公司管理等多角度构建了内部控制制度体系，对经营的各个环节进行有效控制和相互制约。公司制定了《预算管理办法》，对公司及合并范围内子公司的投资经营活动及财务活动进行科学预期、规划、执行、控制和调整；制定了包括《会计核算办法》、《货币资金管理办法》、《出差管理办法》、《费用管理办法》等财务管理制度，对经营决策、投融资、资产、财务核算等各个环节进行有效控制；制定了包括《金融企业不良资产批量收购处置业务管理制度》、《金融企业不良资产批量收购处置业务管理制度》、《项目管理办法》、《短期投资管理规定（试行）》、《经营风险敞口报告制度》、《投资企业董监事管理办法》等经营管理制度，对股权投资及金融企业不良资产收购处置等主要业务进行了流程化管理；制定了包括《投资管理规定》、《市值管理操作指引》、《债务融资管理办法》、《资金管理办法》等投融资管理制度，对公司的融资决策、重大资产重组决策、重要人事任免、重大事项安排和大额度资金运作进行了规范；制定了《担保管理办法》对担保事项实行统一管理，并严格控制子公司之间的担保建立了一系列薪酬管理制度，提供了必要的激励机制；此外，公司还制定了《内部审计工作制度》、《关联交易管理办法》、《公司债券信息披露管理制度》、《公司债券投资者关系管理制度》。

上海国资高级经营管理人员具有多年投资行业从业经历，经营管理经验丰富。公司根据自身经营特点，建立了现有的组织结构，明确了各部门之间的分工及权责。公司组织架构详见附录三。

上海国资投资管理部主要负责持股企业的股权管理，对低效、无效资产的处置，对国有股权的市值管理及资本市场运作，开展存量资产的衍生投资以及需要以公司名义进行投资的重点项目等。固定收益事业部主要负责金融企业不良资产收购处置业务，通过债务追偿、债务重组、债权转让、债转股、企业重整和资产证券化等多种处置方式，提供高质量、专业化的金融服务。资金管理部主要负责公司的资产负债规划、融资与资金管理，建立完善的资金运营体系。财务管理部负责公司会计核算、财务管理、建立完善的公司财务运行体系，为公司经营决策提供财务保障，确保公司财务系统高效稳健运行。战略

研究部负责公司战略的动态规划，参与制定公司年度经营计划，研究分析宏观经济走势、相关政策动态、行业发展趋势，为公司领导提供决策支持，为业务部门新业务拓展提供研究和设计支持。风险合规部负责公司风险管理、公司经营的合法合规性监督、业务评审管理、投资数据汇总整理。

总体而言，上海国资内部管理及风险控制意识较强，已建立了较完善的内部管理制度体系和风险管理架构，可满足各项业务发展的需要。公司已建立了符合经营需要的激励约束机制和绩效考核体系，但目前公司考核仍受集团党委统一部署，激励机制市场化程度仍有提升空间。

财务

1. 公司财务质量

大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上海国资的 2020 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 2020 年末，公司合并口径经审计的资产总额为 875.87 亿元，股东权益为 533.04 亿元；2020 年，公司实现营业收入 3.30 亿元，投资收益 54.88 亿元，营业利润 47.25 亿元，净利润 43.26 亿元。

截至 2021 年 3 月末，上海国资合并口径未经审计的资产总额为 901.79 亿元，股东权益为 538.08 亿元；2021 年一季度，公司实现营业收入 0.88 亿元，投资收益 0.99 亿元，营业利润-0.75 亿元，净利润-0.66 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。2018-2020 年及 2021 年一季度，公司分别实现投资收

益 31.78 亿元、21.43 亿元、54.88 亿元和 0.99 亿元，分别占当期营业总收入³的 93.88%、85.92%、94.32% 和 52.81%。从收益构成来看，公司金融股权投资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。2020 年公司投资收益增长主要系公司股权投资所投的国泰君安、中国太保和浦发银行等公司分红增加，15 国资 EB 转股较多，以及为新金融工具实施准备而处置了部分资产使转让收益增加。

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。2018-2020 年及 2021 年一季度，公司分别实现不良资产处置收入 1.91 亿元、3.34 亿元、2.93 亿元和 0.75 亿元，分别占当期营业总收入的 5.63%、13.39%、5.04% 和 40.01%。

图表 6. 上海国资各业务板块收入构成情况（单位：亿元，%）

	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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 ⁴	1.91	5.63	3.34	13.39	2.93	5.04	0.75	40.01
其他收入	0.17	0.49	0.17	0.69	0.37	0.63	0.13	7.18
小计	2.07	6.12	3.51	14.08	3.30	5.68	0.88	47.19
投资收益								
股权投资业务	17.95	53.01	18.79	75.32	39.74	68.31	0.16	8.77
其中：金融板块	16.51	48.77	16.86	67.58	37.70	64.80	-	-
非金融板块	0.25	0.73	0.40	1.59	0.27	0.47	-	-
其他业务板块	1.19	3.51	1.54	6.15	1.77	3.04	0.16	8.77
财务性投资	13.84	40.87	2.64	10.60	15.13	26.01	0.82	44.05
小计	31.78	93.88	21.43	85.92	54.88	94.32	0.99	52.81
合计	33.85	100.00	24.94	100.00	58.18	100.00	1.87	100.00

资料来源：上海国资

期间费用方面，2018-2020 年及 2021 年一季度上海国资期间费用合计分别为 10.29 亿元、10.40 亿元、8.57 亿元和 2.10 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。2018-2020 年及 2021 年一季度，公司财务费用分别为 8.75 亿元、8.77 亿元、6.74 亿元和 1.89 亿元。

2018-2020 年及 2021 年一季度，上海国资分别计提资产减值损失 0.53 亿元、2.40 亿元、1.95 亿元和 0.00 亿元，2019 年起资产减值损失规模增长主要系公司应上海国际计提要求，对当期年末亏损 50% 以上的财务性股票投资计提

³ 营业总收入=营业收入+投资收益

⁴ 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。

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，上海国资逐步拓宽直接融资渠道。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，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。2019-2020年，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。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

2018-2020年末及2021年3月末，上海国资所有者权益规模分别为435.70亿元、554.55亿元、533.04亿元和538.08亿元，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，2020年末上述科目占所有者权益比重分别为10.32%、1.31%、1.33%、68.08%和18.97%。公司其他综合收益主要来自可供出售金融资产科目（2021年起按照新金融工具准则计入其他权益工具投资或其他非流动金融资产科目）中的上市股权公允价值变动，近年来受股票二级市场行市变化影响，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。2018-2020年末及2021年3月末，公司其他综合收益规模分别为309.56亿元、415.74亿元、362.88亿元和366.66亿元。

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借款，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。2018-2020年末及2021年3月末，公司资产负债率分别为43.72%、38.85%、39.14%和40.33%，负债总额分别为338.52亿元、352.34亿元、342.83亿元和363.71亿元。

上海国资的负债构成中刚性债务占比较高，2018-2020年末及2021年3月末，公司刚性债务规模分别为231.25亿元、210.38亿元、217.08亿元和236.36亿元，分别占同期末负债总额的68.31%、59.71%、63.32%和64.99%。

受债务到期置换的影响，2019年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，2020年部分债券到期兑付，短期刚性债务占比有所下降，

2018-2020 年末及 2021 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 35.61%、56.94%、48.55% 和 43.01%。截至 2020 年末，公司短期刚性债务为短期借款 71.54 亿元、短期应付债券 15.00 亿元、一年内到期的长期借款 5.64 亿元、一年内到期的应付债券 10.50 亿元和应付利息 2.71 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。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，上海国资中长期刚性债务规模分别为 148.91 亿元、90.60 亿元、111.70 亿元和 134.71 亿元，主要为长期借款和应付债券。截至 2020 年末，公司长期借款余额为 7.01 亿元，较上年末减少 13.22 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余额为 104.69 亿元，较上年末增加 34.32 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）

	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期刚性债务：	82.34	119.78	105.39	101.65
短期借款	47.84	56.14	71.54	76.54
应付利息	2.02	2.34	2.71	-
短期应付债券	25.00	10.00	15.00	25.05
一年内到期的长期借款	2.47	0.17	5.64	-
一年内到期的应付债券	5.00	51.13	10.50	-
一年内到期的长期借款+应付债券	-	-	-	0.06
中长期刚性债务：	148.91	90.60	111.70	134.71
长期借款（不含一年内到期部分）	47.77	20.23	7.01	17.33
应付债券（不含一年内到期部分）	101.14	70.37	104.69	117.38
合计	231.25	210.38	217.08	236.36

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。2018-2020 年及 2020 年一季度，公司递延所得税负债分别为 103.19 亿元、138.58 亿元、120.96 亿元和 122.85 亿元，分别占同期末负债总额的 30.48%、39.33%、35.28% 和 33.78%。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⁵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 2020 年末，上海国资合并口径银行借款总额为 84.18 亿元，占负债总额的比重为 24.55%，其中，信用借款余额为 69.43 亿元，保证借款余额为 14.75 亿元。

⁵ 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。

截至 2021 年 1 月 14 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 2021 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。2018-2020 年及 2021 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-17.25 亿元、2.82 亿元、0.22 亿元和 -7.31 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，取得投资收益收到的现金分别为 17.00 亿元、17.72 亿元、25.53 亿元和 0.67 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，2018-2020 年及 2021 年一季度公司投资支付的现金分别为 69.87 亿元、43.79 亿元、203.90 亿元和 13.14 亿元。2018-2020 年及 2021 年一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-15.97 亿元、23.67 亿元、-4.47 亿元和 0.01 亿元。

2018-2020 年及 2021 年一季度，上海国资取得借款收到的现金分别为 125.88 亿元、92.14 亿元、105.08 亿元和 49.50 亿元，发行债券收到的现金分别为 60.50 亿元、50.00 亿元、60.00 亿元和 10.00 亿元⁶，同期偿还债务支付的现金分别为 137.30 亿元、163.69 亿元、137.83 亿元和 40.25 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。2018-2020 年及 2021 年一季度分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 11.96 亿元、8.49 亿元、7.82 亿元和 1.92 亿元，同期公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 38.99 亿元、-30.15 亿元、19.09 亿元和 17.32 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，2020 年公司投资收益大幅增长，EBITDA 对利息支出的覆盖能力有所提升，同时因公司新增投资规模增长，非筹资性现金净流入量为负。

图表 8. 上海国资现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年
EBITDA/利息支出（倍）	3.59	2.34	7.67
EBITDA/短期刚性债务（倍）	0.43	0.21	0.49
非筹资性现金净流入量与短期刚性债务比率（%）	-44.57	26.22	-3.78
非筹资性现金净流入量与负债总额比率（%）	-9.89	7.67	-1.22

资料来源：上海国资

⁶ 2020 年及 2021 年一季度公司发行债券收到的现金实际列入“收到其他与筹资活动有关的现金”科目下

(3) 资产质量分析

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，上海国资总资产规模分别为 774.23 亿元、906.89 亿元、875.87 亿元和 901.79 亿元，其中非流动资产占比分别为 88.39%、89.94%、84.53% 和 88.12%，主要为可供出售金融资产（2021 年起公司执行新金融工具准则，可供出售金融资产根据资产性质分别计入其他权益工具投资及其他非流动金融资产）。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、国泰君安和上港集团等上市公司股票，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。2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，公司可供出售金融资产规模分别为 675.71 亿元、806.86 亿元、731.52 亿元和 752.26 亿元⁷，占同期末总资产的比重分别为 87.28%、88.97%、83.52% 和 87.14%。

2018-2020 年末及 2021 年 3 月末，上海国资流动资产规模分别为 89.92 亿元、91.20 亿元、135.52 亿元和 107.14 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 2020 年末，上述科目余额分别为 27.25 亿元、43.81 亿元和 63.23 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 13.65%；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 74.73%。2021 年起公司执行新金融工具准则，将原先应收款项类投资中的不良资产包全部重分类至交易性金融资产和债权投资科目。2021 年 3 月末，公司货币资金和交易性金融资产余额分别为 37.27 亿元和 66.84 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，2021 年 3 月末短期刚性债务现金覆盖率大幅提升主要系公司将原应收款项类投资中的不良资产包计入交易性金融资产。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	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
货币资金（亿元）	16.06	12.41	27.25	37.27
短期刚性债务（亿元）	82.34	119.78	105.39	101.65
短期刚性债务现金覆盖率（%）	19.51	10.36	25.85	102.42
高流动性资产与短期刚性负债的比率（%）	57.23	40.57	100.09	135.92
高流动性资产*与短期刚性负债的比率（%）	808.43	662.25	909.42	1046.45

资料来源：上海国资

⁷ 2021 年可供出售金融资产金额实际为其他权益工具投资及其他非流动金融资产总和

本期债券偿付保障分析

1. 具有较强可持续性的盈利积累

上海国资业务发展相对较稳定，2018-2020 年和 2021 年一季度分别实现净利润 20.12 亿元、12.66 亿元、43.26 亿元和-0.66 亿元，为本期债券本息偿付提供了较好保障。

2. 持有大规模优质股权

上海国资持有国泰君安、中国太保、浦发银行、上海农商行等大量金融股权，以及上港集团等非金融股权，资产获得成本较低，资产质量较好，有助于保障本期债券的本息偿付。

3. 可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持

上海国资为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委。公司在上海国际金融中心的建设中发挥了积极作用，是上海国际集团系统战略性金融资产的重要持股公司，在上海国际集团开展国有资本运营的最主要实施主体，在上海国际集团及上海市国资委系统中具有重要地位，可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持。

上海国际集团给予上海国资 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%。同时，公司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 2021 年 3 月末，公司合并口径银行授信总额为 272.5 亿元，其中已使用额度为 93.93 亿元，未使用额度为 178.57 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。

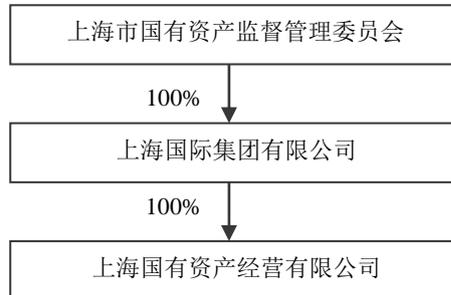
上海国资持有的股权投资资产质量较好，获得成本较低，历年均获得了可观的分红收益，其中中国太保等股票目前已积累巨额浮盈；但公司持有的部分股权受上海市政府整体布局规划，为战略性持有，暂时无法变现。公司持有的按公允价值计量的可供出售金融资产规模较大，受股票二级市场行情变化影响，相关资产公允价值波动较大，对总资产规模和资本结构稳定性造成一定影响。

上海国资的盈利来源相对单一，主要为分红收益，历年来均较为可观，但未来被投资企业分红变动仍将影响公司的盈利稳定性。公司关注并通过处置存量股权平滑各年盈利水平，并通过开展金融企业不良资产收购处置业务增强其盈利稳定性。

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。2019年，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，2020年随着部分债券到期兑付，该占比有所下降。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。

附录一：

公司股权结构图



注：根据上海国资提供的资料绘制（截至 2021 年 3 月末）

附录二：

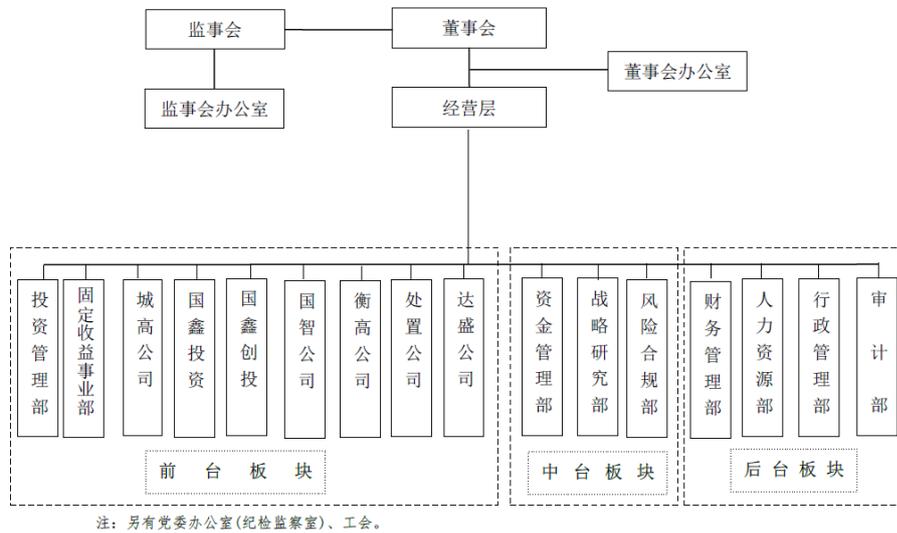
公司主业涉及的经营主体及其概况

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	6.00	100.00

资料来源：上海国资（截至 2020 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 2021 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]	2018年	2019年	2020年	2021年一季度
资产总额 [亿元]	774.23	906.89	875.87	901.79
货币资金 [亿元]	16.06	12.41	27.25	37.27
刚性债务[亿元]	231.25	210.38	217.08	236.36
所有者权益 [亿元]	435.70	554.55	533.04	538.08
营业收入[亿元]	2.07	3.51	3.30	0.88
净利润 [亿元]	20.12	12.66	43.26	-0.66
EBITDA[亿元]	32.03	21.63	54.69	—
经营性现金净流入量[亿元]	-17.25	2.82	0.22	-7.31
投资性现金净流入量[亿元]	-15.97	23.67	-4.47	0.01
资产负债率[%]	43.72	38.85	39.14	40.33
长期资本固定化比率[%]	99.49	104.08	96.69	99.87
权益资本与刚性债务比率[%]	188.41	263.59	245.55	227.65
流动比率[%]	104.09	74.06	123.03	100.96
速动比率 [%]	104.08	74.04	123.02	100.96
现金比率[%]	18.59	10.07	24.74	98.11
高流动性资产与短期刚性负债比率[%]	57.23	40.57	100.09	135.92
高流动性资产*与短期刚性负债比率[%]	808.43	662.25	909.42	1046.45
利息保障倍数[倍]	3.58	2.31	7.62	—
有形净值债务率[%]	77.73	63.56	64.34	67.62
营运资金与非流动负债比率[%]	1.40	-13.94	10.90	0.39
应收账款周转速度[次]	745.88	1684.55	194.29	—
存货周转速度[次]	—	0.01	—	—
固定资产周转速度[次]	4.24	3.93	3.86	—
总资产周转速度[次]	—	—	0.00	—
毛利率[%]	95.98	92.22	91.36	91.40
营业利润率[%]	1110.30	344.24	1,430.57	-85.67
总资产报酬率[%]	3.87	2.54	6.10	—
净资产收益率[%]	4.11	2.56	7.96	—
净资产收益率*[%]	4.11	2.56	7.96	—
营业收入现金率[%]	12.34	88.80	8.69	298.52
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-21.50	2.70	0.19	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-5.14	0.82	0.06	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-41.41	25.29	-3.65	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.89	7.67	-1.22	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.59	2.34	7.67	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.16	0.10	0.26	—

注：表中数据依据上海国资经审计的 2018-2020 年度财务报表 及未经审计的 2021 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+应付利息+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。

附录七：

发行人本次评级模型打分表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	3
		市场竞争	1
		盈利能力	1
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	1
		会计政策与质量	1
		现金流状况	6
		负债结构与资产质量	1
		流动性	3
	个体风险状况		2
	个体调整因素调整方向		不调整
	调整后个体风险状况		2
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AAA

附录八：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2015年9月8日	AAA/稳定	刘兴堂、余罗畅	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月28日	AAA/稳定	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA/稳定	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
债项评级 (18沪国资 MTN001)	历史首次评级	2018年1月25日	AAA	刘兴堂、王治正	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月28日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
债项评级 (17沪国 01)	历史首次评级	2017年8月1日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月28日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
债项评级 (18沪国 01)	历史首次评级	2018年4月4日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月28日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
债项评级 (19沪国 01)	历史首次评级	2019年6月10日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月28日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	-
债项评级 (19沪国 02)	历史首次评级	2019年6月10日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年6月28日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接

	本次评级	2021年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (20 沪国 01)	历史首次评级	2020年3月25日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2020年6月28日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (20 沪国 02)	历史首次评级	2020年3月25日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2020年6月28日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (20 沪国 03)	历史首次评级	2020年10月13日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
债项评级 (21 沪国 01)	历史首次评级	2020年12月31日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2021年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。