

上海国有资产经营有限公司

2015 年可交换公司债券

# 信用评级报告

主体信用等级： AAA 级

债项信用等级： AAA 级

评级时间： 2015 年 11 月 19 日



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.

## 业务声明

本评级机构对上海国有资产经营有限公司 2015 年可交换公司债券信用评级作如下声明:

本次债券信用评级的评级结论是本评级机构以及评级分析员在履行尽职调查基础上,按照业务主管部门发布的信用评级相关规范要求以及本评级机构债务人信用评级标准和程序做出的独立判断。

本评级机构及本次债券信用评级分析员与发行人之间不存在除本次信用评级事项委托关系以外的任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系,并在信用评级过程中恪守诚信原则,保证出具的评级报告客观、公正、准确、及时。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据发行人所提供的资料,发行人对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

鉴于信用评级的及时性,本评级机构将对发行人进行跟踪评级。在信用等级有效期内,发行人在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料,本评级机构将按照相关评级业务规范,进行后续跟踪评级,并保留变更及公告信用等级的权利。

本次债券信用评级结论不是引导投资者买卖或者持有发行人发行的各类金融产品,以及债权人向发行人授信、放贷或赊销的建议,也不是对与发行人相关金融产品或债务定价作出的相应评论。

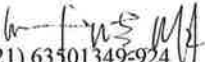
本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料,其版权归本评级机构所有,未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

2015年11月19日

## 分析师

刘兴堂   
Tel: (021) 63501349-636  
E-mail: liuxingtang@shxsj.com

叶晓明   
Tel: (021) 63501349-924  
E-mail: yxm@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
Tel: (021)63501349 63504376  
Fax: (021)63500872  
E-mail: mail@shxsj.com  
http://www.shxsj.com

**上海国有资产经营有限公司 2015 年可交换公司债券**
**概要**

编号:【新世纪债评(2015)010402】

**上海国有资产经营有限公司 2015 年可交换公司债券**
**主体信用等级: AAA 级**
**评级展望: 稳定**
**债项信用等级: AAA 级**
**主要财务数据与指标**

| 项 目                          | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年<br>上半年 |
|------------------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 金额单位: 人民币亿元                  |        |        |        |               |
| <b>母公司数据:</b>                |        |        |        |               |
| 货币资金                         | 4.18   | 3.97   | 3.91   | 4.89          |
| 刚性债务                         | 79.10  | 74.80  | 78.20  | 78.80         |
| 所有者权益                        | 113.93 | 106.32 | 154.46 | 626.23        |
| 经营性现金净流入量                    | 2.58   | 0.28   | -2.37  | -0.95         |
| <b>合并数据及指标:</b>              |        |        |        |               |
| 总资产                          | 260.63 | 243.92 | 345.56 | 978.03        |
| 总负债                          | 106.47 | 96.59  | 123.41 | 284.26        |
| 刚性债务                         | 73.50  | 67.20  | 70.70  | 74.90         |
| 所有者权益                        | 154.16 | 147.33 | 222.15 | 693.77        |
| 营业总收入                        | 0.42   | —      | 0.01   | 0.04          |
| 净利润                          | 1.75   | 3.74   | 4.36   | 7.00          |
| 经营性现金净流入量                    | -0.46  | -0.44  | -3.47  | -4.11         |
| EBITDA                       | 6.73   | 8.23   | 8.32   | 9.11          |
| 资产负债率[%]                     | 40.85  | 39.60  | 35.71  | 29.06         |
| 权益资本与刚性债务<br>比率[%]           | 209.74 | 219.24 | 314.24 | 926.31        |
| 流动比率[%]                      | 30.41  | 30.47  | 33.79  | 33.27         |
| 现金比率[%]                      | 13.36  | 13.75  | 13.49  | 19.28         |
| 利息保障倍数[倍]                    | 1.45   | 1.95   | 2.10   | —             |
| 净资产收益率[%]                    | 1.21   | 2.48   | 2.36   | —             |
| 经营性现金净流入量<br>与负债总额比率[%]      | -0.40  | -0.43  | -3.16  | —             |
| 非筹资性现金净流入<br>量与负债总额比率<br>[%] | 2.68   | 11.34  | -1.85  | —             |
| EBITDA/利息支出<br>[倍]           | 1.46   | 1.95   | 2.10   | —             |
| EBITDA/刚性债务<br>[倍]           | 0.09   | 0.12   | 0.12   | —             |

注: 根据上海国资经审计的 2012-2014 年度财务报表及 2015 年上半年度财务数据整理、计算。其中 2012 年及 2013 年数据为 2014 年采用新会计准则追溯数。

**评级观点**
**> 优势:**

- **外部环境良好。**对于上海建设国际金融中心与国际航运中心的战略定位以及上海市政府贯彻“两个中心”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。**上海国资为国际集团全资子公司,实际控制人为上海市国资委,可获得国际集团及上海市政府的大力支持。
- **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唯一一张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。

**> 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。
- **流动性管理压力较大。**上海国资债务期限较短,期限错配程度较高,面临的流动性管理压力较大。
- **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。

**评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司**

本报告表述了新世纪公司对本次债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有本次债券的一种建议。报告中引用的资料主要由上海国资提供,所引用资料的真实性由上海国资负责。

# 上海国有资产经营有限公司

## 2015 年可交换公司债券

### 信用评级报告

#### 释义

上海国资，公司或该公司：上海国有资产经营有限公司

新世纪公司，或本评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本次债券：上海国有资产经营有限公司 2015 年可交换公司债券

#### 一、概况

##### （一）公司概况

上海国资成立于 1999 年 10 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“国际集团”）。截至本评级报告出具日，公司注册资本为人民币 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，且为上海市唯一一家。未来，公司将积极发展股权投融资、金融企业不良资产收购收购与处置、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。

## （二）债券发行概况

上海国资拟公开发行可交换公司债券的议案已由公司第二届董事会2015年第一次会议及国际集团第二届董事会2015年第二次通讯表决决议通过，发行规模不超过35亿元人民币，拟一次发行，用于偿还各类贷款和补充营运资金需求。

图表 1. 本次拟发行债券概况

|          |   |
|----------|---|
| 债券名称:    | 上海国有资产经营有限公司2015年可交换公司债券  |
| 发行规模:    | 不超过35亿元人民币，拟一次发行  |
| 债券期限:    | 发行首日起五年   |
| 债券类型:    | 可交换公司债券，可交换为上海国资所持中国太保A股股票。   |
| 换股期限:    | 自可交换债发行结束日满12个月后的第一个交易日起至可交换债到期日止。  |
| 初始换股价格:  | 在发行前确定，应当不低于募集说明书公告日前1个交易日、前20个交易日、前30个交易日中国太保A股股票交易均价和中国太保发行前最近一期经审计的每股净资产的孰高者。具体参见募集说明书。  |
| 担保及信托安排: | 预备用于交换的中国太保A股股票及其孳息是本次债券的担保及信托财产，不超过公司内部有权机构以及上海市国资委批准的2亿股的上限。  |
| 赎回条款     | 在本次可交换债期满后五个交易日内，公司将向投资者赎回全部未换股的可交换债。具体参见募集说明书。<br>当本次债券未换股的余额不足人民币3,000万元(如适用的上市规则另有规定，则适用相应规定)时，公司董事会(或由董事会授权的人士)有权决定按面值加当期应计利息的价格赎回全部未换股的可交换债。 |
| 换股价格调整:  | 在本次发行可交换债之后，当中国太保因派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况使中国太保A股股票发生变化时，将进行换股价格调整。调整方式及计算公式具体参见募集说明书。   |

资料来源：上海国有资产经营有限公司2015年可交换公司债券募集说明书（面向公众投资者）

截至本评级报告出具日，上海国资已发行待偿还公司债券余额为30.00亿元，除此之外，公司未发行过其他债券及其他债务融资工具。

## 二、经营环境

### （一）宏观经济和政策环境

2015年以来，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境，美国经济在量化宽松政策后维持低利率的货币政策下继续复苏。在欧洲，希腊主权债

务危机的暂时性解决有利于欧盟政治、经济的整体稳定，但是欧洲经济增长仍整体乏力，复苏前景仍不明朗。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应明显下降。2015年，国际石油价格仍处在低价波动，石油输出国的经济处于疲软状态，石油输出国的国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。金砖国家经济继续呈现回落态势，其中俄罗斯因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁和石油价格下跌双重因素影响下，严峻的经济增长形势处于胶着状态，俄罗斯的经济增长和发展向东寻求突破成为重要的选择。预期未来一段时间，美国将视经济复苏和其他因素的情况，启动加息货币政策；日本将继续维持量化宽松和低利率货币政策；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续实施量化宽松的货币政策。

2015年上半年，中国对外开放水平不断提高，持续推进“一带一路”、亚洲基础设施投资银行、金砖国家银行的建设，继续推进与韩国、澳大利亚等的自由贸易区谈判，继续推进与美国、欧盟的信息技术协议谈判，继续推动人民币的作为特别提款权货币和资本项下的货币自由兑换。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2015年上半年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，2015年在新预算法下，财政部积极推动了各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体可控；在货币政策上，中国人民银行结构性的降低存款准备金比率、降低贷款利率，既有效地控制了物价水平的上涨，也保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，促进了实体经济增长和发展。预期未来一段时间，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在中国面临复杂国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2015年上半年中国经济总体运行平稳。但是，中国的经济增长仍然面临下行压力，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，中小企业、光伏行业、有色行业等的企业债券信用事件和违约

事件时有发生，同时，中国加快国有企业改革，促进国企管理和经营体制变化，增强国有经济实力，提高国有经济活力和竞争力，发挥国有经济的主导作用。预期未来一段时间，中国经济仍将保持平稳的增长和发展。同时，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产的政策下，中国债券市场的信用事件、违约事件将成为新常态；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的大幅波动对金融系统和实体经济的冲击风险在相应提高。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长。同时，在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中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，以及证券市场大幅波动对金融、经济的冲击性风险。

## （二）公司所处行业及区域经济环境

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、保险业的发展状况影响较大。

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金融要素市场的长期发展。

在国务院明确上海建设“两个中心”战略定位的背景下，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，2014年地区生产总值达到2.36万亿元，比上年增长7.0%，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，已形成了资本、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具规模。金融业对上海地区经济的贡献度亦不断提高，2008~2014年，金融业增加值占上海地方GDP比重分别为9.96%、10.53%、11.45%、11.67%、12.19%、13.07%和13.87%。2014年，上海金融业实现增加值3268.43亿元，比上年增长14%。金融业已成

为支撑上海区域经济发展的主要产业之一，上海市政府对金融业的支持力度日益增强，并逐步加强了国有资本在金融领域的影响力和控制力。

图表 2. 上海国际金融中心建设的总体目标

| 总体目标-2020年  |
|---|
| 基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心；                   |
| 基本形成国内外投资者共同参与、国际化程度较高，交易、定价和信息功能齐备的多层次金融市场体系；    |
| 基本形成以具有国际竞争力和行业影响力的金融机构为主体、各类金融机构共同发展的金融机构体系；     |
| 基本形成门类齐全、结构合理、流动自由的金融人力资源体系；                      |
| 基本形成符合发展需要和国际惯例的税收、信用和监管等法律法规体系，以及具有国际竞争力的金融发展环境。 |

资料来源：《国务院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》

近年来，我国商业银行各项业务快速增长，虽然在社会融资规模中占比有所下降，但仍保持了社会融资的主导地位。2014年，我国社会融资规模16.41万亿元，其中，银行本外币贷款及未贴现的银行承兑汇票合计占比60.98%，较去年上升了1.63个百分点。

截至2014年末，我国大型商业银行、股份制银行和城商行资产规模占比分别为41.21%、18.21%和10.49%。国有大型商业银行凭借其网点及资本规模的绝对优势仍占据主导地位，但占比持续下降；股份制银行则依靠其良好的公司治理结构、有效的约束与激励机制及灵活的产品与服务创新机制，近几年业务占比保持了持续上升的趋势；城商行则在各自经营区域内有一定竞争力与市场地位，业务占比也逐年上升。

短期内，银行业在我国金融系统中的重要性仍不会动摇，利差保护仍会在一定程度上保障银行业的利润空间，银行业监管仍会较为严格并逐步与国际标准接轨，上述因素将为我国银行业提供较大的信用支撑。但是在我国加快推进存款保险及利率市场化改革、金融脱媒持续深化及我国宏观经济增速放缓的背景下，商业银行盈利增速将明显放缓，不良资产将反弹，特定领域、部分行业和少数地区的资产质量问题将显现。

利率市场化对商业银行的风险定价能力将提出更高要求。商业银行需根据收益与风险平衡原则，主动调整业务结构，大力发展中间业务、金融市场业务等，提升非信贷资产占比，降低对资产业务的过度依赖。大中型客户通过债券、股票市场进行融资虽然对银行的信贷盈利模式造成了冲击，但也为投资银行、资金业务、财务顾问、资产管理等业务创



造了巨大的发展空间。未来率先完成战略转型、形成自身业务特色和差异化竞争优势的银行将会获得较好的发展。

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。

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。证券业市场集中度逐渐提高，行业竞争格局初步形成。

近年来，佣金率整体下滑促使证券公司推动转型，积极抢占融资融券市场份额。受益于客户准入门槛降低，两融业务发展迅速，并已成为部分证券公司的主要盈利贡献点。两融业务规模的爆发式增长在一定程度上改善了证券公司的盈利能力，但同时也会导致公司杠杆经营水平上升，暴露出部分公司在融资能力、流动性管理及客户信用风险管理上的不足。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。与此同时，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，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。

受益于我国经济持续快速增长、居民储蓄水平上升与消费结构升级、社会保险意识增强与保险需求上升，以及保险业作为社会保障体系的重要补充功能日益凸显，我国保险业近年来整体呈现高速增长。

我国保险行业尚处于市场重构过程中，市场集中度依然偏高。2014 年，前十大人身保险公司原保单保费收入合计占比 81.72%，十大财险公司原保险保费收入市场份额达 86.08%。

我国人身险行业各类产品发展程度不均，投资型险种一家独大，同质化竞争较为严重，行业仍处于“渠道为王”的发展阶段。在取消保险公司人员驻点银行之后，银行系人身保险公司因具有渠道优势，收入取得了较快的增长，其发展将对我国中小人身保险机构产生一定威胁。

我国财险业务以机动车险为主。机动车险业务主要包括交强险及商

业车险。交强险业务方面，财险公司无自主定价权和风险选择权，存在收益与责任的不匹配，交强险业务呈现连年亏损；商业车险方面，由于整车配件零整比失衡，以及渠道费用日益高企，商业车险综合赔付率较高，同时由于产品趋于同质化，商业车险已形成了恶性竞争的局面。

近年来，保监会正逐步放松保险资金运用管制，以集合资金信托计划和基础设施债权投资计划为代表的非标资产在保险投资资产中的占比显著提升，2014年以来，保监会允许保险资金投资创业板，并开始试点存量保单投资蓝筹股。2014年8月，国务院正式发布《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（以下简称“新国十条”），为保险业的发展带来了巨大的政策红利，保险业也将迎来全新的发展机遇。

随着保险行业非理性竞争的日趋激烈，保监会监管力度不断加强。2009年，保监会开始按照偿付能力、内控和风险对保险公司进行分类监管。分类监管体系的实施增加了保险公司维持资本的压力，并在一定程度上抑制了保险公司的扩张冲动，有助于行业风险的防范。国内保险业目前已形成以偿付能力监管、市场行为监管和公司治理结构监管为三大支柱，以偿付能力充足率为核心的监管架构。2012年上半年，保监会启动第二代偿付能力监管制度体系（以下简称“偿二代”）建设，着重提高对保险公司在资本充足、风险管理和信息披露等方面的监管要求，并于2015年2月正式发布偿二代17项监管规则，并要求保险公司自2015年一季度起，编报偿二代下的偿付能力报告。这标志着我国以风险为导向、具有自主知识产权、国际可比的新偿付能力监管制度体系基本建成，保险业偿付能力监管迈入了新的历史阶段。

### 三、公司自身素质

#### （一）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。

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。

国际集团具有投资控股、资本经营和国有资产管理三大功能。在国务院明确提出将上海建成“与中国经济实力和人民币国际地位相适应的国际金融中心及具有全球航运资源配置能力的国际航运中心”的大背景下，依据上海市政府的指导精神进行市场化运作，开展投资、资本运作与资产管理业务，进行金融研究，并提供社会经济咨询等服务。

国际集团旗下资产主要为金融服务类企业，拥有上投摩根基金、上海国资、上海国际集团资产管理有限公司（以下简称“国际集团资管”）等控股子公司，并是国泰君安证券股份有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司、上海农村商业银行股份有限公司等企业的最大股东。

在上海金融国资改革的背景下，国际集团积极推进各项整合重组工作，先后启动了浦发银行与上海信托、国泰君安与上海证券的纵向整合，大众保险、安信农保的股权转让，以及类金融和房地产板块的跨集团重组等。2014年6月，国际集团将下属六家类金融与房地产并表子公司出售，2015年6月15日，浦发银行公告向国际集团等公司收购上海国际信托97.33%的股份。上海国资在国际集团下属子公司中地位得到明显提升。

图表 3. 截至 2014 年末，国际集团二级子公司情况

| 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   | 50.00       | 100.00  | 投资管理 |
| 上海国际集团资产管理有限公司 | 27.50       | 100.00  | 投资管理 |
| 上海国际信托有限公司     | 25.00       | 66.33   | 金融研究 |
| 上海国际集团(香港)有限公司 | 0.1649(USD) | 100.00  | 投资咨询 |

资料来源：上海国资

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。2015年6月末，公司的关联交易形式为拆入国际集团委托贷款10.00亿元和应付国际集团利息0.31亿元。公司同国际集团的关联交易以市场化方式定价，对公司实际运营不造成影响。

图表 4. 截至 2015 年 6 月末，上海国资关联交易情况(单位：亿元)

| 交易对方名称     | 与公司的关系 | 关联交易类别 | 2015年6月末余额 |
|------------|--------|--------|------------|
| 上海国际集团有限公司 | 控股股东   | 委托贷款   | 10.00      |
|            |        | 应付利息   | 0.31       |

资料来源：上海国资

## (二) 公司法人治理结构

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，其成员由股东国际集团委派。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。

### （三）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、对外担保、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《财务会计管理办法》、《货币资金管理办法》、《出差管理办法》、《费用管理办法》、《财务报告管理办法》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（试行）》、《金融企业不良资产批量收购处置业务审核决策委员会议事规则》、《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》、《投资项目委派董事管理暂行规定》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《融资管理办法》、《业务操作双人配置实施细则》、《关于“三重一大”决策制度的实施办法》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《内部审计管理制度》、《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》和《下属公司管理制度》。

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二。

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。资产管理事业部负责金融企业不良资产经营业务的具体实施，实现经营收益。财务管理部负责公司会计核算、财务管理、融资与资金管理，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。

#### **（四）公司经营状况**

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，以及深天马、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。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 2015 年 6 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”）、上海达盛资产经营有限公司（以下简称“达盛资产”）等五家二级子公司，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；达盛资产从事以金融为主的投资，挖掘市场具备成长潜力的企业的投资机遇，同时为企业重组、收购、改制提供专业咨询服务。达盛资产业务规模较小，目前由国鑫公司代管。

##### **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 2015 年 6 月末，上海国资持有国泰君安 25.57% 的股份，为国

泰君安单一大股东，派驻董事两名。上海国资委为国泰君安实际控制人。国泰君安为全国综合性证券公司，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。截至 2014 年末，国泰君安合并口径总资产 3193.02 亿元，所有者权益 472.99 亿元，母公司在全国 29 个省市成立了 30 家分公司和 232 家证券营业部，已形成了覆盖全国的网点布局。国泰君安各主要业务发展相对成熟，2014 年代理买卖证券业务净收入市场份额为 5.41%，排名行业第一位，股票基金交易额排名行业第二位；2014 年末两融业务融资余额排名行业第二位，受托资产管理业务本金总额位居行业第二位。国泰君安的差异化竞争力正逐步凸显。上市后，国泰君安资产及资本规模均大幅提升，2015 年 6 月末合并口径总资产为 5961.09 亿元，所有者权益为 973.66 亿元。公司于 2015 年 6 月末将所持股份由 2014 年末的以成本计量改为以公允价值计量，纳入可供出售金融资产 669.41 亿元。

截至 2015 年 6 月末，上海国资合计持有中国太保 5.04% 的股份，其中包括国鑫公司持有的 0.36% 的股份，并派驻董事 1 名。中国太保是国内领先的综合性保险集团，公司通过覆盖全国的营销网络和多元化服务平台，为全国约 8000 万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 2014 年末，集团内含价值 1712.94 亿元，较上年末增长 18.6%，其中有效业务价值 740.64 亿元，较上年末增长 18.6%；寿险实现一年新业务价值 87.25 亿元，同比增长 16.3%；财产保险业务综合成本率 103.8%，同比上升 4.3 个百分点；集团投资资产总投资收益率 6.1%，同比提升 1.1 个百分点，净值增长率 8.8%，同比上升 4.5 个百分点。截至 2015 年 6 月末，公司将所持中国太保股份纳入可供出售金融资产并以公允价值入账。除中国太保外，公司还分别持有太保财险和太保寿险 0.26% 和 0.54% 的股份，以投资成本计入可供出售金融资产，分别为 0.46 亿元和 1.79 亿元。

截至 2015 年 6 月末，上海国资通过下属子公司国鑫公司持有浦发银行 2.02% 的股份，此外，国际集团直接持有浦发银行 16.93% 的股份，并通过控股子公司上海国际信托持有浦发银行 5.23% 的股份，故国际集团为浦发银行合并持股第一大股东。2014 年 11 月，浦发银行通过了《公司关于收购上海国际信托有限公司方案的议案》，向国际集团等公司定向增发收购上海国际信托股份。2015 年 8 月 18 日，浦发银行向国际集团等公司收购上海国际信托 97.33% 的股份的事项已获银监会批准。收购整合完成后，国际集团及其下属子公司持有的浦发银行股份将进一步增加。浦发银行依靠经济发达的上海和长三角地区，奠定了良好的公司

业务基础，并在公司业务领域积累了较好的客户基础和品牌认知度。近年来，浦发银行加快业务转型步伐，从传统的资金中介向全面金融服务中介转型，个人业务与资金业务比重逐步提高。截至 2014 年末，浦发银行总资产 41959.24 亿元，所有者权益 2632.85 亿元，吸收存款合计 27240.04 亿元，发放贷款及垫款合计 19746.14 亿元。浦发银行资产质量相对较优，不良贷款率维持在较低的水平，并保持了较高的拨备水平。截至 2014 年末，浦发银行不良贷款率为 1.06%，拨备覆盖率为 249.09%，一级资本充足率为 9.13%，资本充足率为 11.33%。截至 2015 年 6 月末，公司将所持浦发银行 2.02% 的股份纳入可供出售金融资产，以公允价值入账 63.96 亿元。

截至 2015 年 6 月末，上海国资持有上海农商行 8.01% 的股份，派驻董事一名。公司股东国际集团合计持股 20.02%，为上海农商行合并第一大股东。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 2014 年末，上海农商行拥有 407 家营业网点，总资产 4064.85 亿元，本外币各项存款余额和贷款余额分别为 3751.25 亿元和 2477.22 亿元，在上海地区的市场占比分别为 6.24% 和 6.63%，不良贷款率为 1.27%，资本充足率为 12.64%，一级资本充足率为 11.55%。截至 2015 年 6 月末，公司以投资成本净额 9.51 亿元将上海农商行纳入可供出售金融资产。2015 年 8 月，国际集团同意将其所持上海农商行 1.99% 的股权无偿划转至公司，目前正在办理划拨手续中。

图表 5. 截至 2015 年 6 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              | 入账方式                         | 账面价值   | 持股比例  | 股比位次  | 投资时点             |
|-------------------|------------------------------|--------|-------|-------|------------------|
| 国泰君安证券股份有限公司      | 母公司（公允价值）                    | 669.41 | 25.57 | 1     | 2001 年起，多次增资     |
| 中国太平洋保险（集团）股份有限公司 | 母公司持 4.68%，国鑫公司持 0.36%（公允价值） | 137.96 | 5.04  | 5     | 2000 年起，多次增资     |
| 中国太平洋财产保险股份有限公司   | 母公司（成本）                      | 0.46   | 0.26  | 6     | 2002 年起，多次增资     |
| 中国太平洋人寿保险股份有限公司   | 母公司（成本）                      | 1.79   | 0.54  | 3     | 2002 年起，多次增资     |
| 浦东发展银行股份有限公司      | 国鑫公司（公允价值）                   | 63.96  | 2.02  | 4     | 2008 年划入         |
| 上海农村商业银行股份有限公司    | 母公司（成本）                      | 9.51   | 8.01  | 2(并列) | 2005 年起，2010 年增资 |
| 天津银行股份有限公司        | 母公司（成本）                      | 3.38   | 1.40  | -     | 2010 年 12 月      |
| 东方人寿保险股份有限公司      | 母公司（成本）                      | 0.10   | 10.00 | 2(并列) | 2001 年 12 月      |

资料来源：上海国资

上海国资持有的非金融股权主要包括天马微电子股份有限公司（以下简称“深天马 A”）、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”），上海东郊

宾馆（以下简称“东郊宾馆”）、上海同盛投资集团有限公司（以下简称“同盛投资”）及国泰君安投资管理股份有限公司（以下简称“国泰君安投资”）等。

上海国资对上海天马微电子有限公司（以下简称“上海天马”）的投资是在上海市政府的主导下，为引进中航集团液晶显示产业，联合上海张江(集团)有限公司及上海工业投资(集团)有限公司完成的投资。2014年，公司以持有的上海天马19.00%的股权以12.59元/股的价格置换了深天马A的2677.24万股，合2.37%的股权，纳入可供出售金融资产，截至2015年6月末账面价值为6.28亿元。股权置换在增加了公司资产的流动性的同时，也为公司带来了可观的收益。

上海国资分别持有上港集团、长发集团、东郊宾馆、同盛投资和国泰君安投资0.75%、33.50%、18.21%、4.00%和33.14%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13.67亿元纳入可供出售金融资产。公司于2013年出售上港集团股票1亿股，回笼现金5.41亿元，实现投资收益1.81亿元，2015年6月末仍持有1.73亿股。公司将长发集团、东郊宾馆和同盛投资以投资成本入账，其中长发集团累计贡献分红收益0.65亿元。公司拟将东郊宾馆和同盛投资进行无偿划转，其中同盛投资划转事宜已获上海市国资委批复，工商变更尚未完成，东郊宾馆划转事宜尚在推进中。

**图表 6. 截至 2015 年 6 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                  | 入账方式      | 账面价值  | 持股比例  | 股比位次  | 投资时点        |
|-----------------------|-----------|-------|-------|-------|-------------|
| 上海航运产业基金管理公司          | 母公司（成本）   | 0.25  | 25.00 | 3     | 2011年1月     |
| 长江经济联合发展（集团）股份有限公司    | 母公司（成本）   | 2.91  | 33.50 | 1     | 2001年11月    |
| 国泰君安投资管理股份有限公司        | 母公司（成本）   | 5.35  | 33.14 | 1     | 2001年起，多次增资 |
| 上海同盛投资（集团）有限公司        | 母公司（成本）   | 4.00  | 4.00  | 3     | 2002年4月     |
| 上海杨浦知识创新区投资发展有限公司     | 母公司（成本）   | 0.25  | 2.78  | 2     | 2002年5月     |
| 上海东郊宾馆有限公司            | 母公司（成本）   | 3.36  | 18.21 | 2     | 2004年       |
| 上海新药研究中心              | 母公司（成本）   | 0.15  | 37.50 | 1（并列） | 2001年12月    |
| 深天马 A                 | 母公司（公允价值） | 6.28  | 2.37  | 8     | 2014年9月     |
| 上海国际港务（集团）股份有限公司      | 母公司（公允价值） | 13.67 | 0.75  | 4     | 2006年10月    |
| 上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司 | 母公司（成本）   | 1.00  | 2.47  | 5（并列） | 2002年2月     |

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。但其中部分股权为过往年份上海市政府主导的投资，或由于划拨、重组、整合所得，公司对该部分股权为战略性持有，在上海市政府打造金融中心整体布局的背景下，可进行市值管理的范围需以不影响上海市政府控股地位为前提，因而相对固化，暂时无法变现，仅依靠稳定分红实现收益。公司持有的中国太保及国泰君安股票已累积巨额浮盈，未来如能变现，则可获得大额投资收益。截至 2015 年 6 月末，公司可供出售金融资产中所持股票的总体浮盈达投资成本的 12 倍。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。公司吸纳处置公司的人员，于 2014 年 6 月设立了资产管理事业部，专门负责开展金融企业不良资产收购处置工作。公司积极参加银行不良资产包的推介会，并通过市场竞标，于 2014 年及 2015 年上半年分别收购不良资产包 3 个和 1 个；同时，公司积极探索尝试金融企业不良资产收购处置业务多种模式，2014 年完成 5 项受托收购项目，2015 年上半年完成 3 项受托收购项目。截至 2015 年 6 月末，公司交易性金融资产中不良资产包为 3.01 亿元。公司与四大资产管理公司建立了密切的联系，正在逐步积累业务经验，探索错位竞争力，未来公司将大力发展该板块业务，预计 2015 年、2016 年及 2017 年投入资金将分别达到 8 亿元、15 亿元和 30 亿元。

## 3. 财务投资业务

上海国资通过下属子公司国鑫公司适时开展财务性投资。国鑫公司为独立的商业化运作，持有天津农村商业银行、杭州银行、上海银行的股份，以及中国平安、交通银行等上市公司流通股。

图表 7. 截至 2015 年 6 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: 亿元, %)

| 公司名称           | 入账方式                       | 账面价值 | 持股比例   | 股比位次    | 投资时点                   |
|----------------|----------------------------|------|--------|---------|------------------------|
| 杭州银行股份有限公司     | 国鑫公司                       | 2.46 | 2.21   | 11 (并列) | 2009 年 3 月             |
| 中国平安保险         | 国鑫公司                       | 5.47 | 0.07   | 小股东     | 2005 年 12 月            |
| 交通银行           | 国鑫公司                       | 0.21 | 0.0034 | 小股东     | 2006 年 4 月及 2010 年 6 月 |
| 上海银行           | 国鑫公司、达盛资产                  | 0.68 | 0.50   | 小股东     | 2002 年 5 月起多笔投入        |
| 天津农村商业银行股份有限公司 | 国鑫公司持有 4.65%, 达盛资产持有 1.89% | 5.58 | 6.54   | -       | 2010 年 5 月             |
| 上海白蝶管业科技股份有限公司 | 国鑫公司 (成本)                  | 0.02 | 7.00   | 4       | 2001 年 3 月             |
| 新华都购物广场股份有限公司  | 国鑫公司 (公允价值)                | 0.01 | 0.02   | 9       | 2011 年 12 月            |
| 上海食品开发有限公司     | 国鑫公司 (成本)                  | 0.24 | 7.04   | 3 (并列)  | 2012 年 3 月             |
| 正海国鑫源 (源和堂药业)  | 国鑫公司 (成本)                  | 0.20 | 45.98  | -       | 2013 年 11 月            |

资料来源: 上海国资

#### (五) 公司财务质量

瑞华会计师事务所有限公司对上海国资的 2012-2014 年度及 2015 年上半年度财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则 (2006 版)、企业会计制度及其补充规定。公司在历次审计检查中未发现重大问题、未出现重大资产损失, 未接受过通报、批评等情况。

根据 2015 年 1 月 7 日上海市政府专题会议及上海市国有资本运营平台投资决策委员会 2015 年 3 月 30 日相关会议纪要, 上海国资拟对持有的上海南环高速公路建设发展有限公司 (以下简称“南环高速”) 股权 (账面价值为 1.55 亿元) 无偿划转给上海城投 (集团) 有限公司; 拟将东郊宾馆股权 (账面价值为 3.36 亿元) 无偿划转并变更为一人有限责任公司; 拟将同盛投资股权 (账面价值为 4.00 亿元) 无偿划转给上海市国资委。截至本评级报告出具日, 同盛投资划转事宜已获上海市国资委批复, 但工商变更尚未完成, 未做会计处理, 南环高速和东郊宾馆划转事宜尚在推进中。此外, 上海国资于 2015 年 6 月 15 日取得上海国资委批复, 将挂账其他应收款的 10.00 亿元上海市国资委的轨道交通偿债资金按照利润分配进行减资处理, 同时调减未分配利润。后续国际集团拟向公司增资 5.00 亿元, 并无偿划入两项股权价值约 11.00 亿元 (上海农商行 1.99% 的股权及浦银金融租赁股份有限公司 10.17% 的股权), 目前资产资本注入事宜已获国际集团批复, 文件正在办理中。

截至 2014 年末，上海国资经审计的合并财务报表口径资产总额为 345.56 亿元，股东权益为 222.15 亿元，当年实现营业利润 4.33 亿元，净利润 4.36 亿元。2015 年 6 月末，公司将可供出售金融资产中的国泰君安股票由按成本法计量转为按公允价值计量，实现公允价值累计变动总额 632.93 亿元，致使公司资产规模显著扩大，经审计的合并口径资产总额为 978.03 亿元，股东权益为 693.77 亿元，2015 年上半年实现营业利润 7.07 亿元，净利润 7.00 亿元。

## 四、公司盈利能力及偿债能力

### （一）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，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。公司在一定程度上可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。

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仍将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，但目前公司部分股权投资的处置仍受国际集团整体战略规划的影响。

从收入结构来看，上海国资金融板块具有较为稳定和高额的分红率，对公司的收入贡献较大，而非金融板块的收入贡献较不稳定。

图表 8. 上海国资主营业务板块收入构成情况（单位：亿元，%）

|                          | 2012 年 |        | 2013 年 |        | 2014 年 |        | 2015 年上半年 |        |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|
|                          | 收入     | 占比     | 收入     | 占比     | 收入     | 占比     | 收入        | 占比     |
| 股权经营业务                   | 5.61   | 83.37  | 8.09   | 95.87  | 8.25   | 91.72  | 7.91      | 84.76  |
| 其中：金融板块<br>股权经营业务        | 5.14   | 76.38  | 4.32   | 51.24  | 6.36   | 70.65  | 6.19      | 66.37  |
| 非金融板块股权<br>经营业务          | 0.47   | 6.96   | 3.77   | 44.63  | 1.77   | 19.63  | 1.61      | 17.25  |
| 其他业务板块                   | 0.00   | 0.02   | 0.00   | 0.00   | 0.13   | 1.43   | 0.11      | 1.14   |
| 金融企业不良金<br>融资产收购处理<br>业务 | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.01   | 0.16   | 0.03      | 0.34   |
| 财务投资                     | 1.12   | 16.63  | 0.35   | 4.13   | 0.73   | 8.12   | 1.39      | 14.90  |
| 合计                       | 6.73   | 100.00 | 8.44   | 100.00 | 9.00   | 100.00 | 9.33      | 100.00 |

资料来源：上海国资

上海国资持有国泰君安、中国太保、浦发银行、上海农商行等大量金融股权，以及深天马 A、上港集团、长发集团、东郊宾馆等非金融股权，资产获得成本较低，资产质量较好，可为公司带来较好的投资收益，有助于增强公司的盈利能力。

上海国资拥有上海市唯一一张金融企业不良资产收购处置业务牌照，可开展上海市金融企业不良资产收购处置业务，具有较强的逆周期性，有助于增强公司的盈利稳定性。但由于公司业务介入时间尚短，项目经验及风控经验有待进一步积累，业务盈利能力亦有待进一步检验。

上海国资期间费用主要集中在财务费用，均为利息支出。目前公司债务融资渠道主要为银行借款，未来随着直接融资比例的提升，公司的财务成本将有降低的空间。

在上海市国资国企改革的大背景下，上海市属国有企业逐渐将迎来资产划分、划拨、重组、整合的高峰。国际集团正逐步剥离旗下的经营性资产，致力于发展成为上海地区的国有资本运营平台。我们将持续关注国际集团系统股权资产出售梳理的进展。

## （二）公司偿债能力

上海国资主要通过银行及信托借款筹措资金支持股权投资业务及金融企业不良资产收购处置等业务，短期借款规模较大，期限错配程度较高，面临的流动性管理压力较大。公司借款滚动频繁，因此现金流主要集中于筹资活动。公司持有的股权投资资质较好，可提供稳定的分红收益，但资产固化程度较高，流动性指标整体偏弱。

### 1. 债务分析

#### 1) 债务结构

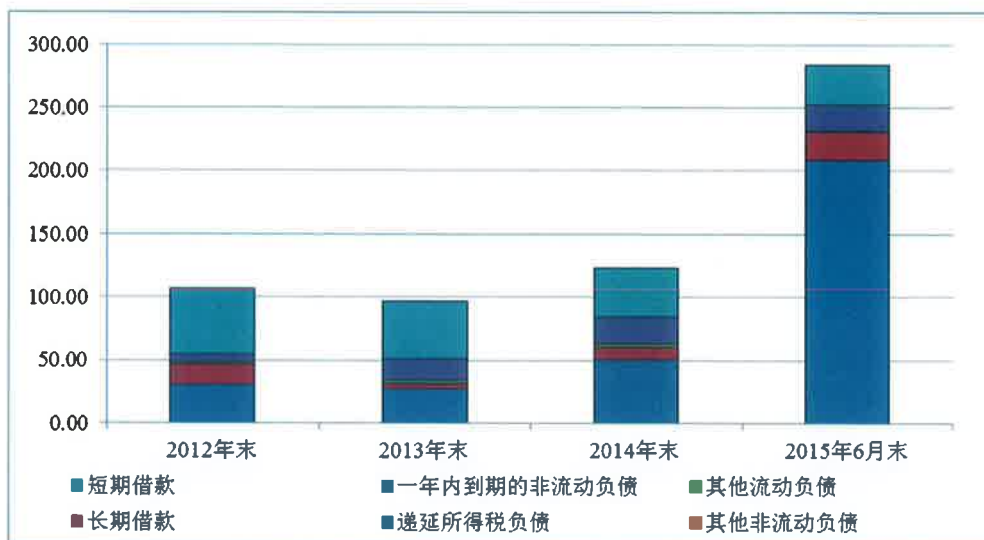
上海国资资产负债率呈逐年下降趋势，2012-2014 年各年末及 2015 年 6 月末，公司资产负债率分别为 40.85%、39.60%、35.71%和 29.06%，负债总额分别为 106.47 亿元、96.59 亿元、123.41 亿元和 284.26 亿元。

上海国资主要通过银行借款筹措资金以支持股权经营业务及金融企业不良资产收购处置等业务。近年来公司借款规模相对稳定，但为降低融资成本，公司短期借款使用较多，债务期限结构偏短，2012-2014 年各年末及 2015 年 6 月末，短期借款及一年内到期的长期借款合计占借款总额的比重分别为 77.96%、93.75%、86.00%和 69.96%。2015 年 6 月末公司期限错配程度已较 2014 年末有所改善，但面临的流动性管理

压力仍较大。

2014年末，上海国资按新会计准则将2012年及2013年财务数据进行了追溯调整，将持有的中国太保及浦发银行等上市公司股权以公允价值计入了可供出售金融资产，实现了较大规模的浮盈及递延所得税负债。2015年6月末，公司将可供出售金融资产中的国泰君安由按成本计量转为按公允价值计量，致使浮盈及递延所得税负债规模进一步扩大。2012-2014年各年末及2015年6月末，公司递延所得税负债分别达30.62亿元、27.11亿元、50.59亿元和208.67亿元，占非流动负债的比重分别为65.17%、86.05%、83.32%和90.18%。受递延所得税负债变动的影响，公司负债结构较不稳定，2015年6月末非流动负债占负债总额的比重增至81.41%。

图表 9. 上海国资负债构成情况 (单位: 亿元)



资料来源：上海国资

## 2) 公司借款情况

截至2015年6月末，上海国资合并口径借款总额为74.90亿元，占负债总额的比重为26.35%。除衡高置业公司1.8亿抵押借款外，均为信用借款，包含从国际集团借入的委托贷款10.00亿元。

## 3) 或有负债

截至本评级报告出具日，上海国资无未结清的对外担保。

## 2. 现金流分析

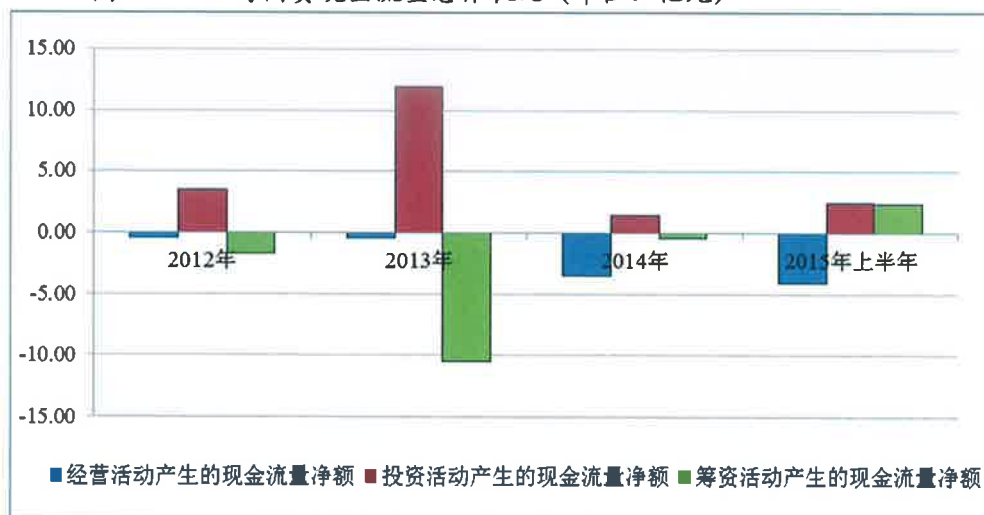
上海国资主营业务以投资为主，公司经营性现金流量规模较小，主要为购买及处置不良资产包及往来款项的现金流动。2014年公司金融企业不良资产收购处置业务处于现金净流出状态。此外，往来款项对公

司经营性现金流的稳定性造成了一定的影响。2012-2014 年及 2015 年上半年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.46 亿元、-0.44 亿元、-3.47 亿元和-4.11 亿元。

上海国资投资性现金流规模较大，流入主要为股权分红及股权出售或转让，流出主要为股权投资及金融产品投资。近年来，公司通过股权分红获取的现金流逐年稳步上升，2012-2014 年及 2015 年上半年取得投资收益收到的现金分别为 4.07 亿元、5.21 亿元、7.41 亿元和 4.65 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较不稳定，其中 2014 年及 2015 年上半年投资支付的现金规模较大，主要由于公司购买现金丰利、参与国债逆回购以及参与定向增发所致。2012-2014 年及 2015 年上半年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 3.52 亿元、11.95 亿元、1.44 亿元和 2.43 亿元。

为降低融资成本，上海国资短期借款使用较多，借款滚动频繁，筹资性现金流规模较大，取得借款收到的现金及偿还债务支付的现金均维持在较高水平，2012-2014 年及 2015 年上半年，公司取得借款收到的现金分别为 79.20 亿元、56.50 亿元、62.50 亿元和 36.60 亿元，同期偿还债务支付的现金分别为 78.29 亿元、62.80 亿元、59.00 亿元和 32.40 亿元。公司通过各种资金管理方式降低财务成本，历年来偿付利息支出的现金虽较多，但呈下降趋势，2012-2014 年及 2015 年上半年分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 4.61 亿元、4.21 亿元、3.95 亿元和 1.79 亿元，同期公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.70 亿元、-10.51 亿元、-0.46 亿元和 2.39 亿元。

图表 10. 上海国资现金流量总体状况 (单位: 亿元)



资料来源：上海国资

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,2014 年公司在金融企业不良资产收购处置业务中投入资金较多,非筹资性现金净流入量对短期刚性债务及负债总额的覆盖降至较低水平。

图表 11. 上海国资现金流对债务的覆盖情况

| 指标名称                 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| EBITDA/利息支出(倍)       | 1.46   | 1.95   | 2.10   |
| EBITDA/短期刚性债务(倍)     | 0.11   | 0.14   | 0.13   |
| 非筹资性现金净流入量与短期刚性债务比率  | 5.18   | 19.14  | -3.28  |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%) | 2.68   | 11.34  | -1.85  |

资料来源:上海国资

### 3. 资产质量分析

2012-2014 年各年末及 2015 年 6 月末,上海国资总资产规模分别为 260.63 亿元、243.92 亿元、345.56 亿元和 978.03 亿元,其中 2015 年 6 月末资产规模的大幅增长主要由于公司将国泰君安转为按公允价值计量所致。2012-2014 年各年末及 2015 年 6 月末,可供出售金融资产占公司总资产的比重分别为 91.74%、90.78%、92.93%和 97.87%。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中国太保、国泰君安、上港集团、深天马 A、中国平安、交通银行等上市公司股票,其中中国太保、国泰君安股票受国际集团统筹规划,深天马 A 于 2015 年 10 月解除限售,上港集团、中国平安、交通银行等股票可随时变现。公司可供出售权益工具公允价值波动较大,对公司资产规模的影响较为显著,尤其 2014 年以来股票增值较快,带动公司总资产规模显著增长。以成本计入可供出售金融资产的股权投资主要包括国泰君安投资管理公司、上海农商行等非上市公司股权,资产质量较好,但固化程度较高。

上海国资的流动资产主要为货币资金和其他应收款,截至 2015 年 6 月末,公司持有货币资金 7.18 亿元;持有其他应收款 1.04 亿元,较 2014 年末减少 10.00 亿元,主要为 2004 年划给上海市国资委的轨道交通偿债资金 10.00 亿元的调减。公司于 2015 年 6 月 15 日取得上海国资委批复,将该笔款项作为上交国资盘活存量收益,按照利润分配进行账务处理,同时调减未分配利润 10.00 亿元。

整体而言,上海国资资产固化程度较高,流动性指标整体偏弱。未来随着中国太保等资产的逐步盘活,公司面临的流动性压力将得到缓解。公司持有的按成本计量的可供出售金融资产资质均较好。鉴于公司持有的按公允价值计量的可供出售金融资产规模大,其市值波动将对公司的资产规模造成显著影响。

图表 12. 上海国资流动性指标情况

| 项目              | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 | 2015 年 6 月末 |
|-----------------|--------|--------|--------|-------------|
| 货币资金 (亿元)       | 7.95   | 8.95   | 6.46   | 7.18        |
| 短期刚性债务 (亿元)     | 57.30  | 63.00  | 60.80  | 52.40       |
| 短期刚性债务现金覆盖率 (%) | 13.87  | 14.21  | 13.91  | 19.45       |
| 流动比率 (%)        | 30.41  | 30.47  | 33.79  | 33.27       |

资料来源：上海国资

### (三) 外部支持

上海国资为国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委，公司在国际集团及上海国资委系统中具有重要地位，可获得国际集团及上海市政府的大力支持。

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 2015 年 6 月末，公司共获得各银行授信额度 130.70 亿元，尚有 78.80 亿元未使用。

## 五、公司过往债务履约情况

截至 2015 年 6 月末，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。

## 六、结论

上海国资为一人独资有限责任公司（法人独资），是国际集团的全资子公司，实际控制人为上海市国资委，是国际集团系统战略性金融资产的重要持股公司，在国际集团开展国有资本运营的最主要实施主体，在国际集团及上海国资委系统中具有重要地位，可获得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，历年均获得了可观和稳定的分红收益，但其中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。公司持有的中国太保等股票已累积巨额浮盈，其余市场化运作项目亦浮盈较多，截至 2015 年 6 月末总体浮盈达投资成本的 12 倍。公司于 2014 年获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。

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。公司在一定程度上可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。

上海国资主要通过银行借款筹措资金支持股权经营业务及金融企业不良资产收购处置等业务，短期借款使用较多，虽有助于降低融资成本，但期限错配程度较高，公司面临的流动性管理压力较大。公司的现金流主要集中于投资及筹资活动，经营性现金流规模较小。公司持有的长期股权投资资质较好，但资产固化程度较高，流动性指标整体偏弱。

## 七、募集资金拟投资项目分析

上海国资拟公开发行规模不超过35亿元人民币的可交换公司债券，拟一次发行，用于偿还各类贷款和补充营运资金需求。

## 八、本次债券偿付保障分析

### （一）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，2012-2014年及2015年上半年分别实现净利润1.75亿元、3.74亿元、4.36亿元和7.00亿元，为本次债券本息偿付提供了较好保障。

### （二）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、长发集团等非金融股权，资产获得成本较低，资产质量较好，有助于保障本次债券的本息偿付。

### （三）可获得国际集团及上海市政府的大力支持

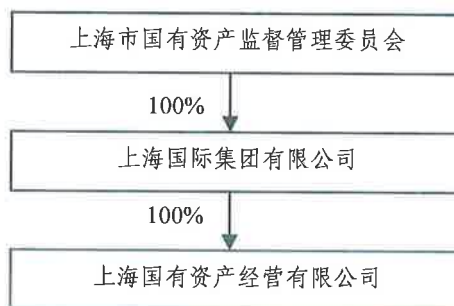
上海国资为国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委。公司在上海国际金融中心的建设中发挥了积极作用，是国际集团系统战略性金融资产的重要持股公司，在国际集团开展国有资本运营的最主要实施主体，在国际集团及上海国资委系统中具有重要地位，可获得国际集团及上海市政府的大力支持。

### （四）标的股票质量较好

本次可交换公司债以上海国资所持部分中国太保股票作为预备用于交换的股票和担保及信托财产，股票质量较好，有助于提升本次债券的偿付安全性。

附录一：

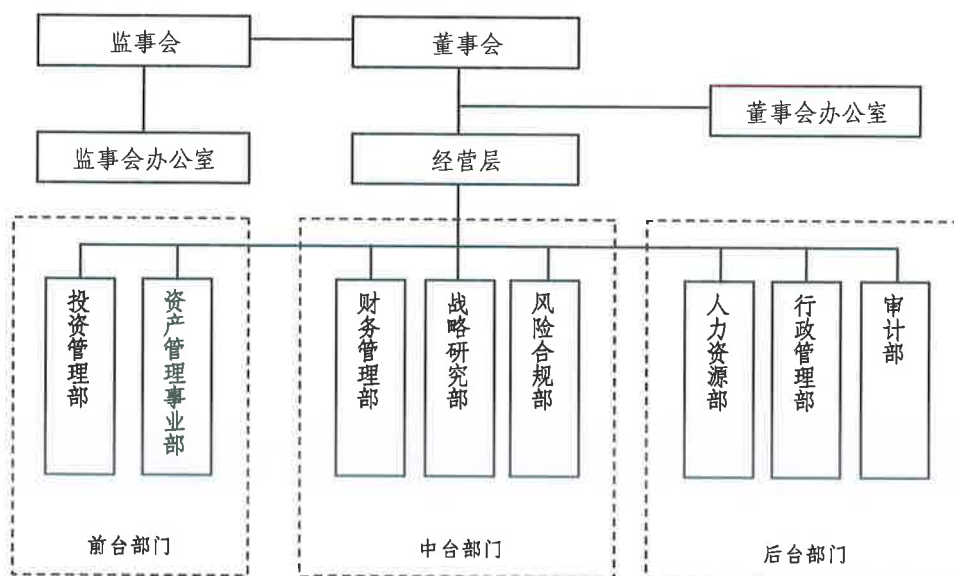
## 公司与实际控制人关系图



资料来源：上海国资（截至 2015 年 6 月末）

附录二：

## 公司组织结构图



资料来源：上海国资（截至 2015 年 6 月末）

附录三：

## 主要财务数据及指标表

| 主要财务数据与指标[合并口径]      | 2012 年 | 2013 年  | 2014 年   | 2015 年<br>上半年 |
|----------------------|--------|---------|----------|---------------|
| 资产总额 [ 亿元]           | 260.63 | 243.92  | 345.56   | 978.03        |
| 货币资金 [ 亿元]           | 7.95   | 8.95    | 6.46     | 7.18          |
| 刚性债务[亿元]             | 73.50  | 67.20   | 70.70    | 74.90         |
| 所有者权益 [ 亿元]          | 154.16 | 147.33  | 222.15   | 693.77        |
| 营业总收入[亿元]            | 0.42   | —       | 0.01     | 0.04          |
| 净利润 [ 亿元]            | 1.75   | 3.74    | 4.36     | 7.00          |
| EBITDA[亿元]           | 6.73   | 8.23    | 8.32     | 9.11          |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | -0.46  | -0.44   | -3.47    | -4.11         |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | 3.52   | 11.95   | 1.44     | 2.43          |
| 资产负债率[%]             | 40.85  | 39.60   | 35.71    | 29.06         |
| 长期资本固定化比率[%]         | 120.58 | 125.30  | 114.68   | 103.81        |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 209.74 | 219.24  | 314.24   | 926.31        |
| 流动比率[%]              | 30.41  | 30.47   | 33.79    | 33.27         |
| 速动比率 [ %]            | 30.20  | 30.30   | 31.68    | 25.58         |
| 现金比率[%]              | 13.36  | 13.75   | 13.49    | 19.28         |
| 利息保障倍数[倍]            | 1.45   | 1.95    | 2.10     | 4.52          |
| 有形净值债务率[%]           | 69.18  | 65.56   | 55.57    | 40.98         |
| 营运资金与非流动负债比率[%]      | -88.13 | -143.63 | -68.37   | -15.25        |
| 担保比率[%]              | —      | —       | 0.33     | —             |
| 应收账款周转速度[次]          | 1.74   | —       | —        | —             |
| 存货周转速度[次]            | —      | —       | —        | —             |
| 固定资产周转速度[次]          | 0.30   | —       | 0.46     | —             |
| 总资产周转速度[次]           | 0.00   | —       | 0.00     | —             |
| 毛利率[%]               | 100.00 | —       | 100.00   | 100.00        |
| 营业利润率[%]             | 491.06 | —       | 29690.28 | 16789.95      |
| 总资产报酬率[%]            | 2.58   | 3.25    | 2.82     | —             |
| 净资产收益率[%]            | 1.21   | 2.48    | 2.36     | —             |
| 净资产收益率*[%]           | 1.29   | 2.48    | 2.36     | —             |
| 营业收入现金率[%]           | —      | —       | —        | 23.75         |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | -0.71  | -0.71   | -5.44    | —             |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率[%]  | -0.40  | -0.43   | -3.16    | —             |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | 4.75   | 18.48   | -3.18    | —             |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 2.68   | 11.34   | -1.85    | —             |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 1.46   | 1.95    | 2.10     | —             |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.09   | 0.12    | 0.12     | —             |

注：根据上海国资经审计的 2012-2014 年度及 2015 年上半年度财务数据，整理计算。

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%                |
| 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)         | 报告期营业总收入/[(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)         | 报告期营业总收入/[(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)          | 报告期营业总收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]                                     |
| 毛利率(%)              | 1-报告期营业成本/报告期营业总收入×100%  |
| 营业利润率(%)            | 报告期营业利润/报告期营业总收入×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/报告期营业总收入×100%                                  |
| 经营性现金净流量与流动负债比率(%)  | 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

附录五：

## 评级结果释义

本评级机构主体长期信用等级划分及释义如下：

| 等级  |       | 含义                              |
|-----|-------|---------------------------------|
| 投资级 | AAA 级 | 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  | 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   | 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 | 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  | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。   |
|     | B 级   | 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 | 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  | 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   | 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 | 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  | 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   | 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 | 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  | 偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。   |
|     | B 级   | 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 | 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  | 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   | 不能偿还债务。                         |

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。

## 跟踪评级安排

根据政府主管部门要求和本评级机构的业务操作规范，在本次评级的信用等级有效期【至本次债券本息的约定偿付日止】内，本评级机构将对其进行持续跟踪评级，包括持续定期跟踪评级与不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，本评级机构将持续关注上海国资外部经营环境的变化、影响上海国资经营或财务状况的重大事件、上海国资履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，以动态地反映上海国资的信用状况。

### （一）跟踪评级时间和内容

本评级机构对上海国资的跟踪评级期限为本评级报告出具日至失效日。

定期跟踪评级将在本次信用评级报告出具后每年上海国资经审计的年度报告披露日起2个月内出具一次正式的定期跟踪评级报告。定期跟踪评级报告与首次评级报告保持衔接，如定期跟踪评级报告与上次评级报告在结论或重大事项出现差异的，本评级机构将作特别说明，并分析原因。

不定期跟踪评级自本次评级报告出具之日起进行。在发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，上海国资应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项。本评级机构及评级人员将密切关注与上海国资有关的信息，在认为必要时及时安排不定期跟踪评级并调整或维持原有信用级别。不定期跟踪评级报告在本评级机构向上海国资发出“重大事项跟踪评级告知书”后10个工作日内提出。

### （二）跟踪评级程序

定期跟踪评级前向上海国资发送“常规跟踪评级告知书”，不定期跟踪评级前向上海国资发送“重大事项跟踪评级告知书”。

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场调研、评级分析、评级委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对债务人、债务人所发行金融产品的投资人、债权代理人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具5个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
2015年11月19日

