

上海国有资产经营有限公司
2015 年公司债券及 2016 年公司债券
跟踪评级报告

主体信用等级： AAA 级

15 沪国资信用等级： AAA 级

16 沪国资信用等级： AAA 级

评级时间： 2016 年 6 月 24 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.

上海国有资产经营有限公司 2015 年公司债券及 2016 年公司债券跟踪评级报告 概要

编号:【新世纪跟踪[2016]100354】

跟踪对象: 上海国有资产经营有限公司 2015 年公司债券及 2016 年公司债券

	本次		前次	
	主体评级/展望/债项	评级时间	主体评级/展望/债项	评级时间
15 沪国资	AAA/稳定/AAA	2016 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2015 年 11 月
16 沪国资	AAA/稳定/AAA	2016 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 1 月

主要财务数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据				
货币资金	3.97	3.91	12.34	10.67
刚性债务	74.80	78.20	95.87	107.90
所有者权益	106.32	154.46	477.73	477.22
经营性现金净流入量	0.28	-2.37	-8.66	-1.95
合并数据及指标				
总资产	243.92	345.56	796.75	812.27
总负债	96.59	123.41	250.44	266.66
刚性债务	67.20	70.70	92.15	109.18
应付债券			49.67	59.70
所有者权益	147.33	222.15	546.31	545.61
营业收入		0.01	0.31	0.32
净利润	3.74	4.36	8.66	-0.01
经营性现金净流入量	-0.44	-3.47	-8.34	-2.31
EBITDA	8.23	8.32	12.83	—
资产负债率[%]	39.60	35.71	31.43	32.83
权益资本与刚性债务 比率[%]	219.24	314.24	592.88	499.74
流动比率[%]	30.47	33.79	70.85	56.93
现金比率[%]	13.75	13.49	57.31	46.37
利息保障倍数[倍]	1.95	2.10	3.17	—
净资产收益率[%]	2.48	2.36	2.25	—
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-0.43	-3.16	-4.46	—
非筹资性现金净流入 量与负债总额比率[%]	11.34	-1.85	-7.33	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.95	2.10	3.19	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.12	0.16	—

注: 根据上海国有资产经营有限公司经审计的 2013~2015 年财务数据和未经审计的 2016 年一季度财务数据整理、计算。

分析师

刘兴堂 liuxingtang@shxsj.com
何泳莹 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

跟踪期内, 该公司运营平稳, 盈利规模有所上升。得益于 2015 年上半年我国资本市场回暖和国泰君安上市, 该公司所持股权大幅增值, 公司规模大幅增加。公司开始通过发行债券等直接融资方式筹措中长期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, 公司刚性债务的期限结构有所延长, 债务结构有所优化, 但得益于资本实力的提升, 公司整体杠杆水平较为稳定。

- **外部环境良好。**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, 为该公司提供了良好的政策环境和发展机遇。
- **股东支持力度大。**该公司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。**该公司持有大量优质股权, 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。**该公司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。
- **集团战略调整。**在上海市国资国企改革背景下, 上海国际集团将重新梳理其战略定位。需持续关注上海国际集团战略调整及后续资产划入划出对公司的影响。
- **盈利来源相对单一。**该公司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。**该公司战略性投资较多, 部分受限股权规模较大, 资产固化程度较高。
- **证券市场价格波动风险。**该公司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。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

跟踪评级报告

按照上海国有资产经营有限公司 2015 年和 2016 年公司债券(以下简称“15 沪国资”和“16 沪国资”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据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)提供的经审计的 2015 年财务报表及相关经营数据和未经审计的 2016 年一季度财务报表及相关经营数据,对上海国资的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

经中国证监会证监许可【2015】2362 号文件批准,该公司于 2015 年 11 月和 2016 年 1 月分别公开发行了 30.00 亿元和 10.00 亿元人民币公司债券,期限均为 5 年。

截至本评级报告出具日,该公司已发行且尚在存续期内的债券余额为 65 亿元,付息情况正常。

图表 1. 截至本评级报告出具日公司已发行尚未到期债券情况

债券名称	种类	起息时间	发行金额 (亿元)	票面利率 (%)	到期日
15 沪国资	公司债	2015 年 11 月	30.00	4.00	2020 年 11 月 11 日
16 沪国资	公司债	2016 年 1 月	10.00	3.00	2021 年 1 月 15 日
15 国资 EB	可交换债	2015 年 12 月	20.00	1.70	2020 年 12 月 8 日
16 沪国资 MTN001	中期票据	2016 年 4 月	5.00	3.49	2019 年 4 月 26 日
合计	-	-	65.00	-	-

资料来源:上海国资

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

截至 2016 年一季度末,该公司股权结构未发生变化,上海国际集团有限公司(以下简称“国际集团”)仍持有公司 100% 股权,上海市国有资产监督管理委员会(以下简称“上海市国资委”)为公司实际控制人。

截至 2015 年末,该公司纳入合并范围的二级子公司仍共 5 家。

该公司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。2014年末，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 0.10 亿元。公司同国际集团的关联交易以市场化方式定价。2015 年 7 月，公司已归还上述委托贷款。

(二) 业务运营

该公司重点持有国泰君安、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 2016 年一季度末，该公司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

该公司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 2015 年末，该公司持有国泰君安 25.63% 的股份，为国泰君安第一大股东，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。上市后，国泰君安资产及资本规模均大幅提升。截至 2015 年末，国泰君安注册资本为 76.25 亿元人民币，合并口径总资产 4543.42 亿元，所有者权益 1016.37 亿元，母公司在全国 29 个省市成立了 30 家分公司和 243 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，2015 年代理买卖证券

业务净收入市场份额为 4.46%，排名行业第 1 位，股票基金交易额排名行业第 3 位；2015 年末两融业务利息收入排名行业第 2 位，受托资产管理业务本金总额位居行业第 4 位。国泰君安的差异化的竞争力正逐步凸显。公司于 2015 年将所持国泰君安股份由 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 467.11 亿元。

截至 2015 年末，该公司合计持有中国太保 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，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 0.94 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 2015 年末，中国太保内含价值 2056.24 亿元，较上年末增长 20.04%，其中有效业务价值 905.56 亿元，较上年末增长 22.27%；寿险实现一年新业务价值 120.22 亿元，同比增长 37.79%；财产保险业务综合成本率 99.8%，同比下降 4 个百分点；中国太保投资资产总投资收益率 7.3%，同比提升 1.2 个百分点，净值增长率 8.2%，同比下降 0.6 个百分点。2015 年，中国太保寿险市场占有率为 6.85%，位列寿险行业第 4 位；同期财产险原保费市场占有率为 11.21%，位列财险行业第 3 位。截至 2015 年末，公司将所持中国太保股份纳入可供出售金融资产，以公允价值入账 131.93 亿元。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 年末，该公司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上国投资产管理有限公司持有浦发银行 5.23% 的股份，故国际集团为浦发银行合并持股第一大股东。2016 年 3 月 18 日浦发银行向国际集团等 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。截至 2016 年一季度末，浦发银行注册资本增至 196.53 亿元，前十大股东持股比例为 73.25%，国际集团直接和间接持有浦发银行 26.55% 的股份，仍为浦发银行合并持股第一大股东。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 2015 年末，浦发银行

总资产 50443.52 亿元，位列所有上市商业银行第 9 位；所有者权益 2632.85 亿元，位列所有上市商业银行第 8 位；吸收存款合计 29541.49 亿元，位列所有上市商业银行第 8 位；发放贷款及垫款合计 22455.18 亿元，位列所有上市商业银行第 8 位；。2015 年以来，我国宏观经济增速持续放缓且短时间内难以得到根本性扭转，浦发银行受银行业整体环境影响，资产质量持续存在较大下行压力，未来其将面临拨备计提压力或将增大。截至 2015 年末，浦发银行不良贷款率为 1.56%，拨备覆盖率为 211.40%，一级资本充足率为 9.45%，资本充足率为 12.29%。截至 2015 年末，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 68.90 亿元。

截至 2015 年末，该公司持有上海农商行 10.00% 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 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 2015 年末，上海农商行拥有 418 家营业网点，总资产 5870.14 亿元，本外币各项存款余额和贷款余额分别为 4503.68 亿元和 2985.92 亿元，在上海地区的市场占比分别为 5.34% 和 8.89%，不良贷款率为 1.38%，资本充足率为 12.17%，一级资本充足率为 11.09%。截至 2015 年末，公司以投资成本净额 7.34 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，并于 2015 年 11 月完成股份转让登记。

图表 2. 截至 2015 年末，该公司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	467.11	25.63	1	2001 年起，多次增资
中国太平洋保险（集团）股份有限公司	母公司持有 4.68%，国鑫公司持有 0.36%	131.93	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	0.46	0.26	3	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	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	68.90	2.02	9	2008 年划入
上海农村商业银行股份有限公司	母公司	16.85	10	2	2005 年起，2010 年增资
天津银行股份有限公司	母公司	3.38	1.15	-	2010 年 12 月
东方人寿保险股份有限公司	母公司	0.10	10.00	-	2001 年 12 月

资料来源：上海国资

该公司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”）、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。

该公司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。2015 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 1.91%的股权，纳入可供出售金融资产，截至 2015 年末账面价值为 5.68 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。

该公司分别持有上港集团、长发集团、国泰君安投资 0.75%、33.50%、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 11.20 亿元纳入可供出售金融资产。公司于 2015 年出售上港集团股票 0.20 亿股，回笼现金 2.03 亿元，实现投资收益 1.30 亿元，2015 年末仍持有 1.73 亿股。公司已就航运基金项目与中海投资、国泰君安创投、航运基金等股东方商定通过挂牌交易方式予以退出，按挂牌周期要求明年初可以完成交易。2015 年，公司将长发集团以投资成本入账，并将上海东郊宾馆股权（账面价值为 3.36 亿元）和上海同盛投资集团有限公司股权（账面价值为 4.00 亿元）无偿划转给上海市国资委，将上海市申江两岸开发建设投资（集团）有限公司（账面价值 1.00 亿元）转让给上海地产集团有限公司。

图表 3. 截至 2015 年末，该公司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）	5.68	1.91	11	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）	11.20	0.75	8	2006 年 10 月

资料来源：上海国资

整体来看，该公司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。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月该公司获上海市政府授权，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。2015年，公司新增收购不良资产包5个，收购规模占上海地区招标不良资产包市场份额20.8%。其中中国工商银行股份有限公司（以下简称“工商银行”）的不良资产包2个，受让价格合计3.20亿元；平安银行股份有限公司（以下简称“平安银行”）不良资产包1个，受让价格1.22亿元；江苏银行股份有限公司（以下简称“江苏银行”）不良资产包1个，受让价格2.12亿元；浙商银行股份有限公司（以下简称“浙商银行”）不良资产包1个，受让价格0.50亿元。除最后一个不良资产包抵押物为600万国泰君安股权以外，其余4个不良资产包抵押物主要为位于上海的商铺住宅工厂。2016年，公司新增收购工商银行不良资产包1个，受让价格2.09亿元。截至2016年5月末，工商银行不良资产包完成部分清收，该不良资产包抵押物之一奉贤区洪庙厂房拍卖成交价格0.95亿元；江苏银行不良资产包完成部分清收；平安银行不良资产包尚未清收，浙商银行不良资产包已全部清收，抵押物0.06亿股国泰君安股权拍卖成交价格为1.19亿元。同时，公司积极探索尝试不良资产收购处置业务多种模式，完成6项受托收购项目，包括AMC另类投资爱建高等信托计划等，共计收购债权2.69亿元，确认服务费收入0.05亿元。公司已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2016年及2017年投入资金将分别达到15亿元和30亿元。

图表 4. 截至 2016 年 5 月末, 该公司不良资产收购处置业务明细 (单位: 亿元, %)

序号	不良资产包来源	不良资产包原值	有抵押物的债权价值	抵押物主要类别	受让价格	已清收价值 (万元)	已清收情况
1	工商银行	2.88	0.33	商铺	1.05	21.24	部分清收
2	平安银行	5.38	3.54	商铺住宅	1.22	0.00	-
3	江苏银行	6.58	4.24	商铺办公	2.12	1609.64	部分清收
4	工商银行	2.71	2.71	工厂住宅(奉贤区洪庙厂房等)	2.15	14.23	部分清收
5	浙商银行	0.72	0.72	600 万股国泰君安股权	0.50	8191.27	全部清收
6	工商银行	7.76	7.76	工厂商铺	2.09	20990.00	部分清收
	合计	26.03	19.30		9.13	30826.38	

资料来源: 上海国资

3. 财务投资业务

该公司通过下属子公司国鑫公司适时开展财务性投资。国鑫公司为独立的市场化运作, 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。

2015 年国鑫公司认购上海文广集团旗下百视通的三年期定向增发股份 308 万股, 认购成本 1.00 亿元; 认购中国华融 H 股 1.00 亿股, 认购成本 2.56 亿元; 承诺投资中国医药、柳州医药等定向增发项目。国鑫公司在 2015 年对所持杭州银行追加投资 0.98 亿元, 增持 900 万股后, 合计共持有杭州银行 5700 万股, 为杭州银行第 9 大股东。截至本报告出具日, 杭州银行已提出拟在上海证券交易所上市发行不超过 6 亿股人民币普通股, 12 月 31 日杭州银行 IPO 上市申请获中国证监会发行审核委员会审核通过。

图表 5. 截至 2015 年末, 该公司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	投资公司	账面价值	截至 2015 年末公允价值	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	3.44	3.44	2.42	9	2009 年 3 月
中国平安保险 (集团) 股份有限公司	国鑫公司	0.35	4.81	0.07	小股东	2005 年 12 月
交通银行	国鑫公司	0.05	0.16	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	0.72	0.72	国鑫公司 0.47%、达盛资产 0.03%	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 4.98%， 达盛资产持有 2.02%	7.84	7.84	国鑫公司持有 4.65%，达盛资产 持有 1.89%	国鑫排名第 6 达盛排名第 8	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	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	0.01	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	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	0.20	45.98	-	2013 年 11 月

资料来源：上海国资

（三）财务质量

该公司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。2015 年公司开始通过发行债券等直接融资方式筹措中长期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。公司刚性债务的期限结构有所延长，债务结构有所优化。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。

瑞华会计师事务所有限公司对该公司的 2015 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。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，公司将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；将东郊宾馆股权（账面价值为 3.36 亿元）和同盛投资股权（账面价值为 4.00 亿元）无偿划转给上海市国资委。此外，公司于 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。国际集团已于 2015 年三季度向公司增资 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）。

2015 年国泰君安上市后，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，公司总资产有所增加，但由于 2015 年下半年我国证券市场波动加剧，公司所持上市公司股票价格相应下跌，公司资产规模因而受到影响，截至 2015 年末，公司合并口径资产总额为 796.75 亿元，股东权益为 546.31 亿元。2015 年，公司实现营业利润 8.75 亿元，净利润 8.66 亿元。

盈利能力方面，该公司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，该公司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 6. 该公司主营业务板块收入构成情况（单位：亿元，%）

	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
股权经营业务	8.09	95.87	8.25	91.72	11.57	85.68	0.27	23.36
其中：金融板块 股权经营业务	4.32	51.24	6.36	70.65	8.42	62.38	-	-
非金融板块股权 经营业务	3.77	44.63	1.77	19.63	3.03	22.42	-	-
其他业务板块	0.00	0.00	0.13	1.43	0.12	0.88	0.27	23.36
金融企业不良金 融资产收购处理 业务	0.00	0.00	0.01	0.16	0.30	2.25	0.43	36.88
财务投资	0.35	4.13	0.73	8.12	1.63	12.07	0.46	39.76
合计	8.44	100.00	9.00	100.00	13.51	100.00	1.16	100.00

资料来源：上海国资

该公司持有国泰君安、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。

该公司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。

该公司期间费用主要集中在财务费用，均为利息支出。公司债务融资渠道由银行借款转变为直接融资，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。

偿债能力方面，该公司债务结构较为稳定，资产负债率呈逐年下降趋势，2013-2015年各年末及2016年一季度末，公司资产负债率分别为39.60%、35.71%、31.43%和32.83%，负债总额分别为96.59亿元、123.41亿元、250.44亿元和266.66亿元。

2015年，该公司开始通过发行债券等直接融资方式筹措中长期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。公司于2015年发行了30亿元5年期公司债券、20亿元5年期可交换债，2016年公司发行了10亿元5年期公司债券、5亿元3年期中期票据。2013-2015年各年末及2016年一季度末，公司短期刚性债务占刚性债务总额的比重分别为93.75%、86.00%、42.07%和43.75%。公司刚性债务的期限结构有所延长，债务结构有所优化。

2014年末，该公司按新会计准则将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，致使浮盈及递延所得税负债规模进一步扩大。2013-2015年各年末及2016年一季度末，公司递延所得税负债分别达27.11亿元、50.59亿元、156.59亿元和156.36亿元，占非流动负债的比重分别为86.05%、83.32%、74.49%和71.71%，公司负债较为稳定。

公司借款方面，截至2015年末，该公司合并口径借款总额为42.48亿元，占负债总额的比重为16.96%。除衡高置业公司1.8亿抵押借款和国鑫公司为公司提供担保的6亿元保证借款外，均为信用借款。

现金流方面，该公司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。2015年，公司不良资产收购处置业务现金支出加大，经营活动产生的现金流缺口加大。2013-2015年及2016年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-0.44亿元、-3.47亿元-8.34亿元和-2.31亿元。

该公司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，2013-2015年及2016年一季度取得投资收益收到的现金分别为5.21亿元、7.41亿元9.40亿元和0.38亿元。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年前三季度投资支付的现金规模较大，主要由于公司购买现金丰利信托产品、参与国债逆回购以及参与定向增发所致。2013-2015年及2016年一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为11.95亿元、1.44亿元、-5.37亿元和-16.09亿元。

为降低融资成本，该公司短期借款使用较多，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，2013-2015年及2016年一季度，公司取得借款收到的现金分别为56.50亿元、62.50亿元、63.30亿元和26.00亿元，同期偿还债务支付的现金分别为62.80亿元、59.00亿元、91.52亿元和19.00亿元。公司通过各种资金管理方式降低财务成本，2015年偿付利息支出的现金较上年同期相比有所增加，主要系公司发行债务后总融资量有所上升，但由于公司总融资成本有所下降，偿付利息支出的现金总体变化较小。2013-2015年及2016年一季度分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为4.21亿元、3.95亿元4.05亿元和0.53亿元，同期公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-10.51亿元、-0.46亿元、22.36亿元和16.41亿元。

整体来看，该公司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，2015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 7. 该公司现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年
EBITDA/利息支出 (倍)	1.50	2.10	3.19
EBITDA/短期刚性债务 (倍)	0.09	0.12	0.16
非筹资性现金净流入量与短期刚性债务比率 (%)	18.48	-3.18	-26.65
非筹资性现金净流入量与负债总额比率 (%)	11.34	-1.85	-7.33

资料来源：上海国资

资产质量方面，2013-2015 年各年末及 2016 年一季度末，该公司总资产规模分别为 243.92 亿元、345.56 亿元、796.75 亿元和 812.27 亿元，公司将所持国泰君安股权转为按公允价值计量后，总资产较 2014 年末显著增长，但资产规模受股票价值波动的影响也有进一步加大。2013-2015 年各年末及 2016 年一季度末，可供出售金融资产占公司总资产的比重分别为 90.78%、92.93%、96.02% 和 96.02%。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、国泰君安股票变现受国际集团统筹规划，上港集团、中国平安、交通银行等股票可随时变现。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。

该公司的流动资产主要为货币资金和其他应收款，截至 2015 年末，公司持有货币资金 15.11 亿元；持有其他应收款 0.41 亿元，较 2014 年末减少 10.64 亿元，主要包含了 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，该公司资产固化程度较高，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 8. 该公司流动性指标情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年一季度末
货币资金 (亿元)	8.95	6.46	15.11	13.12
短期刚性债务 (亿元)	63.00	60.80	38.77	47.77
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	14.21	13.91	59.44	47.20

流动比率 (%)	30.47	33.79	70.85	56.93
----------	-------	-------	-------	-------

资料来源：上海国资

该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 2015 年末，公司共获得各银行授信额度 130.70 亿元，尚有 42.48 亿元未使用。

跟踪期内，该公司运营平稳，盈利规模有所上升。得益于 2015 年上半年我国资本市场回暖和国泰君安上市，该公司所持股权大幅增值，公司资产规模大幅增加。公司开始通过发行债券等直接融资方式筹措中长期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，公司刚性债务的期限结构有所延长，债务结构有所优化，但得益于资本实力的提升，公司整体杠杆水平较为稳定。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济变化对该公司股权投资企业资产质量的影响；（2）证券市场价格波动对公司资产规模和结构的影响；（3）公司资产固化程度相对较高对公司后续经营的影响；（4）公司被投资企业分红变动对公司盈利稳定性的影响；（5）上海国际集团战略调整及后续资产划入划出对公司的影响。

附录一:

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年 一季度
资产总额 [亿元]	243.92	345.56	796.75	812.27
货币资金 [亿元]	8.95	6.46	15.11	13.12
刚性债务 [亿元]	67.20	70.70	92.15	109.18
所有者权益 [亿元]	147.33	222.15	546.31	545.61
营业收入 [亿元]	—	0.01	0.31	0.32
净利润 [亿元]	3.74	4.36	8.66	-0.01
EBITDA [亿元]	8.23	8.32	12.83	—
经营性现金净流入量 [亿元]	-0.44	-3.47	-8.34	-2.31
投资性现金净流入量 [亿元]	11.95	1.44	-5.37	-16.09
资产负债率[%]	39.60	35.71	31.43	32.83
长期资本固定化比率[%]	125.30	114.68	101.55	102.74
权益资本与刚性债务比率[%]	219.24	314.24	592.88	499.74
流动比率[%]	30.47	33.79	70.85	56.93
速动比率[%]	30.30	31.68	59.80	47.72
现金比率[%]	13.75	13.49	57.31	46.37
利息保障倍数[倍]	1.95	2.10	3.17	—
有形净值债务率[%]	65.56	55.57	45.84	48.88
营运资金与非流动负债比率[%]	-143.63	-68.37	-5.57	-9.60
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	—	—	—	—
存货周转速度[次]	—	—	—	—
固定资产周转速度[次]	—	0.46	8.44	—
总资产周转速度[次]	—	—	—	—
毛利率[%]	—	100.00	100.00	100.00
营业利润率[%]	—	29,690.28	2,788.68	0.28
总资产报酬率[%]	3.25	2.82	2.24	—
净资产收益率[%]	2.48	2.36	2.25	—
净资产收益率* [%]	2.48	2.36	2.25	—
营业收入现金率[%]	—	—	3.56	77.08
经营性现金净流入与流动负债比率[%]	-0.71	-5.44	-16.22	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.43	-3.16	-4.46	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率[%]	18.48	-3.18	-26.65	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	11.34	-1.85	-7.33	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.95	2.10	3.19	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.12	0.16	—

注: 根据上海国有资产经营有限公司经审计的2013~2015年财务数据和未经审计的2016年一季度财务数据整理、计算。

附录二：

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-期末无形资产及商誉余额-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(%)	期末未清偿担保余额/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+应付利息+长期借款+应付债券+其他负债中应计入的部分；

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。

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人长期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	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。