

上海国际集团资产管理有限公司

公开发行 2018 年公司债券

(第一期)

# 信用评级报告



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.*

# 概述

编号:【新世纪债评(2018)010095】

评级对象: 上海国际集团资产管理有限公司公开发行 2018 年公司债券(第一期)(本期债券)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA(未安排增级)

评级时间: 2018 年 2 月 8 日

计划发行: 不超过 30 亿元(含 30 亿元)

本次发行: 基础发行 5 亿元, 可超额配售不超过 5 亿元

存续期限: 3+2 年

增级安排: 无

发行目的: 偿还各类贷款, 补充营运资金

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

## 主要财务数据及指标

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 前三季度
金额单位: 人民币 亿元				
<b>母公司数据</b>				
货币资金	2.80	4.14	1.25	2.66
刚性债务	35.75	36.70	41.88	56.07
所有者权益	69.20	94.13	87.53	89.52
经营性现金净流入量	-0.29	-0.47	-1.97	-1.65
<b>合并数据及指标</b>				
总资产	126.70	157.28	150.40	170.15
总负债	58.37	64.59	64.50	81.58
刚性债务	44.22	44.44	48.92	59.70
应付债券	10.00	15.00	20.00	22.99
所有者权益	68.32	92.70	85.90	88.57
营业收入	2.77	3.44	3.10	2.32
净利润	4.64	8.23	3.33	4.31
经营性现金净流入量	0.73	0.32	-8.58	-1.03
EBITDA	8.10	13.38	6.51	6.70
资产负债率[%]	46.07	41.06	42.89	47.95
权益资本与刚性 债务比率[%]	154.52	208.60	175.60	148.35
流动比率[%]	19.06	24.87	48.53	27.65
现金比率[%]	13.64	18.22	8.10	7.69
利息保障倍数 [倍]	2.98	5.59	2.89	4.17
净资产收益率[%]	7.82	10.22	3.73	4.94
经营性现金净流入 量与负债总额 比率[%]	1.28	0.53	-13.30	-1.41
非筹资性现金净 流入量与负债总 额比率[%]	6.79	-1.18	-2.86	-9.14
EBITDA/利息支 出[倍]	3.20	5.85	3.19	4.46
EBITDA/刚性债 务[倍]	0.18	0.30	0.14	0.12

注: 根据上海国际集团资产管理有限公司经审计的 2014~2016 年财务数据和未经审计的 2017 年三季度财务数据整理、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

## 评级观点

### ➤ 主要优势/机遇:

- 外部环境良好。上海市政府贯彻“四个中心”建设的实施举措, 为上海国资提供了良好的政策环境和发展机遇。
- 股东支持力度大。该公司是上海国际集团开展国有资产管理及国有资本运营的主要实施主体之一, 实际控制人为上海市国资委, 可获得上海国际及上海市政府的大力支持。
- 较强的持续盈利能力。长、中、短期资产结构的构建有助于提升该公司的持续盈利能力。
- 流通股规模较大。该公司所持流通股规模较大, 变现能力较强, 浮盈较大, 对公司的资产流动性及盈利构成了较好保障。

### ➤ 主要风险/关注:

- 商业载体租赁业务风险加大。受宏观环境影响, 该公司该类业务风险有所加大。
- 证券市场价格波动风险。该公司可供出售金融资产占资产总额比重较高, 其中存量股票的市值波动将对公司的资产规模造成影响。

➤ 未来展望

通过对上海国际集团资产管理有限公司及其发行的本期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；认为本期债券还本付息安全性极强，并授予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

本信用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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》，可于新世纪评级官方网站查阅。

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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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。

## 上海国际集团资产管理有限公司

### 公开发行 2018 年公司债券

#### (第一期)

# 信用评级报告

## 一、公司概况

上海国际集团资产管理有限公司（以下简称“上海国际资管”、“该公司”或“公司”）成立于 1987 年 12 月，原名上海市上投实业公司，为上海市投资信托公司（后更名为“上海国际信托投资公司”）的全资子公司，注册资本 1000 万元。公司后经数次增资、股权变更及更名，2000 年 7 月注册资本为 5 亿元。2009 年 3 月，公司名称变更为“上海国际集团资产管理有限公司”，同时上海国际集团有限公司（以下简称“上海国际集团”）将原持有的上海市上投投资管理有限公司 100% 的股权和持有的上海国际集团资产经营有限公司 100% 的股权划转给公司，并将划转后的净资产转增资本，公司注册资本增至 15 亿元。2011 年 9 月，股东向公司增资 4.34 亿元；2013 年 8 月、2014 年 7 月和 2015 年 9 月，股东分别增资 4.00 亿元、4.16 亿元和 7.50 亿元。截至 2017 年 9 月末，公司注册资本为 35.00 亿元，系上海国际集团的全资子公司。

该公司经营范围为开展境内、外各种投资业务，资产经营管理业务，企业管理，财务咨询，投资咨询。公司目前主要从事境内投资业务，参与管理所属投资企业，提供与投资业务有关的配套服务。截至 2017 年 9 月末，公司业务涉及金融行业、商业载体租赁、酒店经营和综合实业等领域。

2016 年末，该公司经审计的合并财务报表口径资产总额为 150.40 亿元，股东权益为 85.90 亿元，当年实现营业利润 3.73 亿元，取得投资收益 5.28 亿元，净利润 3.33 亿元。截至 2017 年 9 月末，公司未经审计的合并财务报表口径资产总额为 170.15 亿元，股东权益为 88.57 亿元，2017 年前三季度实现营业利润 4.70 亿元，净利润为 4.31 亿元。

## 二、债项概况

### （一）本期债券概况

上海国际资管本期拟发行总规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）人民币，债券期限为 5 年的公司债券，含第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 5 亿元。拟用于偿还公司债务和补充营运资金需求。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	上海国际集团资产管理有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过 30 亿元（含 30 亿元）人民币
本期发行规模:	基础发行规模 5 亿元人民币，可超额配售不超过 5 亿元
本期债券期限:	3+2 年
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年付息，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：上海国际集团资产管理有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）募集说明书

截至本评级报告出具日，上海国际资管已发行且尚在存续期内的债券余额为 23.00 亿元。从过往债券发行情况来看，公司对已发行债券均能够按时付息，没有延迟支付本息情况。

图表 2. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
15 沪资管 MTN001	5.00	3+2 年	3.80	2015 年 11 月	未到期
16 沪国际 MTN001	15.00	3+2 年	3.15	2016 年 7 月	未到期
17 沪资 01	3.00	3+2 年	3.80	2017 年 3 月	未到期
合计	23.00				

资料来源：上海国际资管

### （二）本期债券募集资金用途

#### ■ 偿还公司债务

截至 2017 年 9 月末，该公司合并口径刚性债务为 59.70 亿元。公司拟将本期募集资金部分用于偿还公司债务，以改善债务结构、降低融资成本。

## ■ 补充营运资金

根据上述贷款偿还的实际情况，本期债券部分募集资金将用于补充该公司营运资金，从而满足公司日常营运资金需求。

## 三、宏观经济和政策环境

2017 年以来，全球经济持续回暖，主要经济体已经开始或即将收紧金融危机以来的货币政策。2017 年以来的热点地缘政治风险给全球经济增长带来的不确定性冲击仍将延续。我国经济在进出口增加、消费稳定增长的带动下，整体表现出稳中向好态势。随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧结构性改革和经济金融系统防风险工作的深入推进，我国的经济结构进一步优化、产业持续升级、内需不断扩大、区域协调发展，预期未来我国经济将有望长期保持中高速稳定增长态势。

2017 年以来，全球经济持续复苏、各经济体表现不一，主要经济体开始或即将收紧金融危机以来的货币政策。同时，全球热点地缘政治仍是影响全球经济增长不确定性冲击因素。在发达经济体中，美国经济持续回暖，美联储加息及缩表的正式启动标志着美国在退出量化宽松、货币政策再次收紧；特朗普税改框架的后续影响和进展仍有待观察；欧盟经济复苏势头持续增强、德国经济表现强劲，欧洲大选整体呈良好发展态势；日本经济正逐步恢复、通胀水平仍较低。在新兴经济体中，印度经济仍保持中高速增长的同时增速下滑，巴西经济在连续降息刺激下朝复苏迈进；俄罗斯经济经济复苏势头趋稳，受美经济制裁的影响有限；南非经济受政治不确定性的拖累，增速仍处低位。

在 2017 年以来全球经济回暖的国际环境下，我国的进出口表现强劲，国内消费稳定增长、物价水平呈温和上涨、就业规模扩大，整体表现出稳中向好态势。2017 年以来，我国居民收入的稳步增长，为消费增长提供支撑；投资增速有所波动，但投资结构持续改善，投资补短板、增后劲力度加大；净出口对 GDP 增长贡献率增加。在供给侧改革的深入推进下，传统强周期性、产能过剩行业利润保持改善状态，产业结构调整不断深化，高端产业及战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产调控“因城施策”，供需两侧同时推进，抑泡沫和去库存并行，调控效果明显，房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”战略、自贸区建设、雄安新区建设等持

续推进，全国各区域协同发展的效应逐步显现。

2017年以来，我国继续实施积极的财政政策，对推动经济增长和发展发挥重要作用；财政收支形势趋好，政府债务风险在可控范围之内。在2017年全年财政赤字率维持3%的预算安排下，财政支出持续向民生领域倾斜，积极财政政策得到有效落实，对经济平稳增长和结构调整发挥重要作用。财政部持续推动各省和计划单列市的地方政府债券发行和创新，地方政府举债融资机制日益规范化和透明化，我国地方政府债务风险总体可控。

2017年以来，我国央行实行稳健中性的货币政策对经济平稳增长、结构调整和风险防范营造了稳定的货币政策环境。央行货币政策调控方式持续创新，在保持总体货币政策取向不变情况下，针对普惠金融实施定向降准，充分发挥结构性引导作用，有助于信贷结构优化，有利于促进金融资源向普惠金融倾斜。随着汇率体制改革稳步推进，人民币中间价“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的市场化定价机制不断完善，人民币汇率单边走势明显改观，人民币兑美元汇率双向波动明显增强。

在“创新、协调、绿色、开放、共享”理念下，“一带一路”建设持续深入推进，我国与世界经济的融合度明显提升，对全球经济发展的促进作用明显提升。在人民币纳入SDR货币篮子后，正式成为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升，人民币的国际地位继续增强。随着“债券通”中“北向通”正式上线，我国金融对外开放进一步扩大。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。从中长期看，我国的经济金融工作将紧紧围绕稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险展开，建设现代化经济体系。随着央行宏观审慎监管框架不断完善及金融体系去杠杆持续推进，金融部门资金空转的现象明显改善，金融“脱实入虚”的状况有所缓解。以国企去杠杆为重中之重的经济去杠杆有序推进，实体经济杠杆率增速下降。我国宏观经济的稳中向好发展态势、稳健中性的货币政策以及债市信用风险状况好转可为去杠杆提供良好的经济、货币和信用环境。

随着我国对外开放水平的不断提高、供给侧改革的深入推进、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速稳定增长趋势。同时，在国际经济、金融仍面临较大的不确定性因素影响下，我国的经济增长和发展依然会

伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

#### 四、公司所处行业及区域经济环境

该公司制定了长中短期资产结构合理配置，滚动发展的规划。公司经营较大规模的商业载体租赁及酒店经营业务，主要集中在上海地区；公司于 2010 年开始在上海设立产业基金，投资重点主要为上海地区的金融产业及现代服务业等符合国家产业政策方向的产业领域；公司财务投资以投资上海本地上市公司为主，追求盈利及储备优质流动性资产。因此，上海地区金融业环境、经济环境和商业载体投资情况对公司影响较大。

**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经济的长期发展。**

相对于我国实体经济的快速发展，目前我国金融业在市场体系与市场规模、金融工具、金融人才、金融服务、金融开放程度等方面仍显不足。金融业的资源配置功能未能有效发挥，金融业促进经济社会发展的作用未能充分体现。我国金融业仍然存在快速发展需求。

长期来看，区域经济一体化与世界经济一体化的发展趋势，将要求国内金融业加快开放步伐。经历 2008 年以来的全球金融危机，人民币国际化趋势日益增强。经济一体化与人民币国际化趋势将推动中国加速金融业发展与开放进程，而建立与之相配套的国际金融中心成为必然。2009 年 3 月 25 日，国务院审议并原则通过“关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业、建设国际金融中心和国际航运中心的意见”。上海建设“两个中心”战略的明确提出，为上海金融业发展提供了良好的外部支持环境。

上海市政府制定了贯彻国务院两个中心建设的实施意见，明确了加快推进上海“两个中心”建设的具体任务和措施。上海市经济总体保持稳步增长态势，2015 年地区生产总值达到 2.50 万亿元，比上年增长 6.9%，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，2012~2016 年，金融业增加值占上海地方 GDP 比重分别为 12.19%、13.07%、13.87%、16.23% 和 17.32%。2016 年，上海金融业实现增加值 4762.5 亿元，比上年增长 17.53%。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。2016 年，上海港集装箱吞吐量 3713.31 万国际标准箱，同比增长 1.6%。上海地区较为完善的金融软硬件配套资源，以及较好的航运业发展基础，为上海建设国际金融中心与国际航运中心奠定了良好的发展条件。

**上海自贸区作为中国大陆境内第一个自由贸易区，创新政策逐年增多，综合经济实力有所上升。2015 年上海自贸区税收总额、商品销售额、服务业营业收入和对外直接投资中方投资额较上年均有所上升。**

中国（上海）自由贸易试验区，是中国政府设立在上海的区域性自由贸易园区，位于浦东境内，属中国自由贸易区范畴。2013 年 9 月 29 日中国（上海）自由贸易试验区正式成立，面积 28.78 平方公里，涵盖上海市外高桥保税区、外高桥保税物流园区、洋山保税港区和上海浦东机场综合保税区等 4 个海关特殊监管区域。2015 年，中国（上海）自由贸易试验区（以下简称“自贸试验区”）完成扩区，实施范围扩展至 120.72 平方公里。扩展区域包括陆家嘴金融片区、金桥开发片区和张江高科技片区。其中，陆家嘴金融片区，共 34.26 平方公里，东至济阳路、浦东南路、龙阳路、锦绣路、罗山路，南至中环线，西至黄浦江，北至黄浦江。金桥开发片区，共 20.48 平方公里，东至外环绿带，南至锦绣东路，西至杨高路，北至巨峰路。张江高科技片区，共 37.2 平方公里，东至外环线、申江路，南至外环线，西至罗山路，北至龙东大道。

在新扩区域，自贸区全面推行负面清单管理模式，深化商事登记制度改革，实现企业新设、变更的“一口受理、信息共享、并联办事、统一发证”。截至 2016 年末，区内共有企业 79669 户，其中内资企业 62365 户，涉及注册资本 41403.62 亿元；外资企业 17304 户，涉及注册资本 2436.86 亿美元。

2016 年自贸区通过颁布金融综合监管试点等实施细则，以及推行自由贸易账户功能拓展等改革举措，建立了基本的金融制度创新框架。金融机构方面，包括上海保险交易所、上海票据交易所、中国信托登记有

限责任公司以及近十家自贸试验区“国际版”大宗商品交易平台已经正式开业。截至2016年末，上海自贸试验区开设FT账户超过6.34万个，账户收支总额5.74万亿元。除此以外，上海自贸区人民币跨境交易规模也持续扩大，全年保税区跨境人民币境外借款40.70亿元，跨境人民币结算总额已达11518亿元，跨境双向人民币资金池业务收支总额累计3520.13亿元。

**图表 3. 2016 年中国（上海）自由贸易试验区主要经济指标及其增长速度**

指标	单位	绝对值	比上年增长 (%)
地方一般公共预算收入	亿元	559.38	23.7
外商直接投资实际到位金额	亿美元	61.79	28.2
全社会固定资产投资总额	亿元	607.93	9.4
工业总产值	亿元	4312.84	14.2
社会消费品零售额	亿元	1396.76	6.9
商品销售总额	亿元	33609.23	6.9
服务业营业收入	亿元	4167.59	7.0
外贸进出口总额	亿元	7836.80	5.9
其中：出口额	亿元	2315.85	14.5
期末监管类金融机构数	个	815	7.5
新兴金融机构数	个	4651	11.9

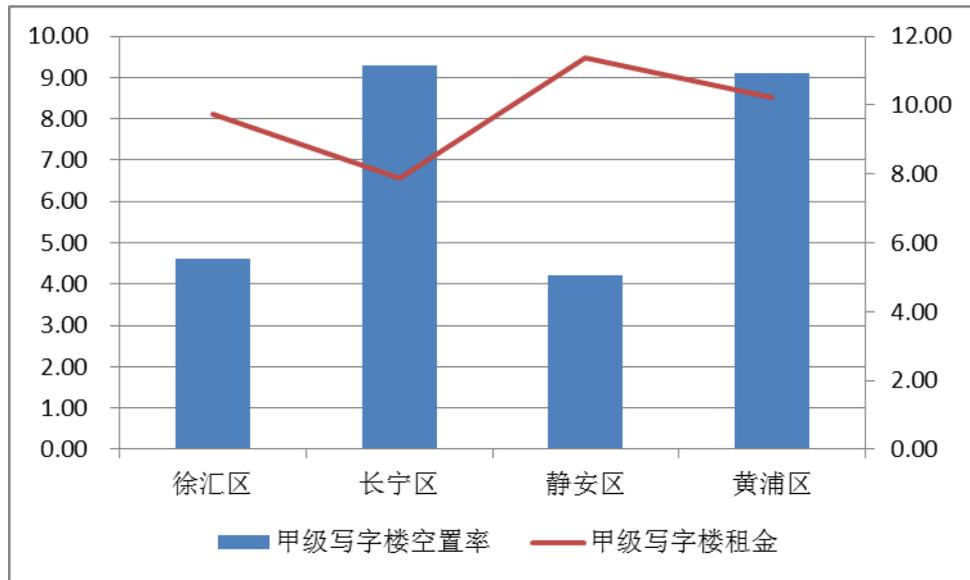
资料来源：2015 年上海国民经济和社会发展统计公报

作为自贸试验区的重要组成部分，金桥开发片区是上海重要的先进制造业核心功能区、生产性服务业集聚区、战略性新兴产业先行区和生态工业示范区。这里将以创新政府管理和金融制度、打造贸易便利化营商环境、培育能代表国家参与国际竞争的战略性新兴产业为重点，不断提升经济发展活力和创新能力。

**近年来上海写字楼投资增速快、供应量较大，同时需求也较快增长，核心地段写字楼整体空置率仍维持在较低水平，租金收入仍呈增长趋势。**

上海市商业地产投资增速较快，2016年上海市办公楼和商业营业用房完成投资1215.36亿元，同比增长8.30%，增速较上年下降4.75个百分点；商业地产投资额占上海市房地产投资额的32.80%，与上年持平。上海市核心地段写字楼空置率总体保持在较低水平，核心商务区写字楼供不应求，租金持续上涨。

图表 4. 上海市部分区域甲级写字楼情况 (单位: 元/平方米/天、%)



资料来源: Wind 资讯 (截至 2016 年 9 月末)

总的来看, 作为资金密集型行业, 房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。伴随着房地产行业信贷环境的变动和房地产销售的下滑, 房地产企业在库存去化、现金回笼方面将再次面临较大的压力。房地产企业融资能力分化加剧, 资金实力雄厚、经营稳健的大型房地产企业仍能够进行多元化融资, 而实力较弱的中小型房地产企业受信贷紧缩的影响相对较大, 部分地方性中小房地产企业出现了资金紧张甚至资金链断裂的情况。

## 五、公司自身素质

### (一) 公司产权状况

该公司为国有独资公司, 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。

该公司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。

上海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。

在上海金融国资改革的背景下，上海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、国泰君安证券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，未来上海国际集团将定位为不干预子公司日常经营的国有资本运营平台。2014年6月，上海国际集团将下属六家类金融与房地产并表子公司<sup>1</sup>出售后，仅保留四家二级子公司。2015年6月，上海国际信托续存分立，成立新设公司上海上国投资产管理有限公司（以下简称“上国投”），注册资本0.5亿元，上海国际集团持股比例为66.70%。上海国际信托注册资本减少至24.50亿元。2015年6月15日，浦发银行公告向上海国际集团等公司收购上海国际信托97.33%的股份。公司和上海国有资产经营有限公司（以下简称“上海国资”）为上海国际集团承担了国有资产管理的职能，其中公司主营业务为商业载体租赁及酒店经营业务、产业基金运作及财务投资，运作模式较为市场化。上海国际集团对公司支持力度大，尤其在资本注入方面，2013年-2015年，上海国际集团分别对公司增资4.00亿元、4.16亿元和7.50亿元。上海国资主营业务为股权管理、不良资产批量收购处置及部分房地产项目投资，战略性持有的资产较多。上海国际集团对上海国资的支持主要体现为资产划入等方面。公司和上海国资2015年分别实现营业利润10.38亿元和8.75亿元。

**图表 5. 截至 2017 年 9 月末，上海国际集团二级子公司情况**

一级子公司	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	0.50	66.33	投资管理
上海国际集团（香港）有限公司	1.12	100.00	投资咨询

资料来源：上海国际资管

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。上海国际集团正逐步剥离旗下的经营性资产，重新梳理其战略定位，我们将持续关注上海国际集团及下属子公司的未来发展方向调整。

<sup>1</sup> 六家子公司分别为上海国际集团金融服务有限公司、上海市再担保有限公司、上海国际集团创业投资有限公司、上海华东实业有限公司、上海国际集团投资发展有限公司及香港沪光国际投资管理有限公司。

## （二）公司法人治理结构

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

该公司是国有独资公司，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，董事会成员 5 名，由股东上海国际集团委派，监事会成员 3 名，其中 2 名由股东上海国际集团委派，1 名由职工选举产生。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘，负责组织领导公司的日常经营管理工作。公司合并范围有 6 家子公司，主要从事酒店管理、商业载体租赁及酒店经营及财务投资等业务。公司主业涉及的主要经营主体详见附录三。

该公司的关联交易包括和下属子公司的物业租赁，以及和股东上海国际集团的 10.00 亿元资金拆借。整体来看，公司关联交易规模较小，且均为参考市场价格协议定价，对公司运营能力不构成影响。

## （三）公司管理水平

该公司已建立了较完善的内部管理制度体系和风险管理架构，人员整体素质较高，公司基本素质良好。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。

该公司高管具有大学及以上学历和中、高级专业技术职称，并有多年的相关工作和企业管理经验。公司注重人才的吸收和培养，公司员工多为法律、商业及财务管理等方面的专业人才，又有多年的实际工作经验，有着较高的业务素质和专业技能，人员稳定性较好，综合素质较高。

该公司既是上海国际集团商业载体租赁及酒店运营业务的经营主体，又是上海国际集团产业基金业务的投资主体和管理主体。公司按项目开发、项目管理、人事、财务及风控等管理环节设立了相应的职能部门，各部门分工明确，各司其职。公司在内部控制及对外投资筹资等方面制定了比较健全的规章制度，并注重日常考核管理，公司运作机制合理、规范。公司设党政联席会议，并建立了较健全的投资决策体系，提高了项目投资决策的科学性。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。

#### (四) 公司经营状况

该公司制定了长中短期资产结构合理配置，滚动发展的规划。公司将商业载体租赁及酒店经营业务作为主营业务中相对稳定的基础，长期经营以实现稳定的租金收入及物业增值；公司通过产业基金的构筑中期资产结构，已经参与发起成立了四家产业基金管理公司；公司同时积极开展财务投资，追求盈利稳定性及储备优质流动性资产。

##### 1. 商业载体租赁及酒店经营

该公司在商业载体租赁及酒店经营业务板块下设五家并表子公司，分别为上海复旦国际学术交流中心有限公司（项目简称“复旦酒店”）、上海夏阳湖投资管理有限公司（项目简称“夏阳湖酒店”）、新上海国际大厦有限公司（项目简称“新上海国际大厦”）、上海绅士商城有限公司（项目简称“上海国际集团大厦”）和上海桥合置业有限公司（项目简称“桥合公司”），此外，公司还参股上海海仑宾馆、上海建国宾馆及北京昆仑饭店等。除昆仑饭店位于北京外，其他地产均位于上海。

图表 6. 截至 2017 年 9 月末，公司商业载体租赁及酒店经营业务板块情况  
(单位：亿元，%)

公司名称	项目简称	账面投资成本	持股比例	投资时点	2017 年 9 月末总资产	2016 年净利润	2017 年前三季度净利润	是否并表
上海复旦国际学术交流中心有限公司	复旦酒店	0.50	100.00	2003.1	2.39	0.01	-0.01	是
上海夏阳湖投资管理有限公司	夏阳湖酒店	1.29	100.00	2005.4	4.50	-0.29	-0.20	是
新上海国际大厦有限公司	新上海国际大厦	2.15	60.00	2002.11	3.07	0.48	0.38	是
上海绅士商城有限公司	上海国际集团大厦	0.82	65.77	1994.8	3.18	0.13	0.13	是
上海桥合置业有限公司	上海国际财富中心	6.9	100	2015	8.17	-0.01	-0.02	是
上海海仑宾馆有限公司	海仑宾馆	0.35	33.33	1989.4	1.42	0.15	0.03	否
上海建国宾馆有限公司	建国宾馆	0.11	35.00	1988.4	1.69	0.21	0.05	否
北京昆仑饭店有限公司	昆仑饭店	0.47	12.50	2001.1	6.69	-0.26	-0.10	否

资料来源：上海国际资管

复旦酒店位于上海市杨浦区，于 2006 年 5 月开业，近三年酒店入住率均超过 80%，2016 年已实现扭亏为盈，当年净利润为 87.85 万元；夏阳湖酒店位于上海市青浦区，于 2011 年 12 月开业，近三年酒店入住率均超过 50%，由于开业时间较短，期间费用较高，近年来该酒店处于亏

损状态。

新上海国际大厦于 1997 年竣工，于 1998 年投入使用，位于上海市浦东新区陆家嘴金融贸易区中心。近年来该大厦基本维持满租，租金连年增长，2016 年租金水平 8.24 元/平方米/天，2017 年前三季度租金水平 8.53 元/平方米/天，物业增值幅度亦较大。目前公司持有新上海国际大厦有限公司 60.00% 的股份。

上海国际集团大厦位于上海市静安区威海路商业办公区域，于 1996 年竣工并投入使用。目前，上海国际集团大厦已接近满租，2016 年租金水平为 4.92 元/平方米/天，2017 年前三季度租金水平为 5.05 元/平方米/天。目前公司持有上海绅士商城有限公司 65.77% 的股份。

**图表 7. 新上海国际大厦和上海国际集团大厦情况（单位：亿元，平方米。元/平方米/天）**

公司名称	所持股权估值	整楼市场估值	可租赁面积	已出租面积			主营业务收入			租金价格	
				2015 年	2016 年	2017 年 9 月末	2015 年	2016 年	2017 年前三季度	2016 年	2017 年前三季度
新上海国际大厦	-	-	35696	32250	26766	29961	0.86	0.86	0.67	8.24	8.53
上海国际集团大厦	2.27	6.40	33587	33587	32405	32646	0.59	0.55	0.42	4.92	5.05

资料来源：上海国际资管（截至 2016 年 9 月末）

注：估值基准日为 2016 年 9 月 30 日

该公司已将商业载体租赁及酒店经营业务重心向办公楼转移，截至本评级报告出具日，公司已完成所持有的上海国融莘闵置业有限公司全部股权和债权的退出工作，实现收入 3.65 亿元，投资收益 2.42 亿元，项目年化内部收益率 18.1%。此外，公司还成立子公司上海桥合置业有限公司，专门负责通过现金或股权收购等资本运作方式收购办公楼资产用以充实商业载体租赁业务后期发展。

除上述纳入合并范围内的商业载体租赁项目和酒店外，该公司参股了海仑宾馆、建国宾馆、奥宾和昆仑饭店，投资时点较早，投资成本较低。除昆仑饭店外，公司通过派驻高级管理人员参与日常经营管理及重大决策，并派驻董事、监事对参股企业进行监督和建议，以控制经营风险并提升价值。此外，公司正积极就其他非合并范围内的股权进行置换及归集工作。2017 年一季度，公司正在推进上海奥林匹克俱乐部股权转让事宜，截至本评级报告出具日，该事宜已完成决策流程，正在进行工商变更。

## 2. 产业基金

该公司以产业基金构筑了中期资产结构的主要组成部分。公司已经参与发起成立了金浦产业投资基金管理有限公司（以下简称“金浦管理公司”）、上海国和现代服务产业股权投资管理有限公司（以下简称“国和管理公司”）、上海瑞力投资基金管理有限公司（以下简称“瑞力管理公司”）和上海国方母基金股权投资管理有限公司（以下简称“国方母基金”）四个产业基金投资管理公司，并为金浦管理公司、国和管理公司和国方母基金的第一大股东，瑞力管理公司的第二大股东。公司在作为战略引导者对基金管理公司进行管控的同时，也积极参与基金份额的认购，分别承诺自有资金认缴了上海金融发展投资基金 15.00 亿元、上海国和现代服务业股权投资基金 7.56 亿元、上海国滨股权投资基金 3.60 亿元和上海瑞力新兴产业投资基金 8.00 亿元。

图表 8. 截至 2017 年 9 月末，公司产业基金板块情况（单位：亿元，%）

基金公司	注册资本	持股比例	主要基金	总认缴规模	承诺认缴金额	已投入金额	投资范围
金浦产业投资基金管理有限公司	1.20	49.50	上海金融发展投资基金	90.00	15.00	12.84	金融服务业（银行、证券、保险、信托租赁、期货、资产管理、金融信息等）
			金融二期基金	12.00	2.00	2.00	金融服务业（银行、证券、保险、信托租赁、期货、资产管理、金融信息等）
			生物医疗基金	7.00	1.00	1.00	生物医疗相关领域
上海国和现代服务业股权投资管理有限公司	0.80	36.00	国和现代服务业基金	25.36	7.56	7.56	金融服务、医疗健康、文化传媒、节能环保等
			国和现代服务业基金二期	-	1.80	0.54	金融服务、医疗健康、文化传媒、节能环保等
上海瑞力投资基金管理有限公司	1.185	15.19	上海瑞力新兴产业平行基金	30.30	8.00	1.20	新兴战略性产业、新兴文化传媒产业和新兴文化科技地产
上海国方母基金股权投资管理有限公司	1.00	30.00	国方母基金	60.00	14.00	0.00	各类型产业基金

资料来源：上海国际资管

2009 年，发改委批准上海国际集团和中国国际金融公司（以下简称“中金公司”）各入股 50% 筹建上海地区的金融产业基金管理公司，并获批可在十年内募集至多 200 亿元人民币的金融产业投资基金，投资方向为银行、基金和信托等金融类公司，也不排除非金融类产业。2009

年 8 月，金浦管理公司成立，由上海国际集团资产管理有限公司和中金公司各持股 50%，管理基金总规模为 200 亿元人民币，分两期运营。此后，根据发展需要，金浦管理公司股东结构发生变更。截至 2017 年 9 月末，公司作为第一大股东持股 49.5%，其他股东包括江苏沙钢集团有限公司、华泰证券股份有限公司、横店集团控股有限公司等。金浦管理公司管理的一期上海金融发展投资基金于 2011 年 3 月设立，并于 2012 年 12 月封闭。截至 2016 年末，一期上海金融发展投资基金投资期已经结束，目前处于产出期，持有的金融类投资包括中国银联、国泰君安证券、兴业银行以及中银国际证券，持有的其他投资包括维格纳斯、神州长城、北大之路、宝蓝物业等，已退出的投资包括欢瑞世纪、苏州捷力等。截至 2015 年末，一期上海金融发展投资基金产出收益超过 0.50 亿元，年化收益率达 20%。二期基金目前处于投入期，主要投资领域为金融发展、医疗健康、医疗服务、互联网和大消费等，持有的其他投资包括蚂蚁金服等。2016 年已完成金融发展领域投资 2.00 亿元，医疗健康领域 1.00 亿元。目前该基金市值增值幅度较大。此外，金浦管理公司还于 2016 年成立生物医疗基金，主要用于承接上海金融发展投资基金二期中生物医疗方向投资，具体投资项目包括长风药业和赛诺威盛等，截至 2016 年末该基金已完成投资 1.00 亿元。

2009 年，上海市金融办批准上海国际集团和陆家嘴金融发展有限公司（以下简称“陆金发”）以及通联支付网络股份有限公司（以下简称“通联支付”）共同发起设立上海地区的现代服务产业基金管理公司。2009 年 12 月，国和管理公司正式成立，注册资本 8000 万元，其中上海国际集团出资 4000 万元，占比 50.00%；陆金发出资 2800 万元，占比 35.00%；通联支付出资 1200 万元，占比 15.00%。截至 2017 年 9 月末，公司作为第一大股东持股 36.00%。国和管理公司管理的一期现代服务业基金于 2011 年 10 月成立。截至 2016 年末，国和一期现代服务业基金已经接近完成全部投资，目前处于产出期。国和一期现代服务业基金投资的项目包括华大基金、通联支付、兴业银行等，截至 2017 年 3 月末已退出投资项目包括华大科技、联通支付、北京铁运、国泰君安、云南创新、幸福蓝海和诚迈科技等。截至 2015 年末，国和一期现代服务业基金退出收益超过 1.00 亿元，年化收益率达 13%。国和管理公司的二期现代服务业基金于 2017 年成立，目前处于投入期，主要投资领域为金融服务、医疗健康、文化传媒、节能环保等。截至 2017 年末已完成投资 0.54 亿元。截至本评级报告出具日，国和管理公司已经转让上海国滨股权投资基金和国和农房基金，总投资收益率为 20.15%。

同时，2015年，公司还与国和基金公司协同成立资产管理计划<sup>2</sup>，投资东方明珠定向增发项目，总认缴规模12.00亿元，认缴股数0.37亿股，国和基金公司作为第五大股东，持股比例为1.41%。公司通过上海国际信托认购4.00亿元，其中公司自有资金认缴3.30亿元，剩余0.70亿元由两个非关联投资者认缴，公司从中收取财务顾问费。2016年公司实现非关联投资者认缴部分管理费收入71万元，收益提成浮盈18万元。2017年前三季度该项目实现管理费后入53.23万元。

上海国际集团于2011年9月发起设立了境外子公司香港沪光国际投资管理有限公司（以下简称“沪光国际”），通过上海国际集团资产管理有限公司和沪光国际共同设立了瑞力投资，为中外合资基金管理公司，上述各股东持股比例分别为20.41%和79.59%。2014年，上海国际集团将沪光国际等六家子公司整体转让给上海实业（集团）有限公司后，瑞力投资引入上投资本管理公司和上海报业集团对公司进行重组。截至2015年末，上报资产管理公司和上投资本管理公司作为基金管理者，分别持有瑞力投资32.91%和26.58%，公司持有15.19%的股权。瑞力投资旗下的上海瑞力新兴产业平行基金（以下简称“瑞力基金”）于2012年7月正式成立，目前仍处于投资期，持有的主要投资项目为远大住工、海峡环保等。目前该基金已经从已投项目中获得可分配现金1.50亿元，项目投资情况较好。

图表9. 截至2017年9月末，瑞力基金投资管理有限公司股权结构（单位：亿元，%）

序号	股东名称	出资额	持股比例
1	上海上报资产管理有限公司	0.39	32.91
2	上海上投资本管理有限公司	0.32	26.58
3	上海国际集团资产管理有限公司	0.18	15.19
4	上海瑞葆投资管理合伙企业（有限合伙）	0.15	12.66
5	香港沪光国际投资管理有限公司	0.08	6.33
6	山东太阳控股集团有限公司	0.08	6.33

资料来源：上海国际资管

2017年6月，该公司和金浦管理公司、宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司、中国万向控股有限公司以及上海爱建资本管理有限公司共同成立国方母基金，注册资本1.00亿元，其中公司出资0.30亿元，持股比例30%，为第一大股东。国方母基金目前处于项目筛选阶段，尚未进行投资，公司计划作为基石投资人出资不低于75亿元。

该公司设立了产业基金部，并通过董监事对基金管理公司进行监督

<sup>2</sup> 该资产管理计划隶属于国和现代服务业基金

管理。公司通过各基金管理公司以市场化机制吸纳行业顶尖的投资团队，而并不直接参与具体项目的投资。根据公司制定的基金契约，基金管理公司一般可获得每年 1.70%~2.00%的管理费收入，并在基金项目退出时根据基金合伙协议的约定获得超额收益分配。

该公司目前已在产业基金板块投入 25.14 亿元资金，并将在未来三年内继续投资约 20 亿元，主要为现有四个基金已承诺认缴份额的后续出资，以及计划在现有基金品牌下设立子品牌基金或设立新基金的出资。

### 3. 财务投资

该公司的财务投资以追求盈利及储备优质流动性资产为主要目标，是公司利润重要来源。主要投资及管理领域包括股票、开放式基金、可转换债券、货币基金、定向增发、未上市公司股权及债权投资等。

该公司从 20 世纪 90 年代开始进行财务投资，投资了陆家嘴、浦东金桥和外高桥等浦东开发的主要市场主体，并和一些优秀跨国企业合作投资了奥的斯电梯、宜家家居、高仕香精和申美饮料等企业。2000 年后，伴随着国内商业银行综合改革等金融改革政策的启动，公司参与投资了交通银行、浦发银行、上海农商行、汉口银行、龙江银行等一批商业银行法人股以及通联股份、国盛典当、宝鼎投资等金融衍生业的股权。2013 年以来，随着我国宏观经济的转型升级，公司确立了买入经济转型赢家的投资策略，投资标的主要包括符合未来发展趋势的增长型企业 and 与经济周期弱相关的优势企业等。2014 年，公司将 A 股定向增发作为财务投资的重要方向，同时积极跟踪研究上海自贸区的政策变化和投资机遇，参与了自贸区上海人寿保险股份有限公司的发起设立，并已于 2015 年初完成出资 8000 万元人民币。2016 年上半年公司完成对上海保险交易所股权投资 3000 万元。

图表 10. 截至 2017 年 9 月末，公司财务投资板块参股公司情况（单位：亿元，%）

被投资企业	投资成本	持股比例
上海国盛典当有限公司	0.15	9.70
龙江银行股份有限公司	2.40	4.25
中粮资本投资有限公司	8.00	4.12
上海埃斯凯变压器有限公司	0.04	5.48
上海宝鼎投资股份有限公司	0.37	10.61
上海富凯网络信息技术有限公司	0.27	15.00
上海汇丽建材股份有限公司（B 股）	0.01	0.29
上海农商银行股份有限公司	4.75	4.00
上海瑞力投资基金管理有限公司	0.20	15.19
上海申美饮料食品有限公司	1.11	14.00
上海申视实业股份有限公司	0.15	39.00
上海水仙电器股份有限公司	0.09	1.12
上海中科股份有限公司	0.08	13.56
通联支付网络服务股份有限公司 <sup>3</sup>	0.72	4.93
上海人寿保险股份有限公司	0.80	1.33
上海保险交易所	0.30	1.34
<b>合计</b>	<b>19.44</b>	

资料来源：上海国际资管（不包括报告前述负责商业载体租赁项目运营或收购的项目公司和酒店经营业务板块参股公司）

截至 2017 年 9 月末，该公司持有的可供出售股票公允价值合计 67.45 亿元<sup>4</sup>。公司作为上海市最早的投资公司之一，主要以投资上海本地企业为主，如公司为外高桥、浦东金桥、陆家嘴第二大股东。该类股票投资时机较好，获取成本较低，目前已累积较大规模浮盈。2016 年，得益于上海银行（股票代码：601229）实现 A 股上市，公司实现浮盈 1.74 亿元。

<sup>3</sup> 2017 年，该公司转让部分通联支付网络服务股份有限公司股权，上述转让部分股权投资成本为 0.30 亿元，截至本评级报告出具日，相关事宜正在央行审批过程中，公司已经收到转让款 1.95 亿元。

<sup>4</sup> 根据上海国际集团财务核算要求，该公司对公允价值能够可靠计量的上市公司股权按公允价值计量（即证交所年末收盘价），公允价值每年末调整一次。

图表 11. 截至 2017 年 9 月末，公司财务投资板块股票明细（单位：万股，亿元）

被投资企业	持股数量	投资成本	账面价值	截至 2017 年 9 月末 公允价值
申达股份	633.38	0.18	0.81	0.60
金桥股份	3977.31	1.60	7.32	7.00
申能股份	299.51	0.05	0.18	0.18
外高桥	3237.24	0.28	6.39	5.73
豫园商城	450.00	0.06	0.51	0.51
陆家嘴	10240.11	1.89	22.68	22.90
上工申贝	1096.80	0.63	2.06	1.46
浦发银行	3693.38	0.40	4.61	4.75
京新药业	1025.83	0.77	1.16	1.18
大东方	1230.60	1.11	1.12	1.04
锦江股份	1016.30	2.99	2.99	3.19
国泰君安	4097.37	1.90	7.62	8.86
交通银行	4040.90	0.94	2.33	2.55
云铝股份	912.44	0.47	0.60	1.27
中船科技	1260.79	1.71	1.74	2.38
吉电股份	2142.86	1.20	1.20	1.06
上海银行	1036.21	0.17	1.85	1.85
拓普集团	327.65	1.00	1.00	0.94
<b>合计</b>	-	<b>17.35</b>	<b>66.17</b>	<b>67.45</b>

资料来源：上海国际资管

该公司在有计划的出售存量财务投资的同时，适时参与定向增发，实现吐故纳新，滚动操作。从项目来源看，公司部分项目来自存量股权投资，如 2014 年上半年参与的上工申贝和京新药业的定向增发，总投资额 1.38 亿元，截至 2017 年 9 月末已浮盈 1.00 亿元；另一部分项目为公司依靠自身及集团在长三角区域的资源和经验积累承揽而来，如受益于迪斯尼概念及消费升级主题的锦江股份定向增发项目，截至 2017 年 9 月末已浮盈 0.20 亿元。此外，公司在预算范围内，根据资金状况择机通过货币基金及短期理财产品等方式进行流动性管理，2016 年公司与信诚基金合作，定制了杠杆型固收专户产品 1.50 亿元，目前已取得 0.28% 的年化收益率。2016 年以来，公司陆续完成云铝股份、中船科技、吉电股份定向增发项目，截至 2017 年 9 月末浮盈 1.27 亿元。

整体来看，由于近年来存量股票增值较多，该公司财务投资板块资产规模扩张较快，平均浮盈近 700%，对公司的盈利水平及其他业务板块的发展提供了有效支持。受国资监管要求，公司可投资标的较为有限，投资风格偏稳健。

## （五）公司财务质量

瑞华会计师事务所有限公司对该公司的 2016 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。

2016 年末，该公司经审计的合并财务报表口径资产总额为 150.40 亿元，股东权益为 85.90 亿元，当年实现营业利润 3.73 亿元，取得投资收益 5.28 亿元，净利润 3.33 亿元。截至 2017 年 9 月末，公司未经审计的合并财务报表口径资产总额为 170.15 亿元，股东权益为 88.57 亿元，2017 年前三季度实现营业利润 4.70 亿元，净利润为 4.31 亿元。

## 六、公司财务分析

### （一）公司盈利能力

**该公司商业载体租赁及酒店经营业务板块投资成本较低，经营稳步提升，物业增值幅度较大；产业基金板块中的两只基金已进入产出期，投资项目的上市退出已经开始陆续进行，可在未来三年实现较大规模的现金回笼及利润贡献；财务投资板块可对公司的盈利形成较好的补充。**

该公司商业载体租赁及酒店经营带来的主营业务收入、产业基金及财务投资的投资收益构成了其利润总额的主要来源。

该公司结合商业载体租赁及酒店经营的主营业务收入及产业基金板块的投资收益情况，通过处置存量财务投资（主要为库存股票）对利润水平进行平滑操作。2016 年公司实现投资收益 5.28 亿元，与 2014 年基本持平，但较 2015 有较大幅度下降，主要系 2015 年公司转让华南大厦股权获得收益 7.11 亿元，使得 2015 年处置可供出售金融资产取得的投资收益较以前年度同期大幅上升。

图表 12. 2014-2016 年，公司投资收益和利润总额构成情况（单位：亿元）

	2014 年	2015 年	2016 年
投资收益	7.03	12.28	5.28
其中：处置可供出售金融资产取得的投资收益	3.41	9.79	2.02
持有期间取得的投资收益	3.62	2.49	3.26
加：营业收入-营业成本	2.26	2.91	2.56
减：期间费用、营业税金及附加、资产减值损失	4.48	4.80	4.11
加：营业外收入-营业外支出	0.25	0.16	0.15
<b>利润总额</b>	<b>5.06</b>	<b>10.54</b>	<b>3.89</b>

资料来源：上海国际资管

该公司合并范围的商业载体租赁及酒店经营业务方面，复旦酒店和夏阳湖酒店仍处于培育期，投资成本较低，资产质量较好，存在较大的增值空间，且 2016 年复旦酒店已实现扭亏为盈，夏阳湖酒店近年的亏损对公司影响较小，故公司将长期持有；新上海国际及上海国际集团大厦运作已较成熟，并已实现盈利，且地段较好，物业评估增值较大。该公司参股的酒店经营类投资时点较早，成本较低，公司除可获取稳定的分红收益外，物业增值幅度亦较大。

产业基金方面，目前一期上海金融发展投资基金及首期国和现代服务业基金均已进入产出期，投资项目的上市退出已经开始陆续进行，预计现金流入将在 2016-2017 年达到高峰。由于该公司分别持有金浦管理公司和国和管理公司 49.50% 和 36% 的股份，同时参与了较多的 LP 份额，未来两只基金浮盈变现后，将可获得可观的投资收益和超额收益分配。

整体而言，由于该公司商业载体租赁及酒店经营业务板块的滚动周期较长，且部分项目仍处于培育或前期收购磋商安排阶段，尚未实现盈利，同时产业基金板块虽开始进入大规模现金回流期，需待冲销本金后才可核算投资收益，故公司近年将结合各板块收益情况，对存量财务投资进行处置，从而平滑利润及支撑盈利。未来三年，随着产业基金的逐步退出，产业基金板块的利润贡献将逐步体现，公司长、中、短期的资产配置及盈利结构将逐渐趋于完善，对财务投资的依赖程度也将有所降低，公司的持续盈利能力将得到显著提升。

## （二）公司偿债能力

该公司各业务板块已基本形成了投资与融资的相互匹配，资产负债匹配度较高。公司杠杆经营程度适中，债务偿付压力可控，债务结构较为合理。随着产业基金投资款项的回笼，公司现金流状况将有所好转。

公司库存股票市值增幅较大，成为了资产总额增长的主要推动因素，未来产业基金 LP 份额的浮盈变现将使得公司资产规模有较大上升空间。

### 1. 债务分析

该公司负债总额逐年增加，2014-2016 年末和 2017 年 9 月末分别为 58.37 亿元、64.59 亿元、64.50 亿元和 81.58 亿元；受市场行情影响，2016 年公司可供出售金融资产中库存股票账面价值较 2015 年末有所下降，2014-2016 年末和 2017 年 9 月末公司资产负债率分别为 46.07%、41.06%、42.89%和 47.95%。公司刚性债务占负债总额的比重较为稳定，2014-2016 年末和 2017 年 9 月末分别为 75.75%、68.81%、75.84%和 73.19%。2014-2016 年末短期刚性债务占刚性债务的比重分别为 55.95%、47.62%和 43.67%。公司于 2015 年发行了 5 亿元 5 年期中期票据，2016 年 7 月发行了 15 亿元 5 年期中期票据，2017 年 3 月发行了 3 亿元 5 年期公司债券，刚性债务的期限结构有所延长，债务结构有所优化。2017 年 9 月末，公司其他应付款较上年末上升 6.43 亿元至 7.42 亿元，主要系公司收到通联项目转让款 1.95 亿元和金浦、国和两家基金分配款 4.42 亿元暂记该科目所致。

该公司各业务板块已基本形成了投资与融资的相互匹配、良性循环。商业载体租赁及酒店经营业务板块发展相对成熟，可充分依靠老项目退出及经营性配套融资支持；产业基金板块初期投入主要依靠货币资金、出售存量股权、股东增资及资产盘整等进行补足，目前已投入约 25.14 亿元，未来三年约 20 亿元的投资将依靠投资回款实现滚动操作，不会增加负债；财务投资板块在吐故纳新、滚动续作的基础上，也为其他业务板块提供资金支持；而过往年份的存量债务则独立于主要业务板块以外，通过借新还旧滚存，并引入长周期的直接债务融资工具进行替换，此外，公司还计划利用上海国际集团 20.00 亿元循环授信支持替换存量债务，目前该笔循环授信支持正在申请过程中。整体来看，公司目前杠杆经营程度适中，债务偿付压力可控，资产负债匹配度较高，债务结构较为合理，面临的流动性风险较小。

截至 2017 年 9 月末，该公司刚性负债总额为 59.70 亿元，占负债总额的比重为 73.19%。公司刚性债务主要由短期借款、长期借款和应付债券构成，截至 2017 年 9 月末占当期刚性债务比分别为 55.40%、6.09%和 38.51%。公司短期借款均为信用借款，长期借款（含一年内到期的长期借款）中主要为经营性物业贷款，抵押物为上海国际集团大厦、新上海国际大厦及夏阳湖酒店的物业；并购贷款一笔，质押物为新上海国际大

厦 40.00% 的股权。2017 年 9 月末公司短期借款较上年末上升 11.80 亿元至 33.08 亿元主要系股东借款 10 亿元。

### 公司过往债务履约情况

根据该公司提供的 2017 年 10 月 30 日《企业基本信用信息报告》，公司无违约情况发生。

## 2. 现金流分析

该公司以商业载体租赁及酒店经营业务板块的分红及转让、产业基金板块的投资分配以及财务投资板块滚动操作的相关现金收支均列入投资活动产生的现金流量中。2014-2016 年和 2017 年前三季度，公司投资支付的现金规模较大，分别为 15.46 亿元、32.55 亿元、23.65 亿元和 28.72 亿元，主要由于产业基金处于集中投资期，尚未实现资金回笼。公司通过退出存量股权回笼资金，2014-2016 年和 2017 年前三季度收回投资及取得投资收益回笼的现金之和分别为 18.96 亿元、31.58 亿元、30.30 亿元和 19.49 亿元，自 2015 年起公司项目退出回笼资金开始有较大幅度增加，逐步覆盖公司投资支出，2014-2016 年和 2017 年前三季度，公司投资活动现金净流量分别为 3.14 亿元、-1.05 亿元、6.74 亿元和 -5.64 亿元。

该公司经营活动产生的现金流量规模较小，仅包括合并范围子公司的经营性现金收支，如租金收入、酒店餐饮客房及货运代理等现金收支。2014-2016 年及 2017 年前三季度，公司经营活动现金净流量分别为 0.73 亿元、0.32 亿元、-8.58 亿元和 -1.03 亿元，2016 年公司控股子公司桥合置业支付了用于投资商业租赁载体（商用办公楼）的预付款 7.76 亿，致使当年经营活动现金流出经营活动现金流出金额大幅上升。

该公司筹资活动现金流入主要来自股东增资、银行借款及发行债券，其中 2014-2015 年公司分别获得上海国际集团增资款 4.16 亿元和 7.50 亿元。筹资活动现金流出主要来自银行借款的还本付息及利润分配。2014-2016 年及 2017 年前三季度，公司筹资活动现金净流量分别为 -3.85 亿元、1.72 亿元、-0.94 亿元和 7.97 亿元。

2014-2016 年及 2017 年前三季度，该公司现金及现金等价物净增加额分别为 0.03 亿元、0.99 亿元、-2.79 亿元和 1.30 亿元。未来三年，公司投资支出仍然较多，产业基金板块仍需出资约 20 亿元，将主要依靠一期上海金融发展投资基金和首期国和现代服务业基金的投资款项的回笼补足；并依托市场通行方式，以现金或股权投资方式持有成熟商业

租赁载体，并通过收缴租金等方式实现日常经营管理的对价取得。

**图表 13. 该公司 EBITDA 和经营性净现金流对债务的覆盖情况**

指标名称	2014 年	2015 年	2016 年
EBITDA/利息支出(倍)	3.20	5.85	3.19
EBITDA/刚性债务(倍)	0.18	0.30	0.14
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	2.58	1.23	-34.98
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	1.28	0.53	-13.30

资料来源：上海国际资管

### 3. 资产质量分析

资产质量方面，该公司资产结构以非流动资产为主。2014-2016 年及 2017 年 9 月末，非流动资产占总资产的比重分别为 95.93%、95.94%、92.45% 和 93.26%。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产及无形资产构成。可供出售金融资产主要为公司所持股票、产业基金 LP 份额以及其他金融产品；长期股权投资主要为参与成熟商业租赁载体之项目管理公司股权、产业基金管理公司的 GP 份额、以及其他非上市股权投资，2014 年末由于会计准则调整，长期股权投资中仅保留权益法核算的对产业基金管理公司的投资，其它投资均调整至可供出售金融资产；投资性房地产主要为上海国际集团大厦和新上海国际大厦；固定资产主要为复旦酒店和夏阳湖酒店；无形资产主要为酒店经营管理权。

该公司流动资产主要由货币资金和存货构成。2014-2016 年末及 2017 年 9 月末，公司所持货币资金分别为 3.69 亿元、4.68 亿元、1.89 亿元和 3.19 亿元；公司存货科目主要列支国融莘闵改扩建项目开发成本，由于公司已经于 2017 年一季度完成国融莘闵项目处置，截至 2017 年 9 月末公司存货为 36.55 万元。

由于 2014-2015 年以来该公司库存股票市值增幅较大，可供出售金融资产规模的变动已成为公司资产总额变动的主要影响因素，2014-2016 年末及 2017 年 9 月末分别为 83.72%、85.93%、82.56% 和 84.20%，均维持在较高水平。可供出售金融资产中大部分为流通股，变现能力较强，为公司带来了较好的流动性，但股票的市值波动将对公司的资产规模造成影响，2016 年受市场行情影响，截至 2016 年末公司可供出售金融资产金额较上年下降 10.99 亿元。此外，可供出售金融资产中的产业基金 LP 份额仍以投资成本计价，浮盈部分在基金层面体现，未来随着产业基金逐步退出，基金陆续分配本金及收益时，公司资产规

模将有较大上升空间。

## 七、公司抗风险能力/外部支持

### （一）自身抗风险能力

该公司为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委，可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持。公司长、中、短期资产结构的有机结合有助于提升公司的持续盈利能力。

#### （1）具备良好的政策环境和发展机遇

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。上海作为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。

#### （2）可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持

该公司为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委。公司是上海国际集团开展国有资产管理及国有资本运营的主要实施主体之一，在上海国际集团及上海国资委系统中具有重要地位，可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持。

#### （3）长、中、短期资产结构的有机结合有助于提升该公司的持续盈利能力

该公司商业载体租赁及酒店经营业务板块有助于充实公司主营业务及资产基础，实现长期资产增值；产业基金板块可在未来三年实现较大规模的现金回笼及利润贡献；财务投资板块可对公司的盈利形成了较好的补充。长、中、短期资产结构的有机结合有助于提升公司的持续盈利能力。

### （二）外部支持

该公司为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委。公司是上海国际集团开展国有资产管理及国有资本运营的主要实施主体之一，在上海国际及上海国资委系统中具有重要地位，可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持。2014年-2015年，上海国际集团分别对公司增资4.16亿元和7.50亿元。2018年公司拟向上海国际集团申请20亿

元<sup>5</sup>循环授信支持。

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 2017 年 9 月末，公司共获得各银行授信额度 84.78 亿元，尚有 54.17 亿元未使用。

## 八、本期债券偿付保障分析

### （一）具有较强可持续性的盈利积累

该公司业务发展相对较稳定，2014-2016 年及 2017 年前三季度分别实现净利润 4.64 亿元、8.23 亿元、3.33 亿元和 4.31 亿元，为本期债券本息偿付提供了较好保障。

### （二）长、中、短期资产结构的有机结合有助于提升公司的持续盈利能力

该公司商业载体租赁及酒店经营业务板块有助于充实公司主营业务及资产基础，实现资产增值；产业基金板块可在未来三年实现较大规模的现金回笼及利润贡献；财务投资板块可对公司的盈利形成了较好的补充。长、中、短期资产结构的有机结合有助于提升公司的持续盈利能力。

### （三）可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持

该公司为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委。公司是上海国际集团开展国有资产管理及国有资本运营的主要实施主体之一，在上海国际集团及上海国资委系统中具有重要地位，可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持。

## 九、结论

该公司为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委。公司是上海国际集团开展国有资产管理及国有资本运营的主要实施主体之一，在上海国际集团及上海国资委系统中具有重要地位，可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持。

该公司制定了长、中、短期资产结构合理配置，滚动发展的规划。

<sup>5</sup> 当公司出现债务清偿困难时，上海国际集团将会视实际情况相应提高支持额度。

该公司商业载体租赁及酒店经营业务板块投资成本较低，经营稳步提升，物业增值幅度较大；产业基金板块中的两只基金已进入退出期，可在未来三年实现较大规模的现金回笼及利润贡献；财务投资板块可对公司的盈利形成较好的补充。

该公司各业务板块已基本形成了投资与融资的相互匹配，资产负债匹配度较高。公司杠杆经营程度适中，债务偿付压力可控，债务结构较为合理。2011-2013 年为公司产业基金板块集中投入期，投资活动现金净流出规模较大，未来随着产业基金投资款项的回笼，公司现金流状况将有所好转。公司库存股票市值增幅较大，成为了资产总额增长的主要推动因素，未来产业基金 LP 份额的浮盈变现将有助于进一步提升公司资产规模。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

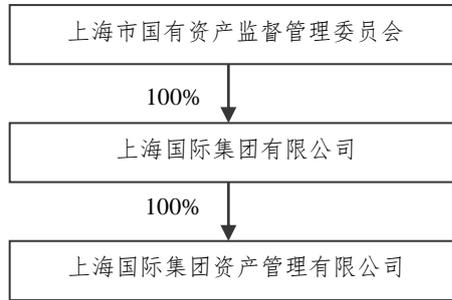
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

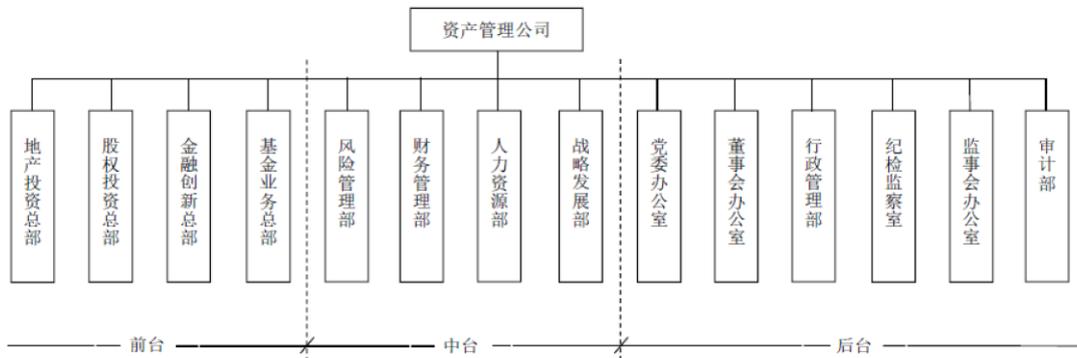
## 公司与实际控制人关系图



注：根据上海国际资管提供的资料绘制（截至 2017 年 9 月末）

附录二：

## 公司组织结构图



注：根据上海国际资管提供的资料绘制（截至 2017 年 9 月末）

附录三：

## 公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		注册资本 (亿元)	母公司 持股比例 (%)	主营业务
全称	简称			
上海复旦国际学术交流中心有限公司	复旦国际	0.50	100.00	管理复旦酒店
上海夏阳湖投资管理有限公司	夏阳湖公司	1.29	100.00	管理夏阳湖酒店
新上海国际大厦有限公司	新上海国际公司	1.67	60.00	管理新上海国际大厦
上海绅士商城有限公司	绅士商城	1.95	65.77	管理上海国际集团大厦
上海国际集团资产经营有限公司	-	2.80	100.00	投资管理、财务投资等
上海桥合置业有限公司	桥合置业	10.00	100.00	建设和管理上海国际财富中心

注：根据上海国际资管 2016 年度审计报告附注整理

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]	2014年	2015年	2016年	2017年 前三季度
资产总额 [亿元]	126.70	157.28	150.40	170.15
货币资金 [亿元]	3.69	4.68	1.89	3.19
刚性债务[亿元]	44.22	44.44	48.92	59.70
所有者权益[亿元]	68.32	92.70	85.90	88.57
营业收入[亿元]	2.77	3.44	3.10	2.32
净利润[亿元]	4.64	8.23	3.33	4.31
EBITDA[亿元]	8.10	13.38	6.51	6.70
经营性现金净流入量[亿元]	0.73	0.32	-8.58	-1.03
投资性现金净流入量[亿元]	3.14	-1.05	6.74	-5.64
资产负债率[%]	46.07	41.06	42.89	47.95
长期资本固定化比率[%]	121.97	114.67	109.48	123.31
权益资本与刚性债务比率[%]	154.52	208.60	175.60	148.35
流动比率[%]	19.06	24.87	48.53	27.65
速动比率 [%]	14.23	18.95	8.72	8.23
现金比率[%]	13.64	18.22	8.10	7.69
利息保障倍数[倍]	2.98	5.59	2.89	4.17
有形净值债务率[%]	88.28	71.31	76.86	94.06
营运资金与非流动负债比率[%]	-69.90	-49.62	-29.28	-74.78
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	22.91	27.57	23.85	14.92
存货周转速度[次]	0.41	0.41	0.38	0.53
固定资产周转速度[次]	0.54	0.70	0.65	0.50
总资产周转速度[次]	0.02	0.02	0.02	0.01
毛利率[%]	81.50	84.46	82.71	83.00
营业利润率[%]	173.32	301.42	120.46	202.93
总资产报酬率[%]	6.50	9.00	3.83	3.91
净资产收益率[%]	7.82	10.22	3.73	4.94
净资产收益率*[%]	7.94	10.35	3.77	4.78
营业收入现金率[%]	100.77	89.16	98.00	97.54
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.58	1.23	-34.98	-3.18
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.28	0.53	-13.30	-1.41
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.72	-2.75	-7.53	-20.58
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.79	-1.18	-2.86	-9.14
EBITDA/利息支出[倍]	3.20	5.85	3.19	4.46
EBITDA/刚性债务[倍]	0.18	0.30	0.14	0.12

注：表中数据依据上海国际资管经审计的 2014~2016 年度及未经审计的 2017 年度三季度财务报表整理、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%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准;

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务;

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销。

附录六：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。