

上海国际集团资产管理有限公司
及其发行的 15 沪资管 MTN001 与 16 沪国际 MTN001
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.

概述

编号:【新世纪跟踪[2019]100088】

评级对象: 上海国际集团资产管理有限公司及其发行的 15 沪资管 MTN001 与 16 沪国际 MTN001

15 沪资管 MTN001

16 沪国际 MTN001

主体/展望/债项/评级时间

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 27 日
前次跟踪: AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 22 日
首次评级: AAA/稳定/AAA/2015 年 4 月 8 日

AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 27 日
 AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 22 日
 AAA/稳定/AAA/2016 年 6 月 21 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位:人民币亿元			
母公司数据			
货币资金	1.25	1.66	3.57
刚性债务	41.88	51.07	70.40
所有者权益	87.53	86.55	76.78
经营性现金净流入量	-1.97	-1.42	-1.08
合并数据及指标			
总资产	150.40	156.40	159.55
总负债	64.50	70.51	85.48
刚性债务	48.92	54.58	72.79
应付债券	20.00	22.99	45.42
所有者权益	85.90	85.89	74.07
营业收入	3.10	3.17	3.10
净利润	3.33	5.58	6.07
经营性现金净流入量	-8.58	-1.68	-0.82
EBITDA	6.51	9.05	10.66
资产负债率[%]	42.89	45.09	53.58
权益资本与刚性债务比率[%]	175.60	157.36	101.75
流动比率[%]	139.71	94.70	135.25
现金比率[%]	8.10	6.64	15.60
利息保障倍数[倍]	2.77	4.06	3.75
净资产收益率[%]	3.73	6.49	7.59
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.30	-2.49	-1.05
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.86	-2.59	-14.61
EBITDA/利息支出[倍]	3.06	4.35	3.98
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.17	0.17

注:根据上海国际集团资产管理有限公司经审计的 2016-2018 年财务数据整理、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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对上海国际集团资产管理有限公司(简称上海国际资管、发行人、该公司或公司)及其发行的 15 沪资管 MTN001 与 16 沪国际 MTN001 的跟踪评级反映了 2018 年以来上海国际资管在业务运营及盈利能力等方面保持优势,同时也反映了公司在证券持仓及商业载体租赁业务等方面继续面临一定的市场风险。

➤ 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,可获得上海国际集团及上海市的大力支持。
- **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:

- **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

通过对上海国际资管及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为上述债券还本付息安全性极强,并予上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海国际集团资产管理有限公司

及其发行的 15 沪资管 MTN001 与 16 沪国际 MTN001

信用评级报告

跟踪评级原因

按照上海国际集团资产管理有限公司 2015 年度第一期中期票据及上海国际集团资产管理有限公司 2016 年度第一期中期票据（分别简称“15 沪资管 MTN001”及“16 沪国际 MTN001”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上海国际资管提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对上海国际资管的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

上海国际资管于 2015 年 11 月公开发行了 5 年期，规模 5 亿元的中期票据，简称“15 沪资管 MTN001”，票面利率 3.80%，并于 2015 年 11 月在交易所上市交易。

2016 年 7 月，上海国际资管公开发行了 2016 年度第一期中期票据，简称“16 沪国际 MTN001”，期限 5 年期，规模 15 亿元，票面利率 3.15%，并于 2016 年 7 月在上交所上市交易。

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 45.50 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 1. 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	当前余额 (亿元)
15 沪资管 MTN001	5.00	3+2 年	3.80	2015 年 11 月	未到期	0.50
16 沪国际 MTN001	15.00	3+2 年	3.15	2016 年 7 月	未到期	15.00
17 沪资 01	3.00	3+2 年	3.80	2017 年 3 月	未到期	3.00
18 沪资 01	10.00	3+2 年	5.28	2018 年 3 月	未到期	10.00
18 沪资 02	8.00	3+2 年	4.32	2018 年 8 月	未到期	8.00
18 沪资 03	9.00	3+2 年	4.00	2018 年 11 月	未到期	9.00
合计	50.00	-	-	-	-	45.50

资料来源：上海国际资管（截至本评级报告出具日）

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 2018 年末，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 2018 年末，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。

截至 2018 年末，该公司经审计的合并财务报表口径资产总额为 159.55 亿元，股东权益为 74.07 亿元；当年实现营业利润 7.20 亿元，取得投资收益 9.56 亿元，净利润 6.07 亿元。

截至 2018 年末，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。公司产权状况详见附录一。

截至 2018 年末，该公司纳入合并范围的二级子公司共 6 家，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。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。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观经济和政策环境

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。我国产业结构继续优化，

宏观经济运行总体平稳的同时增长压力加大，宏观政策向稳增长倾斜且正在形成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、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并保持中高速增长趋势。

过去的一年中，全球经济增长步伐放缓，消费者物价水平普遍上升。美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧，全球货币政策走向趋同，美联储货币政策持续收紧带来的负外部效应愈加明显，新兴市场货币普遍承压，全球金融市场波动明显加剧，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，我国经济发展面临的外部环境日趋严峻且复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现强劲，但增长动能已有所减弱，房地产和资本市场已开始调整，美联储加息缩表持续推进，利率水平的上升将加大政府与企业的偿债压力；欧盟经济缓慢复苏，欧洲央行货币政策正常化初现端倪，英国央行近十年来再度加息，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险是影响欧盟经济复苏的重要因素；日本经济复苏放缓，有所回升的通胀水平依然不高，增长基础脆弱，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，大多在增长乏力情况下为应对货币贬值、通货膨胀而被动收紧货币政策；印度经济增长加快，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；俄罗斯、巴西经济复苏随着大宗商品价格下跌而面临挑战；南非经济增长依旧低迷，一系列的国内改革及新的经济刺激计划能否扭转经济颓势仍有待观察。

我国就业情况良好、消费者物价水平上涨略有加快，产业结构继续优化，宏观经济运行总体平稳，但受内外部因素短期内集中发酵影响，经济景气度回落，供需两端同时走弱，经济增长压力加大。我国消费新业态继续快速增长，而汽车消费负增长拖累整体消费增速下降明显，个税改革带来的税负下降效应一定程度上将会拉动居民消费增长，而社会团体消费受去杠杆影响较大；创新驱动及前期产能利用率的提升推动制造业投资持续回升，土地购置支出支撑房地产投资较快增长，而基建投资增长大幅放缓导致固定资产投资增速下降至历史低位，随着基建补短板力度和节奏加快，整体固定资产投资有望探底企稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易战对出口的影响将集中体现，非消费品领域面临的出口压力相对较大。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益整体仍较好，但将随着工业品价格的回落有所放缓，同时存在经营风险上升的可能。房地产调控因城施策、分类指导，市场秩序整治加强，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

随着国内经济增长压力加大及面临的外部环境日趋复杂，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策的协同性明显提升，正在形

成合力对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策取向更加积极，减税降费和基建补短板力度不断加大，在扩大内需及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府债务置换基本完成，防范化解地方政府债务风险特别是隐性债务风险力度加大，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性操作的同时逆周期调节力度加大，政策的独立性和灵活性提升，市场流动性合理充裕，但政策传导效果有待提升。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供有效支撑。

在“逆全球化”突起的情况下，我国依然坚持继续扩大改革开放，外商投资准入进一步放松，金融业对外开放步伐明显加快，“引进来”和“走出去”并重，正在构建开放型经济新体制。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量明显扩大，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济因内外因素面临的增长压力加大，但有望在各类宏观政策协同合力下得到对冲。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、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并保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内金融强监管和去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 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。上海市政府贯彻“四个中心”建设的实施举措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。2016 年 1 月 29 日，上海市第十四届人民代表大会第四次会议通过上海市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要，明确十三五时期是上海基本建成“四个中心”（即国际经济中心、国际金融中心、国际航运中心以及国际贸易中心）和社会主义现代化国际大都市的冲刺阶段，也是创新转型的攻坚阶段。上海建设“四个中心”战略的明确提出，既促进了上海市经济总体保持稳步增长态势，又为上海金融业发展提供了良好的外部支持环境。2017 年上海市地区生产总值达到 3.01 万亿元，比上年增长 6.9%，经济总量位居全国所有城市首位；同时，2017 年，上海金融业实现增加值 5330.54 亿元，比上年增长 11.80%。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。2017 年，上海港集装箱吞吐量 4023.31 万国际标准箱，同比增长 8.30%。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“四个中心”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，东至外环线，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”。2017 年，区内新注册企业累计超过 5 万户，全年实到外资、外贸进出口额占

上海市比重均超过 40%。

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 2017 年末，上海自贸试验区开设 FT 账户 7.02 个，当年累计实现账户收支总额 7.65 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，跨境双向人民币资金池累计 769 家，收支总额 9761.50 亿元。自贸区企业境外直接投资中方协议投资额累计达到 694.00 亿美元。自贸区内共有 95 家企业开展跨国公司外汇资金集中运营管理业务。此外，自贸区还积极完善境外投资服务平台，设立“一带一路”技术贸易措施企业服务中心。

图表 2. 2017 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	578.48	8.6
外商直接投资实际到位金额	亿美元	70.15	13.5
全社会固定资产投资总额	亿元	680.31	12.4
规模以上工业总产值	亿元	4924.95	14.8
社会消费品零售额	亿元	1494.62	7.0
商品销售总额	亿元	37042.67	10.2
服务业营业收入	亿元	5157.74	14.3
外贸进出口总额	亿元	13500.00	14.7
其中：出口额	亿元	4053.10	3.0
期末监管类金融机构数	个	849	4.2
新兴金融机构数	个	4630	-0.5

资料来源：2017 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。

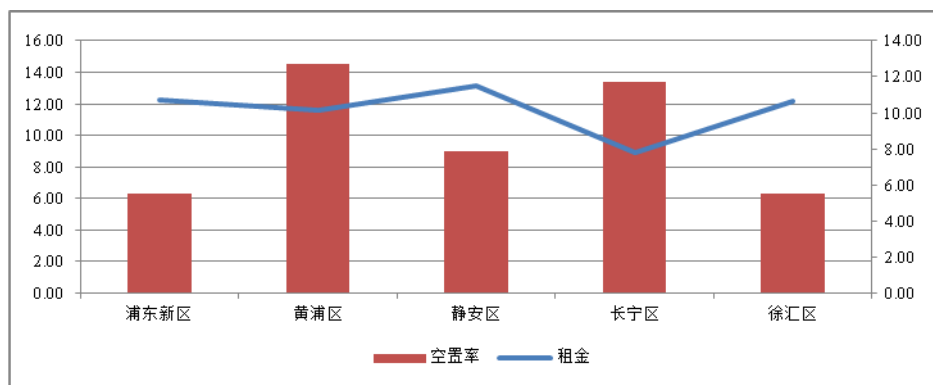
近年来上海写字楼投资增速快、供应量较大，同时需求也较快增长，核心地段写字楼整体空置率仍维持在较低水平，租金收入仍呈增长趋势。

2017 年受房地产市场调控深化影响，上海市商业地产投资额在多年连续上涨后出现首次回落，当年上海市办公楼和商业营业用房完成投资 1,148.91 亿元，同比减少 5.47%；商业地产投资额占上海市房地产投资额的 29.79%，与上年持平。其中写字楼物业是商业地产类产品中运营操作较为简单、回报较为稳定，且市场抗风险能力较强的物业类型。尤其一线城市写字楼投资风

险小、预期回报高，近年来吸引了大量资本持续涌入。2012-2017年上海市办公楼投资增速较快，投资额年复合增长率达11.52%，高于同期上海市房地产投资增速。

在供应方面，上海市甲级写字楼存量规模较大，根据戴德梁行的统计数据显示，2017年9月末甲级写字楼存量规模达666.80万平方米，较2016年末增长3.93%。需求方面，在现代服务业持续发展的支撑下，上海写字楼市场依旧保持需求强劲的势头。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。但在大量新增供应的竞争影响下，全市各区的写字楼面临不同程度的竞争压力。中央商务区供给有限、需求弹性较小，将依然保持稳定租金和较低空置率。随着自贸区细则的逐步落地，2015年起浦东写字楼租金上涨，外溢效应带动全市优质写字楼租金提升。但浦东的上海中心入市，导致区域内新增供应量较大，短期内空置率有所上升。但长期来看，受“自贸区+科创中心”双驱动利好影响，浦东未来办公需求增长潜力大。

图表 3. 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 2017 年 9 月末)

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。

2. 业务运营

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”）、上海国际集团大厦有限公司（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“桥合置业”），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 4. 截至 2018 年末，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	2018 年末总资产	2017 年净利润	2018 年净利润	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	2.37	0.10	-0.10	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	4.40	-0.25	-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	3.09	0.52	0.50	是
上海国际集团大厦有限公司（原“上海绅士商城有限公司”） ¹	上海国际集团大厦	0.82	100.00	1994.8	3.08	0.18	0.21	是
上海桥合置业有限公司	上海国际财富中心	6.90	100.00	2015	10.22	-0.02	-0.03	是
上海海仑宾馆有限公司	海仑宾馆	0.35	33.33	1989.4	1.51	0.15	0.17	否
上海建国宾馆有限公司	建国宾馆	0.11	35.00	1988.4	1.70	0.22	0.19	否
北京昆仑饭店有限公司	昆仑饭店	0.47	12.50	2001.1	6.23	-0.15	-0.22	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，2018 年亏损约 0.10 亿元；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。2018 年以来，该大厦面临较为艰难的经营环境和市场变化，空置率攀升，租金下调明显，2018 年租金水平为 7.95 元/平方米/天。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，2018 年租金水平为 5.25 元/平方米/天。目前公司持有上海国际集团大厦 100.00% 的股份。

¹ 2018 年 7 月 11 日，该公司在上海联合产权交易所完成收购上海九百（集团）有限公司和上海申视实业有限公司分别持有的上海绅士商城有限公司（以下简称“绅士商城”）16.92% 和 17.31% 股权。截至本评级报告出具日，公司合计持有绅士商城 100% 股权，为公司的全资子公司。2018 年 8 月 9 日，根据沪国际（2018）109 号，绅士商城名称变更为上海国际集团大厦有限公司，并于 8 月 16 日完成工商变更。

图表 5. 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			平均出租单价	
				2016 年末	2017 年末	2018 年末	2016 年	2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
新上海国际大厦	-	-	33533	26766	30609	22871	0.86	0.91	0.81	8.52	7.95
上海国际集团大厦	2.27	6.40	33587	32405	33061	32131	0.55	0.57	0.59	5.13	5.25

资料来源：上海国际资管（截至 2018 年末）

注：估值基准日为 2018 年 12 月 31 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 2018 年末，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 3.08 亿元，项目年化内部收益率 18.10%。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。截至 2018 年末，公司已完成所持有的上海奥林匹克俱乐部股权转让事宜，收回投资 0.065 亿元。

（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、上海金融发展投资基金二期 2.00 亿元、生物医药基金 1.00 亿元、上海国和现代服务业股权投资基金 7.56 亿元、上海国和现代服务业股权投资基金二期 1.80 亿元、上海瑞力新兴产业投资基金 8.00 亿元和上海国方母基金 14.00 亿元。

图表 6. 截至 2018 年末，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	12.83	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	6.87	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	13.42	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	7.00	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，由上海国际资管和中金公司各持股 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 2018 年末，公司作为第一大股东持股 49.50%，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、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，已退出的投资包括国泰君安证券、欢瑞世纪、苏州捷力、兴业银行、华宇园林、今世缘酒业和神州长城等。截至 2018 年末，一期上海金融发展投资基金已基本收回本金。二期基金目前处于管理期，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、唱吧和哔哩哔哩等。截至 2018 年末已完成金融发展领域投资 14.34 亿元，医疗健康领域 6.42 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、飞依诺和安翰光电等，已退出的投资包括 BlockadeMedicalLLC 的部分项目，截至 2018 年末该基金已完成投资 6.42 亿元。

2009 年，上海市金融办批准上海国际资管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,其中公司出资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2018年末,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2018年末,国和一期现代服务业基金已经完成全部投资,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2018年末已退出投资项目包括华大科技、通联支付、北京铁运、国泰君安、云南创新、幸福蓝海和诚迈科技等。截至2018年末,国和一期现代服务业基金实现退出收益8.54亿元,年化收益率为1.50%。国和管理公司的二期现代服务业基金于2017年成立,目前处于投资期,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2018年末已完成投资4.07亿元。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,该公司还与国和基金公司协同成立资产管理计划²,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。截至2018年末,公司自有资金部分浮亏2.00亿元。

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2018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,持有的主要投资项目为远大住工、海峡环保等。

图表 7. 截至 2018 年末, 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

² 该资产管理计划隶属于国和现代服务业基金

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30.00%，为第一大股东。公司计划作为基石投资人出资不低于75亿元。截至2018年末，公司已投入7亿元。国方母基金目前投资项目包括金浦生物医药基金和国和二期现代服务业基金。

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32.13亿元资金，并将在未来继续进行投资，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，是公司利润的重要来源。公司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。2018年，公司布局国企改革、高端制造、消费升级等领域，参与上海国资国企改革老凤祥股权改制项目、人工智能行业龙头公司寒武纪一级市场项目、水果产业链鑫荣懋项目等，累计新增权益性投资10.60亿元。2017年，公司转让部分通联支付网络服务股份有限公司股权，并收到交易价款1.95亿元，转让部分股权投资成本为0.30

亿元；2018年，公司完成该笔交易，实现转让收益1.65亿元，内部收益率达到20%。

图表 8. 截至 2018 年末，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	0.42	2.88
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
合计	19.44	

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 2018 年末，该公司持有的可供出售股票公允价值合计 39.56 亿元³。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。2017 年，公司择机处置上海银行 602.04 万股，实现收益 0.81 亿元。2018 年，公司处置了申能股份、豫园商城等股票，实现收益 2.83 亿元。

图表 9. 截至 2018 年末，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 2018 年末公允价值
申达股份	633.38	2.92	0.31	0.31
金桥股份	3977.31	1.60	4.48	4.48
外高桥	2140.69	0.18	2.94	2.94
陆家嘴	9928.40	1.83	12.90	12.90
上工申贝	1096.80	0.63	0.74	0.74
浦发银行	3693.38	0.40	3.62	3.62
京新药业	1025.83	0.77	0.88	0.88
大东方	1599.78	1.11	0.66	0.66
锦江股份	1016.30	2.99	1.95	1.95
国泰君安	4097.30	1.90	6.28	6.28

³ 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。

交通银行	4040.90	0.94	2.34	2.34
云铝股份	456.22	0.24	0.53	0.53
中船科技	1260.79	1.71	0.88	0.88
吉电股份	2142.86	1.20	0.52	0.52
拓普集团	327.65	1.00	0.53	0.53
合计	-	19.42	39.56	39.56

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1.40亿元，截至2018年末已浮盈0.22亿元；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2018年末浮亏1.04亿元。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。此外，2016年以来，公司陆续完成云铝股份、中船科技、吉电股份等多个定向增发项目。

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，平均浮盈超100%，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。

财务

1. 公司财务质量

瑞华会计师事务所有限公司对该公司的2018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。

截至2018年末，该公司经审计的合并财务报表口径资产总额为159.55亿元，股东权益为74.07亿元；当年实现营业利润7.20亿元，取得投资收益9.56亿元，净利润6.07亿元，分别较上年同期上升2.24亿元和0.49亿元。

2. 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。2018 年公司实现投资收益 9.56 亿元，主要系公司有计划地出售存量财务投资，实现投资收益 4.92 亿元，使 2018 年投资收益较 2017 年同期有所上升。

图表 10. 2016-2018 年，公司投资收益和利润总额构成情况（单位：亿元）

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
投资收益	12.28	5.28	7.32	9.56
其中：处置可供出售金融资产取得的投资收益	9.79	2.02	0.88	4.92
持有期间取得的投资收益	2.49	3.26	3.36	4.64
处置长期股权投资产生的投资收益	-	-	3.08	-
加：营业收入-营业成本	2.91	2.56	2.64	2.56
减：期间费用、营业税金及附加、资产减值损失	4.80	4.11	4.22	4.94
加：营业外收入-营业外支出	0.16	0.15	0.63	0.17
利润总额	10.54	3.89	6.36	7.37

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，截至 2018 年末已累计收到两个基金分配款合计 20.00 亿元。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，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。

3. 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。2018年公司新增部分股权项目投资，同时持续对产业基金进行投资，投资活动现金流净流出大幅增加。受制于股票二级市场行情，公司库存股票市值有所波动，但存量股票依然有较大规模浮盈，加之未来产业基金LP份额的浮盈变现，公司流动性能够得到有效支撑，且未来资产规模有一定的上升空间。

(1) 债务分析

该公司负债总额逐年增加，2016-2018年末分别为64.50亿元、70.51和85.48亿元；2016-2018年末公司资产负债率分别为42.89%、45.09%和53.58%。公司刚性债务占负债总额的比重逐年上升，2016-2018年末分别为75.84%、77.40%和85.15%。2016-2018年末短期刚性债务占刚性债务的比重分别为43.67%、53.49%和34.71%。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，2018年3月发行10亿元5年期公司债券，2018年7月发行了8亿元5年期公司债券，2018年11月发行了9亿元5年期公司债券。

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32.13亿元，未来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，并引入长期限的直接债务融资工具进行替换。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2018年末，该公司刚性负债总额为72.79亿元，占负债总额的比重为85.15%。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2018年末占当期刚性债务比分别为43.49%、15.62%和40.89%。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。

公司过往债务履约情况

根据该公司提供的2019年1月31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。2016-2018年，公司投资支付的现金规模较大，分别为23.65亿元、27.05亿元和32.35亿元，主要由于产业基金处于集中投资期，且持续进行财务股权项目投资。公司通过退出存量股权回笼资金，2016-2018年收回投资及取得投资收益回笼的现金之和分别为30.30亿元、23.37亿元和21.81亿元，同期投资活动现金净流量分别为6.74亿元、-0.07亿元和-10.58亿元。

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、酒店餐饮客房等现金收支。2016-2018年，公司经营活动现金净流量分别为-8.58亿元、-1.68亿元和-0.82亿元，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，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。2016-2018年，公司筹资活动现金净流量分别为-0.94亿元、2.05亿元和13.94亿元。

2016-2018年，该公司现金及现金等价物净增加额分别为-2.79亿元、0.29亿元和2.54亿元。未来，公司投资支出仍然较多，主要包括产业基金板块和商业载体租赁板块，其中产业基金板块主要为国方母基金出资以及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回笼；商业载体租赁板块主要依托市场，以现金或股权投资方式持有，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 11. 公司 EBITDA 和经营性净现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2016年	2017年	2018年
EBITDA/利息支出(倍)	3.06	4.35	3.98
EBITDA/刚性债务(倍)	0.13	0.17	0.17
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	-34.98	-5.97	-2.59
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	-13.30	-2.49	-1.05

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。2016-2018年，非流动资产占总资产的比重分别为78.28%、80.03%和74.28%。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、参与成熟商业租赁载体之项目管理公司股权和其他非上市股权投资；长期股权投资主要为权益法核算的对产业基金管理公司的投资；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、预付账款和其他流动资产构成。2016-2018 年末，公司所持货币资金分别为 1.89 亿元、2.19 亿元和 4.73 亿元；截至 2018 年末公司预付账款余额 10.20 亿元，主要系上海桥合置业有限公司项目在建工程转让款 9.24 亿元；截至 2018 年末公司其他流动资产 25.94 亿元，主要系公司投资的其他各类理财产品，包括货币基金、银行理财产品、券商资管产品、信托产品和国债回购产品等。

图表 12. 公司其他流动资产投资情况（单位：亿元）

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
待抵扣增值税	-	0.005	0.003
货币基金	5.75	2.16	3.73
银行理财产品	7.25	2.27	10.24
券商资管产品	5.19	6.34	0.01
信托产品	2.83	8.74	11.93
国债回购	0.30	-	-
其他	-	0.10	0.03
合计	21.32	19.61	25.94

资料来源：上海国际资管

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，2016-2018 年末可供出售金融资产占总资产的比例分别为 68.38%、70.00%和 64.48%，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。公司于 2016 年按照上海国际集团要求将可供出售金融资产中一年内到期的现金管理类产品重分类至其他流动资产科目，加之市场行情影响，2016 年公司可供出售金融资产余额较上年末下降 32.31 亿元至 102.85 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，公司资产规模将有一定的上升空间。

公司抗风险能力评价

1. 自身抗风险能力

(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。上海作为国际经济中心、国际金融中心、国际航运中心与国际贸易中心的战略定位以及上海市政府贯彻“四个中心”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。

2. 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。

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2018年末，公司共获得各银行授信额度86.90亿元，尚有59.53亿元未使用。

跟踪评级结论

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。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。

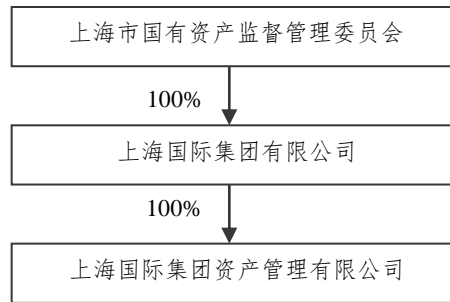
跟踪期内，该公司各业务板块已基本形成了投资与融资的相互匹配，资产负债匹配度较高。公司杠杆经营程度适中，债务偿付压力可控，债务结构较为合理。2018年公司新增部分财务股权投资，同时持续对产业基金进行投

资，投资活动现金流净流出大幅增加。受制于股票二级市场行情，公司库存股票市值有所波动，但存量股票仍有较大规模浮盈，加之未来产业基金 LP 份额的浮盈变现，公司流动性将得到有效支撑，且资产规模有一定的上升空间。

同时，我们仍将持续关注（1）宏观经济变化对该公司股权投资企业经营情况的影响；（2）证券市场价格波动对公司资产规模和结构的影响；（3）房地产市场景气度下降对公司商业载体租赁及酒店经营主营业务板块投资的影响。

附录一：

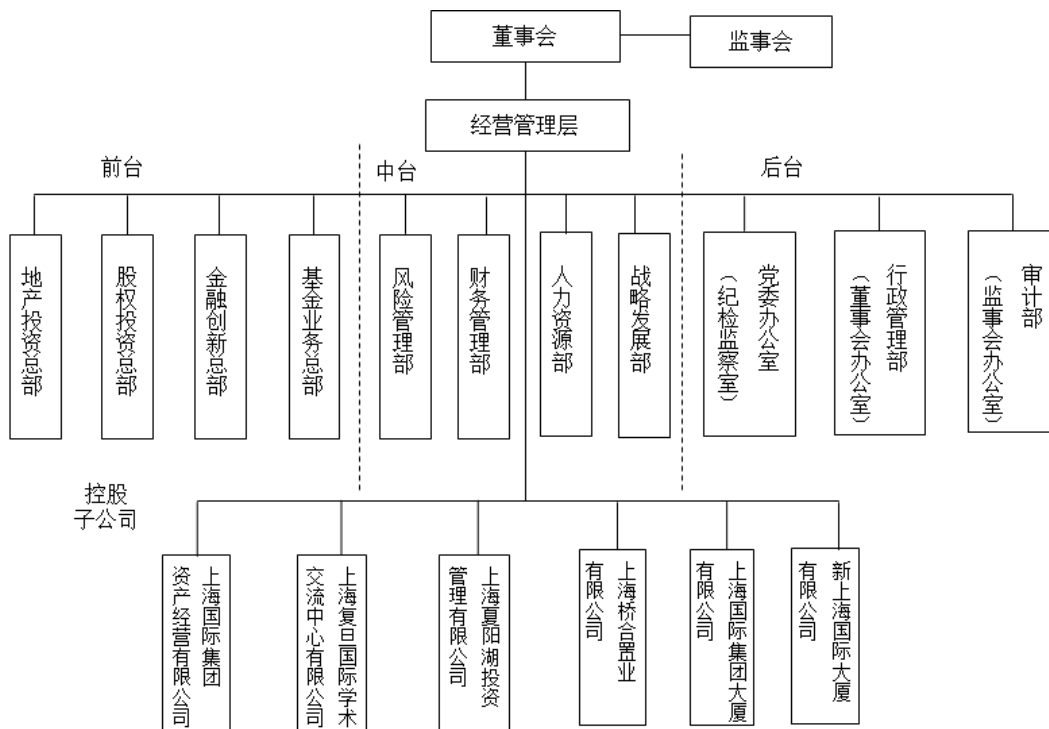
公司与实际控制人关系图



注：根据上海国际资管提供的资料绘制（截至 2018 年末）

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 2018 年末）

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
上海国际集团大厦有限公司	上海国际集团大厦	1.95	100.00	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 2018 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]	2016年	2017年	2018年
资产总额[亿元]	150.40	156.40	159.55
货币资金[亿元]	1.89	2.19	4.73
刚性债务[亿元]	48.92	54.58	72.79
所有者权益[亿元]	85.90	85.89	74.07
营业收入[亿元]	3.10	3.17	3.10
净利润[亿元]	3.33	5.58	6.07
EBITDA[亿元]	6.51	9.05	10.66
经营性现金净流入量[亿元]	-8.58	-1.68	-0.82
投资性现金净流入量[亿元]	6.74	-0.07	-10.58
资产负债率[%]	42.89	45.09	53.58
长期资本固定化比率[%]	92.69	101.42	91.72
权益资本与刚性债务比率[%]	175.60	157.36	101.75
流动比率[%]	139.71	94.70	135.25
速动比率 [%]	99.89	66.64	101.60
现金比率[%]	8.10	6.64	15.60
利息保障倍数[倍]	2.77	4.06	3.75
有形净值债务率[%]	76.86	83.87	118.03
营运资金与非流动负债比率[%]	22.58	-4.66	19.39
担保比率[%]	—	—	—
应收账款周转速度[次]	23.85	20.80	28.00
存货周转速度[次]	0.38	0.72	178.11
固定资产周转速度[次]	0.65	0.69	0.70
总资产周转速度[次]	0.02	0.02	0.02
毛利率[%]	82.71	83.22	82.64
营业利润率[%]	120.46	180.73	232.11
总资产报酬率[%]	3.83	5.50	6.36
净资产收益率[%]	3.73	6.49	7.59
净资产收益率*[%]	3.51	6.26	7.45
营业收入现金率[%]	98.00	97.88	106.57
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-34.98	-5.97	-2.59
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-13.30	-2.49	-1.05
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-7.53	-6.22	-36.00
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.86	-2.59	-14.61
EBITDA/利息支出[倍]	3.06	4.35	3.98
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.17	0.17

注：表中数据依据上海国际资管经审计的 2016-2018 年度财务报表整理、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。

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。