





内部编号: 2023060255

上海国有资产经营有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

分析师: 刘兴堂  liuxingtang@shxsj.com
高飞  gaofei@shxsj.com

评级总监: 熊荣萍 

联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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.

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调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号：【新世纪跟踪（2023）100230】

评级对象：上海国有资产经营有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级	
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
19 沪国 02	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 10 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 10 日
20 沪国 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 3 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 3 月 25 日
20 沪国 02	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 3 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 3 月 25 日
20 沪国 03	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 10 月 13 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 10 月 13 日
21 沪国 01	AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 12 月 31 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 12 月 31 日

评级观点

主要优势：

- 外部环境良好。上海市综合经济实力与金融实力强，十四五规划期间，上海市贯彻国际经济、金融、贸易、航运和科技创新中心核心功能迈上新台阶的实施举措将有助于促进上海市经济的长期发展，为上海国资提供了良好的环境和发展机遇。
- 股东支持力度大。上海国资为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委，可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持。
- 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批量收购处置业务牌照。上海国资具备上海地区金融企业不良资产收购处置业务牌照，金融企业不良资产批量收购处置业务的开展有助于提升公司盈利稳定性。

主要风险：

- 盈利来源相对单一。上海国资的盈利来源主要为分红收益，历年来均较为可观和稳定，但未来被投资企业分红变动仍将影响公司的盈利稳定性。
- 资产固化程度较高。上海国资战略性投资金额较大，资产固化程度较高。
- 证券市场价格波动风险。上海国资持有的其他权益工具投资及其他非流动金融资产规模大，其市值波动将对公司的资产规模和结构造成显著影响。

未来展望

通过对上海国有资产经营有限公司及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 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，并维持上述债券 AAA 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据:				
总资产 (亿元)	784.88	788.60	716.51	733.13
投资资产规模 (亿元)	665.05	778.17	669.61	682.50
刚性债务 (亿元)	201.07	187.79	151.78	169.82
所有者权益 (亿元)	458.39	463.50	401.13	418.50
营业总收入 (亿元)	3.67	4.06	2.32	0.29
净利润 (亿元)	30.07	18.10	18.04	-1.27
非筹资性现金净流入量 (亿元)	-22.15	-2.87	-2.16	10.36
资产负债率[%]	41.60	41.23	44.02	42.92
双重杠杆率[%]	12.48	12.77	16.50	15.82
净资产收益率[%]	6.49	3.93	4.17	-
合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	875.87	868.89	769.26	791.44
总负债 (亿元)	342.83	333.17	301.55	306.59
刚性债务 (亿元)	217.08	216.77	214.74	204.39
所有者权益 (亿元)	533.04	535.72	467.71	484.85
营业收入 (亿元)	3.30	3.69	1.69	0.20
净利润 (亿元)	43.26	24.65	21.91	-1.22
资产负债率[%]	39.14	38.34	39.20	38.74
权益资本与刚性债务比率[倍]	2.46	2.47	2.18	2.37
净资产收益率*[%]	7.96	4.61	4.37	-

注：根据上海国资经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：金融机构评级方法与模型（金融投资公司）FM-JR005（2022.12）

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	2	
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	ESG 因素	0
		表外因素	0
		业务持续性	0
		其他因素	0
调整理由： 无			
个体信用级别		aa ⁺	
外部支持	支持因素	+1	
	支持理由： 上海国资为上海国际集团全资子公司，实际控制人为上海市国资委，可获得上海国际集团的大力支持。		
主体信用级别		AAA	

同类企业比较表

企业名称	最新主体信用等级	2022年/末主要经营及财务数据					
		总资产	股东权益	净利润	双重杠杆率	资产负债率	净资产收益率
中国建银投资有限责任公司	AAA	995.79	813.83	22.72	84.70	18.27	2.82
山东省财金投资集团有限公司	AAA	729.12	426.85	3.72	103.87	41.46	0.91
杭州市金融投资集团有限公司	AAA	484.88	115.58	10.88	379.46	76.16	9.62
上海国有资产经营有限公司	AAA	716.51	401.13	18.04	16.50	44.02	4.17

注：以上数据均为母公司口径数据。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海国有资产经营有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）（品种二）、2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种一）、2020 年公开发行公司债券（第一期）（品种二）、2020 年公开发行公司债券（第二期）和 2021 年公开发行创新创业公司债券（第一期）（分别简称“19 沪国 02”、“20 沪国 01”、“20 沪国 02”、“20 沪国 03”及“21 沪国 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上海国资提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 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，进行了定期跟踪评级。

图表 1. 本次跟踪债券概况

债项名称	种类	起息时间	发行金额（亿元）	票面利率（%）	到期时间
19 沪国 02	公司债券	2019 年 6 月	6.00	4.10	2024 年 6 月 19 日
20 沪国 01	公司债券	2020 年 4 月	5.00	2.95	2025 年 4 月 13 日
20 沪国 02	公司债券	2020 年 4 月	10.00	3.85	2030 年 4 月 13 日
20 沪国 03	公司债券	2020 年 10 月	20.00	3.60	2023 年 10 月 22 日
21 沪国 01	公司债券	2021 年 2 月	10.00	3.50	2026 年 2 月 24 日

资料来源：上海国资

概况

上海国有资产经营有限公司（以下简称“上海国资、该公司或公司”）成立于 1999 年 9 月，是经上海市人民政府批准成立的一人有限责任公司（法人独资），初始注册资本 1 亿元。2007 年，根据上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）【2007】689 号《关于上海国有资产经营有限公司整体国有资产无偿划转的批复》，公司整体划归上海国际集团有限公司（以下简称“上海国际集团”）。截至 2023 年 3 月末，公司实收资本为人民币 55.00 亿元。

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

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

健全的资产管理公司，为上海乃至全国的经济发挥关键作用。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

A. 银行业

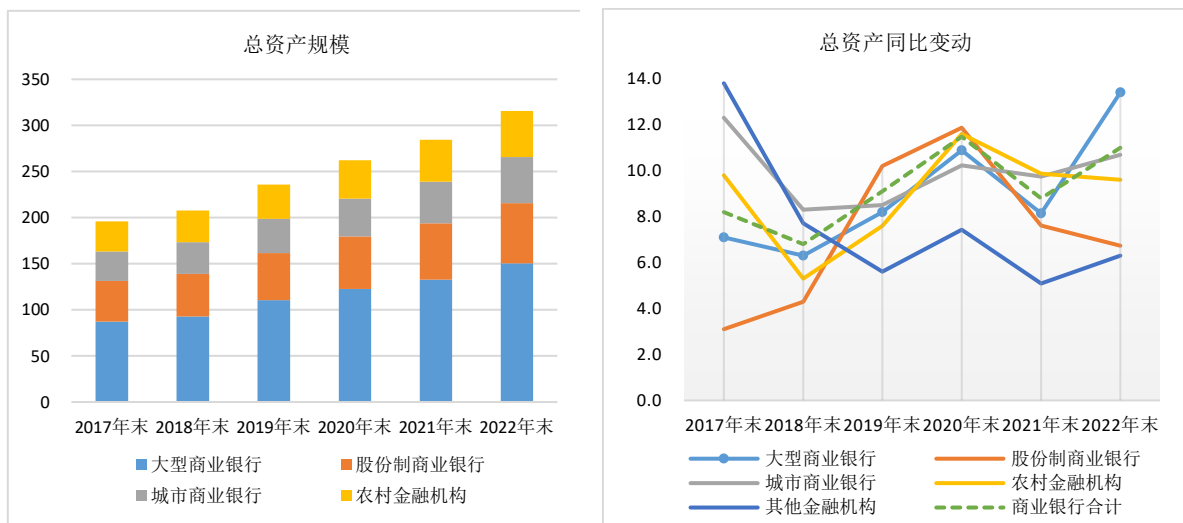
2022 年以来，国际国内形势多变，我国经济增长压力加大；社会融资规模增速及商业银行总资产增速均有所回升，但人民币贷款增速延续下降走势。消费贷款增速回

落幅度显著，经营性贷款相对保持韧性，其中基础设施业融资拉动效应最为显著，但房地产融资持续低迷。居民储蓄意愿提高，带来存款增速回升，商业银行资金来源稳定性加强。贷款加权平均利率继续波动下行，降准及存款利率市场化调整机制为商业银行节约了资金成本，综合表现为净息差收窄。2022年末，商业银行不良贷款率及关注类贷款比例双降，拨备覆盖率亦较年初回升，但正常类贷款向下迁徙规模同比大幅增加，房地产企业信用风险的释放仍将带来影响。商业银行资本充足率总体稳健，监管强调中小银行加快资本补充，资本补充债券存量创新高，但年内净融资额已较高峰回落。银行业监管及政策框架不断完善，接轨国际监管改革，将进一步提高监管效率，推动商业银行提升风险管理水平及服务实体经济的能力。

a) 银行业运营情况

商业银行在我国社会融资体系中长期保持主导地位，银行业运行质量对于金融体系稳定性具有重要影响。近年来，银行业金融机构整体资产保持较快增长。2020年初，央行多措并举维护金融体系流动性，加大货币信贷支持力度。后随着经济增速的快速回升，货币政策宽松力度有所减弱，更加强调精准导向。2021年，货币政策回归至常态，社会融资规模增速回落，银行总资产增速亦有放缓。2022年，央行加大稳健的货币政策实施力度，稳字当头、稳中求进，有效落实稳经济一揽子政策，社会融资规模增速及银行总资产增速均有所回升，但信贷增速呈现下降走势。

图表 2. 各类商业银行资产规模及同比变动情况（单位：万亿元、%）

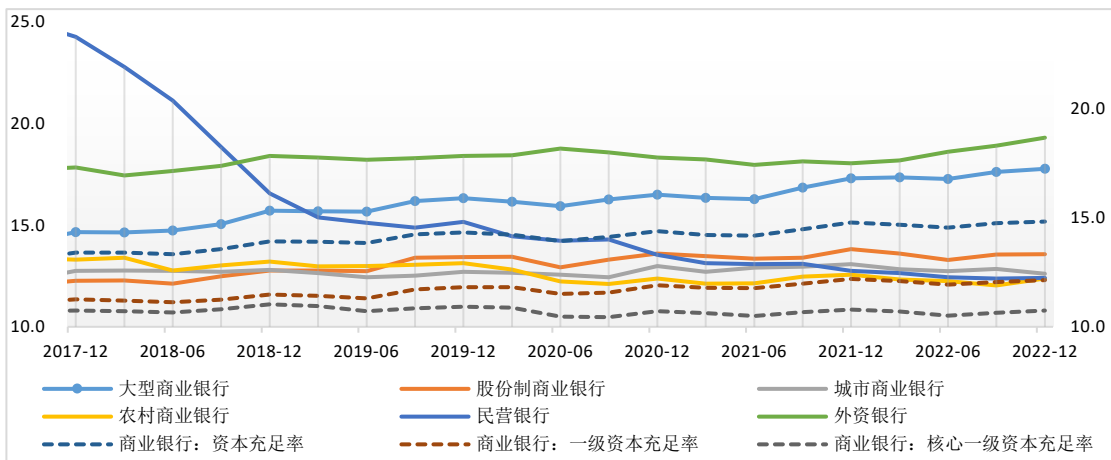


资料来源：Wind，银保监会

2022年末，商业银行总资产规模为312.75万亿元，较上年末增长11.00%，其中大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行和农村金融机构资产增速分别为13.40%、6.73%、10.68%和9.60%，大型商业银行增速回升更为明显，股份制商业银行和农村金融机构同比增速有所下滑。分机构类型来看，大型商业银行的经营和风险状况直接关系到金融体系整体稳健性以及服务实体经济的能力，凭借其全国网点及资本规模的绝对优势在行业中占据主导地位，在宏观经济增速换挡的环境下，大型商业银行业务发展总体稳健。股份制商业银行受益于良好的公司治理结构、有效的约束与激励机制、灵活的产品与服务创新机制，但负债端对同业依赖度相对较高，资产增速在去杠杆政策期大幅放缓后实现反弹；近两年来，股份制银行资本补充债券净融资额较前期明显减少，加之资金业务的转型及风险处置压力上升，均制约了资产增速。城市商业银行资产结构中资金业务占比相对较高，在地方政府隐性债务化解、表外融资回表及非标转标的背景下，资产增速逐步恢复。农村金融机构在各自经营区域内有一定竞争力与市场地位，且资金端以存款尤其是零售存款为主，负债稳定性较高，但资产质量地区差异较大，大型商业银行普惠业务的下沉也带来竞争压力，2022年资产增速同比小幅下降。

商业银行整体资本充足度处于较好水平，持续通过利润留存、股东增资及发行资本工具等方式有效补充资本。近年来，监管鼓励商业银行通过发行资本工具补充资本，同时强调重点支持中小银行补充资本。2022年，商业银行资本补充债券年末存量创新高，但年内净融资额已较高峰回落，且一级市场结构性分化。在上年确定的2000亿元基础上，政府新增1200亿支持中小银行发展专项债券额度，增强中小银行资本实力，2022年末上述专项债券合计2730亿元。2022年，信贷需求不足导致息差有所收窄，同时银行业仍保持较大的核销力度，继续影响内生资本积累，商业银行核心资本充足率指标略有下降。当年末，商业银行加权平均资本充足率、一级资本充足率和核心一级资本充足率分别为15.17%、12.30%和10.74%，分别较上年末提高0.04个百分点、下降0.05个百分点和下降0.04个百分点。不同银行资本充足率水平各异，其中大型商业银行及外资银行资本充足率保持增长，其他各类银行则有不同程度的下降。中小银行的个体差异较大，部分银行资本充足率已触及警戒线。在本轮中小银行改革中，地方政府支持及重组合并得到较为广泛的应用，包括地方政府支持中小银行发展专项债的陆续落地，问题银行重组中地方国有资本的参与，以及多地中小银行的合并（兼并）重组。

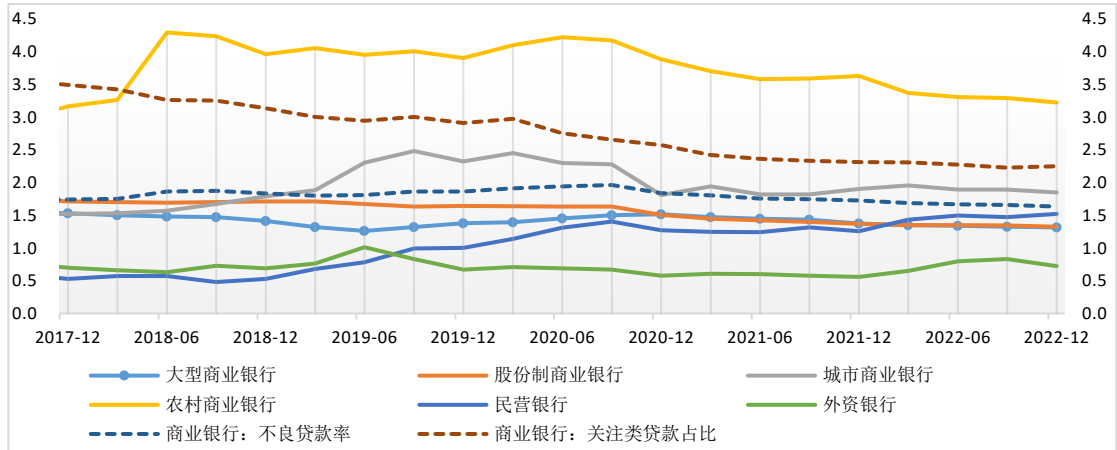
图表 3. 各类商业银行资本充足率比较（单位：%）



资料来源：Wind，银保监会

受宏观经济增速放缓、经济结构调整以及银行业资产风险分类政策监管趋严影响，近几年我国商业银行资产质量面临较大下行压力。2022年以来，国内经济增长压力加大，商业银行的资产质量受到负面冲击。但信贷扩张在一定程度上抵消了信用风险暴露的影响，2022年不良贷款率和关注类贷款占比指标均有好转。2022年末，商业银行（法人口径）不良贷款率为1.63%，较上年末下降0.10个百分点；关注类贷款占比2.25%，较上年末减少0.06个百分点。银行贷款资产质量在不同机构类型之间也呈现分化格局，其中大型商业银行、股份制商业银行资产质量表现显著优于城市商业银行和农村商业银行。2022年末，除民营银行外，其他各类银行不良贷款率均较上年末有所下降，民营银行的不利指标全年波动上升；农村商业银行不良贷款率仍处于高位，部分地区的整体信用风险水平趋升。除贷款外，商业银行资金业务中信托、资管产品、同业理财投资及表外理财规模较大，穿透底层涉及信用债以及非标债权投资，且部分投向表内的信贷客户，相关资产质量并未在不良贷款率中体现，整体看银行业资产质量风险暴露尚不充分。此外，房地产企业债务危机及其产业链传导对商业银行资产质量的负面影响尚难以准确估量。同时，延期还本付息政策的实施致使部分企业风险延缓暴露，后期可能会对银行信贷资产产生一定影响。

图4. 各类商业银行不良贷款率比较 (单位: %)

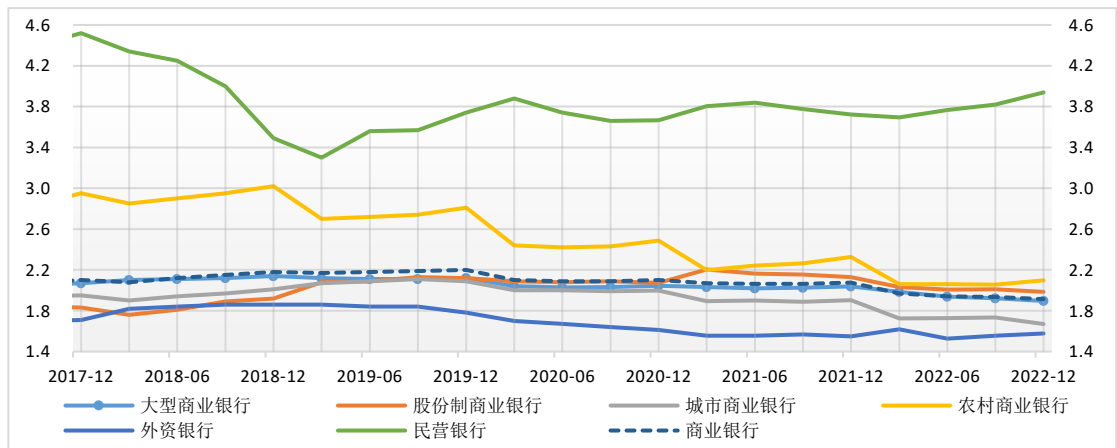


资料来源: Wind, 银保监会

2022 年以来, 商业银行的贷款拨备覆盖率持续提升, 与前期金融让利政策下大额信用成本的计提, 以及切换为新金融工具准则后信用减值计提力度进一步加大有关。当年末, 商业银行拨备覆盖率为 205.85%, 较上年末增加 8.94 个百分点, 其中大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行、民营银行和外资银行的拨备覆盖率分别为 245.04%、214.18%、191.62%、143.23%、282.54% 和 301.97%, 农村商业银行的拨备充足水平较低。此外, 鉴于资金业务与表外理财业务的拨备计提仍不足, 商业银行的真实拨备水平弱于指标表现。

2022 年, 1 年期及 5 年期 LPR 继续下调, 同时延期还本付息政策执行时间进一步延长, 监管部门引导实际贷款利率稳中有降, 推动金融系统向实体经济让利。负债端, 为促进银行跟踪市场利率变化, 2022 年 4 月, 央行指导建立了存款利率市场化调整机制, 自律机制成员银行参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率, 合理调整存款利率水平。调整机制实施后, 商业银行主动调整存款利率水平, 存款利率有所下降。加之年内央行两次降准释放长期资金约 1.03 万亿元, 进一步降低银行负债成本。商业银行资产及负债端利率均有下降, 综合表现为净息差略有收窄。2022 年, 商业银行资本利润率为 0.76%, 同比下滑 3bps。其中, 大型商业银行 0.88%, 同比减少 5bps; 股份制商业银行 0.79%, 同比增加 1bps; 城市商业银行 0.54%, 同比减少 2bps; 农村商业银行 0.53%, 同比减少 8bps; 民营银行 1.03%, 同比增加 10bps; 外资银行 0.59%, 同比增加 3bps。

图5. 各类商业银行净息差 (季度数据) 比较 (单位: %)



资料来源: Wind, 银保监会

近年来, 监管不断推动资产管理业务监管标准的统一, 资管新规过渡期于 2021 年底结束, 此后正式全面实施。2022 年末, 获批筹建的银行理财子公司合计 31 家, 其中 30 家已开业, 主要由大型商业银行、股份制商业银行以及头部城市商业银行设立, 另外也有 5 家外资控股理财公司获批。根据银行

业理财登记托管中心《中国银行业理财市场年度报告（2022年）》，2022年，银行理财产品募集资金累计89.62万亿元，期末存续产品余额为27.65万亿元，较年初下降4.66%，其中银行理财子公司、城市商业银行、农村金融机构、大型商业银行和股份制商业银行存续产品金额占比分别为80.44%、8.85%、3.93%、3.34%和3.18%。期末存续产品中，净值型理财产品占比为95.47%，固定收益类占比为94.50%，开放式产品占比82.71%。2022年各月度，理财产品平均收益率为2.09%。但收益率在各月度间差别较大，进入11月后，随着资金市场利率上行，以及房地产、防疫优化相关政策的确立，银行理财产品净值下跌，随之迎来赎回高峰，进而引发“投资人赎回-资产端加速处置-产品净值下跌”的负反馈效应。经过本轮赎回潮，风险厌恶型投资人将转向安全边际更高的投资渠道，商业银行及理财子公司也应加强产品管理能力。

近年来，随着宏观经济增速放缓、金融监管趋严以及市场信用风险上升，中小银行风险显露。根据2021年四季度央行金融机构评级情况，4398家参评银行业金融机构中，评级结果在“绿区”（1-5级）的机构2201家，“黄区”（6-7级）机构1881家，“红区”（8-D级）机构316家，其中农合机构和村镇银行风险最高，高风险机构数量分别为186家和103家，且呈现区域集中特点。2022年4月，河南、安徽的五家村镇银行出现线上取款异常。此后根据警方通报，犯罪团伙以关联持股、交叉持股、增资扩股、操控银行高等手段，实际控制村镇银行，利用第三方互联网金融平台和犯罪团伙设立的自营平台及一批资金掮客进行揽储和推销金融产品，以虚构贷款等方式非法转移资金。相关村镇银行已逐步完成分批垫付工作，对当地监管部门人员的追责处置亦在持续推进中，预计未来金融供给侧改革仍将持续。

b) 银行业监管及政策

从行业监管来看，银监会于2003年成立，行使原由央行履行的银行业监督管理职责，这也标志着我国金融分业监管体制的落地。近年来，我国顺应国际监管改革趋势，不断完善宏观审慎政策框架，加强金融监管协调。2018年，银监会和保监会合并为银保监会，统筹监管银行业、保险业，并将银监会、保监会拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入央行，强化央行宏观审慎管理职责。2023年，根据中共中央、国务院《党和国家机构改革方案》，将在银保监会的基础上组建国家金融监督管理总局，统一负责除证券业之外的金融业监管，强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，统筹负责金融消费者权益保护，加强风险管理和防范处置，依法查处违法违规行为，作为国务院直属机构。

2008年国际金融危机后，宏观审慎政策成为金融监管改革的重心。国际方面，巴塞尔协议III以资本和流动性监管为核心，兼顾了宏观审慎管理和微观审慎监管。我国自2004年实行差别存款准备金制度，分类开展信贷政策；2011年引入差别准备金动态调整机制。2016年，央行将差别准备金动态调整/合意贷款管理机制升级为宏观审慎评估体系（MPA）。2018年起，央行按季对全国4000多家金融机构开展金融机构评级，摸清风险底数，精准识别高风险机构。2020年，央行、银保监会明确建立逆周期资本缓冲机制，并将银行业金融机构初始逆周期资本缓冲比率设置为0。近年来，我国还不断完善系统重要性金融机构监管，陆续出台系统重要性银行评估办法、附加监管规定及总损失吸收能力管理办法（全球系统重要性银行）等。“宏观审慎+微观监管”管理框架的实施对我国银行业信用评价具有正面影响，可长远加强银行体系的稳健性。

在强化金融监管的同时，建立存款保险制度也是维护银行业稳定、防范金融风险的关键措施。2015年5月，《存款保险条例》正式施行。存款保险制度覆盖所有吸收存款的银行业金融机构，由投保机构向存款保险基金管理机构交纳保费，形成存款保险基金，存款保险实行限额偿付，最高偿付限额为人民币50万元；存款保险基金管理机构为央行，负责保费归集、履行赔付、必要的早期纠正措施和风险处置等。2019年包商银行事件中，央行使用存款保险基金以收购大额债权的方式处置风险，其中对个人储蓄存款进行全额保障，对大额对公和同业债权实施部分收购，在保护储户权益、避免客户挤兑方面发挥了积极作用。

面对复杂多变的国际经济、金融环境，以及巴塞尔协议III最终版的正式实施，我国将继续坚持审慎管理，加强金融监管协调，优化政策框架，完善风险监测识别及防范化解机制，对银行业的监管也

将不断强化。为加强和完善现代金融监管，提升金融监管透明度和法治化水平，银保监会于 2022 年 11 月发布《中华人民共和国银行业监督管理法（修订草案征求意见稿）》（简称“《征求意见稿》”）。现行《中华人民共和国银行业监督管理法》于 2004 年 2 月开始实施，2006 年进行过一次修订，部分规定相对于目前的金融市场而言有所滞后。《征求意见稿》在现行法律的基础上，完善审慎监管规则，加强行为监管，切实保护金融消费者合法权益；努力实现监管全覆盖，提高对股东、实际控制人违法违规行为的打击力度；健全风险处置机制，完善早期干预制度，丰富风险处置措施，提升处置效率。

自财政部 2017 年发布以来，新金融工具相关会计准则在境内外上市企业、非上市企业陆续实施。财政部、银保监会于 2020 年发布《关于进一步贯彻落实新金融工具相关会计准则的通知》，规定商业银行自 2022 年 1 月 1 日起全面执行新金融工具相关会计准则，其中自 2021 年 1 月 1 日及以后执行新金融工具相关会计准则的非上市的银行业金融机构，在执行的前五年，可以根据自身资本承受能力采用监管资本过渡安排。过渡期相关资本加回政策缓解了银行因采用预期信用损失法计提信用减值准备对资本造成的冲击。2022 年 5 月，银保监会发布《商业银行预期信用损失法实施管理办法》，以规范商业银行预期信用损失法实施的内控机制和管理流程，夯实信用风险拨备管理基础。

2023 年 2 月，银保监会、央行发布《商业银行金融资产风险分类办法》（简称“《办法》”），是我国银行业监管参考借鉴新会计准则要求、接轨国际银行业监管的实践，有利于推动商业银行准确识别风险水平、真实反映资产质量。《办法》将风险分类对象由贷款扩展至承担信用风险的全部金融资产。明确对非零售金融资产进行风险分类时，应以评估债务人的履约能力为中心，债务人在本行债权超过 10% 分类为不良的，其在本行所有债权均应分类为不良；债务人在所有银行的债务中，逾期超过 90 天的债务已经超过 20% 的，各银行均应将其债务归为不良。在风险分类与逾期天数、会计处理的关系方面，逾期超过 90 天的债权，即使抵押担保充足，也应归为不良；已发生信用减值的资产应进入不良，其中预期信用损失占账面余额 50% 以上应至少归为可疑，占账面余额 90% 以上应归为损失。在重组资产分类方面，《办法》细化了符合重组概念的各种情形；将重组观察期由至少 6 个月延长为至少 1 年，在观察期内采取相对缓和的措施；不再统一要求重组资产必须分为不良，但应至少分为关注；观察期内未按照合同约定及时足额还款，或虽足额还款但财务状况未有好转，再次重组的资产至少归为次级类。对于自《办法》正式施行（2023 年 7 月 1 日）后新发生的业务，商业银行应按照《办法》要求进行分类；对于正式施行前已发生的业务，商业银行应于 2025 年 12 月 31 日前按季度有计划、分步骤对所有存量业务全部重新分类。

现行《商业银行资本管理办法（试行）》自 2013 年 1 月 1 日起正式实施，为进一步完善商业银行资本监管规则，推动银行提升风险管理水平，银保监会会同央行开展政策修订工作，于 2023 年 2 月发布《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，围绕构建差异化资本监管体系，修订重构第一支柱下风险加权资产计量规则、完善调整第二支柱监督检查规定，全面提升第三支柱信息披露标准和内容，要求自 2024 年 1 月 1 日开始施行。本次修订按照业务规模和风险差异将银行划分为三个档次，使资本监管与银行资产规模和业务复杂程度相匹配，降低中小银行合规成本。在信用风险方面，权重法重点优化风险暴露分类标准，增加风险驱动因子，细化风险权重。如，针对房地产风险暴露中的抵押贷款，依据房产类型、还款来源、贷款价值比（LTV），设置多档风险权重；对交易对手商业银行的风险权重以标准信用风险评估结构为基准分类计量；对商业银行次级债券及 TLAC 债务工具的风险权重上升，对投资级公司、中小企业债权和地方政府一般债券的风险权重下降；限制内部评级法使用范围，校准风险参数。本次修订还明确了商业银行投资资产管理产品的资本计量标准，提出穿透法、授权基础法和 1250% 权重等三种计量方法，引导银行落实穿透管理要求。

B. 证券行业

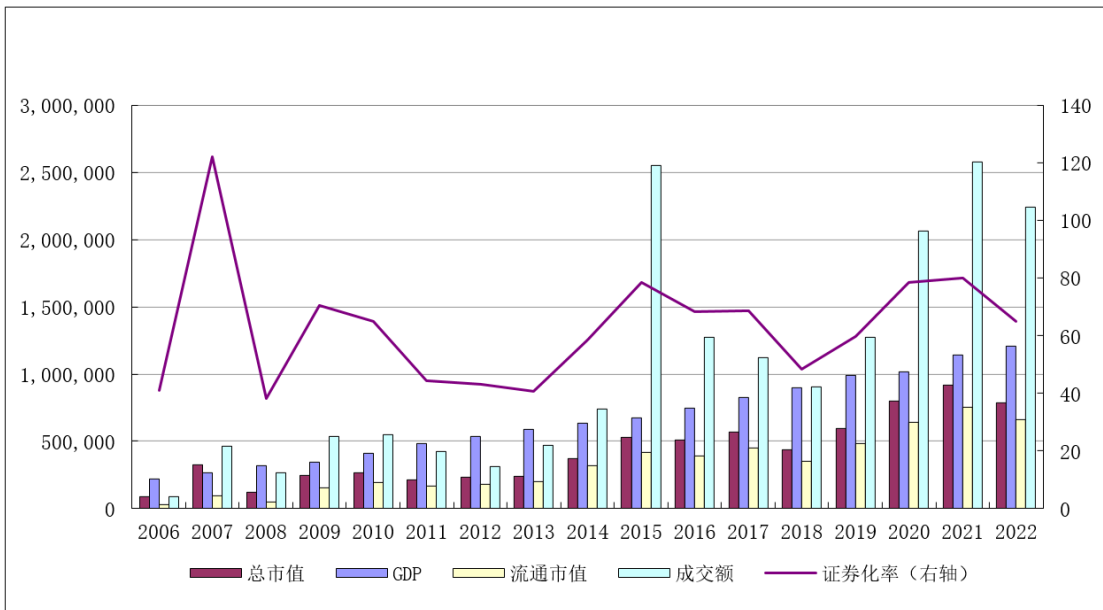
近年来，我国证券市场规模不断壮大、市场层次不断丰富、监管体系不断完善，但与成熟市场相比，风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性仍较强。由于证券业受到高度监管，证券公司业务得到较大保护，这也成为证券公司信用质量的重要支撑。证券业同质化竞争较严重，且随着证券市场层次与参与主体的日

益丰富，其他金融机构及互联网金融使得证券业面临日益激烈的市场竞争压力。而证券公司创新业务的开展在优化证券公司业务结构的同时，也抬高了其杠杆经营程度，对证券公司资本补充、融资能力和风险管理能力提出更高要求。

我国证券市场经过多年发展，市场规模不断壮大，市场层次与参与主体不断丰富，监管体系与市场规则不断完善。证券市场在改善社会融资结构、优化资源配置、推动经济与金融体制改革与发展等方面发挥了重要作用。

根据沪深交易所统计数据，截至 2022 年末，沪深两市境内上市公司共有 4917 家，市价总值 78.80 万亿元。

图表 6. 中国股市发展情况及证券化率（单位：亿元，%）

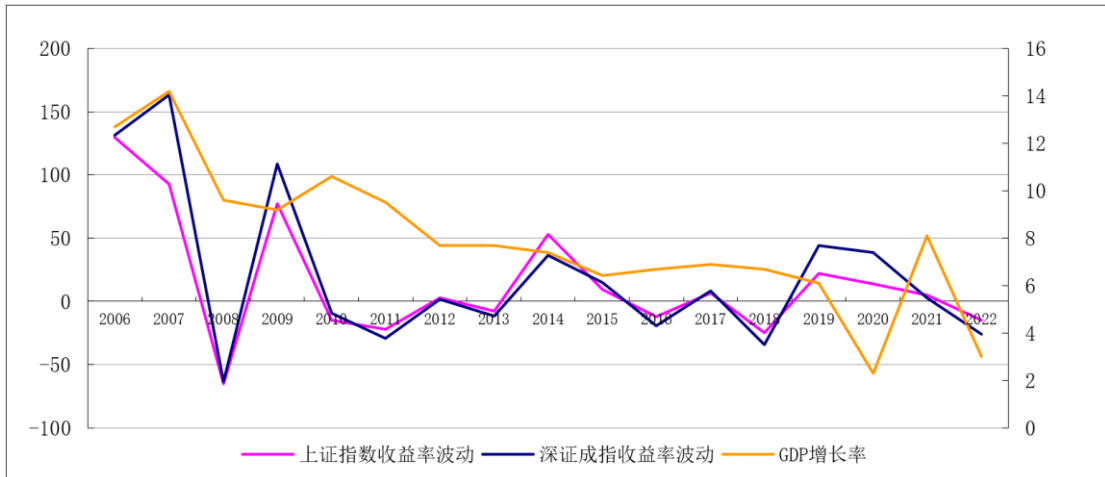


资料来源：Wind

注：证券化率=股市总市值/GDP×100%。

我国证券市场尚处于不断发展和完善过程中。证券公司综合治理和股权分置改革的陆续完成，有利于证券市场的规范发展，但市场依然存在结构性矛盾与制度性缺陷。目前，我国证券市场在多层次市场体系建设、机构投资者培育、发行审批制度改革、信息披露规则要求、市场退出机制等方面仍有改善空间。近年来，证券行业持续推进改革创新，以点带面稳步推动创新业务制度建设逐一落地实施，证券行业有望由依靠通道业务驱动转向多元化发展。但与成熟市场相比，我国证券市场的风险对冲工具与市场稳定机制仍显不足，市场投机性和波动性较强。自 2015 年我国股票二级市场出现大幅调整以来，证券行业监管政策导向逐步向防范金融风险和维护金融稳定的方向转变；此外，2019 年以来，资本市场全面深化改革开放的步伐持续推进，注册制改革持续推进，逐步完善常态化退市机制，加强债券市场建设，同时，北交所重塑新三板新格局，相关制度建设加快推进，多层次资本市场进一步丰富，中长期改革转型的思路不变。

图表 7. GDP 增长率与上证指数及深证成指收益率波动情况（单位：%）

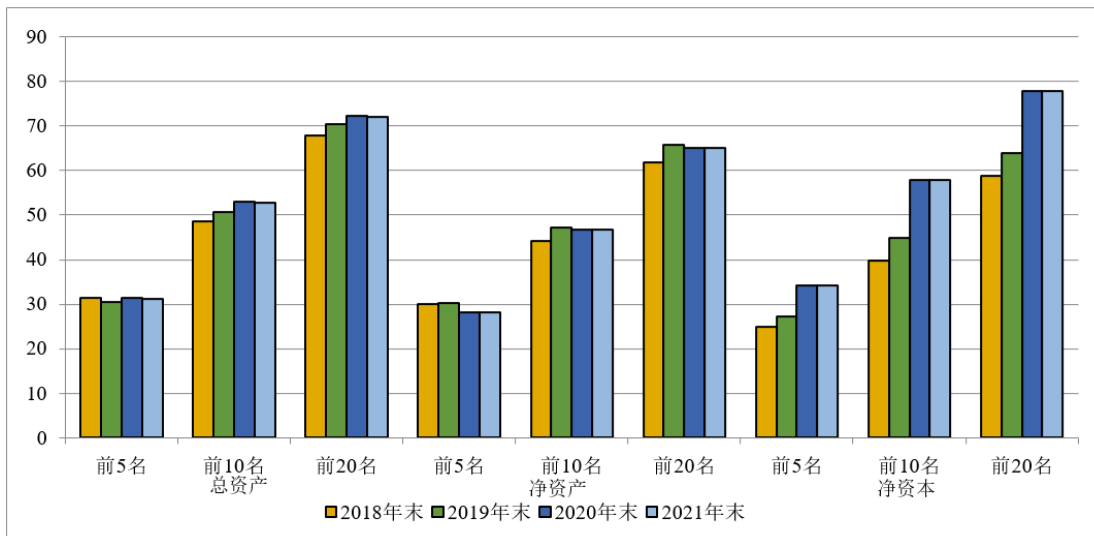


资料来源：Wind

我国证券业受到高度监管。证券公司市场准入、业务经营和日常管理等方面受到全面监管，证券公司设立和业务实施特许经营。在金融分业经营环境下，特许经营方式使证券公司能够获得较好的经营保护，这也成为我国证券公司重要的信用支持因素。

证券公司综合治理整顿之后，证券业竞争格局发生重大变化，业务资源向少数证券公司集中。同时，中国证监会自 2004 年以来实施证券公司分类监管，大型优质证券公司竞争优势得到增强。证券市场集中度较高，行业竞争格局初步形成。

图表 8. 证券业集中度变化情况（单位：%）



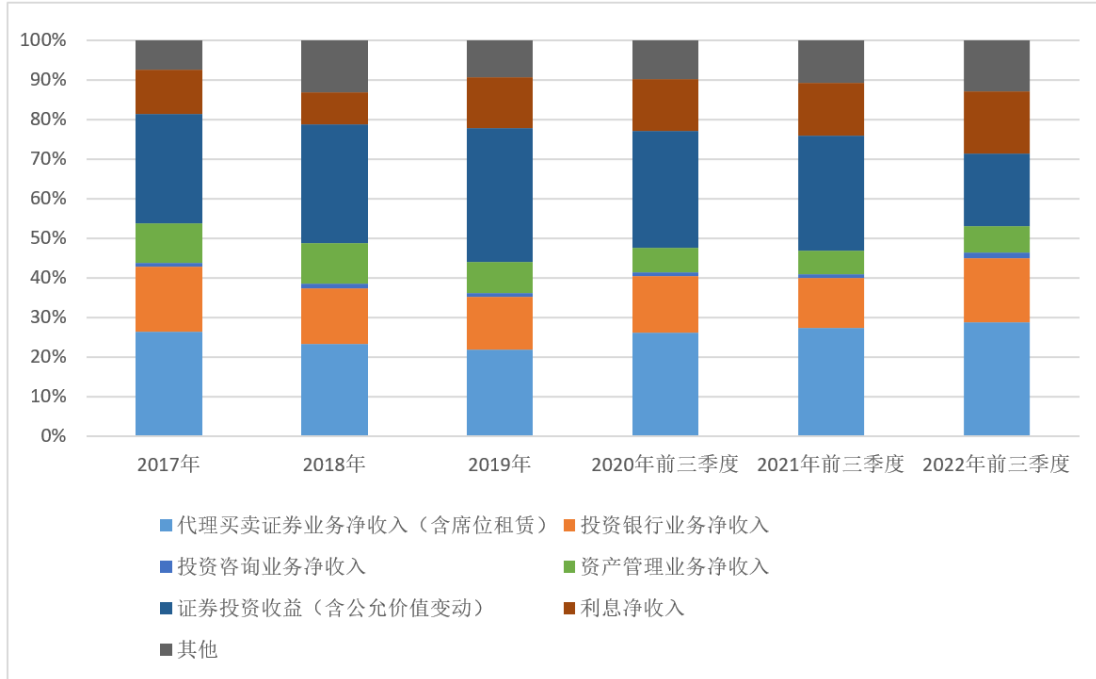
资料来源：中国证券业协会

目前证券行业同质化竞争仍然激烈，各证券公司在技术水平、竞争策略、管理模式等方面缺乏明显差异，客户资源和价格是主要竞争手段。一方面，商业银行、保险公司和其他金融机构也逐渐参与财务顾问、资产管理和债券承销等业务，分流证券公司的业务与客户资源，对证券公司形成了竞争替代风险。而且，近年来，互联网金融的发展对证券公司业务构成挑战，证券业将持续面临激烈的市场竞争压力。另一方面，随着我国金融市场的持续改革，以及证券市场融资功能的逐步完善，证券公司运营模式将面临较多变革，各证券公司在专业性和差异化方面将逐步显现。与此同时，杠杆经营程度上升后，证券公司在资本补充、融资能力和风险管理能力等方面有待同步提高。

受市场发展水平和监管环境影响，国内证券公司业务模式相对单一，对证券经纪、证券承销和自营业务的依赖度较高，盈利水平易受证券市场景气度影响，周期性波动明显。近年来，各证券公司均

加快业务转型，推进非通道类业务的发展，平滑盈利波动。2019-2021年，得益于股票市场回暖、两融规模增长，科创板落地及债市发行规模的小幅增长，证券公司营收和利润保持增长。2022年，受内外多重因素影响，A股市场持续下跌，股票市场成交量亦持续萎缩，债券市场发行及交投仍保持活跃，在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期有所回落。监管环境方面，资本市场全面深化改革开放给证券业带来了新的发展机遇，对证券公司综合能力要求进一步提升的同时，营收结构有望进一步优化。

图表 9. 证券公司营业收入结构情况（单位：%）

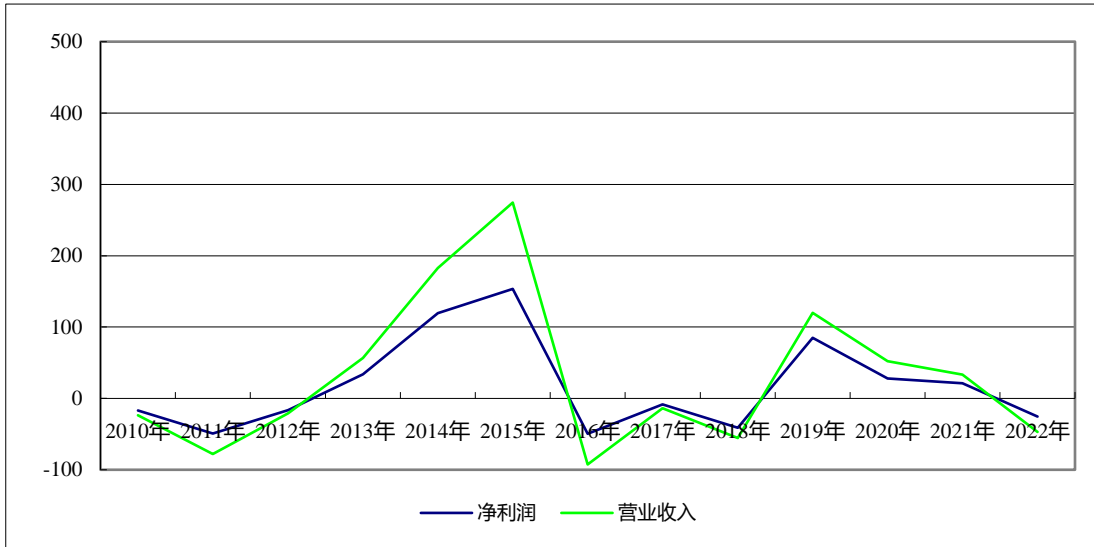


注：考虑数据可得性及一致性，2020年及以后的证券公司收入结构分析取前三季度数据。

资料来源：中国证券业协会

2022年，沪深两市主要指数均有不同程度下跌，股基交易额和两融余额有所回落。截至2022年末，上证指数收盘于3,089.26点，较年初下降15.13%；深圳成指收盘于11,015.99点，较年初下降25.85%。从股基交易额及两融余额来看，根据Wind资讯统计，2022年，沪深A股市场累计交易额为223.89万亿元，较去年同期下降13.19%；同期末，融资融券余额为15,403.92亿元，较年初减少2,917.99亿元。债券市场交投保持活跃，根据Wind资讯统计，截至2022年末，银行间和交易所债券合计成交307.16万亿元，总成交量较去年同期略有上升；同期末，债券市场合计发行额为61.54万亿元，与去年同期基本持平。在此背景下，证券公司营收和利润均较去年同期有所下降。与市场景气度关联最紧密的经纪业务和自营业务均有不同程度下滑；受市场两融规模下滑影响，证券公司的利息净收入亦略有下降；IPO发行保持高效，投行业务收入略有上升；定向资管业务规模持续减少叠加业绩报酬下滑，资产管理业务盈利略有下降。

图表 10. 证券业历年营业收入与净利润增幅情况（单位：%）



资料来源：中国证券业协会

我国证券监管部门审慎推进证券市场的金融创新与对外开放。2014年起，证券市场创新步伐与开放进程有所加快，融资融券、直投业务、股指期货等创新业务与品种陆续推出，创业板成立、三板市场升级扩容、北交所重塑新三板新格局，QFII与QDII适用对象逐步拓宽和提高，创新为市场与机构注入了活力。2019年以来，资本市场全面深化改革开放，叠加金融行业对外开放各项举措持续推出，证券业迎来新的发展机遇。随着我国对外开放水平的提高，我国证券市场的创新度和开放度将进一步提高。

C. 不良资产管理行业

不良资产管理公司在防范和化解金融风险、护航实体经济发展等方面发挥重要作用。近年来，受复杂的经济和金融环境影响，市场信用风险和流动性风险交替叠加、互相强化，不良资产规模持续扩张，供给路径日趋多元，为地方AMC业务的快速发展提供了良好机遇。但地方AMC在发展过程中也面临缺乏牌照、融资困难，经营受地域限制，监管体系不完善、业务不规范等问题。随着不良资产管理机构的多元化以及行业监管的逐步完善，未来不良资产管理行业将以回归本源、专注主业为导向，市场化程度持续提升，竞争也将进一步加剧。未来行业竞争的重点将转移到不良资产的处置能力，而非不良资产包的转移能力，这对AMC在核心竞争力的培养提出了极高的要求。

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

近年来，外部环境更趋复杂严峻和不确定，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，市场信用风险加速暴露，房地产企业信用违约事件对房地产行业再融资能力形成持续冲击，进一步催生了不良资产。同时，伴随着地方政府存量隐性债务到了集中偿还高峰期，在宏观经济面临下行压力的背景下，部分地方政府融资平台成为承担应急贷款任务主体，偿债压力进一步增加，流动

性风险加剧。在上述背景下，金融风险监管力度或随之加大，在此过程中，扩容成为不良资产管理行业监管导向的关键词。

监管导向的扩容主要体现在不良资产收购范围和不良资产业务开展主体。一方面，为缓解宏观经济环境波动对中小企业的冲击，银保监会对中小企业违约给予政策上的优惠，部分地方金融监管局（如北京）要求地方资产管理公司开展受困企业的不良资产收购业务。对地方政府隐性债务，《关于防范化解融资平台公司到期隐性债务风险的指导意见》（国办函〔2019〕40号文）允许不良资产行业市场主体通过资产收购方式实现债权人的变更，进而通过债务重组方式对不良资产进行化解。2020年7月，《关于开展不良贷款转移试点工作的通知（征求意见稿）》和《银行不良贷款转让试点实施方案》将银行类金融机构不良资产转让空间拓展至个人不良贷款，大规模提升地方资管作业空间。2022年5月，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，支持金融资产管理公司等通过不良资产处置收购、市场化债转股及实质性重组等方式盘活低效资产。在不良资产规模持续提升的背景下，随着各项政策的持续推出，不良资产供给路径日趋多元，并呈现出银行类金融机构、非银行类金融机构和非金融机构全方位供给的格局。

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

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

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

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

由于不良资产管理行业主要围绕已经出现较大风险的资产开展业务，其经营风险相对较高，因此，

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

目前，地方 AMC 发展势头迅猛，数量与业务规模呈现较快增长，但可能存在以下问题。一是相较于全国性 AMC 和 AIC 牌照效力较弱，运营受多维制约。现阶段国内需要审批的金融经营许可证主要包括银行、保险、信托、证券等，相关业务经营必须得到相应牌照后方可进行。而地方 AMC 目前只拥有资产管理的资质认可，融资渠道、业务拓展和业务收益均受到限制。二是融资难度大，融资渠道不够畅通。目前地方 AMC 除注册资本金外，运营资金来源主要还是银行贷款等，债券发行、地方产业基金、结构化和证券化产品等在初步尝试之中。融资难、融资贵、担保难，共同推高了地方 AMC 融资规模和融资成本，限制了不良资产收购处置规模。三是部分地方 AMC 受地域限制，不良资产来源空间小。现阶段地方 AMC 依旧只能参与本省范围内的一级交易市场的不良资产收购，部分地区本身不良率较低，不良资产市场不能满足本地 AMC 的需求。随着各地方 AMC 发展差异逐渐扩大，将会产生部分地区可购不良资产量少，而部分地区不良资产堆积的不平衡现象。四是监管体系不完善，经营行为亟需规范。全国性 AMC 是银监会直接监管的非银行金融机构，其外部监管体系相对完善。而对于地方 AMC，目前只明确了由财政部和银监会对其资产收购工作进行监督和管理，具体监督管理办法和监管措施仍待完善，由于监管未能及时跟进，加之市场竞争激烈，一些地方 AMC 存在业务不规范现象。

在面临经营困境的同时，地方 AMC 依托于在地优势，在区域内具备较强的信息优势和政府资源优势，处置过程中能有效把控风险，在地方性金融机构不良贷款处置方面具备比较优势。此外，地方 AMC 公司政策性定位较为突出，在防范金融风险，维护区域金融体系稳定性等方面发挥着重大作用，因而与地方政府关系较为密切，相较其他市场参与主体而言，也更易得到地方政府的支持。2021 年 8 月，银保监会就《地方资产管理公司监督管理暂行办法》征求意见；2021 年 12 月 31 日，中国人民银行就《地方金融监督管理条例（草案征求意见稿）》公开征求意见。行业政策监管框架逐步酝酿中，将有利于地方 AMC 持续、规范、健康运行。

（3）区域市场因素

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，其中金融业已成为支撑上海区域经济发展的主要产业之一。十四五规划期间，上海市政府贯彻国际经济、金融、贸易、航运和科技创新中心核心功能迈上新台阶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。根据上海市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要，上海市国际经济、金融、贸易、航运中心基本建成，具有全球影响力的科技创新中心形成基本框架；同时，明确到 2025 年，贯彻落实国家重大战略任务取得显著成果，城市数字化转型取得重大进展，国际经济、金融、贸易、航运和科技创新中心核心功能迈上新台阶。上海市国际经济、金融、贸易、航运和科技创新中心核心功能迈上新台阶的战略举措，既促进了上海市经济总体保持稳步增长态势，又为上海市金融业发展提供了良好的外部支持环境。

上海市经济实力极强，2022 年全市经济社会平稳健康发展，呈现稳中加固、稳中有进、稳中向

好态势，实现了“十四五”良好开局。当年上海市实现地区生产总值 44,652.80 亿元，按可比价值计算，较上年下降 0.2%。其中第一产业增加值 96.95 亿元，较上年下降 3.5%；第二产业增加值 11,458.43 亿元，较上年增长 1.6%；第三产业增加值 33,097.42 亿元，较上年增长 0.3%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 74.1%，较上年提高 0.8 个百分点。2022 年上海市战略性新兴产业仍保持较快发展态势，当年实现增加值 20,715.29 亿元，较上年增长 2.3%。当年战略性新兴产业增加值占上海市生产总值的比重为 23.8%，较上年提高 3.4 个百分点。

图表 11. 2020-2022 年上海市主要经济指标及增速

项目	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	38,700.58	1.7	43,214.85	8.1	44,652.80	-0.2
第一产业增加值 (亿元)	103.58	-8.2	99.97	-6.5	96.95	-3.5
第二产业增加值 (亿元)	10,289.47	1.3	11,449.32	9.4	11,458.43	1.6
第三产业增加值 (亿元)	28,307.54	1.8	31,665.56	7.6	33,097.42	0.3
工业增加值 (亿元)	9,656.51	1.4	10,738.80	9.5	10,794.54	-1.5
全社会固定资产投资 (亿元)	-	10.3	-	8.1	-	-1.0
社会消费品零售总额 (亿元)	15,932.50	0.5	18,079.25	13.5	16,442.14	-9.1
进出口总额 (万亿元)	8.7	3.8	10.09	15.4	7.72	1.9

资料来源：《上海市国民经济和社会发展统计公报》、上海市商务委

上海市金融业经过多年发展，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，聚集各类金融机构近 1,700 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，金融业已成为支撑上海区域经济发展的主要产业之一。2022 年实现金融业增加值 8,626.31 亿元，比上年增长 5.2%。2022 年末，全市中外资金融机构本外币各项存款余额 192,293.06 亿元，比年初增加 16,463.21 亿元；贷款余额 103,138.91 亿元，比年初增加 7,106.78 亿元。2022 年上海市金融市场交易总额达到 2,932.98 万亿元，比上年增长 16.8%。贸易规模进一步扩大，贸易中心辐射效应继续显现。全年上海关区货物进出口总额 77,152.32 亿元，比上年增长 1.9%；其中，进口 31,625.05 亿元，下降 1.4%；出口 45,527.27 亿元，增长 4.3%。

同时，上海市进一步深化中国（上海）自贸试验区改革创新，科技创新引擎功能更加凸显，改革系统集成全面推进，开放型经济新体制进一步完善，全球资源配置功能不断增强。

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

2. 业务运营

上海国资重点持有国泰君安、中国太保、浦发银行、上海农商行等各类金融机构股权，以及上港集团等非金融股权，持有的股权质量较好，获得成本较低。受证券市场行情影响，公司所持股权市值波动较大，资本结构稳定性受到一定影响。此外，公司具备金融企业不良资产收购处置业务牌照，可开展上海市金融机构的不良资产批量收购处置业务。

截至 2023 年 3 月末，上海国资下设上海国鑫投资发展有限公司（以下简称“国鑫公司”）、上海国鑫创业投资有限公司（以下简称“国鑫创投”）、上海城高资产经营有限公司（以下简称“城高资产”）和上海衡高置业有限公司（以下简称“衡高置业”）等六家二级子公司；其中，国鑫公司主要从事直接投资、收购兼并、融资服务等各项资产管理业务及咨询顾问业务；城高资产从事资产经营、投资管理、实业投资，负责金融机构不良资产收购、处置业务，同时为企业重组、收购、改制提供

专业咨询服务；国鑫创投从事直接投资业务，聚焦金融科技投资。

A. 股权经营业务

上海国资股权经营业务主要包括对金融、非金融股权的投资，以及对下属子公司的管控。公司主要通过派驻董事、监事，按法人治理结构对持有的金融及非金融股权进行管理，对人员任命及日常经营不做干预。

截至 2023 年 3 月末，上海国资持有的主要金融股权包括浦发银行、国泰君安、中国太保、上海农商行等，上述股权账面价值合计 584.28 亿元，亦为公司资产的主要构成。上述部分股权为上海市政府主导的投资，或通过划拨、重组、整合所得，公司对该部分股权为战略性持有，在上海市政府打造国际金融中心整体布局的背景下，可进行市值管理的范围需以不影响上海市政府控股地位为前提，因而自主性相对较弱。收益方面，2020-2022 年，公司金融板块投资收益分别为 37.70 亿元、26.57 亿元和 27.21 亿元，主要为股权分红及退出收益。

图表 12. 截至 2023 年 3 月末，上海国资主要金融股权投资明细（单位：亿元）

公司名称	行业	投资主体	账面价值	投资时点
国泰君安证券股份有限公司（含 H 股）	银行	本部	285.67	2001 年起，多次增资
中国太平洋保险（集团）股份有限公司	证券	本部及国鑫公司	166.65	2000 年起，多次增资
浦东发展银行股份有限公司	银行	国鑫公司	67.99	2008 年划入
上海农村商业银行股份有限公司	银行	本部	49.68	2005 年起，2010 年增资
其他	-	-	14.29	-
合计			584.28	

资料来源：上海国资

截至 2022 年末，上海国资持有国泰君安 A 股 21.34%、H 股 1.71% 的股份，此外，上海国际集团直接持有国泰君安 7.66% 的股份，故上海国际集团为国泰君安合并持股第一大股东。上海市国资委为国泰君安实际控制人。国泰君安为全国综合性综合类证券公司，综合实力在国内证券公司中稳居前列，各项业务均在业内处于龙头地位。2015 年 6 月，国泰君安在上海证券交易所上市（股票代码：601211），注册资本变更为 76.25 亿元。2017 年 4 月，国泰君安在香港联交所上市（股票代码：02611），公开发行 10.40 亿股 H 股，并超额配发 4893.38 万股，注册资本变更为 87.14 亿元。公司以基石投资人的身份认购 15.20 亿 H 股。上市后，国泰君安资产及资本规模均大幅提升。2017 年 7 月，国泰君安公开发行 A 股可转债（债券代码：113013）70.00 亿元，其中公司认购金额为 17.70 亿元。2019 年 4 月，国泰君安根据一般性授权完成配售新 H 股 1.94 亿股；且上述 A 股可转债自 2018 年 1 月起可转换为 A 股股份，自 2018 年 1 月至 2019 年 7 月国泰君安办理注册资本变更期间，A 股可转债累计转股数量为 14,154 股；国泰君安注册资本因此变更为 89.08 亿元。2022 年，国泰君安 A 股可转债累计转股数量 1,113 股，A 股限制性股票回购注销 177.80 万股，国泰君安注册资本变为 89.07 亿元。截至 2022 年末，国泰君安证券注册资本为 89.07 亿元人民币，合并口径总资产 8,606.89 亿元，所有者权益 1,638.26 亿元。截至 2022 年末，国泰君安证券在全国成立了 33 家分公司和 339 家证券营业部，已形成了覆盖全国的网点布局。国泰君安证券特许经营资质较为齐全，传统业务发展全面，创新业务起步较早、先发优势显著，业务综合实力在国内证券公司中稳居前列，且近年来持续推动综合金融服务转型，业务结构渐趋优化。

截至 2022 年末，上海国资合计持有中国太保 6.68% 的股份，为中国太保第 3 大股东，并派驻董事 1 名。中国太保是国内领先的综合性保险集团，中国太保通过覆盖全国的营销网络和多元化服务平台，为全国约 1.47 亿客户提供全方位风险保障解决方案、投资理财和资产管理服务。截至 2022 年末，中国太保内含价值 5,196.21 亿元，较上年末增长 4.3%，其中有效业务价值 221,479 亿元，较上年末增长 4.9%；寿险实现一年新业务价值 92.05 亿元，同比减少 31.4%；财产保险业务综合成本率 97.3%，较上年末下降 1.7 个百分点；中国太保投资资产总投资收益率 4.2%，同比下降 1.5 个百分点，

净值增长率 2.3%，同比下降 3.1 个百分点。

截至 2022 年末，上海国资通过下属子公司国鑫公司持有浦发银行 3.22% 的股份，此外，上海国际集团直接持有浦发银行 21.57% 的股份，并通过控股子公司上国投资管持有浦发银行 4.75% 的股份，通过控股子公司上海国际资管持有浦发银行 0.13% 的股份，故上海国际集团为浦发银行合并持股第一大股东。2016 年 3 月 18 日浦发银行向上海国际集团等 11 名交易对手非公开发行境内上市人民币普通股(A 股)，收购上海国际信托有限公司 97.33% 的股权。2017 年 9 月 4 日浦发银行完成向上海国际集团和国鑫公司非公开发行 A 股，合计发行 12.48 亿股，实际募集资金总额人民币 148.17 亿元，全部用于补充浦发银行核心一级资本。2019 年 11 月 1 日，浦发银行完成 A 股可转换公司债券（以下简称“可转债”）发行工作，募集资金 500 亿元，扣除发行费用后募集资金净额约 499.12 亿元；2019 年 11 月 15 日，上述 A 股可转债在上交所挂牌交易，简称“浦发转债”，代码 110059。截至 2022 年末，浦发银行总股本为 293.52 亿元。浦发银行依托遍布全国的营业网点，以及多年经营积累形成的品牌优势，金融和零售金融业务持续发展，业务渠道和产品不断丰富。2022 年，浦发银行加大不良资产处置力度，不良贷款余额下降。截至 2022 年末，浦发银行不良贷款率为 1.52%，拨备覆盖率为 159.04%，核心一级资本充足率为 9.19%，资本充足率为 13.65%。

截至 2022 年末，上海国资持有上海农商行 9.29% 的股份。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 2022 年末，上海农商行拥有 364 家分支机构，合并口径总资产 12813.99 亿元，净资产为 1057.16 亿元，本外币各项存款余额和贷款余额分别为 9343.85 亿元和 6706.23 亿元，银保监口径不良贷款率为 0.94%，资本充足率为 15.46%，核心一级资本充足率为 12.96%。

图表 13. 截至 2023 年 3 月末，上海国资主要非金融股权投资（单位：亿元，%）

公司名称	投资主体	账面价值	投资时点
上海国际港务（集团）股份有限公司	本部	9.57	2006 年 10 月
国泰君安投资管理股份有限公司	本部	5.44	2001 年起，多次增资
其他	-	5.13	-
合计		20.15	

资料来源：上海国资

上海国资持有的非金融股权主要包括上海国际港务集团有限公司（以下简称“上港集团”）及国泰君安投资管理股份有限公司（以下简称“国泰君安投资”）等。截至 2023 年 3 月末，公司分别持有上港集团和国泰君安投资 0.74% 和 9.11% 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。

上述股权多为政府指导性项目，未来针对资产收益率较低的股权投资项目将实现逐步有序退出。收益方面，2020-2022 年，上海国资非金融板块投资收益分别为 0.27 亿元、0.22 亿元和 0.69 亿元，主要为股权分红及退出收益。

整体来看，上海国资持有的股权投资资产质量较好，获得成本较低，历年均获得了可观和稳定的分红收益。但其中部分股权为战略性持有股权，因而相对固化，暂时无法变现，仅依靠稳定分红实现收益。目前公司已在《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。

B. 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批量收购处置业务。公司于 2014 年 6 月设立了固定收益事业部，专门负责开展金融企业不良资产收购处置工作。公司收购对手方包括上海银行、农业银行、兴业银行、建设银行等。2020-2022 年，公司金融企业不良资产收购处置业务收入分别为 2.93 亿元、3.42 亿元和 1.16 亿元。截至 2022 年末，公司不良资产收购处置业务余额为 36.82 亿元。

整体来看，上海国资目前尚有部分资产包未完成回收工作，对未来收入水平形成一定的支撑。但受上海地区不良资产包价格相对较高，利润相对较低影响，加之竞争较为激烈，公司该项业务面临一定的转型压力。

C. 财务投资业务

上海国资主要通过本部、下属子公司国鑫公司及国鑫创投适时开展财务性投资。国鑫公司为独立的市场化运作，自主性相对较强，主要持有或出售股权及固定收益类产品，重点投资行业包括金融行业、先进制造业、大消费行业等。国鑫创投从事直接投资业务，2020 年上海国资委确定上海国际集团为开展国有创投企业市场化运作的试点企业，随后国鑫创投获批聚焦金融科技投资实施方案，成为上海国际集团的金融科技投资平台。

2022 年上海国资财务投资处置较 2021 年有所减少，对应的投资收益有所下降，2020-2022 年，公司财务投资业务收益分别为 16.91 亿元、3.77 亿元和 2.64 亿元。

财务

上海国资持有较大规模优质股权，有助于增强公司的盈利能力。目前公司收入及利润来源主要为分红收益及部分存量股权处置收益，历年来均较为可观和稳定，但未来被投资企业分红变动仍将可能影响公司的盈利稳定性。此外，执行新金融工具准则后，部分未处置的股权亦会通过公允价值变动收益影响利润表。公司通过开展金融企业不良资产收购处置业务增强其盈利稳定性。近年来，公司逐步拓宽直接融资渠道，刚性债务规模保持稳定，长短期债务结构略有波动。公司持有的股权投资资质较好，获取成本较低，且可提供稳定的分红收益，但资产固化程度较高，其中以公允价值计量的股票资产易受市场波动影响，从而造成公司总资产及所有者权益规模波动。

1. 数据与调整

大信会计师事务所（特殊普通合伙）对上海国资的 2020-2021 年财务报表进行了审计，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2022 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、企业会计制度及其补充规定。

2. 杠杆水平

上海国资近年来合并及母公司口径杠杆率均保持在较低水平，2022 年末，受资产规模下降影响，公司母公司口径资产负债率有所上升。

图表 14. 上海国资杠杆率指标状况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末
债务价值比[%]	27.92	23.05	20.61
债务价值比*[%]	27.92	23.05	20.61
双重杠杆率[%]	12.48	12.77	16.50
资产负债率[%]	41.60	41.23	44.02

资料来源：上海国资（母公司口径）。

上海国资所有者权益主要由实收资本、资本公积、盈余公积、其他综合收益和未分配利润构成。其中，公司其他综合收益主要来自其他权益工具投资中的上市股权公允价值变动，近年来受股票二级市场行情变化影响，相关资产价格波动较大，对公司资本结构稳定性造成一定影响。2022 年，受

公司其他综合收益大幅下降影响，公司所有者权益规模亦下降明显。截至 2022 年末，公司所有者权益为 467.71 亿元，较上年末下降 68.01 亿元，其中其他综合收益 250.87 亿元，较上年末下降 88.11 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司所有者权益 484.85 亿元，有所回升。

上海国资主要通过银行借款和债券发行的方式筹措资金，近年来公司直接融资比例有所提升。公司银行借款以短期信用借款为主，借款方以国有四大行及大型股份制银行为主，短期借款利率截至 2022 年末在 2.85%~3.28% 区间。截至 2022 年末，公司银行借款规模 76.16 亿元，较 2021 年末 89.24 亿元有所下降。债券发行方面，2022 年公司共发行 3 期公司债券及 2 期超短期融资券，合计融资 45.00 亿元，利率在 1.72%~2.95% 区间；2023 年一季度公司发行 1 期公司债券，规模为 10.00 亿元，票面利率 3.08%。

3. 流动性

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，上海国资合并口径总资产规模分别为 875.87 亿元、868.89 亿元、769.26 亿元和 791.44 亿元，其中非流动资产占比分别为 84.53%、89.99%、87.61% 和 88.40%，主要为其他权益工具投资及其他非流动金融资产。公司的其他权益工具投资主要包括浦发银行、中国太保、国泰君安、上海农商行和上港集团等上市公司股票，其中浦发银行、中国太保、国泰君安和上海农商行股票变现受上海国际集团统筹规划，上港集团等股票可随时变现，总体自主性不强。其他非流动金融资产主要包括非上市公司的私募股权投资，资产质量较好，但固化程度较高。近年来，受股票二级市场行情变化影响，公司计入其他权益工具投资的股票资产公允价值波动较大，对总资产规模造成一定影响。2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司其他权益工具投资和其他非流动金融资产之和分别为 731.52 亿元¹、744.35 亿元、641.89 亿元和 670.77 亿元，占同期末总资产的比重分别为 83.52%、85.67%、83.44% 和 84.75%。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，上海国资流动资产规模分别为 135.52 亿元、87.02 亿元、95.31 亿元和 91.82 亿元，主要为货币资金、交易性金融资产和应收资金集中管理款。截至 2022 年末，上述科目余额分别为 14.49 亿元、48.62 亿元和 32.03 亿元，其中交易性金融资产主要为公司收购的不良资产包和公司持有的理财产品投资，应收资金集中管理款主要为国际集团资金集中管理款。2023 年 3 月末，公司货币资金、交易性金融资产和应收资金集中管理款余额分别为 16.05 亿元、40.87 亿元和 32.03 亿元。

从母公司口径看，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，上海国资母公司口径资产总额分别为 784.88 亿元、788.60 亿元、716.51 亿元和 733.13 亿元，其中投资资产规模分别为 665.05 亿元、778.17 亿元、669.61 亿元和 682.50 亿元，投资资产的波动对公司资产规模波动影响较大。

整体而言，上海国资持有的股权投资资质较好，获取成本较低，积累了较大规模的浮盈，但资产固化程度较高，流动性指标整体偏弱。以公允价值计量的股票资产易受市场波动影响，从而造成公司总资产及所有者权益规模波动。

图表 15. 上海国资高流动性资产占比（单位：亿元、%）

项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末
高流动性资产规模	15.39	77.83	61.41
高流动性资产占比	2.26	9.90	8.99

资料来源：上海国资（母公司口径）。

上海国资的负债构成中刚性债务占比较高，2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，公司刚性债务规模分别为 217.08 亿元、216.77 亿元、214.74 亿元和 204.39 亿元，分别占同期末负债总额的 63.32%、65.06%、71.21% 和 66.66%。

母公司口径刚性债务方面，上海国资母公司口径刚性债务呈现规模波动下降趋势。2022 年，公

¹ 2020 年为可供出售金融资产

司继续通过银行借款和发行债券的方式进行融资，其中通过发行债券渠道融资的占比有所上升。截至 2022 年末，因中长期债务的到期，公司短期刚性债务占比有所上升。随着 2023 年以来中长期债券的发行，短期刚性债务占比有所回落。考虑到公司授信充足、融资渠道畅通，总体偿债压力可控。

图表 16. 上海国资刚性债务构成（亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	91.70	98.29	118.41	100.17
其中：短期借款	66.67	68.59	54.55	54.55
应付短期融资券	15.00	-	10.06	10.10
一年内到期的非流动负债	10.03	29.70	53.80	35.52
中长期刚性债务合计	119.40	119.20	87.17	105.17
其中：长期借款	14.71	21.22	4.74	12.69
应付债券	104.69	97.98	82.43	92.48
刚性债务合计	211.10	217.49	205.58	205.33
短期刚性债务占比（%）	43.44	45.19	57.60	48.78
母公司口径刚性债务/合并口径刚性债务（%）	97.24	100.33	95.74	100.46

资料来源：上海国资（母公司口径）。

现金流量方面，上海国资主营业务以投资为主，公司经营性现金流量主要系购买及处置不良资产及往来款项的现金流动，2022 年公司债权类投资额减少，经营活动产生的现金流量净额上升。公司投资性现金流流入主要为股权分红及股权出售或转让，流出主要为股权投资及金融产品投资。近年来，公司通过股权分红获取的现金流相对稳定，2020-2022 年取得投资收益收到的现金分别为 25.53 亿元、29.35 亿元和 29.47 亿元。公司通过股权出售或转让获取的现金以及投资支付的现金波动相对较大，2020-2022 年公司投资支付的现金分别为 203.90 亿元、54.76 亿元和 8.26 亿元。近两年，公司投资支出规模有所下降，筹资活动产生的现金流量净额下降，呈净流出状态。

图表 17. 上海国资现金流量情况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动产生的现金流量净额	0.22	-2.64	7.92
投资活动产生的现金流量净额	-4.47	-3.08	5.55
筹资活动产生的现金流量净额	19.09	-8.93	-11.78

从母公司口径现金流指标看，上海国资主要依靠投资分红收益来覆盖利息支出及管理费用。近年来，公司分红收益稳定，现金充足率保持在良好水平。

图表 18. 上海国资现金流指标状况（单位：%）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年
现金充足率	194.44	262.05	263.84

资料来源：上海国资（母公司口径）。

4. 盈利能力

盈利能力方面，上海国资的收入及利润来源相对单一，主要为投资收益，且以持有期分红收益为主，历年来均较为可观和稳定，但未来被投资企业分红变动可能影响公司的盈利稳定性。公司可对持有的部分股权投资进行处置，获取资本利得，进而平滑各年的收入和利润水平。

上海国资持有国泰君安、中国太保、浦发银行、上海农商行等大量金融股权，以及上港集团等非金融股权，资产获得成本较低，资产质量较好，可为公司带来较好的投资收益。2020-2022 年及 2023 年一季度，公司分别实现投资收益 54.88 亿元、30.57 亿元、30.54 亿元和 0.48 亿元，分别占当期营业

总收入²的 94.32%、89.22%、94.77% 和 70.99%。从收益构成来看，公司金融股权投资板块具有较为稳定和高额的分红率，对公司的收入贡献较大，而非金融板块的收入贡献一般。

随着不良资产收购处置业务的有序开展，上海国资不良资产处置业务收入对公司收入形成一定补充，且该业务具有较强的逆周期性，有助于增强公司的盈利稳定性。2020-2022 年及 2023 年一季度，公司分别实现不良资产处置收入 2.93 亿元、3.42 亿元、1.16 亿元和 0.09 亿元，分别占当期营业总收入的 5.04%、9.98%、3.60% 和 13.96%。

图表 19. 上海国资各业务板块收入构成情况（单位：亿元，%）

	2020 年		2021		2022 年		2023 年一季度	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
营业收入								
不良资产处置 ³	2.93	5.04	3.42	9.98	1.16	3.60	0.09	13.96
其他收入	0.37	0.63	0.28	0.80	0.52	1.63	0.10	15.05
小计	3.30	5.68	3.69	10.78	1.69	5.23	0.20	29.01
投资收益								
股权投资业务	39.74	68.31	27.31	79.71	28.05	87.04	0.03	3.83
其中：金融板块	37.70	64.80	26.57	77.56	27.21	84.43	-	-
非金融板块	0.27	0.47	0.22	0.65	0.69	2.13	0.03	3.83
财务性投资	16.91	29.06	3.77	11.01	2.64	8.21	0.45	67.16
小计	54.88	94.32	30.57	89.22	30.54	94.77	0.48	70.99
合计	58.18	100.00	34.26	100.00	32.23	100.00	0.67	100.00

资料来源：上海国资

期间费用方面，2020-2022 年及 2023 年一季度，上海国资期间费用合计分别为 8.57 亿元、10.23 亿元、9.46 亿元和 1.99 亿元，主要为管理费用和财务费用，其中公司财务费用分别为 6.74 亿元、8.15 亿元、7.50 亿元和 1.73 亿元。

拨备计提方面，2020-2022 年及 2023 年一季度，上海国资分别计提资产减值损失⁴（信用减值损失）1.95 亿元、1.29 亿元、0.78 亿元和 -26.11 万元。

母公司口径盈利情况方面，上海国资 2022 年营业总收入较上一年保持稳定，利息支出同比有所增加，期间费用率有所下降。总体来看，公司盈利水平较为稳定。

图表 20. 上海国资盈利情况分析

公司盈利结构	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入合计（亿元） ⁵	39.12	27.56	27.69
期间费用率（%）	17.94	32.66	33.51
全年利息支出总额（亿元）	5.98	7.56	8.13
净利润（亿元）	30.07	18.10	18.04
平均资本回报率（%）	6.49	3.93	4.17

资料来源：上海国资（母公司口径）。

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

² 营业总收入=营业收入+投资收益

³ 会计处理方面，上海国资直接将资产处置价格与收购价格的差额计入营业收入，因此不存在结转成本。

⁴ 2021 年起，公司执行新金融工具准则，金融资产拨备计提列入信用减值损失。

⁵ 营业总收入=营业收入+投资收益

的高峰。上海国际集团已明确定位为上海地区的国有资本运营平台。我们将持续关注上海国际集团系统国资运营和投资管理的后续发展。

管理

1. 产权关系与公司治理

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

（1）产权关系

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

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

2013 年以来，为贯彻落实中央全面深化改革 60 条和上海国资国企改革 20 条的重要精神，根据上海市委、市政府决策部署，上海国际集团确立了国有资本运营平台的功能定位，全面推进实施国资运营和投资管理的“双轮驱动”战略：在国资运营方面，认真履行“两个主体、一个通道”职能，即部分国有股权的持股主体、国资流动的执行主体、部分国有资本进退流转的主要通道，努力实现资源、资产、资本、资金的良性循环；在投资管理方面，以市属重点企业为核心，积极开展所属资产的纵向整合、横向归并与跨系统转让。

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

图表 21. 截至 2023 年 3 月末，上海国际集团主要二级子公司情况

二级子公司	注册资本（亿元）	持股比例（%）	业务性质
上海国有资产经营有限公司	55.00	100.00	投资管理
上海国际集团资产管理有限公司	35.00	100.00	投资管理
上海上国投资产管理有限公司	10.00	80.00	资产管理
上海国际集团（香港）有限公司	2.96 亿美元	100.00	投资咨询

资料来源：上海国资

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

(2) 主要关联方及关联交易

上海国资的主要关联企业包括公司的股东单位，以及公司下属控股及参股子公司。公司主要关联交易为关联方资金拆借。截至 2022 年末，公司尚未偿还的关联方借款包括向上海农商行的借款共 7.80 亿元，向浦发银行的借款共 12.75 亿元。

(3) 公司治理

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

截至 2023 年 3 月末，上海国资下设国鑫公司、城高资产、国鑫创投等六家二级子公司，其中，国鑫公司主要从事直接投资、收购兼并、融资服务等各项资产管理业务及咨询顾问业务；城高资产从事资产经营、投资管理、实业投资，负责金融机构不良资产收购、处置业务，同时为企业重组、收购、改制提供专业咨询服务；国鑫创投从事直接投资业务，聚焦金融科技投资。公司主业涉及的主要经营主体详见附录二。

2. 运营管理

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

上海国资从预算、财务、经营决策、投融资决策、对外担保、人力资源、内部审计、关联交易、信息披露、下属公司管理等多角度构建了内部控制制度体系，对经营的各个环节进行有效控制和相互制约。公司制定了《预算管理办法》，对公司及合并范围内子公司的投资经营活动及财务活动进行科学预期、规划、执行、控制和调整；制定了包括《货币资金管理办法》、《出差管理办法》、《费用管理办法》、《银行账户管理办法》、《金融工具减值准备计提管理办法》等财务管理制度，对经营决策、资产、财务核算等各个环节进行有效控制；制定了包括《投资管理规定》、《市值管理操作指引》、《债务融资管理办法》等投融资管理制度，对公司的投融资决策进行了规范；制定了包括《授权管控方案》、《投资企业管控方案》、《金融企业不良资产批量收购处置业务管理制度》、《固定收益板块项目管理办法》、《投资企业董监事管理办法》等经营管理制度，对股权投资及金融企业不良资产收购处置等主要业务进行了流程化管理；制定了《担保管理办法》对担保事项实行统一管理；此外，公司还制定了《内部审计工作制度》、《关联交易管理办法》、《公司债券信息披露管理制度》、《公司债券投资者关系管理制度》。

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

上海国资投资管理部主要负责持股企业的股权管理，对低效、无效资产的处置，对国有股权的市值管理及资本市场运作，开展存量资产的衍生投资以及需要以公司名义进行投资的重点项目等。固定收益事业部主要负责金融企业不良资产收购处置业务，通过债务追偿、债务重组、债权转让、债转股、企业重整和资产证券化等多种处置方式，提供高质量、专业化的金融服务。资金管理部主要负责公司的资产负债规划、融资与资金管理，建立完善的资金运营体系。财务管理部负责公司会计核算、财务管理、建立完善的公司财务运行体系，为公司经营决策提供财务保障，确保公司财务系统高效稳健运行。战略研究部负责公司战略的动态规划，参与制定公司年度经营计划，研究分析宏观经济走势、相关政策动态、行业发展趋势，为公司领导提供决策支持，为业务部门新业务拓展提

供研究和设计支持。风险合规部负责公司风险管理、公司经营的合法合规性监督、业务评审管理、投资数据汇总整理。

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

外部支持因素

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

跟踪评级结论

上海国资为一人独资有限责任公司（法人独资），是上海国际集团的全资子公司，实际控制人为上海市国资委，是上海国际集团系统战略性金融资产的重要持股公司，是上海国际集团开展国有资本运营的最主要实施主体，在上海国际集团及上海市国资委系统中具有重要地位，可获得上海国际集团及上海市政府的大力支持。

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

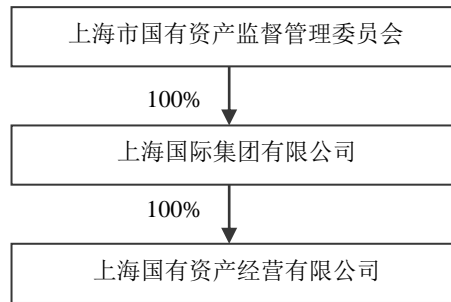
上海国资的盈利来源相对单一，主要为分红收益，历年来均较为可观，但未来被投资企业分红变动仍将影响公司的盈利稳定性。公司关注并通过处置存量股权平滑各年盈利水平，并通过开展金融企业不良资产收购处置业务增强其盈利稳定性。

近年来，上海国资逐步拓宽直接融资渠道，刚性债务规模保持稳定，长短期债务结构略有波动。短期内公司将面临一定的偿债压力，但考虑到公司授信充足、融资渠道畅通，总体偿债压力可控。

本评级机构仍将持续关注：（1）宏观经济变化对上海国资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）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）公司金融企业不良资产收购处置业务面临的转型压力；（6）存量债务到期对公司未来流动性管理的影响。

附录一：

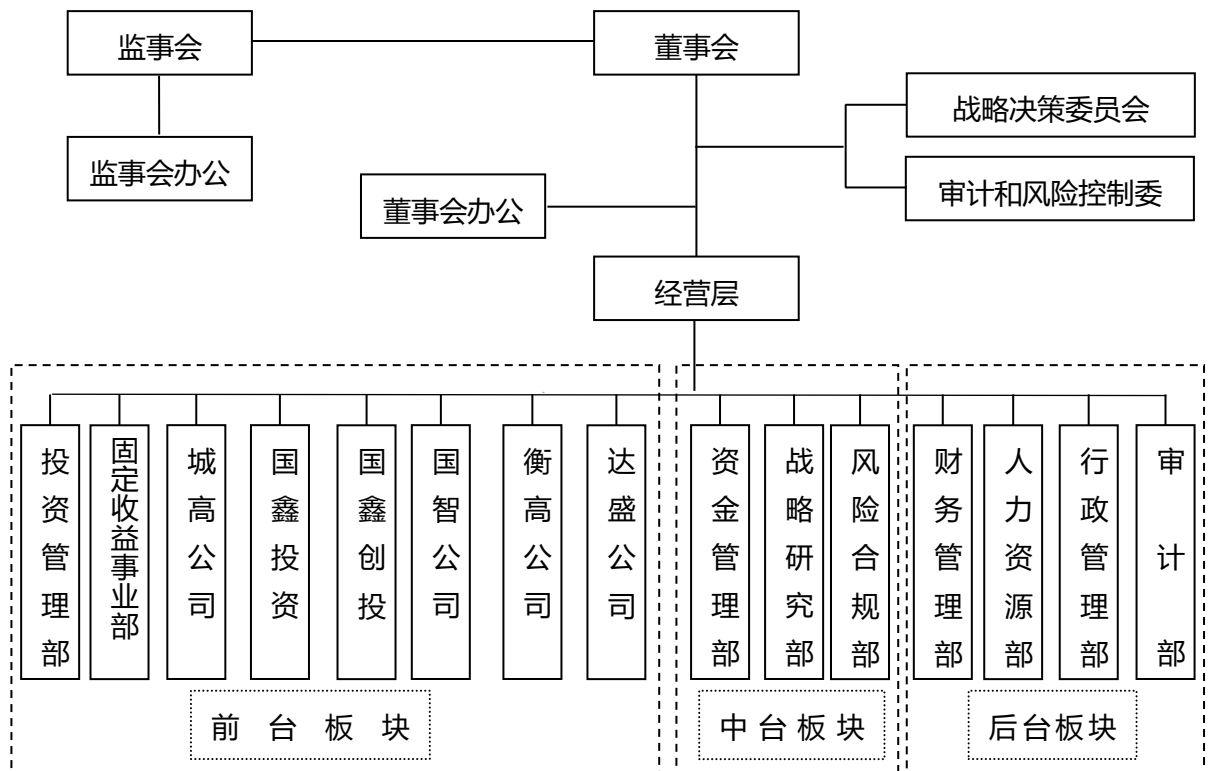
公司与实际控制人关系图



注：根据上海国资提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据上海国资提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录三：

重要子公司概览

企业	业务性质	实收资本（亿元）	持股比例（%）
上海国鑫投资发展有限公司	投资及投资管理、投资咨询、财务顾问、国内贸易	40.00	100.00
上海国智置业发展有限公司	土地收购、置换、储备及前期工作，房产开发，财务顾问，投资咨询等业务	5.00	100.00
上海达盛资产经营有限公司	实业投资，投资管理，受托投资，财务顾问，投资咨询等	5.00	100.00
上海衡高置业有限公司	房地产经营、开发，建筑装潢材料的销售	5.50	100.00
上海城高资产经营有限公司	资产经营、投资管理、实业投资、投资顾问、资产托管	3.15	100.00
上海国鑫创业投资有限公司	实业投资	15.00	100.00

资料来源：上海国资（截至 2022 年末）

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标	2020年	2021年	2022年	2023年 第一季度
发行人母公司数据				
资产总额[亿元]	784.88	788.60	716.51	733.13
投资资产规模 [亿元]	665.05	778.17	669.61	682.50
刚性债务[亿元]	201.07	187.79	151.78	169.82
所有者权益 [亿元]	458.39	463.50	401.13	418.50
营业总收入[亿元]	3.67	4.06	2.32	0.29
净利润 [亿元]	30.07	18.10	18.04	-1.27
经营性现金净流入量[亿元]	2.71	-0.40	8.84	1.24
投资性现金净流入量[亿元]	-24.86	-2.47	-11.01	9.11
筹资性现金净流入量[亿元]	32.87	-4.11	7.34	-8.58
资产负债率[%]	41.60	41.23	44.02	42.92
短期刚性债务占比[%]	40.62	36.52	42.57	38.07
高流动性资产占比[%]	2.26	9.90	8.99	8.08
债务价值比[%]	27.92	23.05	20.61	22.61
债务价值比*[%]	27.92	23.05	20.61	22.61
双重杠杆率[%]	12.48	12.77	16.50	15.82
现金充足率[%]	194.44	262.05	263.84	97.20
营业利润率[%]	873.37	440.46	766.39	-451.62
期间费用率[%]	17.94	32.66	33.51	257.66
总资产收益率[%]	3.84	2.30	2.40	-
净资产收益率[%]	6.49	3.93	4.17	-
发行人合并口径公司数据				
资产总额[亿元]	875.87	868.89	769.26	791.44
刚性债务[亿元]	217.08	216.77	214.74	204.39
所有者权益 [亿元]	533.04	535.72	467.71	484.85
营业总收入[亿元]	3.30	3.69	1.69	0.20
EBITDA[亿元]	54.69	33.72	29.95	-
净利润 [亿元]	43.26	24.65	21.91	-1.22
经营性现金净流入量[亿元]	0.22	-2.64	7.92	0.41
投资性现金净流入量[亿元]	-4.47	-3.08	5.55	3.25
筹资性现金净流入量[亿元]	19.09	-8.93	-11.78	-2.07
资产负债率[%]	39.14	38.34	39.20	38.74
权益资本/刚性债务[倍]	2.46	2.47	2.18	2.37
EBITDA/利息支出[倍]	7.67	4.03	3.79	-
净资产收益率 [%]	7.96	4.61	4.37	-
非筹资性现金净流入量/利息支出 [倍]	-0.60	-0.68	1.70	-

注：表中数据依据上海国资经审计的2020~2022年度及未经审计的2023年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
高流动性资产=非受限货币资金及现金等价物+非受限上市公司股权+其他可认定为高流动性资产的股权或债权资产
投资资产规模=交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+债权投资+其他债权投资+长期股权投资+其他权益工具+其他非流动金融资产+其他可认定为投资资产的投资
高流动性资产占比(%)=期末高流动性资产/(期末货币资金+期末投资资产规模合计)×100%
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+其他具期债务
短期刚性债务占比(%)=短期刚性债务/刚性债务×100%
债务价值比(%)=(期末刚性债务合计-期末非受限货币资金及现金等价物)/期末投资资产规模合计×100%
债务价值比*(%)=(期末刚性债务合计-期末非受限货币资金及现金等价物+期末为并表范围内成员企业提供担保+期末其他应计入对子公司担保部分)/期末投资资产规模合计×100%
双重杠杆率(%)=期末长期股权投资/期末股东权益×100%
现金充足率(%)=(报告期销售商品、提供劳务收到的现金+报告期取得投资收益收到的现金)/(报告期管理费用+报告期利息支出+报告期所得税费用)×100%
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
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
期间费用率(%)=报告期营业总收入/(报告期销售费用+报告期管理费用+报告期研发费用+报告期财务费用)×100%
总资产收益率(%)=报告期净利润/(期初总资产合计+期末总资产合计)/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%
现金充足率(%)=(报告期销售商品、提供劳务收到的现金+报告期取得投资收益收到的现金)/(报告期管理费用+报告期利息支出+报告期所得税费用)×100%
非筹资性现金净流入量/利息支出(倍)=(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)/报告期利息支出

附录五：

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、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。

附录六：
发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2015年9月8日	AAA/稳定	刘兴堂、余罗畅	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022年6月24日	AAA/稳定	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AAA/稳定	刘兴堂、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 金融机构评级方法与模型（金融投资公司）FM-JR005（2022.12）	-
债项评级 （19沪国02）	历史首次评级	2019年6月10日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AAA	刘兴堂、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 金融机构评级方法与模型（金融投资公司）FM-JR005（2022.12）	-
债项评级 （20沪国01）	历史首次评级	2020年3月25日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AAA	刘兴堂、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 金融机构评级方法与模型（金融投资公司）FM-JR005（2022.12）	-
债项评级 （20沪国02）	历史首次评级	2020年3月25日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AAA	刘兴堂、高飞	新世纪评级方法总论（2012） 金融机构评级方法与模型（金融投资公司）FM-JR005（2022.12）	-
债项评级 （20沪国03）	历史首次评级	2020年10月13日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	报告链接

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
	前次评级	2022年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AAA	刘兴堂、高飞	新世纪评级方法总论(2012) 金融机构评级方法与模型(金融投资公司)FM-JR005(2022.12)	-
债项评级 (21沪国01)	历史首次评级	2020年12月31日	AAA	刘兴堂、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022年6月24日	AAA	高飞、何泳萱	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(通用)MX-GS001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AAA	刘兴堂、高飞	新世纪评级方法总论(2012) 金融机构评级方法与模型(金融投资公司)FM-JR005(2022.12)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。