

跟踪评级公告

联合[2017]714号

海通开元投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司发行的“15开元01”、“15开元02”进行跟踪评级，确定：

海通开元投资有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

海通开元投资有限公司发行的“15开元01”、“15开元02”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

海通开元投资有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

上次评级结果：AA+ 评级展望：稳定

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 开元 01	14 亿	AA+	AA+	2016 年 6 月 2 日
15 开元 02	6 亿	AA+	AA+	2016 年 6 月 2 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 15 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年
资产总额(亿元)	142.03	176.26
所有者权益(亿元)	107.39	147.19
长期债务(亿元)	21.80	21.84
全部债务(亿元)	25.80	21.84
营业收入(亿元)	2.02	2.17
净利润(亿元)	8.12	6.96
EBITDA(亿元)	11.65	10.53
经营性净现金流(亿元)	5.08	-10.36
营业利润率(%)	93.76	96.94
净资产收益率(%)	8.94	5.47
资产负债率(%)	24.39	16.49
全部债务资本化比率(%)	19.37	12.92
流动比率(倍)	4.12	10.20
EBITDA 全部债务比(倍)	0.45	0.48
EBITDA 利息倍数(倍)	22.52	9.30
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.58	0.53

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；本报告中数据如无特别注明均为合并口径；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对海通开元投资有限公司（以下简称“公司”或“海通开元”）的跟踪评级反映了其作为海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）旗下唯一专业从事私募股权投资业务的全资子公司，在资金规模、专业化程度、股东支持和发展前景等方面的显著优势；2016 年，公司获得股东 30.00 亿元增资，资本实力进一步增加；2016 年，公司管理基金和直投资项目规模进一步扩大，基金管理费收入有所提高，公司直投资项目回报较高。

同时，联合评级也关注到，股权投资行业受外部经济环境和政策影响较大；公司盈利对投资收益的依赖性强，盈利的稳定性偏弱。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望“稳定”；同时维持“15 开元 01”、“15 开元 02”“AA+”的债项信用等级。

优势

1. 跟踪期内，公司管理基金数量和规模进一步增加，且旗下基金存续期一般在 8 年以上，基金管理费收入将进一步提高并具备较好的稳定性。

2. 公司直投资项目投资回报较高，在投资项目中多个项目已上市，上市项目投资回报预期较高。

3. 跟踪期内，公司获得股东增资 30.00 亿元，资本实力进一步增加；公司目前负债率较低，财务稳健。

关注

1. 股权投资行业风险较高，受外部经济环境影响较大，股权投资的退出机制等受到相关政策影响较大，政策风险对公司的业绩影响

较大；公司所投行业中，互联网及相关行业占比较高，存在一定的单一行业集中度风险。

2. 截至2016年末，公司管理的基金尚处于投资期，对公司中短期盈利的贡献有限；直投业务投资收益受宏观经济环境和退出渠道的影响大，公司盈利稳定性偏弱。

分析师

刘克东

电话：010-85172818

邮箱：liukd@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-85172818

邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

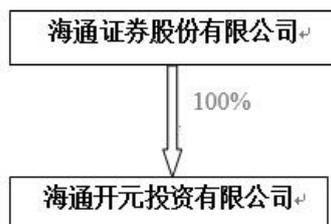
分析师：



一、主体概况

海通开元投资有限公司（以下简称“海通开元”或“公司”），是由海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）于2008年10月成立的从事私募股权投资业务的专业投资管理公司。公司初始注册资本10.00亿元，后经海通证券多次增资，其中2016年增资30亿元，截至2016年末，公司注册资本106.50亿元，海通证券持有公司100.00%股权，是公司控股股东。

图1 截至2016年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：使用自有资金或设立直投资基金，对企业进行股权投资或与股权相关的债权投资，或投资于与股权投资相关的其他投资基金；为客户提供与股权投资相关的投资顾问、投资管理、投资顾问服务；经中国证监会认可开展的其他业务。

截至2016年底，公司设有投资管理部、风险控制部和综合管理部三个部门，拥有员工34人。公司纳入合并范围的子、孙公司共18家；其中2016年新设成立6家子、孙公司，分别为西安航天军民融合先导基金有限公司、海通齐东（威海）股权投资基金管理有限公司、广东省海通粤科投资管理有限公司、海通众投金融服务（上海）有限责任公司、合肥海通兴泰新兴产业投资管理有限公司和海通昆仑股权投资管理（上海）有限公司。

截至2016年末，公司合并资产总额为176.26亿元，负债总额为29.06亿元，所有者权益为147.19亿元，其中归属于母公司的所有者权益137.59亿元。2016年，公司实现营业收入2.17亿元，净利润6.96亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.41亿元；经营活动现金流量净额为-10.36亿元，现金及现金等价物净增加额-7.36亿元。

公司注册地址：上海市黄浦区广东路689号26楼07-12室；法定代表人：张向阳。

二、债券概况

“海通开元投资有限公司公开发行2015年公司债券（面向合格投资者）”，发行规模为不超过人民币20亿元（含20亿元），期限不超过7年（含7年）。本次债券实际发行总额为20亿元。本次债券分为两个品种，品种一（债券简称“15开元01”）为5年期，发行规模为14亿元，票面利率为4.25%，起息日为2015年12月3日，于2015年12月24日在上交所挂牌交易，上市代码为“136071.SH”；品种二（债券简称“15开元02”）为3年期，发行规模为6亿元，票面利率为3.90%，起息日为2015年12月3日，于2015年12月24日在上交所挂牌交易，上市代码为“136072.SH”。本次公司债券按年付息、不计复利、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

公司于2016年12月5日支付“15开元01”自2015年12月3日至2016年12月2日的利息（因2016年12月3日为休息日，故顺延至其后的第一个工作日）0.60亿元；于2016年12月5日支付“15开元02”自

2015年12月3日至2016年12月2日的利息(因2016年12月3日为休息日,故顺延至其后的第一个工作日)0.23亿元。

截至2016年12月31日,海通开元投资有限公司公开发行2015年公司债券(面向合格投资者)募集的资金已全部使用完毕,与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。

三、经营分析

1. 经营环境

2016年,中国私募股权市场投资活跃度大幅上升、募集基金数量和募资总额快速增加。

从募集资金方面看,截至2016年底,PE市场可投资本量为14,178亿元,同比增长38.6%;2016年,PE机构新募集基金1,675只,较2015年下降减少25.5%,全年募集规模为9,960.49亿元人民币,达到2015年的1.76倍。多类机构出资人进入私募股权投资市场,包括政府引导基金、社保基金、保险资金、上市公司、信托公司、商业银行等。从投资项目方面看,2016年PE市场共发生投资案例3,390起,较2015年增长19.2%,披露投资金额约为6,014.13亿元,约为2015年的1.56倍。从行业来看,互联网行业的投资隶属和投资金额均居首位,其他热点投资行业还包括IT、金融、房地产、生物技术/医疗健康、电信和增值业务行业等。从基金管理方面看,截至2016年底,中国证券投资基金业协会已登记私募股权基金管理人7,988家,已备案私募股权基金15,789只,实缴规模4.32万亿元。从退出方式看,2016年PE市场共发生2,625笔私募股权基金退出,退出方式以新三板(1,873笔)、IPO(263笔)、股权转让(170笔)、并购(151笔)为主。相比于海外交易所,PE更倾向从估值更高的A股市场退出,2016年,深交所和上交所的上市交易数量分别增长56.00%和8.00%。

我国私募股权投资行业的监管体系日趋完善,有力保障私募股权投资行业有序、规范发展。

2016年针对金融行业的清理整顿力度加大,私募行业也经历了规范发展元年,各项新规密集出台。2016年2月,中国证券投资基金业协会先后颁布《私募投资基金管理人内部控制指引》、《私募投资基金信息披露管理办法》、《关于进一步规范私募基金管理人等级若干事项的公告》,2016年4月,中国证券投资基金业协会发布了《私募投资基金募集行为管理办法》,及后续配套合同指引,从私募基金募集环节的募集主体、募集程序、账户监督、信息披露、合格投资者确认、风险揭示、冷静期、回访确认、募集机构和人员法律责任等方面,系统构建了行业标准和业务规范。2016年12月30日,中国证券业协会发布了《证券公司私募基金子公司管理规范》和《证券公司另类投资子公司管理规范》。2017年3月31日,中国证券投资基金业协会发布《私募基金登记备案相关问题解答(十三)》,明确要求“同一私募基金管理人不可兼营多种类型的私募基金管理业务”。

我国多层次资本市场不断完善,有利于私募股权投资基金未来发展。

我国多层次资本市场已初步建立并处于不断完善中,《2017年政府工作报告》明确提出发展多层次资本市场,加大股权融资力度,完善主板市场基础性制度,积极发展创业板、新三板,规范发展区域性股权市场。2017年一季度A股IPO企业134家,为去年同期的2倍多。预计2017年A股IPO将继续提速,为私募股权投资基金投资于Pre-IPO项目提供了持续的动力。新三板市场的发展和A股IPO速度的加快将同时为私募股权投资基金的退出创造了良好的外在条件。

私募股权投资行业受宏观经济和国家政策的影响大。

私募股权投资行业与国家宏观经济形势及相关行业发展态势密切相关,国家宏观经济及相关行业形势在一定程度上会影响被投资公司和私募股权投资公司的生存发展环境。宏观经济增速放缓或相关行业发展态势低迷可能导致被投资公司盈利能力下降、私募股权投资基金估值下降,从而导致

公允价值变动损失，影响投资人的盈利能力。虽然我国多层次资本市场正在不断完善，但相关国家政策对于私募股权投资项目的退出渠道有着重要影响。

总体看，2016 年我国私募股权投资仍延续 2015 年的强劲势头，募集资产总额保持快速增长趋势，退出方式更加丰富，新三板已成为退出方式的主流趋势；2016 年行业监管体系更加完善，有利于行业健康发展；2017 年，随着新三板市场的发展和 IPO 提速，为项目退出提供良好的外在条件；但仍需关注宏观经济环境以及国家政策对私募股权投资行业的影响。

2. 管理及内部控制分析

在公司治理方面，2016 年，公司更换了董事人选，根据全资母公司海通证券的决定，从 2016 年 11 月起，由马中同志出任公司董事，仇夏萍同志不再担任公司董事的职位；公司高管人员保持稳定，没有发生相关人员变动。

2016 年，公司坚持以管理制度为基础、以流程控制为主线的投资业务管理体系。在风险控制方面，风险控制部门对投资业务流程中各个环节的风险均进行把控，此外，公司投资的大部分项目与被投资方签了对赌协议，为公司的风险控制提供了良好的补充；对于已投资项目，投资团队每季度召开投资项目审查会，对所投资项目进行审查，及时发现项目潜在风险并做出相应处理。

总体来看，2016 年公司董事有所变动，高级管理人员保持稳定，在投资业务管理与风险控制方面能够严格执行各项管理制度，风险管理和投资管理流程仍能满足日常经营管理需要。

3. 经营概况

2016 年，公司获得投中集团评选的“投中 2016 年度中国最佳私募股权投资机构”第 12 名，“投中 2016 年度中国最佳中资私募股权投资机构”第 7 名，和“投中 2016 年度中国最佳券商直投”第 1 名，体现出公司较强的经营实力。

公司主要业务为私募股权投资，主要向已经形成一定规模的、并产生稳定现金流的成熟企业进行股权投资，并通过提供管理服务参与所投资企业的成长过程，以期在所投资企业发展到一定阶段后通过公开上市、股权转让等方式实现高资本增值收益。公司在业务模式上主要分为两类，一是通过设立基金进行投资并管理基金，二是利用自有资金进行直接股权投资。

公司主要业务收入（包括营业收入和投资收益）主要来源于公司两大板块的业务，一部分为基金管理费收入，计入公司营业收入；另一部分为股权投资收益，计入投资收益。2016 年，公司主要业务收入 13.16 亿元，较 2015 年下降 6.17%，主要系投资收益减少所致。2016 年，公司基金管理费收入 2.17 亿元，较 2015 年增长 7.46%，主要系基金管理规模增长所致，占主要业务收入比重从 2015 年 14.42% 上升至 16.52%；投资收益收入 10.99 亿元，较 2015 年下降 8.47%，主要系基金所投资企业经营业绩有所波动导致权益法核算的长期股权投资收益降低所致，占主要业务收入比重较 2015 年下降 2.10 个百分点至 83.48%。

表 1 2015~2016 年公司主要业务收入（单位：亿元，%）

项目	2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
基金管理费	2.02	14.42	2.17	16.52
投资收益	12.01	85.58	10.99	83.48
合计	14.03	100.00	13.16	100.00

资料来源：公司提供

总体看，2016年，公司整体业务发展较好，得益于基金管理规模的增长，公司基金管理费收入有所增长，但受宏观经济和市场环境影响，公司所投企业的收益出现波动导致公司按权益法核算的长期股权投资收益有所下降。

4. 业务运营

基金投资概况

对于设立投资基金的业务模式，公司作为基金管理人发起设立私募股权投资基金，操作流程一般为“基金募集—项目投资—项目退出—基金清算”，公司作为基金管理人的收入主要来源于基金管理费、业绩报酬和投资收益。2016年，公司实现基金管理费收入2.17亿元，较2015年增长7.46%，主要系公司基金管理规模增长所致。截至2016年末，公司共管理12支基金，较2015年末增加4支，总规模为127.25亿元，较2015年末增长32.83%；累计投资项目183个，累计投资金额88.67亿元，其中2016年新增投资额25.58亿元。2016年，公司管理的基金未发生退出或清算，公司管理的基金的资金全部到位。从规模、数量以及新增投资金额来看，公司基金管理业务较2015年保持了增长态势。

表2 2015~2016年公司基金管理情况（单位：亿元，支）

项目	2015年	2016年
基金管理规模	95.80	127.25
基金数量	8	12
投资项目数量	114	183
累计投资金额	63.09	88.67
新增投资金额	23.19	25.58

资料来源：公司提供

公司管理的基金均与政府或地方大型国有企业合作成立。2016年，公司主要管理的基金情况如下表所示。

表3 截至2016年末公司主要管理的基金情况（单位：亿元，%）

基金名称	基金规模	存续期间	公司出资比例	备注
吉林省现代农业和新兴产业投资基金有限公司	8.00	2010.12~2025.12	37.50	由公司与吉林省投资集团有限公司共同发起设立，基金总规模8亿元，主要投向现代农业等战略性新兴产业，且投资于吉林省的比例不低于本基金规模的60%。
西安航天新能源产业基金投资有限公司	10.00	2011.01~2021.01	37.00	由公司与西安国家民用航天产业基地管委会直属投资机构西安航天基地创新投资有限公司共同发起设立，主要投向民用航天工业、新能源、新材料等行业。
上海文化产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	20.95	2012.09~2020.09	33.41	由公司发起设立，上海文广传媒集团、上海强生集团等上海国有大中型企业担任LP，主要投向文化及相关产业等。
辽宁海通新能源低碳产业股权投资基金有限公司	10.00	2013.08~2043.08	51.00	由公司与辽宁能源投资（集团）有限责任公司共同发起设立，主要投向新能源和低碳等产业。
上海并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	29.69	2014.08~2021.08	31.96	由公司与上海上实资产经营有限公司、上海益流能源（集团）有限公司、东方国际创业股份有限公司、时代出版传媒股份有限公司、安徽华文创业投资管理有限公司和招商财富资产管理有限公司共同发起设立，主要用于投资并培育未来有发展潜力的非上市公司。
海通（吉林）现代服务业创业投资基金合伙企业（有限合伙）	2.94	2014.08~2021.08	34.01	由公司与吉林省政府直属投资机构吉林省投资（集团）有限公司决定共同发起设立，重点投资于现代农业的相关产业和生物技术领域内的具有成长潜力的优质拟上市公司。
海通兴泰（安徽）新兴产业投资基金（有限合伙）	8.50	2015.04~2022.04	29.41	由公司与合肥市产业引导基金决定共同发起设立，重点投资于投资于大健康、大文化、TMT等行业。

海通齐东（威海）股权投资 基金合伙企业（有限合伙）	15.35	2015.08~ 2045.08	14.66	由公司与金川集团、步步高集团等共同发起设立的，重点投资于投资于新能源、先进制造、大健康、大文化、TMT等行业。
广东南方媒体融合发展投资 基金（有限合伙）	11.00	2016.03~	27.27	由公司与海通创意资本管理有限公司、广东南方报业传媒集团有限公司、广东南方广播影视传媒集团有限公司、广东羊城报业传媒集团有限公司、广东省出版集团有限公司、华夏人寿保险股份有限公司和横琴金融投资有限公司出资设立，主要投向文化及相关产业等。
海通（吉林）股权投资基金 合伙企业（有限合伙）	1.20	2016.04~ 2023.04	25.83	由公司与吉林省投资集团有限公司共同发起设立，基金总规模 1.20 亿元，主要投向现代农业等战略性新兴产业，且投资于吉林省的比例不低于本基金规模的 60%。
合计	109.33	--	34.16	--

资料来源：公司提供

从行业分布来看，公司旗下基金在投资项目主要分布于文化、体育和娱乐业、互联网和相关服务、专用设备制造业、新闻和出版业和等。截至 2016 年末，公司所管理的基金对文化、体育和娱乐业的投资规模为 12.19 亿元，占基金总投资额的 14.22%；基金对互联网和相关服务行业的投资规模为 11.55 亿元，较 2014 年增加 20.69%，占基金总投资额的 13.48%，占比较 2015 年略有下降，基金对互联网和相关服务行业共投资 38 家企业，较 2015 年增加 8 家企业，投资较为分散；基金对专用设备制造业的投资规模为 8.61 亿元，规模较 2015 年增长 136.54%，占基金总投资额的 10.05%；基金对新闻和出版业投资规模为 7.94 亿元，较 2015 年不变。此外，公司旗下基金还投资于金属制品、化学原料及化学制品制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业、批发和零售业以及广播、电视、电影和影视录音制作等行业。总体看，公司旗下基金投资的行业大多属于国家重点支持的新兴产业，且所投资行业总体集中度不高，有利于分散行业风险。

表 4 2016 年末公司基金在投资项目行业分布（单位：个，亿元，%）

行业	企业个数	投资总额	投资占比
文化、体育和娱乐业	11	12.19	14.22
互联网和相关服务	38	11.55	13.48
专用设备制造业	22	8.61	10.05
新闻和出版业	6	7.94	9.26
金属制品、汽车配件、高铁配套制造业	15	6.01	7.01
化学原料及化学制品制造业	7	5.87	6.86
计算机、通信和其他电子设备制造业	23	5.71	6.66
批发和零售业	3	5.41	6.31
广播、电视、电影和影视录音制作业	6	5.16	6.02
软件和信息技术服务业	12	4.60	5.36
医药制造业	11	4.17	4.87
现代农业、渔业	10	2.82	3.29
废弃资源综合利用业	5	1.73	2.02
教育	4	1.60	1.87
电力、热力生产和供应业	2	1.00	1.17
仪器仪表制造业	2	0.72	0.84
土木工程建筑业	1	0.60	0.70
合计	178	85.69	100.00

资料来源：公司提供

总体看，截至 2016 年末，公司所管理基金的资金全部到位，但目前仍处于投资期，无退出或清算的基金，中短期内对公司盈利的贡献度较低；公司管理的基金存续期一般在 8 年以上，基金管理

费收入将进一步提高并具备较好的稳定性；基金所投行业集中度不高，有利于分散行业风险。

直投业务概况

公司项目投资资金主要来源于自有资金，包括实收资本及已退出项目的投资收益等。2016年，公司新增直投项目19个，实际投资金额9.56亿元。截至2016年末，公司在投的直投项目95个，其中，新增上市投资项目2个，新增并购过会项目2个，过会待发投资项目2个，在会待上市项目8个，拟并购出售待过会项目2个，在投总额45.42亿元。

从行业分布来看，截至2016年末，公司在投项目主要集中在TMT（占比42.02%）、采矿业及相关勘探服务（占比12.00%）和金融服务业（占比10.74%）。其中，TMT是公司投资力度最大的行业，2016年末对TMT行业的投资数量为41个，投资金额19.09亿元，单个项目的平均投资额为0.47亿元，对单个项目的投资额度较低。此外，公司其他投资项目分散在专用设备制造业、生物医药、中医药、医药服务业、以及金属制品、汽车配件、高铁配套制造业等行业，有利于分散行业风险。

表5 2016年底公司在投的直投项目行业分布（单位：个，亿元，%）

行业	项目数量	金额	投资占比
金融服务业	4	4.88	10.74
采矿业及相关勘探服务	6	5.45	12.00
TMT 行业	41	19.09	42.02
生物医药、中医药、医药服务业	10	3.24	7.13
金属制品、汽车配件、高铁配套制造业	6	2.19	4.81
专用设备制造业	11	3.26	7.19
化学原料及化学制品制造业	4	1.69	3.72
广告、电影和影视录音制作业	3	0.75	1.66
轮胎橡胶业	2	1.20	2.64
教育	2	1.97	4.34
物流运输业	3	0.94	2.08
园林建设	1	0.32	0.70
电力、热力生产和供应业	1	0.23	0.5
现代农业、渔业	1	0.21	0.47%
合计	95	45.42	100.00

资料来源：公司提供

截至2016年末，公司在投的直投项目中，包括了恺因网络和国泰君安在内的10个已上市项目。

表6 截至2016年末公司在投已上市项目（单位：万股）

公司简称	股票代码	持股数量
星美联合	000892	715.20
大唐电信	600198	410.32
玲珑轮胎	601966	1,390.00
银龙股份	603969	1,500.00
省广股份	002400	101.00
国泰君安	601211	1,800.00
恺因网络	002517	6,952.50

拓维信息	002261	681.06
天顺股份	002800	300.00
st 工大	600701	584.74

资料来源：公司提供

公司直投项目退出方式主要包括大股东回购、并购及二级市场退出、重大资产重组或置换方式退出等方式。截至 2016 年 12 月末，公司已经退出项目为 28 个（全部退出为 23 个，部分退出项目为 5 个），其中 7 个通过二级市场退出，4 个通过并购退出，12 个通过大股东股权回购方式退出，另有 6 个通过重大资产重组或置换方式退出。2016 年，公司减持项目 7 个，减持项目投资回报率 123.64%。截至 2016 年底，公司已经退出的项目平均投资回报率为 136.55%，累计获取投资收益 23.20 亿元。

表 7 截至 2016 年末公司已退出项目收益统计（单位：个，亿元，%）

退出方式	数量	投资成本	收回资金	投资收益/ 置换所得资产 公允价值	投资回报率
IPO 上市后退出	7	4.26	14.45	10.19	239.10
并购方式退出	4	1.27	2.35	1.08	84.81
股权回购方式退出	12	4.45	5.29	0.84	18.77
投资项目部分退出	5	3.45	6.89	3.44	99.84
小计	28	13.44	28.98	15.55	115.72
重大资产重组或置换方式退出	6	3.55	11.20	7.65	215.32
合计	34	16.99	40.19	23.20	136.55

资料来源：公司提供

总体看，公司通过二级市场已退出项目收益较高；在投项目中多个项目已上市，未来收益可期；同时联合评级也关注到，国内股票市场波动性较大，可能会对公司较高投资收益的保持带来一定的影响。

5. 未来发展

投资工作方面，2017 年公司将继续保持在科技、文化传媒、教育、先进制造、互联网金融等领域的优势，抓住国企改革、跨境并购的机遇，重点关注 TMT、医疗、体育、电商、物联网、消费、新能源等领域的机会，坚持“价值发现”的投资理念，投资精品项目。公司将根据 PE 市场格局的动态变化，不断完善调整投资策略，采取早期风险投资、成长收益类投资、夹层投资及兼并收购类投资等多种方式，全年力争完成股权投资金额 7 亿元。

投后管理工作方面，公司将通过帮助企业完善公司治理结构、整合产业链资源、引进优秀人才等多种方式提升已投项目价值，并努力实现 IPO、并购、股权转让、管理层收购等多元化渠道退出。2017 年，预期 IPO 报会项目 6 个，4 个项目预计拟通过并购实现退出。对于已经申报 IPO 并被证监会受理的项目，公司将密切跟踪监管部门新股发行改革政策动向，积极协助企业完成 IPO；已经签署回购协议或正在商谈股权转让的项目，公司将加强沟通，落实后续回款；拟通过并购方式退出的项目，公司将充分利用自身优势及资源，积极帮助企业实现产业资源的整合；对于经营业绩未达到预期的项目，公司将继续实施项目分类管理，重点跟踪，化解潜在的风险；对于回购谈判未果的项目及时采取司法手段以控制风险。

总体看，公司将继续保持科技、文化传媒、教育、先进制造、互联网金融等领域的优势，重

点关注 TMT、医疗、体育、电商、物联网、消费、新能源等领域的机会，不断调整完善投资策略，努力实现 IPO、并购、股权转让、管理层收购等多元化渠道退出。

四、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2015~2016 年合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且均出具了标准无保留的审计意见。截至 2016 年末，公司纳入合并范围的子公司共 18 家，其中 2016 年新纳入 6 家，公司财务报表可比性尚可。

截至 2016 年末，公司合并资产总额为 176.26 亿元，负债总额为 29.06 亿元，所有者权益为 147.19 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 137.59 亿元。2016 年，公司实现营业收入 2.17 亿元，净利润 6.96 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.41 亿元；2016 年经营活动现金流量净额为-10.36 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.36 亿元。

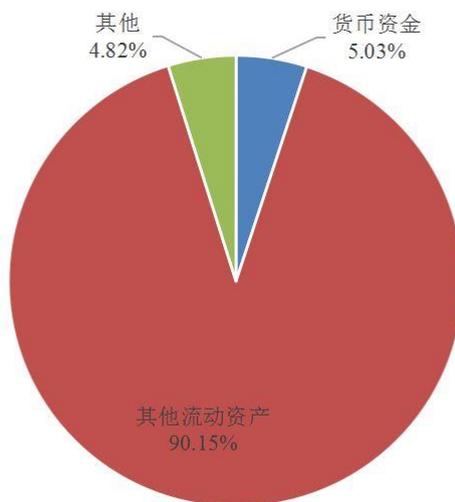
2. 资产质量

截至 2016 年底，公司合并资产总额 176.26 亿元，较年初增长 24.10%，主要系管理的基金投资规模增长所致。从资产构成来看，流动资产占比 18.08%，非流动资产占比 81.92%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年末，公司流动资产合计 31.86 亿元，较年初减少 16.18%，主要系投资规模增加导致货币资金大幅减少所致。从构成来看，公司流动资产以货币资金（占比 5.03%）和其他流动资产（占比 90.15%）为主。

图 2 截至 2016 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年末，公司货币资金 1.60 亿元，较年初减少 82.11%，主要系公司使用闲置资金从事交易所国债回购业务、购买银行保本理财产品等低风险产品所致。公司货币资金以银行存款为主，占比 86.78%。公司货币资金中无使用受限的货币资金。

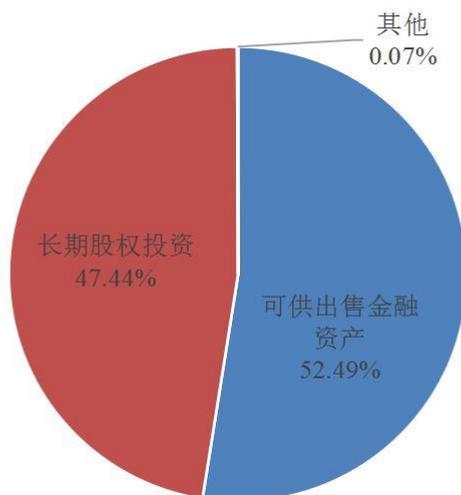
公司其他流动资产为应收款项类投资。截至 2016 年末，公司其他流动资产 28.72 亿元，较年初

增长 1.33%。从构成来看，公司其他流动资产以银行理财产品（占比 32.08%）和资产管理计划（占比 64.26%）为主。

非流动资产

截至 2016 年末，公司非流动资产合计 144.39 亿元，较年初增长 38.81%，主要系长期股权投资增长所致。从构成来看，公司非流动资产以可供出售金融资产（占比 52.49%）和长期股权投资（占比 47.44%）为主。

图 3 截至 2016 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司可供出售金融资产由股票、集合理财产品和开展的直接股权投资构成，其中股票系公司在投已上市项目，开展的直接股权投资系公司在投未上市项目。截至 2016 年末，公司可供出售金融资产为 75.79 亿元，较年初增长 3.54%，主要系公允价值变动所致。从构成来看，股票占比 37.94%（存在限售期限的股票为 14.89 亿元），集合理财产品占比 6.35%，开展的直接股权投资占比 55.71%。

公司长期股权投资主要是公司作为发起人对旗下基金的出资、对直投项目的投资等。随着公司基金管理规模及直接投资规模的扩大，公司长期股权投资随之增长。截至 2016 年末，公司长期股权投资 68.49 亿元，较年初增长 123.00%，主要系公司根据母公司海通证券的战略安排，对海通恒信国际租赁有限公司增资 30 亿元所致。公司长期股权投资（合并口径）明细如下：

表 8 截至 2016 年末公司长期股权投资明细（单位：亿元，%）

被投资单位	核算方法	期末余额	在被投资单位持股比例	本期现金红利
吉林省现代农业和新兴产业投资基金有限公司	权益法	4.42	35.71	--
西安航天新能源产业基金投资有限公司	权益法	4.14	37.06	0.15
上海文化产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	权益法	7.01	42.83	0.28
上海并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	权益法	10.93	33.68	0.14
海通（吉林）现代服务业创业投资基金合伙企业（有限合伙）	权益法	0.96	34.71	--
西安海创之星创业投资有限合伙企业	权益法	0.16	30.19	--
山东华安新材料有限公司	权益法	--	--	--
海通兴泰（安徽）新兴产业投资基金（有限合伙）	权益法	2.56	28.16	--

海通齐东（威海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	权益法	2.29	33.96	--
广东南方媒体融合发展投资基金（有限合伙）	权益法	3.06	27.76	--
海通（吉林）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	权益法	0.33	27.02	--
海通恒信国际租赁有限公司	权益法	30.12	34.90	--
上海彤关投资管理合伙企业（有限合伙）	权益法	1.00	50.00	--
西安军融电子卫星基金投资有限公司	权益法	1.50	35.72	--
合计	--	68.49	--	0.57

资料来源：公司审计报告

总体看，2016年，公司资产中可供出售金融资产和长期股权投资占比较高，资产流动性一般。考虑到占比较高的股权投资以非上市公司为主，其上市受外部经济及市场环境影响较大，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

截至2016年底，公司负债总额29.06亿元，较年初减少16.11%，主要系卖出回购金融资产款减少所致。从负债结构来看，流动负债占比10.75%，非流动负债占比89.25%，公司负债以非流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债为3.13亿元，较年初减少66.11%，主要系卖出回购金融资产款、应付账款和应交税费减少所致。从构成来看，公司流动负债以应付账款（占比21.65%）、应付职工薪酬（占比19.97%）和应交税费（占比47.55%）为主。

图4 截至2016年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2016年底，公司应付账款为0.68亿元，较年初减少70.21%，主要系偿还上海海桐信兮投资中心（有限合伙）1.96亿元所致。公司应付账款中，期末余额占比较大的为北京国通宝股份有限公司，占应付账款总额的41.98%。

截至2016年底，公司应交税费1.49亿元，较年初减少32.20%。公司应交税费以企业所得税为主，占比90.70%。

截至 2016 年底，公司应付职工薪酬 0.62 亿元，较年增长 31.99%。公司应付职工薪酬以工资、奖金、津贴和补贴为主，占比 95.65%。

截至 2016 年底，公司非流动负债 25.94 亿元，较年初增长 2.02%，主要系递延所得税负债增加所致。从构成来看，公司非流动负债以应付债券（占比 84.20%）和递延所得税负债（占比 15.80%）为主。

截至 2016 年底，公司应付债券为 21.84 亿元，基本与年初保持一致。其中，2018 年到期的债券金额 8.00 亿元（占比 36.36%），2020 年到期的债券金额 14.00 亿元（占比 63.64%），集中兑付压力一般。

截至 2016 年底，公司递延所得税负债为 4.10 亿元，较年初增加 13.07%，主要系可供出售金融资产公允价值变动所致。

2016 年，公司全部债务为 21.84 亿元，全部为长期债务，系公司 2015 年发行债券所致。从财务指标构成看，截至 2016 年底，公司资产负债率为 16.49%，较 2015 年下降 7.90 个百分点，公司负债仍属较低水平；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均为 12.92%，处于较低水平。

总体看，公司负债以应付债券为主；2016 年公司负债整体仍属较低水平。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 147.19 亿元，较年初增长 37.07%，主要系股东增资 30.00 亿元导致实收资本增长所致。截至 2016 年底，归属于母公司的所有者权益以实收资本（占比 77.41%）、其他综合收益（占比 10.37%）和未分配利润（占比 9.37%）为主，所有者权益稳定性较好。

总体看，受益于股东的增资，公司资本实力进一步增强；所有者权益稳定性仍属较好。

4. 盈利能力

公司营业收入主要为基金管理费。2016 年，公司实现营业收入 2.17 亿元，同比增长 7.46%，系管理基金规模扩大带动基金管理费收入增加所致。2016 年，公司营业利润为 9.21 亿元，净利润 6.96 亿元，较 2015 年分别减少 16.20% 和 14.30%，主要系 2016 年公司营业总成本提高和主要投资业务产生的投资收益减少所致。

2016 年，公司期间费用为 2.96 亿元，同比增加 37.53%，主要系财务费用增加所致。公司期间费用由管理费用和财务费用构成。2016 年，公司管理费用为 2.02 亿元，同比增长 10.77%，主要系职工薪酬增长所致；2016 年，公司财务费用为 0.94 亿元，较 2015 年为大幅增长 184.80%，主要系公司因发行债券利息支出大幅增加所致。

2016 年，公司实现投资收益 10.99 亿元，较 2015 年减少 8.47%，主要系被投资企业收益下降导致权益法核算的长期股权投资收益大幅下降所致。公司投资收益对营业利润的贡献度较高，2016 年，公司投资收益占营业利润的比重为 119.30%，较 2015 年提升 10.07 个百分点。2016 年，公司投资收益主要来自：（1）按权益法核算的长期股权投资收益 0.36 亿元；（2）持有可供出售金融资产取得的投资收益 0.94 亿元；（3）处置可供出售金融资产取得的投资收益 9.01 亿元；（4）应收款项类投资的投资收益 0.67 亿元。

从盈利指标来看，2016 年公司营业利润率为 96.94%，较 2015 年略有提升，公司营业利润率水平很高；2016 年，由于公司净利润有所下降，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.35%、6.59% 和 5.47%，较 2015 年均有所降低。

总体看，由于公司期间费用增加以及投资收益减少，公司利润总额有所降低，但盈利能力仍然处在较强水平。同时，联合评级也关注到投资收益受外部经济环境和市场行情影响较大，公司利润

总额的稳定性将受到一定影响。

5. 现金流

经营活动方面，公司 2016 年经营活动现金流量净额为-10.36 亿元，由正转负，主要系公司使用闲置资金从事交易所国债回购业务、购买银行保本理财产品等低风险产品及资金往来等增加使得支付的其他与经营活动有关的现金同比增加，同时收到的其他与经营活动有关的现金同比大幅减少所致。从经营活动现金流入来看，公司 2016 年经营活动现金流入为 6.26 亿元，较 2015 年减少 44.54%，主要系收到的回购业务资金和往来款项减少所致。从经营活动现金流出来看，公司 2016 年现金流出为 16.62 亿元，较 2015 年增加 167.48%，主要系支付回购业务资金和往来款项增加所致。

投资活动方面，2016 年公司投资活动现金流入为 33.33 亿元，较 2015 年增加 167.56%，主要系投资项目退出收回的现金和收益大幅增加所致。2016 年，公司投资活动现金流出为 59.76 亿元，主要系公司对外投资增长所致。受公司投资支付的现金增长影响，公司投资活动现金净流出额为 26.43 亿元，较 2015 年有所降低。

筹资活动方面，2016 年公司筹资活动现金流入为 30.68 亿元，较 2015 年减少 21.46%，其中股东增资 30.00 亿元。2016 年，公司筹资活动现金流出 1.26 亿元，较 2015 年减少 64.51%，主要系股利分配减少所致。公司 2016 年筹资活动现金流量净额为 29.42 亿元，较 2015 年减少 17.15%。

表 9 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2015 年	2016 年
经营性现金流量净额	5.08	-10.36
投资性现金流量净额	-33.66	-26.43
筹资性现金流量净额	35.51	29.42
现金及现金等价物净增加额	6.93	-7.36
年末现金及现金等价物余额	8.96	1.60

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，公司经营活动产生的现金流净额呈净流出态势；由于公司主营业务为投资业务，且投资规模较大，投资活动现金流持续表现为净流出；受股东增资的影响，公司筹资活动现金流情况较好。未来，随着公司基金管理规模及投资规模的逐步扩大，公司投资活动现金流出将进一步增大。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，由于公司资产中无存货，公司速动比率与流动比率的数值相同。2016 年，公司流动比率为 10.20 倍，较 2015 年上升 6.07 个百分点，主要系流动负债大幅下降所致。2016 年，公司经营性现金流呈净流出，经营现金流动负债比为负；因公司无短期债务，现金短期债务比不适用。

长期偿债能力方面，受利润总额降低的影响，2016 年，公司 EBITDA 为 10.53 亿元，较 2015 年降低 9.62%；EBITDA 主要由利润总额构成，占比 88.88%；EBITDA 利息倍数为 9.30 倍，较 2015 年下降 13.23 个百分点，主要系利息支出大幅增长所致，EBITDA 对利息保障能力仍很强；ETITDA 全部债务比为 0.48 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力很强。公司长期偿债能力很强。

截至 2016 年末，公司合并口径范围内无对外担保，无重大涉诉事项。

根据中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2017 年 4 月 24 日，公司不存在未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司偿债能力很强。

五、跟踪公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司现金类资产合计 1.60 亿元，为“15 开元 01”、“15 开元 02”本金合计（20 亿元）的 0.08 倍，公司现金类资产对债券本金的保障程度较弱。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 10.53 亿元，为债券本金合计（20 亿元）的 0.53 倍，公司 EBITDA 对“15 开元 01”、“15 开元 02”的覆盖程度较高。从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流净额为负，公司经营活动现金流净额对公司债券的覆盖程度较弱。

综合以上分析，考虑到公司基金和直投的项目规模较大、未来投资收益可期，以及公司股东的实力与支持等因素，公司对“15 开元 01”、“15 开元 02”的偿还能力很强。

六、综合评价

公司作为海通证券旗下唯一专业从事私募股权投资业务的子公司，在资金规模、专业化程度、股东支持和发展前景等方面具有显著优势；2016 年，公司获得股东 30.00 亿元增资，资本实力进一步增强，公司目前资产负债率较低，财务稳健；2016 年，公司基金管理规模和直投业务规模进一步扩大，基金管理费收入有所提高，公司直投业务投资回报较高。同时，联合评级也关注到，股权投资行业受外部经济环境影响较大，股权退出机制受政策影响大；公司盈利对投资收益的依赖性强，盈利的稳定性偏弱。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望“稳定”；同时维持“15 开元 01”、“15 开元 02”债项信用等级为“AA+”。

附件 1 海通开元投资有限公司 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	142.03	176.26
所有者权益（亿元）	107.39	147.19
短期债务（亿元）	4.00	0.00
长期债务（亿元）	21.80	21.84
全部债务（亿元）	25.80	21.84
营业收入（亿元）	2.02	2.17
净利润（亿元）	8.12	6.96
EBITDA（亿元）	11.65	10.53
经营性净现金流（亿元）	5.08	-10.36
应收账款周转次数（次）	5.15	10.58
总资产周转次数（次）	0.02	0.01
现金收入比率（%）	100.00	100.00
总资本收益率（%）	8.33	5.35
总资产报酬率（%）	10.54	6.59
净资产收益率（%）	8.94	5.47
营业利润率（%）	93.76	96.94
费用收入比（%）	106.30	136.04
资产负债率（%）	24.39	16.49
全部债务资本化比率（%）	19.37	12.92
长期债务资本化比率（%）	16.87	12.92
EBITDA 利息倍数（倍）	22.52	9.30
EBITDA 全部债务比（倍）	0.45	0.48
流动比率（倍）	4.12	10.20
速动比率（倍）	4.12	10.20
现金短期债务比（倍）	2.24	--
经营现金流动负债比率（%）	55.08	-331.41
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.58	0.53

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。