

上海外高桥集团股份有限公司  
及其发行的 16 外高 01、16 外高 02 与 16 外高 03  
跟踪评级报告

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100287】

评级对象:上海外高桥集团股份有限公司及其发行的 16 外高 01、16 外高 02 与 16 外高 03

	16 外高 01	16 外高 02	16 外高 03
	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
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 22 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2017 年 6 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 6 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 6 月 22 日
首次评级:	AAA/稳定/AAA/2015 年 12 月 23 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 7 月 6 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 8 月 22 日

### 主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	4.29	2.19	4.47	4.38
刚性债务	62.84	98.05	80.18	84.81
所有者权益	78.07	79.04	80.48	82.70
经营性现金净流入量	-8.14	-8.86	28.20	-3.94
发行人合并数据及指标:				
总资产	292.65	296.12	305.53	313.49
总负债	196.91	198.13	202.34	206.51
刚性债务	134.08	145.52	130.81	146.52
所有者权益	95.74	97.99	103.18	106.98
营业收入	79.71	86.57	89.54	22.41
净利润	5.80	7.57	7.81	3.79
经营性现金净流入量	-3.82	-5.36	28.48	-6.59
EBITDA	16.57	18.54	19.20	—
资产负债率[%]	67.28	66.91	66.23	65.87
长短期债务比[%]	16.81	42.25	41.91	41.64
权益资本与刚性债务比率[%]	71.41	67.33	78.88	73.02
流动比率[%]	97.37	119.53	112.00	113.57
现金比率[%]	19.53	21.36	19.17	22.63
利息保障倍数[倍]	1.78	2.48	2.57	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.59	3.50	3.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.13	0.14	—

注:发行人数据根据外高桥股份经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

钟士芹 zsq@shxsj.com  
郭燕 gy@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)对上海外高桥集团股份有限公司(简称外高桥股份、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 外高 01、16 外高 02 与 16 外高 03 的跟踪评级反映了 2017 年以来外高桥股份在政策红利、市场竞争、可变现资产及融资渠道等方面保持优势,同时也反映了公司在债务偿付及资本支出等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **政策优势明显。**外高桥股份作为上海自贸区核心区域外高桥保税区、保税物流园区及其配套园区的开发运营主体,持续受益于自贸区制度创新带来的政策红利。
- **规模优势。**跟踪期内,外高桥保税区在经济规模、产业功能、综合配套等方面始终处于国内保税区前列;2017 年经济较快增长,产业规模持续扩大,综合竞争优势仍较突出。
- **主营业务市场竞争力较强。**外高桥股份已形成园区开发、商业房地产和物流贸易三大较为成熟的业务板块,跟踪期内主营业务仍具有较强的竞争力。
- **融资渠道较畅通。**外高桥股份综合竞争优势明显,与多家银行建立了良好的合作关系,融资渠道较畅通。
- **持有可变现经营性物业规模大。**外高桥股份持有的可变现经营性物业规模大,可为债务偿付提供一定保障。

#### 主要风险:

- **宏观经济环境对商品销售及进出口代理业务影响较大。**外高桥股份商品销售及进出口代理



业务收入占比较高，该类业务易受国内外宏观经济环境的影响。

- 债务偿付压力较大。外高桥股份刚性债务规模较大，且以短期刚性债务为主，积聚了较大的债务偿付压力。
- 资本支出压力。随着外高桥股份对“森兰·外高桥”等建设项目的持续推进，中短期内公司仍存在较大的资金需求，未来仍存在一定的资本支出压力。

### ➤ 未来展望

通过对外高桥股份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。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 上海外高桥集团股份有限公司

### 及其发行的 16 外高 01、16 外高 02 与 16 外高 03

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照上海外高桥集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）、上海外高桥集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第二期）、上海外高桥集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券（第三期）、（分别简称“16 外高 01”、“16 外高 02”及“16 外高 03”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据外高桥股份提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对外高桥股份的财务状况、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。

该公司于 2016 年 4 月公开发行了面值为 7.50 亿元人民币的公司债券（即“16 外高 01”），期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；债券前三年票面利率为 3.46%，每年付息一次；募集资金扣除发行费用后用于补充流动资金。公司于 2016 年 7 月公开发行了面值为 12.50 亿元人民币的公司债券（即“16 外高 02”），期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；债券前三年票面利率为 2.95%，每年付息一次；募集资金扣除发行费用后用于补充流动资金。公司于 2016 年 8 月公开发行了面值为 10.00 亿元人民币的公司债券（即“16 外高 03”），期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权；债券前三年票面利率为 2.94%，每年付息一次；募集资金扣除发行费用后用于补充流动资金。目前，上述债券本金尚未到兑付期，付息情况正常。

截至 2018 年 6 月 15 日，该公司已发行待偿还的债券本金余额为 42.00 亿元，目前公司已发行债券付息情况正常，本金尚未到兑付期。

**图表 1. 截至 2018 年 6 月 15 日公司待偿债券概况（单位：亿元，%）**

债项名称	起息日	兑付日	发行金额	待偿本金余额	票面年利率
16 外高 01	2016-04-27	2021-04-27	7.50	7.50	3.46
16 外高 02	2016-07-27	2021-07-27	12.50	12.50	2.95
16 外高 03	2016-08-30	2021-08-30	10.00	10.00	2.94
18 外高桥 SCP001	2018-06-06	2018-08-31	4.00	4.00	4.15
18 外高桥 SCP002	2018-06-12	2018-09-07	4.00	4.00	4.15
18 外高桥 SCP003	2018-06-13	2018-09-04	4.00	4.00	4.15
合计	--	--	42.00	42.00	--

资料来源：Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，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，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，

金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。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和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及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

## (2) 区域经济环境

**跟踪期内，浦东新区经济保持稳定增长，外高桥保税区作为国内经济总量最大的保税区，仍具有突出的行业地位和综合竞争优势，2017 年外高桥保税区经济较快增长，产业规模持续扩大。**

浦东新区是经国务院批复正式成立的全国首个新区，经过 20 多年的建设和发展，浦东新区经济总量占上海全市近 1/3，是上海市经济的重要组成部分。2013 年以来，在中国（上海）自由贸易试验区（以下简称“上海自贸区”）建设等推动下，浦东新区继续完善基础设施和配套工程，国家给予浦东新区的优惠政策吸引了大批国内外知名企业在浦东聚集，形成了金融、现代物流、房地产、会展旅游、高科技等优势主导产业。2017 年，浦东新区实现地区生产总值 9651.4 亿元，同比增长 8.7%，增速较上年提升 0.5 个百分点，增速高于全国水平 1.8 个百分点；占上海全市 GDP 比重达 32.03%。经济结构较为优化，2017 年第二产业和第三产业增加值占地区生产总值比重分别约为 25.1% 和 74.7%，第二产业增速快于第三产业，战略性新兴产业产值占规模以上工业总产值的比重达到 40.9%。全社会固定资产投资保持较高规模，2017 年达到 1903.7 亿元。在上海自贸区资本集聚效应的带动下，外资引进继续保持增长态势，实到外资达到 78.3 亿美元，较上年增加 7.94 亿美元。

2015 年，上海自贸区实施范围扩展至 120.72 平方公里。其中，上海外高桥保税区、上海外高桥保税物流园区、洋山保税港区、上海浦东机场综合保税区 4 个海关特殊监管区域 28.78 平方公里，陆家嘴金融片区 34.26 平方公里，金桥开发片区 20.48 平方公里，张江高科技片区 37.20 平方公里。虽然上海自贸区成立时间较短，但已产生积极影响。根据《2017 年上海市国民经济和社会发展统计公报》，2017 年上海自贸区实现商品销售



额 37042.67 亿元，同比增长 10.2%；实现服务业营业收入 5157.74 亿元，同比增长 14.3%；实现规模以上工业总产值 4924.95 亿元，同比增长 14.8%；完成固定资产投资额 680.31 亿元，同比增长 12.4%；实现外贸进出口总额 13500 亿元，同比增长 14.7%；外商直接投资实际到位金额 70.15 亿美元，同比增长 13.5%。

2017 年，中国（上海）自由贸易试验区保税区域（即上海外高桥保税区、上海外高桥保税物流园区、洋山保税港区、上海浦东机场综合保税区 4 个海关特殊监管区域，以下简称“保税区域”）不断推进上海自贸区制度创新和功能拓展推出的各项改革举措，经济发展呈现快速增长态势，2017 年保税区域完成经营总收入 19800 亿元，同比增长 14.0%；实现商品销售额 17100 亿元，同比增长 13.6%；完成进出口额 9220 亿元，同比增长 17.6%；完成固定资产投资额 43.0 亿元，同比增长 39.9%。全年保税区域完成工商税收 667 亿元，同比增长 0.2%，占浦东新区 18.8%；各驻区海关税收合计 1082 亿元，增长 10.0%，占上海关区税收 25.1%。受 2015 年上海自贸区扩区，当年大规模内外资企业入驻园区导致基数较大影响，2016 年以来保税区域新增内外资逐年大幅回落，2017 年保税区域新设企业 3129 家，同比下降 45.5%；引进合同外资 63.5 亿美元，同比下降 61.8%；新增内资企业注册资本 680 亿元，同比下降 80.5%。

外高桥保税区是全国第一个保税区，是全国首个“国家进口贸易促进创新示范区”和上海国际航运、贸易中心的重要载体。2017 年，外高桥保税区经济较快增长，产业规模持续扩大，当年投资企业完成经营总收入 16600 亿元，比上年增长 14.5%，占保税区域的 83.8%。其中以国际贸易、航运物流、技术服务等为主的第三产业完成经营收入 15644 亿元，占经济总量的 94.2%；以先进制造业为主体的第二产业完成经营收入 956 亿元，占经济总量的 5.8%。全年外高桥保税区完成商品销售额 15233 亿元，比上年增长 15.0%；完成进出口额 7959 亿元，比上年增长 19.6%；完成固定资产投资额 41.8 亿元，比上年增长 58.9%。全年外高桥保税区完成工商税收 540.7 亿元，比上年增长 11.0%；海关部门税收 721.0 亿元，增长 13.4%。2017 年，外高桥保税区新设企业 2985 家，比上年下降 45.8%；合同外资 44.1 亿美元，同比下降 69.5%；内资企业注册资本 654.2 亿元，同比下降 80.9%。

上海自贸区挂牌成立后进一步提升了外高桥保税区的商住和工业用地价值。随着上海自贸区的成立，外高桥保税区迎来了“二次开发”，产业升级、金融政策放开、服务业准入使得物业需求上升，物业租金上涨预期明显。目前，外高桥的剩余土地供应非常有限，新增土地主要依靠二次开发等旧有土地更新，这将使区域内拥有土地或者房产的企业明显受益。上海自贸区挂牌成立后还直接带动了区内物流贸易业务发展，进一步吸引了全球 500 强跨国企业总部和营运中心陆续入驻区内，推动区内金融、贸易平台的形成，预计将进一步促进该区域贸易、产业、金融、人口和消费的升级，直接带动该区域的转口贸易、离岸贸易和离岸金融的快速发展。截至 2017 年底，外高桥保税区累计注册企业 35831 家，占保税区域的 92.2%，其中外资企业 11345 家，内资企业 24486 家；累计注册资本 2.12 万亿元，占保税区域的 86.0%，已经形成了以国际贸易、现代物流、先进制造为支柱产业的实力雄厚的企业群落。

## 2. 业务运营

该公司是外高桥保税区唯一的开发商和主要运营商，目前发展重点转向外高桥功能区的建设。目前，公司已经形成了园区开发、商业房地产、物流贸易和文化投资四大业务板块，2017 年营业收入保持增长。公司园区开发经验丰富，持有物业规模大，资产变现能力较强；但公司项目投资规模较大，产出周期较长，存在一定的资金压力。

该公司是外高桥保税区唯一的开发商和主要运营商，目前发展重点转向外高桥功能区的建设。目前，公司已经形成了园区开发、商业房地产、物流贸易和文化投资四大业务板块，其中，文化投资业务为 2016 年新增板块。2017 年，公司实现主营业务收入 89.16 亿元，同比小幅增长 3.05%，其中商品销售收入、房地产转让出售收入和物业租赁收入占比较高，2017 年上述业务收入占主营业务的比重分别为 35.10%、29.05% 和 14.80%。2018 年第一季度，公司实现主营业务收入 22.39 亿元，较上年同期大幅增长 55.05%，主要系当期确认房地产转让出售收入规模较大所致，当期房地产转让出售收入 8.13 亿元，较上年同期增加 8.04 亿元。

图表 2. 2016 年以来公司主营业务收入和毛利率情况<sup>1</sup>（单位：亿元，%）

	2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>主营业务收入</b>	<b>86.53</b>	<b>100.00</b>	<b>89.16</b>	<b>100.00</b>	<b>22.39</b>	<b>100.00</b>
物业租赁	12.50	14.45	13.20	14.80	3.36	15.01
房地产转让出售	23.85	27.56	25.90	29.05	8.13	36.30
服务业	5.84	6.75	5.78	6.48	1.48	6.63
商品销售	31.56	36.47	31.30	35.10	5.69	25.42
进出口代理	1.83	2.11	1.72	1.93	0.57	2.55
物流业务	8.23	9.51	8.81	9.88	2.23	9.98
制造业	2.72	3.14	2.46	2.76	0.92	4.12
<b>主营业务毛利率</b>		<b>27.44</b>		<b>24.65</b>		<b>37.75</b>
物业租赁		49.87		49.23		48.75
房地产转让出售		44.04		32.73		62.47
服务业		49.32		55.48		46.57
商品销售		1.62		1.92		1.57
进出口代理		68.20		86.24		76.93
物流业务		25.13		14.44		17.49
制造业		11.15		18.02		13.77

资料来源：外高桥股份

### （1）园区开发和商业房地产开发板块

该公司园区开发和商业房地产板块包括物业租赁、房地产转让出售和服务业。公司开发经营的外高桥保税区具备较好的区位条件、完善的配套设施及成熟的进出口贸易服务，具有较强的竞争优势，吸引了大批优质客户，集聚了一批具有全球影响力的先进制造、科技研发和检测维修服务类跨国企业，形成了制造提升、贸易拉动、服务带动和离岸服务的科技创新生态群落。数量庞大且国际关联度高的客户群体是公司发展的宝贵资

<sup>1</sup> 表中合计数与明细项加总数不一致系四舍五入导致尾差，下同。



源，为公司服务城市发展战略，优化园区服务业务，拓展新型业务，提升国际化水平，助力公司转型创造了重要条件。大批优质客户入驻园区有助于形成产业集聚效应，为外高桥保税区的开发与经营提供了良好的基础。

目前，该公司拥有总开发土地面积共 31 平方公里，包括外高桥保税区 10 平方公里、保税区物流园区 1.03 平方公里、外高桥物流园区二期 2.73 平方公里、南块主题产业园区 4.67 平方公里、高桥新城 0.81 平方公里、森兰项目 6.01 平方公里、启东产业园区 5.00 平方公里，同时公司还参与上海市普陀区西北物流园区和洋山保税港区的开发。截至 2017 年末，公司持有在营和在建各类物业地上建筑面积共约 450 万平方米，其中在营项目总面积约 340 万平方米，主要包括工业厂房、仓储物流用房、办公并配套商业、商业金融房产、租赁式公寓、酒店房产等多种经营业态；在建项目地上建筑面积约 92.64 万平方米，主要包括仓储物流用房、工业厂房、商业金融房产、办公并配套商业、普通住宅等。

**图表 3. 截至 2017 年末公司持有的在营和在建房产项目概况（单位：万平方米）**

经营业态	在建项目		竣工可售面积		竣工可租/可用面积		
	总建筑面积	地上建筑面积	可供出售面积	已售面积	总面积	可租面积	已租面积
普通住宅	19.47	12.82	8.30	4.35	2.52	2.17	0.40
租赁式公寓	--	--	--	--	4.88	4.88	4.30
酒店房产	--	--	--	--	5.26	5.26	5.26
商业金融房产	29.13	14.85	--	--	18.37	16.04	10.64
办公并配套商业	19.57	12.88	29.37	29.37	26.71	21.90	15.91
教育及配套房产	--	--	--	--	3.75	3.75	3.75
绿化等管理用房	--	--	--	--	1.49	1.49	1.49
工业厂房	23.60	18.90	--	--	156.45	147.95	125.64
仓储物流用房	47.10	33.19	--	--	137.55	136.56	132.79
自用房产	--	--	--	--	5.75	--	--
<b>合计</b>	<b>138.87</b>	<b>92.64</b>	<b>37.67</b>	<b>33.72</b>	<b>362.73</b>	<b>340.01</b>	<b>300.19</b>

资料来源：外高桥股份

### 物业租赁

2017 年，该公司实现物业租赁收入 13.20 亿元，较上年小幅增长 5.55%，租赁收入上升主要受益于物业出租面积增加以及上海自贸区带动租金水平的上涨。截至 2017 年末，公司持有的竣工可租面积 340.01 万平方米，主要租赁业态为工业厂房、仓储物流用房、办公并配套商业、商业金融房产等，上述业态可租赁面积分别为 147.95 万平方米、136.56 万平方米、21.90 万平方米和 16.04 万平方米。截至 2017 年末，公司已租赁物业面积为 300.19 万平方米，整体出租率近 90%；公司与园区内企业租赁关系较稳定，每年能为公司提供较稳定的现金流。此外，园区物业维护成本较低，因此租赁业务具有较高的毛利率，2017 年公司物业租赁业务毛利率为 49.23%，基本与上年持平。2018 年第一季度，公司实现物业租赁收入 3.36 亿元，毛利率为 48.75%。

目前，该公司出租物业主要位于外高桥保税区内，随着保税物流园区、南块主题产业园区、启东产业园等在建项目陆续投入运营，公司可租赁物业面积将有所增加，租赁业务整体盈利水平也将得到提升。

## 房地产转让出售

2017年，该公司实现房地产转让出售业务收入为25.90亿元，较上年增长8.62%，收入主要来自森兰国际七期、八期（D1-4）在建工程项目转让收入<sup>2</sup>以及森兰名轩二期一阶段销售收入，森兰名轩二期一阶段住宅项目于2017年4月开盘销售，推出的232套房源全部售罄；同期，房地产转让出售业务毛利率为32.73%，较上年下降11.31个百分点，主要系森兰国际七期、八期（D1-4）在建工程项目体量较大，毛利相对较低所致。2018年第一季度，公司实现房地产转让出售收入8.13亿元，较上年同期增加8.04亿元，主要系确认森兰名轩二期一阶段销售收入所致；当期业务毛利率为62.47%，主要系毛利水平较高的森兰名轩二期一阶段销售拉动所致。

在厂房销售方面，截至2017年末该公司拥有建成在营的工业厂房、仓储物流用房物业可用面积合计约284.51万平方米，在建项目地上建筑面积约66万平方米。为了长期持续稳定地进行园区开发经营，目前公司工业房产项目建设完成后主要以出租方式获得长期稳定回报，仅在少数特大型招商项目配套需要及现金流较少的情况下，才会出售部分厂房，保证现金流的平衡。

在商业房产销售方面，除住宅项目外，该公司商业房产项目绝大部分为自主经营开发并持有，资金来源主要是自有资金和外部融资。截至2017年末，公司持有的可供出售住宅物业面积约8.30万平方米，已预售面积为4.35万平方米。

目前，该公司主要开发项目为“森兰·外高桥”综合项目，该项目主要包括森兰商都、森兰国际以及住宅项目，经营业态涵盖了住宅、商业金融、办公并配套商业等，项目计划投资总额约为260亿元，截至2017年末在建和竣工项目总投资额为116.79亿元。其中，2017年主要竣工项目总建筑面积35.28万平方米，总投资14.19亿元，2017年完成实际投资额3.81亿元；主要在建项目总建筑面积89.68万平方米，总投资77.15亿元，2017年完成实际投资额6.89亿元。总体来看，公司“森兰·外高桥”综合项目投资规模较大，未来仍存在较大规模的投资需求，公司面临较大的资本支出压力。

**图表 4. 截至 2017 年末公司主要已完工项目概况**

项目名称	经营业态	用地面积 (万平方米)	总建筑面积 (万平方米)	总投资额 (亿元)	2017年实际投资额 (亿元)
森兰 D03-03-1	商业金融房产	0.44	0.53	0.28	0.05
F2-03 地块综合服务楼	办公并配套商业	0.85	2.82	1.35	0.89
新兴楼	办公并配套商业	0.81	3.28	2.19	0.11
国际机床中心(二期)	仓储物流用房	2.89	6.29	2.52	0.24
新发展 102#仓库	仓储物流用房	0.84	0.70	0.77	0.21
D6-14 地块 31#	仓储物流用房	0.40	0.61	0.10	0.10
F16-89#90#厂房	工业厂房	2.45	5.70	1.94	0.60
F18 地块研发楼	工业厂房	2.71	8.10	2.35	0.87
物流园区二期 W3-2 地块 4#	仓储物流用房	3.02	3.02	1.06	0.47
物流园区二期 4-3 地块	仓储物流用房	3.90	4.22	1.64	0.27
<b>合计</b>	--	<b>18.30</b>	<b>35.28</b>	<b>14.19</b>	<b>3.81</b>

资料来源：外高桥股份

<sup>2</sup> 该公司于2017年9月28日以26.37亿元的底价通过上海联合产权交易所公开挂牌转让森兰国际七期、八期（D1-4）在建工程项目，该项目性质为办公并配套商业，由上海浦隽房地产开发有限公司（以下简称“浦隽公司”）竞得该项目，成交总价为26.37亿元。

图表 5. 截至 2017 年末公司主要在建项目概况

项目名称	经营业态	用地面积 (万平方米)	总建筑面积 (万平方米)	总投资额 (亿元)	2017 年实际投资额 (亿元)
森兰星河湾 A11-2、A11-4	普通住宅	5.90	14.84	16.00	0.29
森兰外高桥 A2-3 项目	普通住宅	1.61	4.63	6.90	0.00 <sup>3</sup>
森兰商都二期 D5-3/D5-4	商业金融房产	4.38	13.68	15.20	1.46
森兰商都三期 D4-3 商业区	商业金融房产	2.74	8.09	8.33	1.10
森兰国际四期 D3-2	办公并配套商业	2.82	13.47	11.04	0.11
上海国际艺术品保税服务中心	商业金融房产	2.02	6.83	6.37	1.64
新发展 75-76#仓库	仓储物流用房	12.38	12.38	6.63	1.66
新发展 87#仓库新建项目	仓储物流用房	1.88	2.19	1.08	0.32
新发展 H10 地块	工业厂房	6.48	9.80	4.28	0.09
物流园区二期 5-3 地块	仓储物流用房	3.70	3.77	1.32	0.24
合计	--	43.92	89.68	77.15	6.89

资料来源：外高桥股份

在土地出让方面，该公司目前拥有的地块主要包括外高桥保税区、保税物流园区二期以及南块主题产业园区、森兰·外高桥项目等，公司大部分土地为早期从浦东新区政府成片受让而来，启东产业园区土地则是通过招拍挂取得。公司的土地获取均足额缴纳了相关土地出让款项，并取得了包括国有土地使用权证在内的相关权属证明。公司土地出售部分占比较小，在满足现金流的情况下，公司以自有开发为主，只有在需要平衡现金流的情况下才会将土地出售，近三年公司均未实现土地出让收入。截至 2017 年末，公司持有待开发土地面积为 133.34 万平方米，主要用于土地二级开发，建成后将主要用于对外租售。

## 服务业

该公司服务业属于园区开发及商业房地产的后续辅助业务，目前主要为酒店餐饮、物业管理等，公司在此基础上不断拓展、完善业态布局，该业务具有较强的区域竞争优势，并且业务稳定性较强。目前公司持有建成在营的酒店包括外高桥休闲广场、外高桥皇冠假日大酒店和杭州千岛湖大酒店，客房数量合计为 801 套。2017 年，公司实现服务业收入 5.78 亿元，较上年略降 0.99%；毛利率为 55.48%，较上年提升 6.16 个百分点。2018 年第一季度，公司实现服务业收入 1.48 亿元，毛利率为 46.57%。

### (2) 商品销售及进出口代理业务

该公司自营的进出口贸易业务全部通过二级子公司进行，主要包括上海外联发进出口有限公司、上海新发展进出口贸易实业有限公司以及上海三凯进出口有限公司。公司商品销售业务主要内容为：国家限定经营或禁止进出口的商品除外的仓储、商务咨询等各类商品和技术的进出口业务。同时，公司也为外高桥保税区内企业代理进出口贸易服务，业务内容主要是公司凭借丰富的进出口代理服务经验以及专业的进出口业务人员，为进出口企业提供进出口业务的解决方案。近年来商品销售及进出口代理业务对公司主营业务收入贡献较大，目前已形成以钟表、红酒、机床、医疗器械为主的专业贸易平台。

<sup>3</sup> 13.04 万元。

2017年，该公司商品销售业务收入为31.30亿元，较上年略降0.83%；毛利率为1.92%，较上年提升0.30个百分点。2017年公司进出口代理业务收入为1.72亿元，较上年下降6.04%；毛利率为86.24%，较上年提升18.04个百分点，主要系进出口代理成本有所下降所致。2018年第一季度，公司分别实现商品销售收入和进出口代理收入5.69亿元和0.57亿元，毛利率分别为1.57%和76.93%。

### （3）物流业务

该公司物流业务包括保税物流、非保税物流和临港物流三种，主要向客户提供国际货运代理、口岸报关报检、集装箱拆拼箱和仓储运输等服务，覆盖了从外高桥港区到保税区及区外的物流市场，能为客户提供较全面的服务。具体来看，公司物流业务主要分为仓储业务、运输业务等，其中仓储业务是较早开展的一个特色项目，公司在简单的物流运作模式的基础上利用保税区物流园区特殊的政策优势以及高素质的物流仓储专业人员，为客户提供全套专业、优质、高效、增值的物流仓储服务。在运输业务方面，由于物流运作方式的最大特点是货物运入物流园区即视同货物出口，可享受出口退税，同时也衍生出增值效益，目前公司为惠普、3M等客户进行了物流项目服务的专项管理；另外，公司依托保税区现有国际采购、国际转口功能，吸引地区性供应链总部；依托国际配送、国际中转功能，吸引第三方物流枢纽；通过物流园区、非保区、保税园区三区综合运作模式设计，塑造外高桥港城大中华和东亚现代化物流供应链枢纽地位。

2017年，该公司实现物流业务收入为8.81亿元，较上年增长7.10%，受新增客户及客户需求变化影响，公司物流业务收入有所增加。同期，公司物流业务毛利率为14.44%，较上年下降10.69个百分点，主要系物流成本上升以及受“营改增”政策影响业务收入不含税所致。2018年第一季度，公司实现物流业务收入2.23亿元，毛利率为17.49%。未来随着外高桥功能区的建设、上海自贸区内货物“自行运输”等物流政策的落地，公司物流业务预计将有较大的发展空间。

### （4）制造业

该公司制造业主要为下属子公司上海西西艾尔气雾推进剂制造与罐装有限公司的各类气雾剂产品与液体产品的开发、配制、灌装加工业务。该业务主要为代加工业务，材料及供应商均由客户指定，代加工产品主要有强生、宝洁、欧莱雅、联合利华等。目前公司供应商主要包括常州大华进出口（集团）有限公司、上海永裕塑胶有限公司、深圳市通产丽星股份有限公司、中山中荣印刷集团有限公司、藤兴工业有限公司等。公司每月按客户订单量生产发货，当月产量一般会在下月全部发出。2017年及2018年第一季度，公司制造业务收入分别为2.46亿元和0.92亿元，毛利率分别为18.02%和13.77%，毛利率较2016年有所提升，主要系启东生产线开始正常运行所致。

### （5）文化投资

该公司文化投资产业主要由子公司上海自贸区国际文化投资发展有限公司（以下简称“文化投资公司”）负责运营，目前业务主要为艺术品交易、举办文化艺术活动以及运营国家对外文化贸易基地。2016年是公司正式开启艺术品交易功能的第一年，已形成实物交易、现货托管电子交易以及艺术衍生品交易三种交易方式并存的交易结构。

2017 年，公司持续推动艺术品实物交易、艺术衍生品交易服务功能提升，做大交易量，文化艺术品进出口通道服务持续发力，年进出口额近 60 亿元，并新引进文化艺术品类项目 10 个；“文创中国”天猫店已于 2017 年 4 月切换至上海，下属文化投资公司正式接手中国国家博物馆天猫旗舰店，产品库存全部由北京转移至上海。此外，文化投资公司与中钞国鼎、中国黄金、老凤祥等十几家中间商及销售平台建立了合作关系。截至 2017 年末，公司负责运营的国家对外文化贸易基地共聚集 420 余家企业入驻，入驻企业累计注册资本超 100 亿元，文化市场会员总数达到 248 家。随着公司文化投资产业的拓展运营，预计未来可为公司带来新的收入与盈利来源。

## 管理

**跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，组织架构及管理制度等方面无重大变化。**

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，截至 2018 年 3 月末，公司控股股东仍为上海外高桥资产管理有限公司（以下简称“外高桥资管”），外高桥资管原为上海市浦东新区国有资产监督管理委员会（以下简称“浦东新区国资委”）直接持股的国有企业，2016 年 6 月 29 日，根据《上海外高桥集团股份有限公司关于控股股东股权无偿划转的提示性公告》，浦东新区国资委将外高桥资管 100.00% 股权无偿划转至上海浦东投资控股有限公司（以下简称“浦东投资”），浦东投资成立于 2015 年 9 月，系浦东新区国资委 100.00% 控股的国有独资公司。公司实际控制人仍为浦东新区国资委。

跟踪期内，经该公司第八届董事会第三十六次会议审议和 2017 年年度股东大会决议通过，公司对《上海外高桥集团股份有限公司章程》部分条款进行修订并于 2018 年 6 月 8 日公告，增加党的组织和党建工作相关内容。跟踪期内，公司在管理制度、机构设置等方面未发生重大变化。

根据该公司 2018 年 5 月 1 日的《企业信用报告》，公司历史偿债记录良好。根据 2018 年 6 月 12 日查询国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，未发现公司存在异常情况。



## 财务

跟踪期内，该公司营业毛利有所下降，但受投资收益变动影响，盈利规模保持相对稳定。2017 年得益于房地产项目销售实现大规模回款，经营性现金流呈现大额净流入。受益于盈利积累，公司资本实力有所增强，但负债经营程度仍处于偏高水平，债务偿付压力仍较大。公司所持有可供长期经营的物业规模大，并且资产变现能力较强，货币资金较充裕，融资渠道畅通，能够为债务偿付提供较好保障。

### 1. 公司财务质量

天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 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）及相关规定。

截至 2017 年末，该公司合并范围较上年减少 1 家子公司，为公司间接控制的上海三凯花木工程有限公司，不再纳入合并范围的原因是该子公司已注销，合并范围变动对公司业务无重大影响。

### 2. 公司偿债能力

#### （1）债务分析

该公司因外高桥功能区开发面临较大的资金需求，负债整体维持在较大规模。2017 年末，公司负债总额为 202.34 亿元，较上年末略增 2.13%；资产负债率为 66.23%，较上年末略降 0.68 个百分点。2017 年末公司刚性债务余额为 130.81 亿元，较上年末下降 10.11%，主要系借款到期偿付所致；年末股东权益与刚性债务比率为 78.88%，较上年末提升 11.55 个百分点，但股东权益对刚性债务的保障程度仍处于较低水平。公司刚性债务以短期为主，同期末短期刚性债务为 83.47 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 32.75%，短期债务偿付压力较大。

从债务期限结构来看，该公司负债以短期负债为主，2017 年末长短期债务比为 41.91%，较上年末略降 0.34 个百分点，债务期限结构有待优化。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应交税费和其他应付款构成，2017 年末上述科目占流动负债的比重分别为 54.64%、11.59%、9.51%、10.39% 和 9.20%；2017 年末短期借款余额为 77.91 亿元，同比增长 22.63%，其中信用借款、质押借款和保证借款占比分别为 86.91%、11.77% 和 1.32%；应付账款余额 16.53 亿元，同比下降 7.71%，主要为应付房地产开发工程款；预收款项余额为 13.56 亿元，主要为预收售房款、租金等，同比增长 134.94%，主要系预收房款增加所致；应交税费 14.82 亿元，主要为计提的土地增值税、企业所得税等，同比增长 98.75%，主要系公司计提的土地增值税增加，公司前期获得土地支付的对价较低，引起房地产转让出售业务中产生的增值额较大，导致应缴纳的土地增值税较多；其他应付款余额为 13.11 亿元，基本与上年末持平，主要为客户保证金、往来款以及工程设备款等。此外，2017 年末一年内到期的非流动负债同比下降 67.56% 至 3.78 亿元，其他流动负债余额降至 0，分别系借款到期偿付以及短期融资券、超短融到期偿付所致。

2017 年末该公司非流动负债为 59.75 亿元，同比略增 1.55%，负债构成较上年末变化不大。其中长期借款、应付债券和长期应付款占比较高，2017 年末占比分别为 29.08%、50.15% 和 13.96%，其中长期借款余额为 17.37 亿元，同比下降 5.10%，其中信用借款和保证借款占比分别为 65.69% 和 34.31%；应付债券余额为 29.97 亿元，为 2016 年发行的三期公司债券，债券期限均为 5 年，利率区间为 2.94%~3.46%；长期应付款余额为 8.34 亿元，全部为土地动拆迁吸劳养老人员安置费用。

2018 年 3 月末，该公司负债总额为 206.51 亿元，较年初增长 2.06%，流动负债为 145.80 亿元，较年初增长 2.25%。其中，短期借款余额为 91.35 亿元，较年初增长 17.25%；应付账款余额为 11.79 亿元，较年初下降 28.65%，主要系公司支付了工程款所致；预收账款余额为 5.35 亿元，较年初下降 60.57%，主要系森兰名轩二期房款结转收入所致；其他应付款余额 16.59 亿元，较年初增长 26.47%，主要当年应支付的吸劳养老费用由长期应付款转入该科目所致；一年内到期的非流动负债余额为 2.22 亿元，较年初下降 41.25%，系借款到期还款所致。2018 年 3 月末，公司非流动负债为 60.71 亿元，较年初略增 1.60%，主要系长期借款较上年末增长 22.04% 至 21.20 亿元；此外，长期应付款余额较年初下降 33.34% 至 5.56 亿元，系吸劳养老费用转入其他应付款科目所致。除以上科目变动较大外，2018 年 3 月末公司其他负债科目余额较年初变化不大。

截至 2017 年末，该公司对外担保余额为 5.64 亿元，担保比率为 5.47%，主要为对上海浦东土地控股（集团）有限公司的借款担保 0.50 亿元和森兰名轩购房客户担保 5.07 亿元<sup>4</sup>。公司对外担保规模不大，担保代偿风险可控。

此外，跟踪期内，因 2002 年国债投资委托理财纠纷，该公司于 2017 年 12 月 22 日收到上海市浦东新区人民法院送达的两份法院传票及相应的诉讼材料，涉案金额约为人民币 1.54 亿元（详见公告临 2017-049），目前案件尚在审理中。

## （2）现金流分析

该公司物业租赁、商品销售、物流业务等业务现金流较为稳定，回笼速度总体较快，但房地产转让出售业务受开发进度、回款周期等因素影响，使得年度间现金流回笼速度有所变动。2017 年公司营业收入现金率为 126.44%，较上年提升 40.91 个百分点，主要系收到 D1-4 项目转让款以及森兰名轩二期销售房款规模较大所致；得益于房产销售资金回笼，当年公司经营性现金流转呈净流入状态，为 28.48 亿元。2018 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为-6.59 亿元，缺口较上年同期有所扩大，主要系当期房产支出较上年同期增加所致。未来随着森兰项目中的住宅、商业、休闲项目逐一开发完毕并投入销售，公司有望新增可观的现金流入。2017 年公司投资性现金净流量为-7.19 亿元，呈大额净流出，其中支付其他与投资活动有关的现金 11.23 亿元，主要为垫付浦隼公司的拆借资金。2018 年第一季度，公司投资性净现金流为-1.01 亿元，较上年同期净流出增加 0.81 亿元，主要为垫付浦隼公司 D1-4 项目借款所致。2017 年和 2018 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-21.72 亿元和 9.44 亿元，其中 2017 年为净流出主要系偿还短期融资券、超短融等规模较大所致。公司后续项目建设仍需要投入大量资金，预计短期内融资压力仍较大。

<sup>4</sup> 对森兰名轩购房客户提供的担保为向购买森兰名轩的客户在未出具产证前向公积金管理中心贷款提供的阶段性担保。

### (3) 资产质量分析

得益于自身经营积累，2017 年末该公司净资产为 103.18 亿元，同比增长 5.30%；其中，资本公积 38.44 亿元，较上年末增长 2.22%，系公司按持股比例计算享有的联营企业所有者权益变动增加。2018 年 3 月末，公司净资产为 106.98 亿元，较上年末增长 3.68%，主要系公司实现盈利导致未分配利润增长所致。

2017 年末，该公司资产总额为 305.53 亿元，同比增长 3.18%。其中流动资产为 159.71 亿元，在资产总额中占比为 52.27%。从资产构成情况看，货币资金、存货、投资性房地产占比较大，2017 年末上述科目余额占公司资产总额的比重分别为 8.95%、34.75% 和 36.70%。其中，货币资金余额为 27.34 亿元，其中受限的货币资金余额为 9.45 亿元，主要系存放银行的定期存款因进行进口融资业务处于质押状态以及信用证保证金等；现金比率为 19.17%，现金资产对即期债务偿付的保障程度一般。2017 年末存货余额为 106.16 亿元，主要为外高桥功能区开发成本，同比下降 11.52%，主要系结转成本所致；公司存货以经营性房产和待开发土地为主，具有较强的变现能力和较高的市场价值。2017 年末投资性房地产余额为 112.13 亿元，同比增长 14.33%，主要为出租用途的物业。此外，2017 年末，公司其他应收款余额 14.33 亿元，同比增长 214.76%，主要系新增应收浦隽公司的资金拆借款 11.24 亿元所致；其他流动资产余额 0.22 亿元，同比下降 88.59%，系理财产品到期收回所致；可供出售金融资产同比下降 28.30% 至 5.48 亿元，系所持上市公司股票市值变动所致；长期股权投资同比增长 38.61% 至 9.45 亿，主要系权益法核算的股权投资余额增加。2018 年 3 月末，公司流动资产和非流动资产分别为 165.58 亿元和 147.91 亿元，较上年末分别略增 3.68% 和 1.43%，其中货币资金较年初增长 20.66% 至 32.99 亿元；预付款项较年初增长 48.36% 至 9.15 亿元，系预付物业购置款增加；除此之外，其他资产科目变动不大。

### (4) 流动性/短期因素

2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司现金比率分别为 19.17% 和 22.63%，现金资产对短期负债的保障程度一般；同期末，流动比率分别为 112.00% 和 113.57%，速动比率分别为 33.23% 和 36.91%。由于公司计入存货的经营性房产变现能力较强，能够为债务及时偿付提供较好保障；且非流动资产主要为出租物业，亦具有较高的变现价值，整体而言公司资产质量较好。

截至 2018 年 3 月末，该公司受限资产账面价值合计 14.90 亿元，包括受限货币资金 13.27 亿元、长期股权投资 1.63 亿元和可供出售金融资产 71.10 万元。

**图表 6. 截至 2018 年 3 月末公司受限资产情况**

名称	受限金额(万元)	受限原因
货币资金	132700.71	(1) 期末余额中存放银行金融机构定期存款 128819.85 万元，因与银行进行进口融资业务处于质押状态；(2) 期末余额中存放银行金融机构信用证保证金 3145.73 万元；(3) 期末余额中存放非银行金融机构存款中的 735.13 万元处于冻结状态。
长期股权投资	16268.77	股票处于限售期
可供出售金融资产	71.10	持有股票处于冻结状态

资料来源：外高桥股份

### 3. 公司盈利能力

该公司主营业务毛利主要来自物业租赁和房地产转让出售业务，同时服务业、进出口代理和物流业务对营业毛利形成一定补充。2017 年公司实现主营业务毛利 21.98 亿元，较上年下降 7.45%，主要系房地产转让业务毛利下降所致；其中物业租赁和房地产转让出售业务毛利占比分别为 29.56% 和 38.57%。从主营业务毛利率情况看，2017 年公司主营业务毛利率为 24.65%，较上年下降 2.79 个百分点。2017 年公司期间费用为 9.01 亿元，较上年增长 1.97%，期间费用率为 10.06%，较上年略降 0.15 个百分点，期间费用水平尚可。2017 年资产减值损失-0.44 亿元，主要为冲回的坏账损失；投资收益对公司利润增长有一定贡献，2017 年公司实现投资收益 2.11 亿元，同比增长 343.19%，主要为权益法核算的长期股权投资收益；此外，公司每年均可得到一定的财政补贴，2017 年公司获得各项财政补贴收入为 0.39 亿元。2017 年，公司实现净利润 7.81 亿元，较上年增长 3.25%，净资产收益率 7.77%，总资产报酬率为 4.46%，整体盈利能力尚可。

2018 年第一季度，受益于结转毛利率较高的森兰名轩二期销售收入，该公司实现营业收入 22.41 亿元，与上年同期增长 55.12%；主营业务毛利率为 37.75%，较上年同期提升 14.61 个百分点；当期实现净利润 3.79 亿元，较上年同期增长 266.35%。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

该公司是上海自贸区核心区域外高桥保税区、保税物流园区的开发运营主体，市场地位稳固，园区开发经验丰富，综合竞争力较强。跟踪期内，公司营业收入保持增长，盈利规模保持相对稳定。2017 年受项目销售实现回款影响，经营性现金流呈现大额净流入。公司所持有可供长期经营的物业规模大，并且资产变现能力较强，资产质量较好；货币资金较充裕，融资渠道畅通，能够为债务偿付提供较好保障。

### 2. 外部支持因素

该公司作为外高桥保税区、保税物流园区的开发运营主体，地位较重要，能够得到政府在政策、补贴等方面的支持。此外，公司与多家银行等金融机构保持着良好的合作关系，资信优良。截至 2018 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 513.40 亿元，其中已使用授信额度 114.78 亿元，公司后续融资空间较大，可为债券偿付提供一定支撑。

### 3. 较强的资产变现能力

该公司持有的可变现经营性物业规模大，截至 2017 年末公司拥有约 340 万平方米的建成在营的工业、商业等房产，该类资产具有较强的变现能力，可为本期债券偿付提供一定保障。

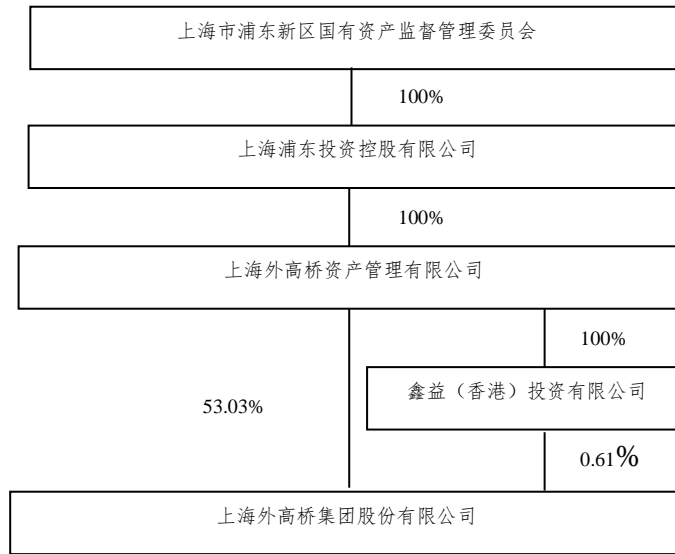
## 跟踪评级结论

综上所述，跟踪期内，外高桥保税区经济保持较快增长，产业规模持续扩大。该公司是上海自贸区核心区域外高桥保税区、保税物流园区的开发运营主体，市场地位稳固，园区开发经验丰富，综合竞争力较强。受益于上海自贸区政策效应，公司商业地产价值得到提升，跟踪期内营业收入保持增长，盈利规模保持相对稳定；但公司项目投资规模较大，产出周期较长，存在一定的资本支出压力。2017年受项目销售实现回款影响，经营性现金流呈现大额净流入。受益于盈利积累，公司资本实力有所增强，但负债经营程度仍处于偏高水平，债务偿付压力仍较大。公司所持有可供长期经营的物业规模大，并且资产变现能力较强，货币资金较充裕，融资渠道畅通，能够为债务偿付提供较好保障。



附录一：

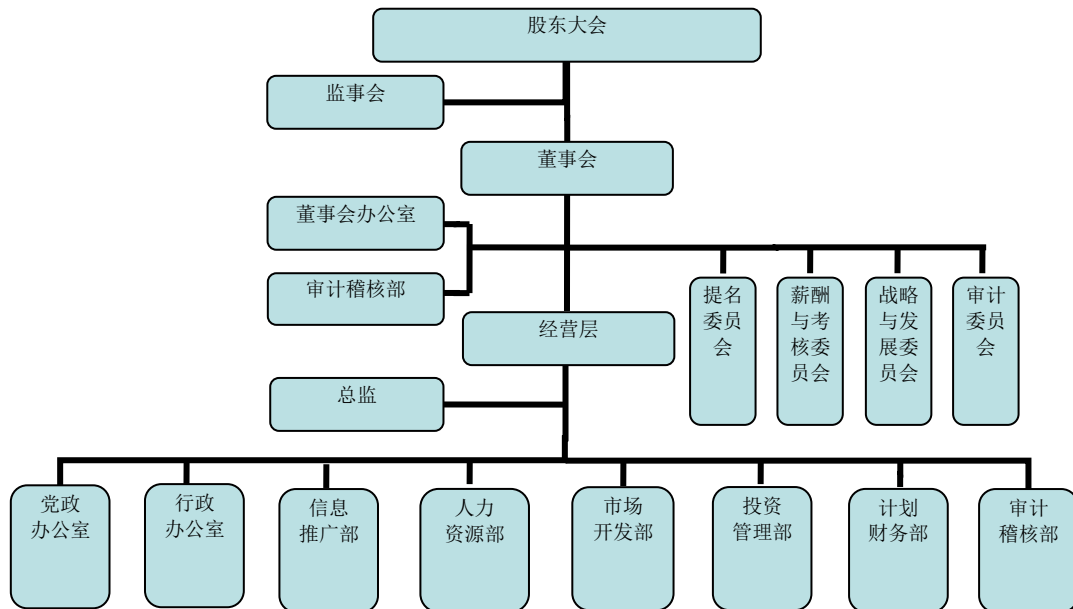
公司与实际控制人关系图



注：根据外高桥股份提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据外高桥股份提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	292.65	296.12	305.53	313.49
货币资金 [亿元]	32.91	29.75	27.34	32.99
刚性债务[亿元]	134.08	145.52	130.81	146.52
所有者权益 [亿元]	95.74	97.99	103.18	106.98
营业收入[亿元]	79.71	86.57	89.54	22.41
净利润 [亿元]	5.80	7.57	7.81	3.79
EBITDA[亿元]	16.57	18.54	19.20	—
经营性现金净流入量[亿元]	-3.82	-5.36	28.48	-6.59
投资性现金净流入量[亿元]	-8.91	0.63	-7.19	-1.01
资产负债率[%]	67.28	66.91	66.23	65.87
长短期债务比[%]	16.81	42.25	41.91	41.64
权益资本与刚性债务比率[%]	71.41	67.33	78.88	73.02
流动比率[%]	97.37	119.53	112.00	113.57
速动比率 [%]	27.11	29.70	33.23	36.91
现金比率[%]	19.53	21.36	19.17	22.63
利息保障倍数[倍]	1.78	2.48	2.57	—
有形净值债务率[%]	208.82	204.97	198.34	195.24
担保比率[%]	3.64	1.62	5.47	—
毛利率[%]	24.59	27.47	24.95	37.80
营业利润率[%]	9.84	11.94	11.79	22.89
总资产报酬率[%]	4.10	4.46	4.46	—
净资产收益率[%]	6.16	7.81	7.77	—
净资产收益率*[%]	5.97	7.77	7.64	—
营业收入现金率[%]	125.83	85.53	126.44	73.01
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-2.49	-3.48	20.20	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.09	-2.71	14.22	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-8.30	-3.07	15.10	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.96	-2.39	10.63	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.59	3.50	3.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.13	0.14	—

注：表中数据依据外高桥股份经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

附录四：

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%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/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+期末短期投资余额+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%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
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%
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+应付利息+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。

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（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。

## 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）
- 《园区类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。