

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）

# 信用评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪债评(2016)010529】

**评级对象:** 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)(本期债券/债项)

**主体信用等级:** AAA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AAA(未安排增级)

**评级时间:** 2016 年 7 月 6 日

**计划发行:** 30.00 亿元

**本期发行:** 12.50 亿元

**存续期限:** 3+2 年

**增级安排:** 无

**发行目的:** 补充流动资金

**偿还方式:** 按年付息, 到期一次还本

## 主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 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	1.26	8.56	4.29	2.85
刚性债务	50.09	45.26	59.84	59.90
所有者权益	43.34	73.93	78.07	77.13
经营性现金净流入量	-5.26	-2.27	-8.14	-0.03
发行人合并数据及指标:				
总资产	250.03	261.57	289.80	278.92
总负债	192.36	168.93	195.83	184.63
刚性债务	143.63	117.48	133.46	126.33
所有者权益	57.66	92.64	93.97	94.29
营业收入	70.61	77.61	78.95	14.22
净利润	5.85	7.51	5.83	0.40
经营性现金净流入量	-5.88	2.46	-3.46	-0.31
EBITDA	15.15	17.61	16.54	—
资产负债率[%]	76.94	64.58	67.57	66.20
长短期债务比[%]	13.34	22.23	16.92	18.29
权益资本与刚性债务比率[%]	40.15	78.85	70.41	74.64
流动比率[%]	86.95	106.75	96.97	97.94
现金比率[%]	24.31	26.91	18.96	14.54
利息保障倍数[倍]	1.49	1.94	1.78	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.02	2.64	2.59	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.13	0.13	—

注:根据外高桥股份经审计的 2013-2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

钟士芹 zsq@shxsj.com  
张智宜 zzy@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F  
http://www.shxsj.com

## 评级观点

### 主要优势/机遇:

- **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,将持续受益于自贸区制度创新带来的政策红利。
- **规模优势。**外高桥保税区在经济规模、产业功能、综合配套、投资环境等方面始终处于国内保税区前列,综合竞争优势显著。
- **主营业务市场竞争力较强。**经过多年发展,外高桥股份已形成园区开发、商业房地产和物流贸易三大业务板块,业务发展较为成熟,具有较强的竞争力。
- **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。
- **融资渠道得到进一步拓宽。**上海自贸区挂牌成立后,外高桥股份能够利用境外资本市场进行融资,有利于进一步拓宽融资渠道、降低融资成本。

### 主要风险/关注:

- **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,且以短期间刚性债务为主,积聚了较大的债务偿付压力。
- **未来资本支出压力较大。**随着外高桥股份对“森兰·外高桥”等建设项目的持续推进,中短期内仍存在较大的资金需求,未来资本支出压

力仍较大。

### ➤ 未来展望

通过对外高桥股份及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为本期债券还本付息安全性极强,并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估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。

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

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《园区类政府相关实体信用评级方法》，该评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级有效期至本期债券本息的约定偿付日止。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

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

上海外高桥集团股份有限公司  
公开发行 2016 年公司债券（第二期）

# 信用评级报告

## 一、公司概况

上海外高桥集团股份有限公司（以下简称“外高桥股份”、“该公司”、“公司”）成立于 1992 年 5 月 19 日，系经上海市建设委员会沪建经（92）第 435 号文批准、由上海市外高桥保税区开发公司改制而成。1992 年 5 月 28 日，经中国人民银行上海分行沪人金股字（92）第 37 号文批准，公司向社会公众公开发行 A 股，并于 1993 年 5 月 4 日在上海证券交易所上市（股票代码：600648，简称：外高桥）。同年 7 月 26 日公司向境外投资人发行的 B 股在上海证券交易所上市（股票代码：900912，简称：外高桥 B 股）。公司原名为上海外高桥保税区开发股份有限公司，控股股东为上海市浦东新区国有资产监督管理委员会（简称“浦东新区国资委”）。1999 年 12 月，公司控股股东变更为上海外高桥（集团）有限公司（2015 年更名为上海外高桥资产管理有限公司，以下简称“外高桥资管”）。2015 年 8 月，根据浦东新区国企改革方案的总体部署要求，公司开始收购、受托管理外高桥资管的部分股权资产<sup>1</sup>，并于 2015 年 9 月 11 日更名为现名。经过历年的增资配股、分红送股、增发等，截至 2016 年 3 月末公司注册资本为 11.35 亿元，其中外高桥资管通过直接和间接方式共持股 53.64%，为公司控股股东。公司实际控制人为浦东新区国资委。

该公司主要承担外高桥保税区及周边区域的开发建设、招商稳商、功能推进和运营服务等。目前公司主要负责外高桥保税区、外高桥保税物流园区二期（以下简称“保税物流园区二期”）及森兰·外高桥项目的综合开发与经营，形成了园区开发、商业房地产和物流贸易三大业务板块。

<sup>1</sup> 2015 年 8 月以来公司发布了一系列公告，包括公司及控股股东更改名称、收购母公司部分股权资产、受托管理母公司部分股权资产等。

## 二、债项概况

### （一）本期债券概况

2016年4月12日，经中国证监会证监许可[2016]771号文核准，该公司获准向合格投资者公开发行总额不超过人民币30.00亿元（含30.00亿元）的公司债券。公司已于2016年4月27日公开发行了2016年公司债券（第一期），发行金额为7.50亿元。本期债券拟发行金额为12.50亿元，期限为5年，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次发行公司债券募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	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）
总发行规模:	30.00亿元人民币
本期发行规模:	12.50亿元人民币
本期债券期限:	5年，附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
增级安排:	无

资料来源：外高桥股份

截至2016年4月末，该公司待偿还债券本金为7.50亿元，尚未兑付本息。

图表 2. 截至2016年4月末公司待偿债券本金概况

项目	起息日	兑付日	发行金额	票面年利率
16外高01	2016-4-27	2021-4-27	7.50	3.46
合计	--	--	7.50	--

资料来源：Wind 资讯

### （二）本期债券募集资金用途

#### ■ 补充流动资金

该公司拟将本期债券募集资金12.50亿元扣除发行费用后用于补充流动资金，以满足公司在实际运营过程中对流动资金的需求，确保经营活动的顺利进行。

### 三、宏观经济和政策环境

2016年以来,我国宏观经济发展仍面临较为复杂的国际与国内环境,下行压力依然较大。但从中长期看,随着“一带一路”等战略的实施,我国对外开放水平的不断提高,同时积极的财政政策、经济结构调整、产业升级、城镇化的发展、内需的持续增长等仍将支撑国内经济保持稳定的增长。

2016年第一季度,我国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势,但经济增速略微放缓,且不确定性有所增加,导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下,欧洲经济温和复苏,并且主权信用风险有所缓解,有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降,而其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016年第一季度,国际石油价格保持低迷,石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升,全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中,印度维持了中高速增长态势,俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下,经济尚未出现实质性转折;巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下,美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守;欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机,继续维持量化宽松的货币政策;日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016年第一季度,我国对外开放水平继续提高,人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强,资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。我国的这些区域和全球性的战略推进,将进一步推动我国经济和金融深度融入世界经济体系,为我国和世界经济的增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在我国提高对外开放水平的同时,国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016年第一季度,我国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松



的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，我国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年我国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，我国央行适当增加了基础货币投放的力度，在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016 年，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016 年第一季度我国国内生产总值同比增速为 6.7%，仍然存在一定的下行压力，但是包括制造业 PMI、固定资产投资总额和 PPI 等重要数据均有一定的回暖，说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

我国经济本年仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，我国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在我国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着我国对外开放的不断提高，在我国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，我国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在我国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

## 四、公司所处行业及区域经济环境

### （一）区域经济环境

近年来上海市及浦东新区经济保持稳定增长，良好的经济发展环境为该公司可持续发展起到较大的推动作用。



上海市作为全国经济中心之一，经济总量处于全国前列。2015年上海市地区生产总值达到 24964.99 亿元，按可比价格计算，较上年增长 6.9%。分产业看，第一产业增加值 109.78 亿元，下降 13.2%；第二产业增加值 7940.69 亿元，增长 1.2%；第三产业增加值 16914.52 亿元，增长 10.6%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重达到 67.8%，比上年提高 3.0 个百分点，经济综合效益不断提高。按常住人口计算的上海市人均生产总值达 10.31 万元。

图表 3. 2011-2015 年上海市地区生产总值及其增长情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: 2011-2015 年上海市国民经济和社会发展统计公报

近年来，上海市持续推进国际经济、金融、贸易、航运四个中心建设。在经济金融中心建设方面，2015 年上海金融业增加值为 4052.23 亿元，同比增长 22.9%；当年上海新增各类金融单位 93 家，其中货币金融服务单位 17 家，资本市场服务单位 57 家，保险业单位 19 家。截至 2015 年末，上海市各类金融单位达到 1430 家，在沪经营性外资金融单位达到 230 家。在航运中心建设方面，2015 年上海港口货物吞吐量为 71739.64 万吨，同比下降 5.0%；港口国际集装箱吞吐量 3653.70 万国际标准箱，同比增长 3.5%。在贸易中心建设方面，2015 年上海关区进出口总额为 50838.17 亿美元，同比下降 4.2%，受全球经济景气度低迷影响，上海市进出口总额继续呈下降趋势。

上海市良好的区域经济环境持续吸引外商投资，对外开放能级仍在不断提高。2015 年上海市全年签订外商直接投资合同金额 589.43 亿美元，比上年增长 86.5%。外商直接投资实际到位金额 184.59 亿美元，增长 1.6%。其中，第三产业实到外资 159.38 亿美元，下降 2.7%，占全市实际利用外资的比重达 86.3%。

房地产市场方面，2015 年上海市房地产市场景气度同比有所好转，当年完成房地产开发投资 3468.94 亿元，同比增长 8.2%；房屋施工面积

15095.33 万平方米,同比增长 2.8%;房屋新开工面积 2605.08 万平方米,同比下降 6.4%;房屋竣工面积 2647.18 万平方米,同比增长 14.4%;房屋销售面积 2431.36 万平方米,同比增长 16.6%。土地市场方面,受宏观调控影响,2015 年上海市土地市场出现下滑,当年共计成交土地(剔除工业用地)133 幅,较上年下滑 33.3%,其中商品住宅用地(含普通商品房、商住办混合)土地成交 52 幅,商业用地(商业、办公及餐饮等)成交 49 幅,另外保障房用地(动迁安置房)成交 32 幅。土地出让面积方面,2015 年上海土地市场总成交面积 601.90 万平方米,较上年下滑 29.30%,其中,商品住宅性质用地成交 311.20 万平方米,商业用地成交 128.04 万平方米,保障房用地出让 162.57 万平方米。土地出让金额方面,2015 年上海土地市场土地出让金总额达 1500.21 亿元,较上年下滑 9.88%。其中,商品住宅性质用地成交 1022.79 亿元,商业用地成交 360.32 亿元,动迁安置房用地成交 117.11 亿元。

经济规模的增长带动了上海市财政收入的增加。2015 年上海市一般公共预算收入为 5519.50 亿元,较上年增长 13.3%;其中市本级完成一般公共预算收入 2806.10 亿元,较上年增长 14.80%。同年,上海市一般公共预算支出 6191.60 亿元,较上年增长 19.50%;其中市本级完成一般公共预算支出 2333.50 亿元,较上年增长 24.80%。总体看,上海市强大的财政实力能够为上海市区域开发提供有力支撑。

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,浦东新区经济总量已超过上海市的 1/4,是上海市经济的重要组成部分。2013 年以来,在上海自贸区建设等推动下,浦东新区继续不断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。2015 年,浦东新区地区生产总值增长 9.1%;完成一般公共预算收入 788.19 亿元,增长 13.7%。投资规模再创新高,全社会固定资产投资完成 1772.9 亿元。工业呈现筑底回升态势,且产业结构进一步优化,第三产业增加值增长 12.50%,占 GDP 比重达到 72%,同比提高 5 个百分点。在上海自贸区资本集聚效应的带动下,招商引资保持快速增长势头,实到外资达到 64.6 亿美元,增长 44.3%;新增内资企业注册资本 10578 亿元,增长 1.3 倍。未来几年,随着浦东新一轮城市建设任务的完成和功能的提升,必将吸引更多的投资者和企业入驻浦东,区财政实力预计可得到进一步提升,对重大项目建设的支持和保障程度会进一步增强。

## （二）外高桥保税区经济环境

外高桥保税区是国内经济总量最大的保税区，是上海自贸区的重要组成部分，具有突出的行业地位和综合竞争优势。作为该区域内主要开发主体，该公司将直接受益于上海自贸区的政策红利。

2013年7月3日，《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》获国务院常务会议通过，这是我国从新一轮改革开放的战略高度，布局自贸区的试点改革。2013年9月29日，上海自贸区正式挂牌成立，涵盖外高桥保税区、保税物流园区、洋山保税港区和浦东机场综合保税区等4个海关特殊监管区域（涵盖原上海综合保税区的范围），总面积为28.78平方公里。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。2015年上海自贸区实现商品销售额16866.48亿元，同比增长6.0%；实现服务业营业收入3599.06亿元，同比增长4.0%；全年区内新增注册企业18269户，其中内资企业14943户，注册资本9078亿元；外商投资企业3326户，合同外资396.26亿美元。

自贸区的核心是制度创新，其建设涉及海关、税务、金融、工商和土地等多个政府职能部门，自成立以来围绕“外汇管理创新、服务贸易开放、区域便利化”已出台一系列相关政策细则，涉及贸易、航运和金融等方面，以期为企业提供与海外资本和市场对接的窗口。鉴于外高桥保税区的相对成熟度、市区临近性、交通网络及现有的便民服务设施，上海自贸区的政策对外高桥保税区的影响最为显著。

外高桥保税区是全国第一个、也是目前全国经济总量最大的保税区。外高桥保税区位于浦东新区，濒临长江入海口，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。2015年，上海自贸区外高桥保税区片区实现工商税收499.91亿元，实现商品销售额12720亿元，园区入驻企业完成进出口贸易额1012亿美元，约占上海市的22%；区域实现航运物流服务收入192亿元，工业总产值约达509.8亿元。2015年，该公司系统共吸引合同外资518.62亿美元，同比增长5.4倍；吸引内资注册资本4413.43亿人民币，同比增长53.05%；

新注册项目超过 9232 个。

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，新增土地依靠旧有土地更新，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。目前，外高桥区域已入驻客户 20000 余家，该公司的市场会员超过 12500 家，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。

总体而言，外高桥保税区以其经济总量、区位优势、成熟的配套设施和配套服务，在国内保税区中具有突出的行业地位和综合竞争优势。作为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，该公司将直接受益于自贸区制度创新带来的政策红利。上海自贸区的发展将有利于公司商业地产价值、物业出租率的提升，以及物流和贸易业务的发展。

## 五、公司自身素质

### （一）公司产权状况

**该公司为国有控股的上市公司，股权结构清晰。**

截至2016年3月末，该公司控股股东为外高桥资管，外高桥资管原为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。公司实际控制人为浦东新区国资委，公司产权状况详见附录一。

## （二）公司法人治理结构

该公司具有较为完善的法人治理结构，高管团队管理经验丰富，有利于公司持续稳定经营。

作为上市公司，该公司治理机制较为完善。公司根据《公司法》、《证券法》和相关法律、法规，以及《上市公司治理准则》的规范性文件的要求，不断推动公司治理结构的优化、规范公司运作。

该公司按照章程规定设立股东大会，股东大会是公司的最高权力机构。公司董事会是日常决策机构，向股东大会负责，对公司经营活动中的重大事项进行审议并做出决定，或提交股东大会审议；董事会由9名董事组成，由股东大会选举或更换；董事任期3年，届满可连选连任；董事会设董事长1人，由全体董事过半数选举产生。同时，公司董事会下设提名委员会、薪酬与考核委员会、战略与发展委员会、审计委员会4个专门委员会，专门委员会成员由公司董事组成。公司监事会是监督机构，负责对董事、管理层的行为及财务进行监督；监事会由5名监事组成，其中3名股东代表由股东大会选举产生，2名职工代表由公司职工民主选举产生；监事每届任期3年，届满可连选连任。公司设总经理1名，由董事会聘任，全面负责公司的日常经营管理工作。

该公司高级管理人员由总经理、副总经理等组成。公司通过《公司章程》和各项内部管理制度对高级管理人员的履职行为、职责和权限等作出了相应约束。公司高级管理人员先后在政府相关部门和公司工作多年，管理经验丰富，具有较强的经营决策能力和企业管理能力，有利于公司持续稳定经营。

该公司及下属企业与关联方之间存在工程建设、房屋维修及相关服务等业务往来，关联交易定价方式为市场价格，近三年公司关联交易规模较小。其中，2015年公司通过上海联合产权交易所公开挂牌转让森兰国际五期（D04-04）在建工程项目；2015年11月，由公司联营企业上海自贸试验区浦深置业有限公司（以下简称“浦深置业”）竞得该项目，成交总价为10.16亿元。截至2015年末，上述在建工程转让已完成产权变更，受让方按产权交易合同如约支付转让价款。关联资金往来方面，2013-2015年末公司应收关联方往来款余额分别为2.13亿元、2.32亿元和6.85亿元，2015年末大幅增加主要系公司为浦深置业垫付工程项目款4.53亿元所致；同期末应付关联方往来款余额分别为0.13亿元、0.30亿元和0.31亿元。



2015年8月,根据浦东新区国企改革方案的总体部署要求,该公司开始收购、受托管理外高桥资管的部分股权资产。根据公司2015年8月14日公布的《上海外高桥保税区开发股份有限公司关于拟收购控股股东部分股权资产的公告》,公司拟收购外高桥资管持有的上海外高桥汽车交易市场有限公司70%股权、上海自贸区国际文化投资发展有限公司100%股权和上海外高桥物流中心有限公司0.25%股权,交易价格合计为3.09亿元。根据公司2016年5月18日《上海外高桥集团股份有限公司关于收购控股股东经营性股权资产暨关联交易进展情况的公告》,上海外高桥汽车交易市场有限公司和上海自贸区国际文化投资发展有限公司完成了上述股权转让的相关工商变更登记,正式变更为公司全资子公司。上海外高桥物流中心有限公司目前正在收购过程中<sup>2</sup>。根据公司2015年10月29日公布的《上海外高桥集团股份有限公司就受托管理控股股东部分股权资产事项签署补充协议暨关联交易公告》,公司与外高桥资管已签署《委托经营管理协议》,受托管理上海外高桥新市镇开发管理有限公司、上海市浦东第三房屋征收服务事务所有限公司等11家公司的股权,按托管股权比例计算的净资产为19.16亿元,委托经营期限为3年。

### (三) 公司管理水平

该公司根据管理需要设置了内部组织架构,各部门分工明确;近年来公司不断完善相关控制制度,已经构建起一套较为健全的内部控制体系,为其长期稳定经营提供了制度基础。

该公司根据管理需要,设置了党委办公室、行政办公室、信息推广部、人力资源部、市场开发部、投资管理部、计划财务部和审计稽核部8个部门,各部门分工明确,运行状况良好。公司组织架构详见附录二。

为规范运营及管理,控制经营风险,该公司建立了一套较为完整的内部控制制度和业务操作规范,包括《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《董事会审计委员会工作规则》、《董事会战略与发展委员会工作规则》、《董事会提名委员会工作规则》、《董事会薪酬与考核委员会工作规则》、《总经理工作细则》、《董事会秘书工作制度》、《信息披露管理制度》、《内幕信息知情人管理制度》、《外部信息使用人管理制度》、《内部控制流程手册》

<sup>2</sup>根据该公司2016年4月15日《上海外高桥集团股份有限公司关于收购控股股东经营性股权资产暨关联交易进展情况的公告》,公司获悉,该股权收购交易已获得上海市国有资产监督管理部门的书面批准,公司计划于近日实施相关股权收购手续。

等，有效保障了公司业务的规范运作。

在约束机制方面，该公司建立了既相互协调又相互制衡的组织架构，并通过《公司章程》、《总经理工作细则》等各项内部管理制度对高级管理人员的履职行为、权限、职责等作了相应的约束。在考评与激励机制方面，公司设立了薪酬与考核委员会，主要负责制定公司董事及高级管理人员的绩效评价标准、程序及评价体系等，并对其进行年度绩效考核，并制定董事及高级管理人员的薪酬政策与方案。

内部控制方面，为进一步规范该公司各个管理层次的相关业务流程，控制企业风险，公司制定了《内部控制流程手册》，对人力资源、资金活动、采购业务、项目投资开发、销售与租赁、关联交易管理等日常经营活动的内控流程做了详细的规定，以完善公司的风险管理和流程控制，保障公司经营管理的安全性和财务信息的可靠性，提高经营效率和风险管理水平。

在财务管理方面，该公司制定了《财务管理制度》，以规范会计核算，保证财务会计信息的真实性、完整性和合法性，保障公司资产的安全和保值增值。公司按照法律、行政法规及国家有关部门的规定编制并公布财务报告，确立了利润分配的基本原则、形式以及利润分配的决策程序等。此外，公司还建立了内部审计制度，并配备专职审计人员，对公司财务收支和经济活动进行内部审计监督，以维护公司资产的安全与完整，提升公司运营效率。

#### **（四）公司经营状况**

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。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，且能享受上海自贸区的各项政策红利；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。经过多年发展，公司已经形成了园区开发、商业房地产和物流贸易三大业务板块。

2013-2015年，该公司分别实现营业收入70.61亿元、77.61亿元和78.95亿元，其中主营业务收入分别为70.01亿元、77.56亿元和78.78亿元，收入呈增长趋势。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，2015年上述业务收入占主营业务的比重分别为



43.54%、19.17%和 15.75%。2016 年第一季度，公司未确认房地产转让出售收入，营业收入较上年同期下降幅度较大，当期实现营业收入 14.22 亿元，较上年同期下降 25.88%。

图表 4. 2013 年以来公司主营业务收入构成 (单位: 亿元、%)

	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	70.01	100.00	77.56	100.00	78.78	100.00	14.19	100.00
物业租赁	9.62	13.74	11.28	14.54	12.41	15.75	3.15	22.18
房地产转让出售	16.12	23.03	19.65	25.34	15.10	19.17	--	--
服务业	4.36	6.23	4.42	5.69	5.15	6.54	1.16	8.19
商品销售	28.29	40.41	30.09	38.80	34.30	43.54	6.56	46.25
进出口代理	1.09	1.56	1.12	1.45	1.42	1.80	0.53	3.73
物流业务	6.79	9.71	7.37	9.51	7.70	9.78	2.08	14.67
制造业	3.73	5.33	3.62	4.67	2.69	3.42	0.71	4.97
主营业务毛利率		29.20		24.43		24.23		22.48
物业租赁		55.04		54.02		52.76		49.56
房地产转让出售		61.44		36.44		39.63		--
服务业		43.93		51.68		52.74		52.04
商品销售		0.96		1.35		1.93		2.74
进出口代理		97.06		95.33		80.40		53.17
物流业务		22.93		21.70		21.48		21.99
制造业		11.78		9.28		14.21		15.09

资料来源: 根据外高桥股份提供的资料整理、计算

## 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。目前, 外高桥区域已入驻客户 20000 余家, 公司的市场会员超过 12500 家, 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。此外, 外高桥保税区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外高桥发展的宝贵资源, 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 2015 年末，公司持有土地储备面积为 4.84 平方公里，主要包括森兰区域绿化水域用地 3.32 平方公里、森兰南块国际社区住宅用地 0.40 平方公里、外高桥保税区 1.02 平方公里、物流园区二期 0.05 平方公里、启东滨海工业园（隶属启东产业园区）0.05 平方公里。公司在外高桥保税区内土地的开发已基本结束，园区开发及经营业务重心转向外高桥功能区的开发与完善。

截至 2015 年末，该公司持有建成在营的厂房仓库物业面积约 281.73 万平方米，在建面积约 39.85 万平方米；持有建成在营的商业及办公物业面积约 49.67 万平方米，在建面积约 83.76 万平方米；持有建成在营的酒店物业面积约 10.10 万平方米，在建面积约 8.28 万平方米；持有在管待售住宅物业面积约 13.66 万平方米，在建面积约 14.17 万平方米。

### **(1) 物业租赁**

2013-2015 年及 2016 年 1-3 月，该公司分别实现物业租赁收入 9.62 亿元、11.28 亿元、12.41 亿元和 3.15 亿元，呈逐年增长趋势，租赁收入上升主要受益于出租物业面积逐年增加和上海自贸区挂牌带动租金水平的上涨。截至 2015 年末，公司在上海持有的已出租厂房仓库共约 271 万平方米，出租率为 94.07%，当年实现租金收入约 9.69 亿元；在上海持有的已出租商业办公物业约 39.20 万平方米，出租率约为 82.60%，当年实现租金收入约 1.76 亿元。公司与园区内企业租赁关系较稳定，近年来平均出租率均保持在较好水平，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，近三年及一期，公司物业租赁业务毛利率分别为 55.04%、54.02%、52.76%和 49.56%，毛利率小幅下降主要系新增物业导致摊销成本增加所致。

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。

### **(2) 房地产转让出售**

2013-2015 年及 2016 年 1-3 月，该公司实现房地产转让出售业务收入分别为 16.12 亿元、19.65 亿元、15.10 亿元和 0.00 亿元。其中 2015 年收入主要来源于公司本部森兰名佳尾盘销售、森兰国际部分办公物业转让和 D4-4 在建工程转让、下属子公司转让保税区 C2-001 地块在建工程等业务，收入减少主要系公司减少对外转让物业体量所致。2016 年第一季度，公司未确认房地产转让出售收入。

在厂房销售方面，截至 2015 年末该公司拥有建成在管的厂房仓库物业面积约 281.73 万平方米，在建面积约 39.85 万平方米。为了长期持续稳定地进行园区开发经营，目前公司对于工业物业的出售持谨慎态度，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，该公司商业房产项目绝大部分为自主经营开发，资金来源主要是自有资本和外部融资。截至 2015 年末，公司持有可供出售的商业办公物业面积 14.54 万平方米，已预售面积为 14.13 万平方米；持有的可供出售住宅物业面积约 12.47 万平方米，已预售面积为 7.93 万平方米。

近三年该公司主要开发项目为“森兰·外高桥”综合项目。“森兰·外高桥”项目主要包括森兰商都、森兰国际以及住宅项目等，该项目计划投资总额为 252.96 亿元，截至 2015 年末森兰项目累计已投资额为 136.58 亿元。目前公司已完工项目包括森兰商都、森兰国际、森兰名佳和森兰名轩等。其中森兰商都已于 2013 年底竣工，项目建筑面积 8.36 万平方米，工程建筑总投资 5.61 亿元；目前森兰商都全面开业，商场租赁率达 90%。森兰国际 D4-5 已于 2014 年 6 月建成，工程建筑投资额 5.17 亿元；平行进口汽车、文化艺术品展示交易中心等功能性项目率先在森兰国际进行试点，出租率约为 70%。住宅物业“森兰名佳”项目于 2013 年竣工，并于当年全部售罄，累计回笼资金 12.90 亿元；森兰名轩项目于 2015 年完工，当年房源基本售罄，签约率达 99.5%，签约金额达 21 亿元，当年回笼资金 18 亿元。公司在建项目主要包括“森兰·外高桥”综合项目（包含商业、办公、酒店、住宅等）、外高桥保税区 G3-01、G3-02 地块重建项目以及外高桥保税物流园区 K6 地块综合物流仓库定制转让项目，上述项目工程建筑计划总投资额 88.80 亿元，实际投资额 7.45 亿元，未来仍存在较大规模的投资需求。

图表 5. 截至 2015 年末公司主要已完工森兰·外高桥项目概况

项目名称	开发用途	用地面积(万平方米)	建筑面积(万平方米)	工程建筑投资额(亿元)	备注
森兰商都	商业	2.82	8.36	5.61	出租 90%
森兰国际 D4-5	办公、商业	3.27	9.70	5.17	出租 70%
森兰名佳	住宅	2.85	6.65	2.20	出售 100%
森兰名轩	住宅	4.22	9.08	6.62	签约率 99.5%
哈罗学校	国际学校	2.51	3.79	1.50	已出租
合计	--	15.67	37.58	21.10	--

资料来源：外高桥股份

**图表 6. 截至 2015 年末森兰·外高桥主要在建项目概况**

地区	项目名称	开发用途	土地面积 (万平方米)	建筑面积 (万平方米)	工程建筑 总投资 (亿元)	工程建筑 实际投资额 (亿元)
上海浦东森兰	A12-1 商品住宅	住宅	5.39	9.54	10.46	1.08
上海浦东森兰	D2-2 办公楼	商业、办公	2.11	7.44	5.30	0.04
上海浦东森兰	D3-2 办公楼	商业、办公	2.82	13.07	9.60	0.37
上海浦东森兰	D4-3 商业区	商业	2.74	8.09	6.26	0.53
上海浦东森兰	D5-3、D5-4 商业、 公寓	商业、酒店 式公寓	4.38	13.18	11.54	0.91
上海浦东森兰	D1-4 办公楼	商业、办公	5.11	29.36	19.80	2.04
上海浦东森兰	D6-5 (艺术岛)	商业、办公	3.02	8.28	12.36	0.10
外高桥保税区	G3-01、G3-02 地 块重建项目	保税仓储	2.02	6.83	6.37	0.08
外高桥保税物 流园区	K6 地块综合物流 仓库定制转让	物流仓库	9.74	21.63	7.11	2.30
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>37.33</b>	<b>117.42</b>	<b>88.80</b>	<b>7.45</b>

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。公司拥有土地储备规模总量较大<sup>3</sup>，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。

该公司通过公开挂牌的方式出让土地，2013-2014 年公司出让土地收入分别为 16.10 亿元和 0.98 亿元，2013 年公司土地出让收入规模较大，主要系公司结转了“森兰·外高桥”南部国际社区 A10-1、A10-2、A10-3 地块的建设用地使用权收入；2014 年公司主要是结转了北八道项目的北块 G13-03 地块的建设用地使用权收入；2015 年公司无土地出让收入。

### (3) 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管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，物业面积合计为 10.10 万平方米，客房数量合计为 801 套。

<sup>3</sup>截至 2015 年末，公司储备土地面积为 4.84 平方公里。

2013-2015 年及 2016 年 1-3 月，公司分别实现服务业收入 4.36 亿元、4.42 亿元、5.15 亿元和 1.16 亿元，收入整体保持稳定；同期，毛利率分别为 43.93%、51.68%、52.74%和 52.04%，整体维持在较好水平。

图表 7. 公司在营酒店物业情况

在营酒店名称	酒店位置	建筑面积 (万平方米)	竣工时间	客房数量 (套)
外高桥休闲广场	上海浦东夏碧路	3.54	1995 年	280
外高桥皇冠假日大酒店	上海浦东杨高北路 1000 号	5.26	2005 年	388
杭州千岛湖大酒店	浙江省淳安县千岛湖镇	1.30	1996 年	133
合计	--	10.10	--	801

资料来源：外高桥股份

## 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，主要包括外联发的全资子公司上海外联发进出口有限公司、新发展的全资子公司上海新发展进出口贸易实业有限公司以及三联发的全资子公司上海三凯进出口有限公司。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代理业务人员，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。

为了落实上海自贸区“允许在特定区域设立保税展示交易平台”的创新功能，公司试点设立外高桥进口商品直销中心，打造专业贸易平台的“升级版”。目前外高桥进口商品直销中心建设取得新进展，实体店方面：截至 2015 年末，外高桥进口商品直销中心累计开业门店约 30 家，完成签约筹备 18 家，初步实现对华东六省一市的战略布局；线上销售方面，正式启用“上海外高桥进口商品网 FTZMALL”，初步形成以跨境电商自贸模式为核心，集商品展示、现场下单、配送到家为一体的跨境物流供应链，自 2015 年 9 月启动以来，线上销售产品突破 1000 多种，备案商品 2300 多个。

2013-2015 年及 2016 年第一季度，该公司商品销售业务收入分别为 28.29 亿元、30.09 亿元、34.30 和 6.56 亿元，毛利率分别为 0.96%、1.35%、1.93%和 2.74%，受益于商品销售业务拓展，该业务收入及毛利率水平均保持增长。同期，进出口代理业务收入分别为 1.09 亿元、1.12 亿元、1.42 亿元和 0.53 亿元，毛利率分别为 97.06%、95.33%、80.40%和 53.17%，



受国际贸易景气度偏低影响，公司进出口代理业务毛利率下降幅度较大。

### 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。

2013-2015年及2016年第一季度，该公司物流业务收入分别为6.79亿元、7.37亿元、7.70亿元和2.08亿元。受新增客户及客户需求变化影响，公司物流仓储业务收入逐年增加。同期，公司物流业务毛利率分别为22.93%、21.70%、21.48%和21.99%，2014年以来物流业务毛利率下降主要是受“营改增”政策影响，业务收入不含税所致。未来随着外高桥功能区的建设、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。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。2013-2015年及2016年1-3月，公司制造业务收入分别为3.73亿元、3.62亿元、2.69亿元和0.71亿元，毛利率分别为11.78%、9.28%、14.21%和15.09%。

## （五）发展战略

作为外高桥保税区的开发商、营运商和服务商，该公司已经从“以土地开发建设为主”转向“以管理服务为主”。上海自贸区建设启动后，公司进入功能创新、平台构建、制度突破、产业升级、环境优化的全新阶段。“十三五”时期，公司将围绕“创新和转型发展、创造客户价值、创新商业模式、实现发展新突破”的工作主线，全面贯彻落实国家战略，深度融入“四个中心”和具有全球影响力的科创中心建设，加强与其他区域的联动，着力落实“创造客户价值，创新商业模式”的经营理念，实现发展的新突破。在未来发展战略定位方面，公司定位为现代服务业的引领者、外投内引的推动者、全方位服务的提供者和产城融合的实践

者。通过转型和发展，逐步成为具有国际竞争力的园区开发、运营、服务的承担着和产业发展要素的平台集成商。

## （六）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 2013~2015 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 2015 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 289.80 亿元，所有者权益为 93.97 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 90.17 亿元）；全年实现营业收入 78.95 亿元，实现净利润 5.83 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 5.39 亿元）；同期经营性现金流净额为-3.46 亿元。截至 2016 年 3 月末，公司未经审计的合并口径资产总额为 278.92 亿元，所有者权益为 94.29 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 89.86 亿元）；2016 年 1-3 月实现营业收入 14.22 亿元，实现净利润 0.40 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.30 亿元）；同期经营性现金流净额为-0.31 亿元。

近三年该公司营业毛利保持相对稳定，但受投资收益变动影响，盈利规模有所波动。近三年公司资本实力不断增强，但负债经营程度整体仍处于偏高水平，债务偿付压力仍较大。近年来公司开发项目较多，受宏观经济政策、工程进度、回款周期等因素影响，经营性现金流波动较大。但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。

## 六、公司财务分析

### （一）公司盈利能力

近三年该公司营业毛利保持相对稳定，但受投资收益变动影响，公司整体盈利规模有所波动。

该公司主业较清晰，目前已经形成了园区开发、商业房地产和物流贸易三大业务板块。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。2013-2015 年公司分别实现主营业务毛利 20.44 亿元、18.95 亿元和 19.09 亿元，保持相对稳定；其中物业租赁和房地产转让出售业务毛利合计占比分别为 74.36%、69.92%和 65.63%。从主营业务毛利率



情况看，2013-2015 年公司主营业务毛利率分别为 29.20%、24.43%和 24.23%，2013 年公司毛利率较高，主要系公司结转了较多土地出让收入所致；2014 年以来公司毛利率较高的土地出让收入大幅减少，因此毛利率有所下滑。

在期间费用方面，2013-2015 年该公司期间费用分别为 7.68 亿元、7.45 亿元和 7.79 亿元，同期期间费用率分别为 10.88%、9.60%和 9.86%。近三年公司财务费用持续下降，主要系公司通过加强内部管理与成本控制、在外高桥资管系统内横向开展现金池业务等方式提升资金使用效率，并且在上海自贸区挂牌后，公司利用境外资本市场进行融资等方式降低了财务成本。

近三年投资收益对该公司利润增长有一定贡献，2013-2015 年公司分别实现投资收益 0.63 亿元、2.13 亿元和 0.45 亿元，其中 2014 年公司投资收益增加主要系股权处置收益增加所致。此外，公司每年均可得到一定的财政补贴，2013-2015 年公司获得各项财政补贴收入分别为 0.30 亿元、0.39 亿元和 0.62 亿元。

2013-2015 年该公司分别实现净利润 5.85 亿元、7.51 亿元和 5.83 亿元，2014 年大幅增长主要系当年投资净收益增加所致。同期，公司净资产收益率分别为 10.50%、9.99%和 6.25%，总资产报酬率分别为 4.51%、5.07%和 4.13%，整体盈利能力尚可。

2016 年第一季度，该公司未结转房地产转让出售收入，导致当期实现营业收入 14.22 亿元，较上年同期下降 25.88%；综合毛利率为 22.50%，与上年同期下降 11.3 个百分点；当期实现净利润 0.40 亿元，较上年同期下降 84.08%。

## （二）公司偿债能力

近三年该公司资本实力不断增强，但由于负债规模大，负债经营程度整体仍处于偏高水平，公司债务偿付压力仍较大。近年来公司开发项目较多，受宏观经济政策、工程进度、回款周期等因素影响，经营性现金流波动较大。但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. 债务分析

### (1) 债务结构

近三年，该公司因外高桥功能区开发而面临巨大的资金需求，公司负债整体维持在较大规模。2013-2015 年末及 2016 年 3 月末，公司负债总额分别为 192.36 亿元、168.93 亿元、195.83 亿元和 184.63 亿元，2014 年末负债规模大幅下降主要系公司当年通过非公开发行股票募集资金约 27.40 亿元，偿还较多债务所致。同期末，公司资产负债率分别为 76.94%、64.58%、67.57%和 66.20%，2014 年末资产负债率大幅下降主要系非公开发行股票使得所有者权益同比大幅增长 60.66%所致。同期末，公司刚性债务余额分别为 143.63 亿元、117.48 亿元、133.46 亿元和 126.33 亿元，占当年末负债总额的比例分别为 74.66%、69.55%、68.15%和 68.42%；股东权益与刚性债务比率分别为 40.15%、78.85%、70.41%和 74.64%，公司股东权益对刚性债务的保障程度较低。同期末，公司短期刚性债务分别为 129.28 亿元、96.03 亿元、114.22 亿元和 106.70 亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为 31.91%、38.73%、27.80%和 21.26%，虽然 2014 年公司通过非公开发行股票获得大量资金以偿还短期借款，使得短期刚性债务规模大幅下降，但总体看公司短期债务偿付压力仍较大。

从债务期限结构来看，该公司负债以短期负债为主，2013-2015 年末及 2016 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 13.34%、22.23%、16.92%和 18.29%，债务期限结构有待优化。公司流动负债主要由短期借款、预收款项、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，2015 年末上述科目占流动负债的比重分别为 63.63%、13.49%、9.37%、6.59%和 4.00%；2015 年末短期借款余额为 106.57 亿元，同比增长 23.57%，其中信用借款占比为 56.90%；预收款项余额为 22.60 亿元，同比增长 172.17%，主要系预收森兰名轩房款增加所致；应付账款余额 15.69 亿元，同比增长 31.96%，主要为应付房地产开发工程款增加所致；其他应付款余额为 11.03 亿元，同比增长 3.61%，主要为客户保证金和项目未结算款项。

2015 年末该公司非流动负债为 28.33 亿元，同比下降 7.79%。其中长期借款和长期应付款占比较高，2015 年末占比分别为 49.41%和 29.71%，其中长期借款余额为 14.00 亿元，同比下降 34.74%，主要系部分借款将于 2016 年到期，转入一年内到期的长期借款；长期应付款余额为 8.42 亿元，同比增长 37.33%，主要系 2015 年母公司外高桥资管发

行的中期票据借予公司 3.00 亿元使用。

2016 年 3 月末，该公司流动负债为 156.09 亿元，较上年末下降 6.81%。其中，公司短期借款为 100.74 亿元，较上年末下降 5.47%，主要是偿还短期借款所致；应付账款为 11.32 亿元，较上年末下降 27.89%，主要系公司支付了工程款所致。2016 年 3 月末，公司非流动负债为 28.55 亿元，较上年末增长 0.75%，其构成与年初相比变化不大。

### **(2) 公司借款及应付债券情况**

该公司外部融资主要集中于银行借款，2013-2015 年末及 2016 年 3 月末，公司银行借款分别为 143.05 亿元、116.86 亿元、127.28 亿元和 120.09 亿元，占刚性债务的比重分别为 99.59%、99.47%、95.37%和 95.06%。从借款期限看，公司借款以短期借款为主；从借款方式看，以信用借款和保证借款为主，公司综合实力强，信用资质好，融资渠道较为畅通。此外，外高桥资管通过债券融资并借予公司使用，2015 年末和 2016 年 3 月末该金额分别为 3.00 亿元和 3.00 亿元。

目前，该公司逐步拓宽融资渠道，通过发行债券方式进行直接融资。2016 年 4 月 27 日，公司公开发行了 5 年期、7.50 亿元的“16 外高 01”公司债券，票面利率 3.46%。

### **(3) 或有负债**

截至 2015 年末，该公司对合并范围外企业提供的担保额合计为 3.48 亿元，其中为上海浦东土地控股（集团）有限公司（以下简称“浦东土控集团”）提供的担保金额为 2.00 亿元。浦东土控集团为浦东新区下属国有独资企业，综合实力较强，目前经营正常。

### **公司过往债务履约情况**

根据该公司 2016 年 6 月 7 日的《企业基本信用信息报告》，公司历史偿债记录良好，无银行信贷违约、迟付利息情况。截至 2016 年 4 月末，公司已发行在外债券本息余额为 7.50 亿元，目前尚未到期。

## **2. 现金流分析**

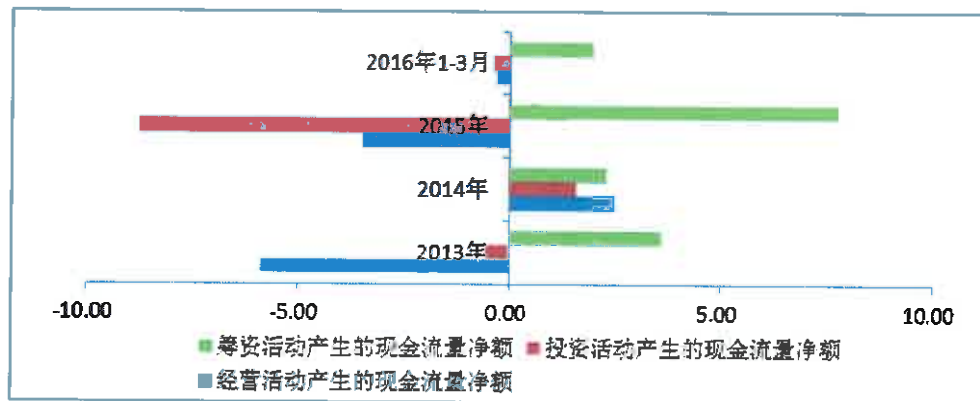
该公司物业租赁、商品销售、物流业务等业务现金流较为稳定，回笼速度总体较快，但房地产转让出售业务受宏观经济政策、开发进度、回款周期等因素影响，使得年度间现金流回笼速度有所变动，2013-2015 年公司营业收入现金率分别为 95.92%、98.28%和 125.60%，2015 年主要受森兰名轩销售资金回笼影响，营业收入现金率大幅提高。近三年公司经营净现金流分别为 -5.88 亿元、2.46 亿元和 -3.46 亿元，存在一定波动，

主要是受房地产开发投资进度变动影响。2016年1-3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.31亿元，缺口较上年同期大幅缩小，主要是系当期缴纳税费减少所致。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。

近三年该公司均有不同规模的购置和处置固定资产、收回和支付股权投资等。2013-2015年及2016年1-3月，公司投资性现金净流量分别为-0.60亿元、1.57亿元、-8.76亿元和-0.38亿元；其中2014年由于公司处置股权收到的款项金额相对较大，因此当年投资活动产生的现金流呈净流入状态；2015年呈大幅净流出主要系部分闲置资金用于理财和对浦深置业借款所致。

该公司主要通过银行借款获得外部资金，后续项目建设仍需要投入大量资金，因此公司短期内融资压力仍较大。

图表 8. 2013年以来公司现金流平衡情况（单位：亿元）



资料来源：外高桥股份

2013-2015年，该公司EBITDA分别为15.15亿元、17.61亿元和16.54亿元，主要来源于利润总额、利息支出和固定资产折旧。公司EBITDA对利息支出的覆盖程度较高，但由于近三年末刚性债务规模较大，EBITDA对刚性债务的覆盖程度低。

图表 9. 近三年公司经营性现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2013年	2014年	2015年
EBITDA/利息支出(倍)	2.02	2.64	2.59
EBITDA/刚性债务(倍)	0.11	0.13	0.13
经营性现金流净额(亿元)	-5.88	2.46	-3.46
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-3.54	1.60	-2.26
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-3.06	1.36	-1.90

资料来源：外高桥股份

### 3. 资产质量分析

2013-2015 年末及 2016 年 3 月末,该公司净资产分别为 57.66 亿元、92.64 亿元、93.97 和 94.29 亿元,其中 2014 年末净资产同比增长 60.66%,主要系公司非公开发行股票所致。2015 年末,公司实收资本和资本公积合计为 50.38 亿元,在当期末净资产中占比为 53.61%。总体看,公司资本实力较强,但资本结构稳定性一般。

2013-2015 年末,该公司资产总额持续增长,分别为 250.03 亿元、261.57 亿元和 289.80 亿元。其中流动资产在总资产中占比较大,同期末流动资产分别为 147.58 亿元、147.52 亿元和 162.42 亿元,在资产总额中占比分别为 59.02%、56.40%和 56.05%。从资产构成情况看,货币资金、存货、投资性房地产占比较大,2015 年末分别为 31.75 亿元、114.00 亿元和 99.96 亿元,合计占公司资产总额的 84.79%。2015 年末公司货币资金余额为 31.75 亿元,现金比率为 18.96%,可对即期债务偿付形成一定保障;存货余额为 114.00 亿元,主要为外高桥功能区开发成本,由于存货以经营性房产和待开发土地为主,因此具有较强的变现能力和较高的市场价值;投资性房地产余额为 99.96 亿元,同比增长 25.02%,主要是由于公司加大外高桥功能区的开发,作为出租用途的物业结转后计入投资性房地产科目所致。

2016 年 3 月末,该公司流动资产为 152.87 亿元,较上年末下降 5.88%,主要系货币资金偿还银行借款所致;非流动资产 126.05 亿元,较上年末下降 1.04%,变化不大。

2013-2015 年末及 2016 年 3 月末,该公司流动比率分别为 86.95%、106.75%、96.97%和 97.94%,速动比率分别为 27.30%、30.52%、26.48%和 20.64%。由于公司流动资产变现能力较强,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。

#### (三) 外部支持

该公司资信状况良好,融资渠道通畅,具有较强的融资能力,为公司发展提供了有力的资金支持。截至 2016 年 3 月末,公司共取得银行授信额度为 450.00 亿元,其中未使用银行授信额度为 308.00 亿元。

浦东新区国资委始终对该公司给予重视和支持,上海自贸区得到国务院批准成立后,作为上海自贸区核心区域的重要开发主体,公司将继

续得到各级政府的大力支持。

## 七、本期债券偿付保障分析

### （一）可持续性的盈利积累

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，竞争力较强，有望继续保持良好的经营业绩。2013-2015 年公司营业收入分别为 70.61 亿元、77.61 亿元和 78.95 亿元，净利润分别为 5.85 亿元、7.51 亿元和 5.83 亿元；EBITDA 分别为 15.15 亿元、17.61 亿元和 16.54 亿元，对利息的保障程度较高。

### （二）较充裕的货币资金

2013-2015 年末，该公司货币资金余额分别为 41.26 亿元、37.19 亿元和 31.75 亿元，现金比率分别为 24.31%、26.91%和 18.96%，较充裕的货币资金存量能够为日常资金周转和债务偿付提供一定保障。

### （三）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 2015 年末公司拥有约 331.40 万平方米的工业、商业房产，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。

### （四）融资能力较强

该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 2016 年 3 月末，公司获得总计 450.00 亿元的银行授信额度，其中未使用授信额度为 308.00 亿元，公司后续融资空间较大，可为本期债券偿付提供较好保障。

## 八、结论

该公司法人治理结构完善，内部组织架构合理；近年来公司不断完善相关控制制度，已经构建起一套较为健全的内部控制体系，为其长期稳定经营提供了制度基础。

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。公司园区开发经验丰富，且能享受上海自贸



区的各项政策红利；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。

近三年该公司营业毛利保持相对稳定，但受投资收益变动影响，盈利规模有所波动。近三年公司资本实力不断增强，但负债经营程度整体仍处于偏高水平，债务偿付压力仍较大。近年来公司开发项目较多，受宏观经济政策、工程进度、回款周期等因素影响，公司经营性现金流波动较大。但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。



## 跟踪评级安排

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

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

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

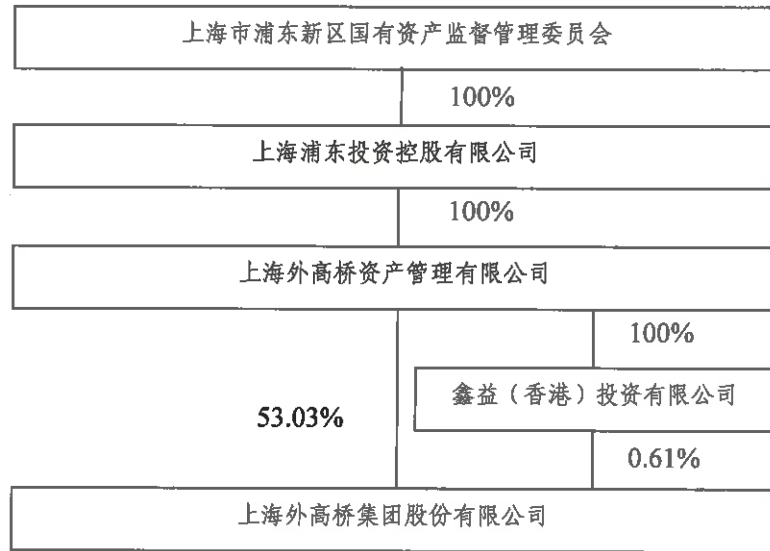
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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

附录一：

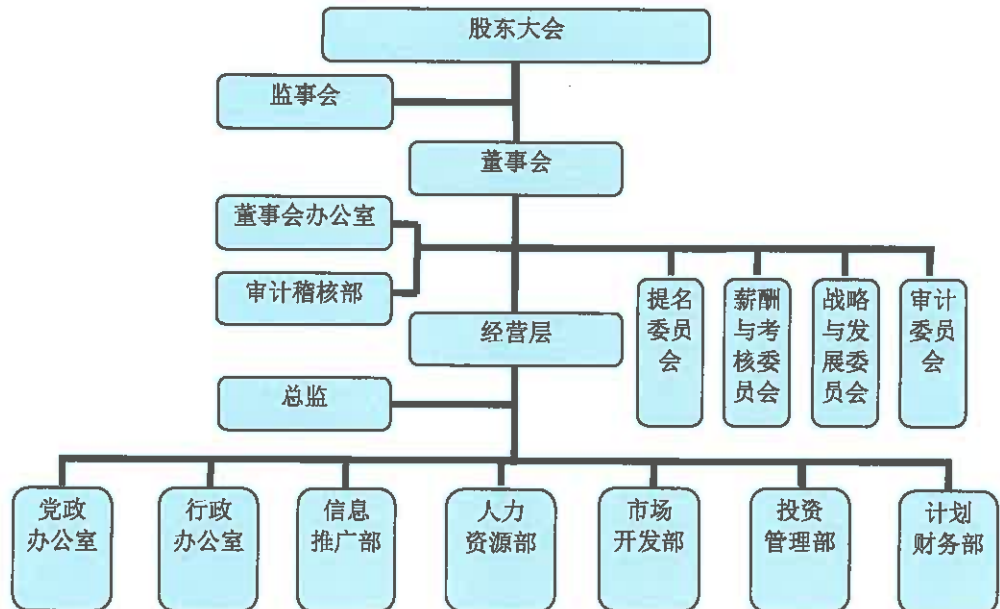
## 公司与实际控制人关系图



注：根据外高桥股份提供的资料绘制（截至 2016 年 6 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 2016 年 6 月末）

附录三：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
资产总额 [ 亿元]	250.03	261.57	289.80	278.92
货币资金 [ 亿元]	41.26	37.19	31.75	22.69
刚性债务[亿元]	143.63	117.48	133.46	126.33
所有者权益 [亿元]	57.66	92.64	93.97	94.29
营业收入[亿元]	70.61	77.61	78.95	14.22
净利润 [亿元]	5.85	7.51	5.83	0.40
EBITDA[亿元]	15.15	17.61	16.54	—
经营性现金净流入量[亿元]	-5.88	2.46	-3.46	-0.31
投资性现金净流入量[亿元]	-0.60	1.57	-8.76	-0.38
资产负债率[%]	76.94	64.58	67.57	66.20
长短期债务比[%]	13.34	22.23	16.92	18.29
权益资本与刚性债务比率[%]	40.15	78.85	70.41	74.64
流动比率[%]	86.95	106.75	96.97	97.94
速动比率 [%]	27.30	30.52	26.48	20.64
现金比率[%]	24.31	26.91	18.96	14.54
利息保障倍数[倍]	1.49	1.94	1.78	—
有形净值债务率[%]	344.45	186.03	211.51	198.60
担保比率[%]	20.07	11.49	3.71	—
毛利率[%]	29.16	24.46	24.39	22.50
营业利润率[%]	10.68	12.59	10.10	5.21
总资产报酬率[%]	4.51	5.07	4.13	—
净资产收益率[%]	10.50	9.99	6.25	—
净资产收益率*[%]	10.52	9.77	6.03	—
营业收入现金率[%]	95.92	98.28	125.60	116.15
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.54	1.60	-2.26	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.06	1.36	-1.90	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.90	2.62	-8.00	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.37	2.23	-6.70	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.02	2.64	2.59	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.13	0.13	—

注：表中数据依据外高桥股份经审计的 2013-2015 年度及未经审计的 2016 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、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。