

上海外高桥集团股份有限公司

公开发行 2016 年公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AAA 级

16 外高 01 信用等级：AAA 级

16 外高 02 信用等级：AAA 级

16 外高 03 信用等级：AAA 级

评级时间：2017 年 6 月 22 日



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.

上海外高桥集团股份有限公司公开发行 2016 年公司债券跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100268】

	本次		前次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
16 外高 01	AAA/稳定/AAA	2017 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 6 月
16 外高 02	AAA/稳定/AAA	2017 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 7 月
16 外高 03	AAA/稳定/AAA	2017 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 8 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 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	8.56	4.29	2.19	1.27
刚性债务	45.26	62.84	98.05	100.15
所有者权益	73.93	78.07	79.04	78.39
经营性现金净流入量	-2.27	-8.14	-8.86	-2.28
发行人合并数据及指标:				
总资产	261.57	292.65	296.12	292.80
总负债	168.93	196.91	198.13	193.66
刚性债务	117.48	134.08	145.52	146.31
所有者权益	92.64	95.74	97.99	99.14
营业收入	77.61	79.71	86.57	14.44
净利润	7.51	5.80	7.57	1.04
经营性现金净流入量	2.46	-3.82	-5.36	-2.73
EBITDA	17.61	16.57	18.54	—
资产负债率[%]	64.58	67.28	66.91	66.14
长短期债务比[%]	22.23	16.81	42.25	48.73
权益资本与刚性债务比率[%]	78.85	71.41	67.33	67.76
流动比率[%]	106.75	97.37	119.53	126.30
现金比率[%]	26.91	19.53	21.36	21.00
利息保障倍数[倍]	1.94	1.78	2.48	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.64	2.59	3.50	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.13	0.13	—

注: 根据外高桥股份经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

钟士芹、郭燕

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com

http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

跟踪期内, 上海自贸区经济财政实力进一步提升, 外高桥保税区产业结构持续优化; 受益于上海自贸区政策效应, 外高桥股份商业地产价值得到提升, 房地产转让出售业务收入和盈利大幅增长。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, 且能享受上海自贸区的各项政策红利; 公司当年新增文化投资业务板块, 预计未来可为公司带来新的营业收入及盈利来源。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。公司负债经营程度目前仍处于偏高水平, 债务偿付压力仍较大; 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。

- 跟踪期内, 上海自贸区经济持续增长, 一般公共预算收入大幅增加; 外高桥保税区经济实力小幅提升, 产业结构持续优化。
- 跟踪期内, 受益于自贸区政策红利, 外高桥股份主营业务稳步发展, 营业收入继续保持增长态势。
- 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较为成熟的业务板块, 具有较强的竞争力; 同时, 公司当年新增文化投资业务, 随着业务拓展, 预计可为公司带来新的营业收入及盈利来源。
- 外高桥股份与多家银行建立了良好的合作关系; 上海自贸区挂牌成立后, 公司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。
- 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。
- 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。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

本报告表述了新世纪评级对外高桥股份及其发行的公司债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有外高桥股份发行的金融产品, 及债权人向外高桥股份授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由外高桥股份提供, 所引用资料的真实性由外高桥股份负责。

跟踪评级报告

按照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”）公开发行 2016 年公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据公司提供的经审计的 2016 年度财务报表及相关经营数据，对公司的财务状况、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，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

截至 2017 年 5 月末，该公司已发行待偿还的债券本金余额为 48.00 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 2017 年 5 月末公司尚未到期债券情况（单位：亿元，%）

债项名称	起息日	兑付日	发行金额	票面年利率
16 外高 01	2016-04-27	2021-04-27	7.50	3.46
16 外高 02	2016-07-27	2021-07-27	12.50	2.95
16 外高 03	2016-08-30	2021-08-30	10.00	2.94
16 外高桥 CP001	2018-08-05	2017-08-05	10.00	2.74
16 外高桥 SCP001	2016-10-28	2017-07-25	8.00	3.02
合计	--	--	48.00	--

资料来源：Wind 资讯

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，截至 2017 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。

2016年6月，该公司对股东大会议事规则和董事会议事规则进行了修订，进一步规范了公司的治理结构；2017年5月，公司对财务管理制度和会计核算制度进行了修订，进一步加强财务管理和规范会计核算。

2016年，该公司合并范围新增子公司10家，其中，公司本期收购上海外高桥汽车交易市场有限公司（以下简称“汽车市场”）70%股权和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”）100%股权，形成同一控制下企业合并¹，2016年将上述两家子公司及其下属子公司纳入合并范围；此外，公司下属子公司本期新设立2家子公司，公司联营企业上海外高桥保税物流园服务贸易有限公司原大股东撤资，2016年公司将其纳入合并范围。公司本期合并范围减少2家子公司，均系本期已注销不再纳入合并范围。

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；同时，公司受托管理股东外高桥资管持有的11家公司的股权，受托管理期限为2015年9月1日至2018年8月31日，托管收益按照协议定价。关联资金往来方面，2016年末公司应收关联方往来款余额为5.23亿元，较上年末下降24.51%，主要系公司为上海自贸试验区浦深置业有限公司（以下简称“浦深置业”）垫付工程项目款回款所致；同期末应付关联方往来款余额为2.68亿元，主要系应付浦深置业往来款增加至2.39亿元。公司主要关联往来见下表。

图表 2. 2015-2016 年公司主要关联往来（单位：亿元）

科目名称	2015 年	2016 年
采购商品/接受劳务	0.67	0.95
销售商品/提供劳务	10.47 ²	0.32
股权受托管理	0.08	0.27
关联租赁收入	0.21	0.50

资料来源：外高桥股份

¹ 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》，公司拟收购汽车市场70%股权、文化投资公司100%股权和上海外高桥物流中心有限公司0.25%股权，交易价格分别为0.57亿元、2.50亿元和0.03亿元。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》，汽车市场和文化投资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。根据公司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，上海外高桥物流中心有限公司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，目前正在办理关股权收购手续。

² 2015年“销售商品/提供劳务”规模较大主要系2015年该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，由浦深置业竞得该项目，成交总价为10.16亿元。

（二）业务运营

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。2016 年，浦东新区实现地区生产总值 8731.84 亿元，同比增长 8.2%，增速高于全国水平 1.5 个百分点；占上海全市 GDP 比重达 31.8%。全社会固定资产投资保持较高规模，2016 年达到 1825.74 亿元，同比增长 3.0%。工业呈现筑底回升态势，全年全区实现工业总产值 9283.15 亿元，同比增长 2.7%；产业结构进一步优化，第三产业增加值增长 10.5%，占 GDP 比重达到 74.9%，占比较上年提高 2.9 个百分点，第三产业中金融业贡献最大，金融业增加值占第三产业增加值的比重达 27.5%。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 70.36 亿美元，同比增长 8.9%；新增内资企业注册资本 7723.00 亿元，同比下降 27.0%，主要系上年自贸区扩区导致内资企业大规模增加、基数数大，而本年新增内资放缓所致。

随着经济的快速发展，浦东新区财政实力不断增强。2016 年，全区实现一般公共预算收入 963.75 亿元，同比增长 22.3%，其中，实现税收收入 933.02 亿元，占一般公共预算的比重为 96.81%；实现政府性基金预算收入 224.56 亿元，同比下降 14.98%，主要系国有土地使用权出让收入下降所致。浦东新区上级补助收入规模较大，全区收到的市财政税收返还和转移支付收入合计 217.74 亿元，同比增长 15.10%。财政支出方面，2016 年全区一般公共预算支出 1174.16 亿元，同比增长 27.60%，其中，包括一般公共服务、公共安全、教育、社会保障和就业、医疗卫生与计划生育等支出在内的刚性支出占比为 33.61%，支出弹性较大。同期，浦东新区一般公共预算自给率为 82.08%，较上年下降 3.57 个百分点。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，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将进一步增强。

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《2016 年上海市国民经济和社会发展统计公报》，2016 年上海自贸区实现商品销售额 33609.23 亿元，同比增长 6.9%；实现服务业营业收入 4167.59 亿元，同比增长 7.0%；实现工业总产值 4312.84 亿元，同比增长 14.2%；完成固定资产投资额 607.93 亿元，同比增长 9.4%；实现外贸进出口总额 7836.8 亿元，同比增长 5.9%；外商直接投资实际到位金额 61.79 亿美元，同比增长 28.2%。同期，上海自贸区实现地方一般公共预算收入 559.38 亿元，同比增长 23.7%。

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，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。2016 年，外高桥保税区经济小幅增长，产业结构持续优化，完成经营总收入 14505 亿元，同比增长 4.1%，占上海自贸区保税区域的比重达 83.60%，其中以国际贸易、航运物流、技术服务等为主体的第三产业完成经营收入 13551 亿元，占外高桥保税区经济总量的比重为 93.42%；实现商品销售额 13250 亿元，同比增长 3.5%；实现工商税收 487.0 亿元，同比略降 2.6%，海关税收 640.4 亿元，同比略降 1.4%；园区企业完成进出口额 6654 亿元，同比增长 6.0%；区域实现航运物流服务收入 192 亿元，同比下降 4.8%，外高桥港完成集装箱吞吐量 1827.9 万标准箱，同比增长 0.6%，占上海港集装箱吞吐量的比重达 49.2%；完成工业总产值约达 646.4 亿元，同比增长 16.7%。受 2015 年上海自贸区扩区导致当年大规模内外资企业入驻园区的影响，2016 年外高桥保税区新增内外资较上年大幅下降，2016 年外高桥保税区新设企业 5507 家，同比下降 40.2%；引进合同外资 144.6 亿美元，同比下降 72.1%；新增内资企业注册资本 3432.6 亿元，同比下降 20.5%。

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。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 13350 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。

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。

2016 年，该公司实现营业收入 86.57 亿元，同比增长 8.60%，主要系房地产转让出售收入的增长。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，2016 年上述业务收入占主营业务的比重分别为 36.47%、27.56%和 14.45%。2017 年第一季度，公司实现营业收入 14.44 亿元，较上年同期小幅下降 0.18%。

图表 3. 2015 年以来公司主营业务收入和毛利率情况³ (单位：亿元，%)

	2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	79.54	100.00	86.53	100.00	14.44	100.00
物业租赁	12.44	15.64	12.50	14.45	3.31	22.91
房地产转让出售	15.10	18.99	23.85	27.56	0.08	0.56
服务业	5.50	6.91	5.84	6.75	1.27	8.79
商品销售	34.63	43.53	31.56	36.47	6.73	46.60
进出口代理	1.45	1.82	1.83	2.11	0.45	3.12
物流业务	7.73	9.72	8.23	9.51	2.16	14.94
制造业	2.69	3.39	2.72	3.14	0.44	3.06
主营业务毛利率	24.44		27.44		23.14	
物业租赁	52.90		49.87		55.14	
房地产转让出售	39.63		44.04		-3.87	
服务业	54.77		49.32		47.10	
商品销售	1.93		1.62		2.70	
进出口代理	79.55		68.20		79.98	
物流业务	21.45		25.13		16.26	
制造业	14.21		11.15		6.68	

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

³ 下表中合计数与明细项加总数不一致系四舍五入导致尾差。

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 13350 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 2016 年末，公司持有待开发土地储备面积为 4.80 平方公里，规划计容建筑面积 217 万平方米。公司在外高桥保税区内的土地开发已基本结束，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 2016 年末，该公司持有建成在营的厂房仓库物业地上建筑面积约 287.77 万平方米，较上年增加 6.04 万平方米，在建物业地上建筑面积约 55.15 万平方米，较上年增加 15.3 万平方米；持有建成在营的商业及办公物业地上建筑面积约 43.01 万平方米，较上年增加约 7%，在建物业地上建筑面积约 48.80 万平方米，较上年较少约 7%；持有建成在营的酒店物业总建筑面积约 10.10 万平方米，在建总建筑面积约 8.28 万平方米，较上年无变化；持有在营待售住宅物业总建筑面积约 3.86 万平方米，在建总建筑面积约 14.17 万平方米，在建住宅项目均在上海浦东森兰区域。

(1) 物业租赁

2016 年，该公司实现物业租赁收入 12.50 亿元，较上年小幅增长 0.50%。租赁收入上升主要受益于上海自贸区挂牌带动租金水平的上涨。截至 2016 年末，公司持有的已出租厂房仓库共约 261.29 万平方米，较

上年增长 4.22 万平方米；当年实现租金收入约 10.11 亿元，较上年增长 0.40 亿元；其中，在上海持有的已出租厂房仓库共约 258.22 万平方米，实现租金收入约 10.09 亿元。2016 年末，公司在上海持有的已出租商业办公物业约 32.74 万平方米，较上年增长 0.35 万平方米；当年实现租金收入约 1.72 亿元，较上年略降 0.04 亿元。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，2016 年公司物业租赁业务毛利率为 49.87%，较上年下降 3.03 个百分点，主要系新增物业导致摊销成本增加所致。2017 年第一季度，公司实现物业租赁收入 3.31 亿元，毛利率为 55.14%。

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

2016 年，该公司实现房地产转让出售业务收入为 23.85 亿元，较上年增长 57.89%，收入主要来源于森兰名轩一期、海韵大厦以及海韵苑的房产项目销售，收入大幅增长系森兰名轩一期确认销售收入所致。当年房地产转让出售业务毛利率为 44.04%，较上年提升 4.41 个百分点。2017 年第一季度，公司结转房产销售项目较少，当期仅实现房地产转让出售收入 815.35 万元，业务毛利率为 -3.87%，呈小幅亏损主要系成本摊销因素所致。

在厂房销售方面，截至 2016 年末该公司拥有建成在营的厂房仓库物业面积约 287.77 万平方米，在建面积约 55.15 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金和外部融资。截至 2016 年末，公司持有可供出售的商业办公物业面积 5.00 万平方米，已预售面积为 0.86 万平方米；持有的可供出售住宅物业面积约 4.53 万平方米，已预售未结转面积为 0.75 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。目前公司

已完工项目包括森兰商都、森兰国际、森兰名佳、森兰名轩、哈罗学校及综合物流仓库等, 工程建筑总投资 28.21 亿元。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 90%。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; 森兰名轩一期项目于 2015 年完工, 已于 2016 年 5 月正式交付入住, 全部实现销售, 总销售金额约 21.90 亿元, 回款率 100%。哈罗学校项目于 2015 年竣工, 并于 2016 年 9 月正式开学。K6 地块综合物流仓库定制转让项目于 2016 年竣工, 目前处于待售状态⁴。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, 上述项目工程建筑计划总投资额 88.59 亿元。截至 2016 年末, “森兰·外高桥”综合项目计划投资总额为 252.96 亿元, 累计已投资额约为 144.44 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 2016 年末公司主要已完工项目概况

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 90%
森兰名佳	住宅	2.85	6.65	2.20	出售 100%
森兰名轩一期	住宅	4.22	9.08	6.62	出售 100%
哈罗学校	国际学校	2.51	3.79	1.50	出租 100%
K6 地块综合物流 仓库定制转让	物流仓库	9.74	21.63	7.11	待出售
合计	--	25.41	59.21	28.21	--

资料来源: 外高桥股份

⁴ 该项目将由联营企业上海外高桥物流中心有限公司持有。

图表 5. 截至 2016 年末公司主要在建项目概况

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)	工程建筑当 年实际投资 额 (亿元)
上海浦东森兰	A12-1 商品住宅	住宅	5.39	9.54	10.46	1.38
上海浦东森兰	A2-3 商品住宅	住宅	1.61	4.63	6.90	0.00 ⁵
上海浦东森兰	D2-2 办公楼	商业、办公	2.11	7.44	5.30	0.00 ⁶
上海浦东森兰	D3-2 办公楼	商业、办公	2.82	13.07	9.60	0.00 ⁷
上海浦东森兰	D4-3 商业区	商业	2.74	8.09	6.26	0.58
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	1.34
上海浦东森兰	D1-4 办公楼	商业、办公	5.11	29.36	19.80	0.50
上海浦东森兰	D6-5 (艺术岛)	商业、办公	3.02	8.28	12.36	0.05
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	1.83
合计	--	--	29.20	100.42	88.59	5.69

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。近两年，公司均未实现土地出让收入。

(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，物业面积合计为 10.10 万平方米，客房数量合计为 801 套。2016 年，公司实现服务业收入 5.84 亿元，较上年增长 6.22%；毛利率

⁵ 该项目当年实际投资额为 37.00 万元。

⁶ 该项目当年实际投资额为 16.57 万元。

⁷ 该项目当年实际投资额为 65.38 万元。

为 49.32%，较上年小幅下降 5.45 个百分点。2017 年第一季度，公司实现服务业收入 1.27 亿元，毛利率为 47.10%。

图表 6. 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，主要包括上海外高桥保税区联合发展有限公司的全资子公司上海外联发进出口有限公司、上海市外高桥保税区新发展有限公司的全资子公司上海新发展进出口贸易实业有限公司以及上海市外高桥保税区三联发展有限公司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，该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”，目前已形成产业集聚效应。截至 2016 年末，外高桥进口商品直销中心在全国范围内运营的实体店共 28 家，其中上海 15 家，其他地区 13 家；同时，加大海外直接采购力度，对 600 多家供应商超过 6000 多种商品进行价格梳理，提高了外高桥进口商品直销中心商品在品质、价格上的核心竞争力。

2016 年，该公司商品销售业务收入为 31.56 亿元，较上年下降 8.87%；毛利率为 1.62%，较上年下降 0.31 个百分点；受宏观经济下行的影响，2016 年商品贸易景气度偏低，公司商品销售收入及毛利率均有所下降。2017 年第一季度，公司实现商品销售收入 6.73 亿元，毛利

率为 2.70%。2016 年公司进出口代理业务收入为 1.83 亿元，较上年增长 26.24%；毛利率为 68.20%，较上年下降 11.35 个百分点；受进出口业务结构调整导致代理成本上升的影响，公司进出口代理业务毛利率下降幅度较大。2017 年第一季度，公司实现进出口代理业务收入 0.45 亿元，毛利率为 79.98%。

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。

2016 年，该公司物流业务收入为 8.23 亿元，较上年增长 6.47%，受新增客户及客户需求变化影响，公司物流仓储业务收入增加。同期，公司物流业务毛利率为 25.13%，较上年增加 3.68 个百分点。2017 年第一季度，公司实现物流业务收入 2.16 亿元，毛利率为 16.26%，较 2016 年下降 8.87 个百分点，一是由于公司对非保税物流仓库进行合规清理，产生清理移库费用；二是由于上港租赁堆场租价有所调低；三是由于部分物流合同收入未确认，但出于谨慎原则，部分费用当期消化。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。2016 年及 2017 年第一季度，公司制造业务收入分别为 2.72 亿元和 0.44 亿元，毛利率分别为 11.15%和 6.68%，毛利率有所下降主要系行业经济整体下行的影响。

5. 文化投资

该公司文化投资产业主要由本年新增子公司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；同时，公司举办多场文化艺术活动，深化与专业机构的合作，并与银行等金融投资机构合作，寻找艺术品品鉴盈利模式；此外，公司负责运营国家对外文化贸易基地，截至 2016 年末，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。

（三）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 2016 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。根据财政部于 2016 年 12 月发布的“关于印发《增值税会计处理规定》的通知”，从 2016 年 5 月 1 日起，“营业税金及附加”科目名称调整为“税金及附加”，原在“管理费用”科目中核算的房产税、土地使用税、印花税和车船使用税等重分类至“税金及附加”科目中。公司 2016 年审计报告已按照上述要求进行调整。

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。2016 年公司实现主营业务毛利 23.75 亿元，较上年大幅增长 22.16%，主要系房地产转让业务毛利的增长；其中物业租赁和房地产转让出售业务毛利占比分别为 26.26%和 44.22%。从主营业务毛利率情况看，2016 年公司主营业务毛利率为 27.44%，较上年增加 3.00 个百分点。受房产税、土地使用税等税种从 2016 年 5 月 1 日开始在税金及附加科目中核算以及当年营业收入增长的影响，2016 年公司税金及附加较上年大幅上涨 36.11%至 5.32 亿元。2016 年公司期间费用为 8.84 亿元，较上年增长 7.12%，主要系人员工资、广告宣传费、运输费及咨询费增加导致销售费用的增长和利息收入减少导致财务费用的增长；期间费用率为 10.21%，较上年略降 0.14 个百分点。投资收益对公司利润增长有一定贡献，2016 年公司实现投资收益 0.48 亿元，与上年基本持平，主要为权益法核算的长期股权投资收益及可供出售金融资产取得的投资收益；此外，公司每年均可得到一定的财政补贴，当年公司获得各项财政补贴收入为 0.46 亿元。2016 年，公司实现净利润 7.57 亿元，较上年增长 30.42%，净资产收益率 7.81%，总资产报酬率为 4.46%，整体盈利能力尚可。

2017 年第一季度，该公司实现营业收入 14.44 亿元，与上年同期基

本持平；主营业务毛利率为 23.14%，较上年同期下降 4.30 个百分点；当期实现投资收益 0.18 亿元，较上年同期增长 4.23 倍；实现净利润 1.04 亿元，较上年同期增长 194.69%，主要系财务费用减少及投资收益增加所致。

该公司因外高桥功能区开发而面临较大的资金需求，负债整体维持在较大规模。2016 年末，公司负债总额为 198.13 亿元，较上年末略增 0.62%；资产负债率为 66.91%，较上年末略降 0.37 个百分点。2016 年末公司刚性债务余额为 145.52 亿元，较上年末增长 8.53%，占当年末负债总额的比例为 73.45%；股东权益与刚性债务比率为 67.33%，较上年末下降 4.08 个百分点，公司股东权益对刚性债务的保障程度较低。同期末，公司短期刚性债务为 94.25 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 31.56%，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，2016 年末长短期债务比为 42.25%，较上年末上升 15.44 个百分点，债务期限结构有所改善但仍有待优化。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、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成，2016 年末上述科目占流动负债的比重分别为 45.61%、12.86%、4.14%、5.35%、9.37%、8.37%和 12.91%；2016 年末短期借款余额为 63.53 亿元，同比下降 40.45%，主要系公司当年发行了 48.00 亿元的债券偿还了银行借款所致，其中信用借款和质押借款占比分别为 71.61%和 17.91%；应付账款余额 17.91 亿元，同比增长 13.43%，主要为应付房地产开发工程款增加所致；预收款项余额为 5.77 亿元，同比下降 74.73%，主要系预收的森兰名轩房款本年结转收入所致；应交税费 7.46 亿元，主要为应交土地增值税，同比增长 120.72%，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 13.06 亿元，同比增长 17.38%，主要为客户保证金和项目未结算款项；一年内到期的非流动负债 11.66 亿元，同比增长 73.82%，包括一年内到期的长期借款 7.03 亿元和委托借款 4.63 亿元；其他流动负债余额 17.98 亿元，系公司 2016 年发行的 10.00 亿元短期融资券和 8.00 亿元超短期融资券。

2016 年末该公司非流动负债为 58.85 亿元，同比增长 107.67%，主要系公司本年发行 30.00 亿元的公司债券所致。其中长期借款、应付债

券和长期应付款占比较高，2016 年末占比分别为 31.11%、50.93%和 12.22%，其中长期借款余额为 18.31 亿元，同比增长 30.77%，全部为信用借款和保证借款，利率区间为 4.30%~6.46%；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 7.19 亿元，为 2015 年母公司外高桥资管发行的中期票据借予公司 3.00 亿元和土地动拆迁吸劳养老人员安置费用 4.19 亿元，同比下降 14.57%，系土地动拆迁吸劳养老人员费用的减少。

2017 年 3 月末，该公司负债总额为 193.66 亿元，较上年末下降 2.25%，流动负债为 130.21 亿元，较上年末下降 6.51%。其中，应付账款余额为 10.14 亿元，较上年末下降 43.38%，主要系公司支付了工程款所致；预收账款余额为 8.08 亿元，较上年末增长 40.03%，主要系房产项目预收款增加所致；一年内到期的非流动负债余额为 6.30 亿元，较上年末下降 45.98%，系借款到期还款所致。2017 年 3 月末，公司非流动负债为 63.45 亿元，较上年末增长 7.83%，主要系长期借款较上年末增长 24.59%至 22.81 亿元。除以上科目变动外，2017 年 3 月末公司其他负债科目余额较上年末无明显变动。

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。2016 年公司营业收入现金率为 85.53%，较上年下降 40.30 个百分点，主要系本年实现销售收入的森兰名轩项目房款大部分已在 2015 年进行预收；当年公司经营性净现金流为-5.36 亿元，经营性净现金流缺口较上年有所增加。2017 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为-2.73 亿元，缺口较上年同期大幅扩大，主要系当期主业收现减少、职工薪酬及税费付现增加所致。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。2016 年公司投资性现金净流量为 0.63 亿元，主要为公司购买固定资产、理财产品的购买及赎回和工程借款的收支。2017 年第一季度，公司投资性净现金流为-0.20 亿元，较上年同期净流出减少 0.19 亿元。公司主要通过银行借款和发行债券获得外部资金，2016 年和 2017 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 6.43 亿元和-0.58 亿元。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。

截至 2016 年末，该公司对外担保余额为 1.59 亿元，占当年末所有者权益的 1.62%，主要为对上海浦东土地控股（集团）有限公司的连带责任借款担保 1.50 亿元。公司对外担保规模不大，担保代偿风险可控。

得益于自身经营积累，2016 年末该公司净资产为 97.99 亿元，同比增长 2.34%；其中，资本公积 37.60 亿元，较上年末减少 3.06 亿元，系公司本年收购汽车市场和文化投资公司后的股权溢价按同一控制合并予以冲销所致。2017 年 3 月末，公司净资产为 99.14 亿元，较上年末增长 1.17%，主要系公司实现盈利导致未分配利润较上年末增长 2.65%所致。

2016 年末，该公司资产总额为 296.12 亿元，同比增长 1.18%。其中流动资产在总资产中占比较大，当年末流动资产为 166.49 亿元，在资产总额中占比为 56.22%。从资产构成情况看，货币资金、存货、投资性房地产占比较大，2016 年末占公司资产总额的比重分别为 10.05%、40.52%和 33.12%。其中，货币资金余额为 29.75 亿元，其中受限的货币资金余额为 11.55 亿元，现金比率为 21.36%，可对即期债务偿付形成一定保障；存货余额为 119.98 亿元，较上年末增长 5.04%，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 98.08 亿元，主要为出租用途的物业，同比下降 1.88%，主要系日常折旧摊销所致。此外，2016 年末，公司在建工程 3.67 亿元，较上年末增加 3.07 亿元，主要系 G3-01、G3-02 地块重建项目续建以及森兰能源站投入所致。2017 年 3 月末，公司流动资产和非流动资产分别为 164.46 亿元和 128.34 亿元，较上年末分别略降 1.22%和 0.99%，变化不大。

2016 年末及 2017 年 3 月末，该公司流动比率分别为 119.53%和 126.30%，速动比率分别为 29.70%和 29.85%。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。

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 年末，公司合并口径的银行授信总额为 450.00 亿元，尚未使用的额度为 305.56 亿元，后续融资空间大。根据公司 2017 年 6 月 12 日的《企业基本信用信息报告》，公司历史偿债情况良好。

综上所述，跟踪期内，上海自贸区经济财政实力进一步提升，外高桥保税区产业结构持续优化；受益于上海自贸区政策效应，外高桥股份商业地产价值得到提升，房地产转让出售业务收入和毛利大幅增长。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，且能享受上海自贸区的各项政策红利；公司本年新增投资业务板块，预计未来可为公司带来新的营业收入及盈利来源。但公司项目投资规模较大，产出周期较长，存在较大的资金压力。公司负债经营程度目前仍处于偏高水平，债务偿付压力仍较大；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。

同时，新世纪评级仍将持续关注：（1）宏观经济环境对商品销售及进出口代理业务影响；（2）森兰·外高桥等在建项目建设、销售进展情况；（3）自贸区后续发展对该公司主业的影响；（4）公司债务偿付压力及偿付情况。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
资产总额 [亿元]	261.57	292.65	296.12	292.80
货币资金 [亿元]	37.19	32.91	29.75	27.35
刚性债务[亿元]	117.48	134.08	145.52	146.31
所有者权益 [亿元]	92.64	95.74	97.99	99.14
营业收入[亿元]	77.61	79.71	86.57	14.44
净利润 [亿元]	7.51	5.80	7.57	1.04
EBITDA[亿元]	17.61	16.57	18.54	—
经营性现金净流入量[亿元]	2.46	-3.82	-5.36	-2.73
投资性现金净流入量[亿元]	1.57	-8.91	0.63	-0.20
资产负债率[%]	64.58	67.28	66.91	66.14
长短期债务比[%]	22.23	16.81	42.25	48.73
权益资本与刚性债务比率[%]	78.85	71.41	67.33	67.76
流动比率[%]	106.75	97.37	119.53	126.30
速动比率 [%]	30.52	27.11	29.70	29.85
现金比率[%]	26.91	19.53	21.36	21.00
利息保障倍数[倍]	1.94	1.78	2.48	—
有形净值债务率[%]	186.03	208.82	204.97	197.94
担保比率[%]	11.49	3.64	1.62	—
毛利率[%]	24.46	24.59	27.47	23.17
营业利润率[%]	12.59	9.84	11.94	10.45
总资产报酬率[%]	5.07	4.10	4.46	—
净资产收益率[%]	9.99	6.16	7.81	—
净资产收益率*[%]	9.77	5.97	7.77	—
营业收入现金率[%]	98.28	125.83	85.53	109.30
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.60	-2.49	-3.48	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.36	-2.09	-2.71	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.62	-8.30	-3.07	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.23	-6.96	-2.39	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.64	2.59	3.50	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	0.13	0.13	—

注：根据外高桥股份经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务报表数据整理、计算。

附录二：

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%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+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

附录三：

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。