

上海外高桥集团股份有限公司
及其发行的公开发行债券
跟踪评级报告

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2021]100075】

评级对象:上海外高桥集团股份有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪	前次跟踪	首次评级
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
16 外高 02:	AAA/稳定/AAA/2021 年 05 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 06 月 19 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 07 月 06 日
16 外高 03:	AAA/稳定/AAA/2021 年 05 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 06 月 19 日	AAA/稳定/AAA/2016 年 08 月 22 日
20 外高 01:	AAA/稳定/AAA/2021 年 05 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 06 月 19 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 12 月 30 日
19 外高桥 MTN001:	AAA/稳定/AAA/2021 年 05 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 06 月 19 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 01 月 29 日
19 外高桥 MTN002:	AAA/稳定/AAA/2021 年 05 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 06 月 19 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 05 月 31 日
19 外高桥 MTN003:	AAA/稳定/AAA/2021 年 05 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 06 月 19 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 06 月 18 日

主要财务数据

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 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	8.37	2.77	36.31	26.28
刚性债务	83.50	123.67	130.08	130.34
所有者权益	78.35	77.36	82.27	83.73
经营性现金净流量	3.46	-43.36	31.33	-9.28
发行人合并数据及指标:				
总资产	321.03	348.08	392.96	379.24
总负债	208.35	239.41	280.60	263.29
刚性债务	114.76	157.71	171.29	169.99
所有者权益	112.68	108.67	112.36	115.95
营业收入	77.33	89.41	101.51	21.58
净利润	8.74	9.21	7.69	3.36
经营性现金净流量	7.15	-22.54	41.84	-16.68
EBITDA	22.36	22.27	22.16	—
资产负债率[%]	64.90	68.78	71.41	69.43
长短期债务比[%]	32.64	35.97	50.24	70.64
营业利润率[%]	15.63	14.85	9.87	18.94
短期刚性债务现金覆盖率[%]	27.47	21.60	74.91	75.61
营业收入现金率[%]	116.81	87.55	112.18	109.80
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	7.53	-17.67	23.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.64	4.39	3.57	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.16	0.13	—

注:根据外高桥股份经审计的 2018-2020 年财务数据及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

陆奕璇 luyx@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 02、16 外高 03、20 外高 01、19 外高桥 MTN001、19 外高桥 MTN002 与 19 外高桥 MTN003 的跟踪评级反映了 2020 年以来外高桥股份在市场竞争、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进出口贸易、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。**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;跟踪期内,外高桥保税区主要经济指标保持增长,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,主营业务具有较强的竞争力。跟踪期内,公司主营业务收入规模继续保持增长。
- **融资渠道较畅通。**跟踪期内,外高桥股份保持了较好的信用资质,与多家金融机构合作关系良好,可用授信规模大,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

有大规模可变现经营性物业，可为资产质量及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；2020 年受新冠肺炎疫情影响，公司进出口业务尤其是对外出口业务受到影响，商品销售收入有所下降。
- 短期债务占比较高。跟踪期内，外高桥股份刚性债务规模持续增加，且短期刚性债务占比较高，不利于财务风险的控制。
- 资本支出压力。跟踪期内，外高桥股份“森兰·外高桥”等房产项目投资规模较大，存在较大资金需求，公司面临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公开发行债券

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）、上海外高桥集团股份有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）、上海外高桥集团股份有限公司 2019 年度第一期中期票据、上海外高桥集团股份有限公司 2019 年度第二期中期票据和上海外高桥集团股份有限公司 2019 年度第三期中期票据（分别简称“16 外高 02”、“16 外高 03”、“20 外高 01”、“19 外高桥 MTN001”、“19 外高桥 MTN002”及“19 外高桥 MTN003”）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 2020 年财务报表、未经审计的 2021 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 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。公司于 2020 年 4 月公开发行了面值为 15.00 亿元人民币的公司债券（即“20 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 2.61%，每年付息一次，募集资金扣除发行费用后用于偿还有息债务。公司于 2019 年 4 月发行了 2019 年度第一期中期票据（即“19 外高桥 MTN001”），发行规模为 10.00 亿元，期限为 3 年，利率为 3.87%，募集资金用于偿还金融机构借款及补充流动资金。公司于 2019 年 6 月发行了 2019 年度第二期中期票据（即“19 外高桥 MTN002”），发行规模为 10.00 亿元，期限为 3 年，利率为 3.78%，全部用于偿还金融机构借款。公司于 2019 年 9 月发行了 2019 年度第三期中期票据（即“19 外高桥 MTN003”），发行规模为 10.00 亿元，期限为 3 年，利率为 3.43%，全部用于偿还金融机构借款。

2019 年，该公司“16 外高 02”和“16 外高 03”回售金额分别为 8.57 亿元和 7.95 亿元，剩余未回售本金余额分别为 3.93 亿元和 2.05 亿元，存续期满后 2 年票面利率分别为 3.60%和 3.38%。

截至 2021 年 5 月 21 日，该公司待偿还的债券本金余额为 60.98 亿元，公司对已发行债券均能够按时还本付息，没有延迟支付本息的情况。

图表 1. 截至 2021 年 5 月 21 日公司待偿债券概况 (单位: 年, 亿元, %)

债项名称	发行日期	发行期限	发行金额	待偿本金余额	票面年利率
16 外高 02	2016 年 7 月	3+2	12.50	3.93	2.95/3.60
16 外高 03	2016 年 8 月	3+2	10.00	2.05	2.94/3.38
19 外高桥 MTN001	2019 年 4 月	3	10.00	10.00	3.87
19 外高桥 MTN002	2019 年 6 月	3	10.00	10.00	3.78
19 外高桥 MTN003	2019 年 9 月	3	10.00	10.00	3.43
20 外高 01	2020 年 4 月	3+2	15.00	15.00	2.61
21 外高桥 SCP001	2021 年 5 月	0.71	10.00	10.00	2.87
合计	--	--	77.50	60.98	--

资料来源: Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2021 年以来, 全球经济逐渐恢复但表现仍持续分化, 部分新兴经济体率先加息应对通胀、资本外流与汇率贬值压力, 宽松政策在未来如何退出是全球经济金融面临的一项重大考验, 而中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性, 我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内, 宏观政策持续提供必要支持力度以及消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好, 同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化; 中长期看, “双循环”新发展格局下, 我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展, 我国宏观经济基本面有望长期向好。

2021 年以来, 全球的新冠肺炎疫情防控形势有所好转但仍严峻, 全球经济活动随着疫苗接种的推进而逐渐恢复, 制造业表现强于服务业、发达经济体快于大多数新兴经济体。大宗商品价格上涨引发通胀担忧, 主要金融市场的利率水平从低位明显上行; 高物价、资本外流与汇率贬值压力导致部分新兴经济体在经济恢复脆弱的情况下率先加息, 而美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍持续, 未来如何退出当前的极度宽松货币政策、避免资产泡沫化过度并降低对全球经济的影响, 将是未来全球经济金融的一项重大考验。同时, 中美关系以及中东等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性, 我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境, 而积极主动推进对外合作有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济保持复苏向好态势, 但内部发展依旧存在一定程度的不平衡和不充分。物价中新涨价因素的涨幅较快, 就业压力犹存。规模以上工业企业增加值保持较快增长、经营效益亦加快修复, 而小型企业及部分消费品行业生产活动恢复仍有待加强。消费增速离正常水平尚有差距, 化妆品、通讯器材、汽车等消费升级类商品及日用品零售增长

相对较快，而餐饮消费偏弱；固定资产投资中房地产投资韧性较强，基建投资稳中略降，制造业投资稳步恢复；出口贸易延续强势，机电产品出口占比创新高。人民币汇率在经历大幅升值后有所调整，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性，为经济提供必要支持力度的同时加强定向调控。我国财政政策保持积极且强调更可持续，赤字率和新增债务规模均小幅压减，加大对保就业、保民生、保市场主体的财政支持力度仍是重点；地方政府隐性债务风险化解工作力度加强，地方政府债务风险总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持流动性合理充裕，续作两项直达工具延期至年底，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、保持宏观杠杆率基本稳定的目标下，实体融资增速将放缓。监管持续强化，提高上市公司质量、完善常态化退市机制、健全金融机构治理并强化金融控股公司和金融科技监管、防止资本无序扩张、加强债券市场建设，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年，在经济基本面的确定性明显提高的同时，平衡经济增长与风险防范，为深入贯彻新发展理念、加快构建新发展格局、推动高质量发展营造良好的宏观经济金融环境尤为重要。短期内，全球的疫情防控形势仍严峻，美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复有望带动我国经济继续复苏向好；消费对经济的拉动作用将逐步恢复正常；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现预计平稳；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继43号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，城投企业在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。2021年，在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，城投企业融资环境预计将有所收紧，期间平台资质分化仍将持续，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着

积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2020年，我国持续推进新型城镇化和乡村振兴，城乡区域发展格局不断优化，年末城镇化率已超过60%。根据2021年《政府工作报告》，全面推进乡村振兴，完善新型城镇化战略是“十四五”时期经济社会发展的主要目标和重大任务之一，其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，常住人口城镇化率提高到65%，发展壮大城市群和都市圈，推进以县城为重要载体的城镇化建设，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，提升城镇化发展质量。在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，该领域的建设及融资模式也正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于2014年9月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号，简称“43号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有一定保障。

从具体政策环境来看，2015年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017年至2018年上半年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018年7月，国务院常务会议确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施，指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），进一步明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担

保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强，全年融资环境整体相对宽松。目前我国疫情防控已取得明显成效，经济增长处于稳步恢复中，同时化解政府隐性债务工作持续重点推进。2020年12月，中央经济工作会议指出2021年要“抓实化解政府隐性债务风险工作”；2021年3月，国务院常务会议明确要求“保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”。在政府抓实化解政府隐性债务风险、降杠杆率的背景要求下，2021年城投企业融资环境预计将有所收紧，对城投新增债务的管控力度将较上年有所加强，期间平台资质分化仍将持续。近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力，债务率偏高地区的城投企业再融资压力可能加大。

(3) 区域经济环境

跟踪期内，浦东新区经济保持增长，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，2020年外高桥保税区主要经济指标在总量规模较大的基础上继续保持增长。

浦东新区是经国务院批复正式成立的全国首个新区，位于上海市东部，北倚长江三角洲，截至2020年末实有人口596.66万人。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。2020年，浦东新区实现地区生产总值13207.03亿元，同比增长4.0%，受疫情影响，增速较上年下降3个百分点，2020年浦东新区经济总量占上海全市GDP的比重达34.13%。全社会固定资产投资保持较高规模，2020年为2450.79亿元，同比增长15.3%，增速较上年提升9.2个百分点。浦东新区进出口总额规模较大，2020年实现外贸进出口总额2.09万亿元，同比增长2.0%，增速较上年提升2.3个百分点。

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（涵盖原上海综合保税区的范围，以下简称“上海自贸区保税区域”或“保税区域”）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。根据《2020年上海市国民经济和社会发展统计公报》，2020年上海自贸区实现商品销售额45810.17亿元，较上年下降3.3%；实现服务业营业收入5033.18亿元，较上年下降0.4%；实现工业总产值5446.56亿元，较上年增长13.9%；完成固定资产投资额1524.88亿元，较上年增长44.8%；外商直接投资实际到位金额84.38亿美元，较上年增长10.5%。

2020年以来，在复杂多变的经济环境下，保税区域把握稳中求进的工作总基调，并出台了一系列帮扶企业恢复生产的政策，取得了较明显成效，全年综合经济规模进一

步扩大，各主要经济指标保持向好的态势。2020年，保税区域完成经营总收入23200亿元，较上年增长3.5%；实现商品销售额20600亿元，较上年增长3.0%；完成进出口额11072.5亿元，较上年增长4.2%；完成固定资产投资额57.6亿元，较上年增长26.7%。全年保税区域完成工商税收762.1亿元，较上年下降4.4%，占浦东新区税收的比重为21.9%。2020年，保税区域新设企业1401家，较上年增长11.9%；截至2020年末保税区域现有注册企业达28705家。

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。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2020年末，外高桥保税区（含保税物流园区）累计注册企业25930家，占保税区域的90.33%，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。2020年，外高桥保税区完成进出口额9419.2亿元，较上年增长4.2%，占保税区域的85.1%；完成工商税收650.3亿元，与上年持平，占保税区域的85.3%。

总体来看，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。

2. 业务运营

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，目前主要负责外高桥保税区、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、物流贸易、文化投资和金融服务五大业务板块。2020年，受房地产转让出售收入大幅增加影响，公司主营业务收入及毛利继续保持增长。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，仍存在一定的资金压力。

该公司主要负责外高桥保税区、保税物流园区二期及森兰·外高桥项目的综合开发与经营，目前发展重点转向外高桥功能区的建设。经过多年发展，目前公司已经形成了园区开发、商业房地产、物流贸易、文化投资和金融服务五大业务板块。2020年，公司实现营业总收入102.19亿元，同比增长13.48%，其中主营业务收入101.64亿元；2020年主要受结转森兰星河湾名庭、壹公馆等住宅项目影响，当年房地产转让出售收入大幅增加。2021年第一季度，公司实现营业总收入21.94亿元，较上年同期增长26.13%，主要系物业租赁和房地产转让出售收入同比大幅增加所致。

图2. 2018年以来公司主营业务收入和毛利率情况¹（单位：亿元，%）

名称	2018年		2019年		2020年		2021年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	77.53	100.00	89.65	100.00	101.64	100.00	21.88	100.00
物业租赁	14.71	18.97	15.72	17.54	13.83	13.61	3.86	17.63
房地产转让出售	8.94	11.53	15.51	17.30	31.50	30.99	6.94	31.70
商品销售	32.03	41.32	34.65	38.65	30.70	30.20	3.99	18.23
进出口代理	2.06	2.66	2.05	2.29	2.00	1.97	1.07	4.91
物流业务	9.19	11.86	9.71	10.83	10.08	9.91	2.76	12.59
制造业	4.09	5.28	5.21	5.81	6.24	6.14	1.38	6.31
服务业	5.85	7.55	6.15	6.86	6.61	6.51	1.53	7.00
金融业	0.64	0.83	0.64	0.72	0.68	0.67	0.36	1.64
主营业务毛利率	26.12		28.92		31.35		38.64	
物业租赁	44.99		54.28		36.38		39.33	
房地产转让出售	62.32		64.65		59.15		67.48	
商品销售	1.76		1.45		1.42		1.61	
进出口代理	82.98		89.27		93.95		91.07	
物流业务	18.44		14.24		14.11		1.99	
制造业	16.91		16.32		15.40		21.57	
服务业	49.71		38.31		44.54		36.78	
金融业	75.59		69.23		81.40		83.30	

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开发板块包括物业租赁、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。截至 2020 年末，公司持有在营房地产项目总面积 462.16 万平方米，主要包括厂房、仓库、办公商业物业²、租赁式公寓等多种经营业态；在建项目地上建筑面积约 63.54 万平方米，主要包括厂房、仓库、办公商业物业、普通住宅等。

¹ 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。

² 办公商业物业包含办公并配套商业、商业金融地产、酒店公寓及其他。

图表 3. 截至 2020 年末公司房产项目汇总表（单位：万平方米）

经营业态	在建房地产项目情况		房地产销售情况		房地产租赁情况		
	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
住宅、公寓房	19.47	12.85	12.15	7.78	2.94	2.45	1.22
办公商业物业	28.47	16.76	0.57	0.01	108.92	80.96	46.46
厂房、仓库	34.64	33.93	0.00	0.00	350.31	331.51	297.23
合计	82.58	63.54	12.72	7.78	462.16	414.92	344.91

资料来源：外高桥股份

A. 物业租赁

该公司出租物业主要位于上海外高桥保税区以及启东产业园区域，租赁物业包括厂房、仓库、商业金融房产、酒店公寓、办公并配套商业等多种业态。截至 2020 年末，公司持有的竣工可租面积 414.92 万平方米。主要租赁业态为厂房仓库以及办公商业物业，上述业态可租赁面积分别为 331.51 万平方米和 80.96 万平方米。截至 2020 年末，公司已租赁物业面积为 344.91 万平方米，整体出租率约为 83.13%；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。2020 年，公司实现物业租赁收入 13.83 亿元，较上年下降 12.04%，主要系响应疫情减负政策，公司减免中小企业租金所致³。公司园区物业维护成本较低，租赁业务具有较高的毛利率，2020 年物业租赁业务毛利率为 36.38%，较上年下降 17.90 个百分点，主要系公司减免中小企业租金所致。

目前，该公司在建物业项目规模较大，项目业态主要包括厂房、仓库、办公商业物业等，2020 年末，公司在建物业项目地上建筑面积共 63.54 万平方米。随着在建项目陆续投入运营，公司租赁物业面积将有所增加，租赁业务收入及盈利水平有望增长。但仍需关注新冠肺炎疫情对区域内企业经营的影响，可能导致在租企业流失；此外，疫情将影响招商引资，或将对公司物业出租产生一定影响。

B. 房地产转让出售

2020 年，该公司实现房地产转让出售业务收入 31.50 亿元，较上年大幅增长 103.09%，主要系当年确认了森兰星河湾名庭、壹公馆等的销售收入所致；当年房地产转让出售业务毛利率为 59.15%，较上年下降 5.5 个百分点，毛利率保持在较高水平。

在厂房、仓库销售方面，截至 2020 年末该公司拥有建成在营的厂房、仓库物业可租面积合计约 331.51 万平方米，在建项目地上建筑面积约 33.93 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，2020 年公司未进行厂房、仓库等工业房产销售。

在商业房产销售方面，除住宅项目外，该公司商业房产项目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 2020 年末，公司持有的可供出售住宅、公寓房物业地上建筑面积 12.15 万平方米，已售面积为 7.78 万平方米；可供出售办公商业物业面积 0.57 万平方米，已售面积为 0.01 万平方米。

目前，该公司主要开发项目为“森兰·外高桥”综合项目及外高桥保税区内的工业厂房、仓储物流用房等项目，其中“森兰·外高桥”综合项目主要包括森兰商都、森兰

³ 共计减免中小企业租金 2.52 亿元（不含税）。

国际以及住宅项目等，经营业态涵盖了住宅、商业金融、办公并配套商业。2020 年，公司主要完工项目类型包括工业厂房、仓储物流用房以及公共建筑，总建筑面积 14.02 万平方米，总投资 11.60 亿元，当年实际投资额 1.64 亿元。截至 2020 年末，公司主要在建项目包括住宅、商业金融房产、办公并配套商业、工业厂房，总建筑面积 68.56 万平方米，总投资 55.65 亿元，2020 年完成实际投资额 10.12 亿元。2020 年末，公司计入存货科目的开发成本为 108.47 亿元，主要为森兰以及其他园区的土地及项目开发成本。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，公司面临一定的资本支出压力。

图表 4. 截至 2020 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)	2020 年实际投资额 (亿元)
外高桥保税区 D13C-31#厂房项目	工业厂房	2.66	0.53	0.22	0.06
外高桥保税区 16G3-1、16G3-2 项目	仓储物流用房	2.02	6.83	9.00	0.84
外高桥保税区新兰路 18 号改造及 C3-04 景观	公共建筑	0.66	0.16	0.08	0.06
外高桥物流园区二期 5-3 地块（二期）仓库项目	仓储物流用房	4.35	5.90	2.19	0.65
启东外高桥集团（启东）产业园 44#地块 C10 仓库	仓储物流用房	0.60	0.60	0.12	0.03
合计	--	10.29	14.02	11.60	1.64

资料来源：外高桥股份

图表 5. 截至 2020 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)	2020 年实际投资额 (亿元)
森兰地区 A11-2、A11-4 项目	普通住宅	5.90	14.84	16.00	4.48
森兰地区 A2-3 项目	普通住宅	1.61	4.63	6.90	0.53
森兰地区 D6-5 项目	商业金融房产	3.02	0.34	0.27	0.07
森兰地区 D4-3 项目	商业金融房产	2.74	8.07	8.33	0.69
森兰地区 D3-2 项目	办公并配套商业	2.82	13.07	11.04	1.18
外高桥保税区 H4 地块一期新建项目	商业金融房产	2.66	7.00	3.80	1.62
外高桥保税区 D4-101#，102#通用厂房项目	工业厂房	2.60	6.44	2.77	0.41
外高桥保税区 H6 地块 105#项目	工业厂房	1.74	1.99	1.54	0.70
外高桥保税区 D11-50#51#厂房项目	工业厂房	1.42	2.28	0.84	0.001
外高桥物流园区二期 3-1 地块 5#6#仓库项目	工业厂房	3.59	3.18	1.16	0.01
高东工业园区 1-3 地块项目	工业厂房	4.60	6.73	3.00	0.44
合计	--	32.70	68.56	55.65	10.12

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。近年来公司未进行土地出售，在满足现金流的情况下，公司以自有开发为主。截至 2020 年末，公司持有待开发土地面积为 130.60 万平方米，其中自贸区工业仓储用地、自贸区办公商业服务用地、森兰园区住宅储备用地、森兰园区办公商业服务用地、祝桥镇住宅用地和启东产业用土地分别为 86.88 万平方米、5.39 万平方米、20.27 万平方米、4.42 万平方米、7.65 万平方米和 5.98 万平方米，公司储备土地主要用于土地二级开发，建成后将主要用于对外租售。

C. 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。2020 年，公司实现服务业收入 6.61 亿元，同比增长 7.58%；毛利率为 44.54%，同比提升 6.23 个百分点⁴，毛利率维持在较好水平。

(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。

该公司进出口及商品贸易业务基本源自于保税区内企业的需求，所经营的产品涉及的行业面分布很广，贸易品种覆盖较多行业。为锁定远期汇率，有效降低财务费用风险，公司在国际贸易业务中利用了远期外汇合约交易产品（简称 DF），公司向银行提供人民币定期存款存单，并向交易银行借入外汇支付进口商品，同时公司与交易银行签订与外汇贷款期限相匹配的远期外汇买入合同并支付一部分保证金，以锁定汇率成本，本笔业务到期后，以即期质押的存单到期本息和按照锁定的汇率购入外汇偿还外币贷款。

2020 年，该公司商品销售业务收入为 30.70 亿元，同比下降 11.40%；毛利率为 1.42%，较上年下降 0.03 个百分点；同期，公司进出口代理业务收入为 2.00 亿元，同比下降 2.48%；毛利率为 93.95%，较上年提升 4.68 个百分点。2020 年受新冠肺炎疫情影响，公司进出口业务尤其是对外出口业务受到影响，商品销售收入有所下降。

(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

⁴ 根据该公司《上海外高桥集团股份有限公司关于合并转让上海外高桥保宏大酒店有限公司 100% 股权及相应债权和夏碧路 8 号等房产的公告》（编号：临 2020-026），公司拟以公开挂牌方式合并转让上海外高桥保宏大酒店有限公司（以下简称“保宏公司”）100% 股权、公司债权和夏碧路 8 号等房产，挂牌价格合计为人民币 14.18 亿元。本次挂牌评估价格已通过浦东新区国资委备案。根据初步测算，此次合并转让预计实现现金流入 14.18 亿元，预计实现合并口径净利润约 4.39 亿元。根据公司 2021 年 1 月公告（编号：临 2021-001），2021 年 1 月 28 日，公司收到上海联合产权交易所《上海联合产权交易所有限公司受让意向登记结果通知》，本次公开挂牌转让公告期届满，未征集到意向受让方。根据公司 2021 年 4 月 29 日公告（编号：临 2021-012），公司拟再次公开挂牌合并转让保宏公司 100% 股权及相应债权和夏碧路 8 号等房产，挂牌价格在前次挂牌价格基础上降价 10%，即 12.77 亿元。该转让事项若完成，主要影响公司服务业收入，但目前转让事项尚存在不确定性。

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。

2020 年，该公司实现物流业务收入 10.08 亿元，同比增长 3.78%；毛利率为 14.11%，较上年小幅下降 0.13 个百分点。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，公司物流业务预计仍有较大的发展空间。

(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。2020 年，公司制造业务收入 6.24 亿元，同比增长 19.76%，收入增加主要系启东生产线正式投产上线运行所致；同期毛利率为 15.40%，较上年小幅下降 0.92 个百分点。

(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，业务主要为服务于各类文化企业和机构，打造国际艺术品展示交易中心，主要由文化投资公司提供文化及艺术品的会展服务、进出口通道服务、艺术品现货仓储服务、交易服务、艺术衍生品交易服务及销售、咨询服务等，是公司新培育的业务板块。2020 年，公司稳步推进文创 IP 运营，成功孵化“颜究苑”等 4 个自有品牌，在全国 26 个大中城市铺设近 70 个线下销售点；继续加强自贸区版权服务功能和保护力度，全年版权认证数量超 15 万件。

未来，该公司将继续以艺术品交易全产业链为导向，投资培育以艺术品展览展示、拍卖、评估鉴定、金融保险等功能于一体的新兴业态。公司将继续投入建设上海国际艺术品保税服务中心，打造国内首个综合性艺术品保税服务平台。随着公司文化投资产业的拓展运营，一方面可以加大公司招商比例，有助于提升艺术品仓库等相关产业租赁收入，另一方面也有助于培育公司新的收入与盈利增长点。

(6) 金融服务

2018 年 7 月，该公司收购上海外高桥集团财务有限公司（以下简称“集团财务公司”）50% 股权，收购完成后公司持有其 70.00% 股权，当年新增金融服务业务板块。集团财务公司成立于 2015 年，系由原上海银监局（现为上海银保监局）沪银监复[2015]402

号批准设立的非银行类金融机构。集团财务公司主营金融产品投资，是公司新培育的业务板块，作为集团“资金归集平台、资金结算平台、资金监管平台、金融服务平台”，以所有集团成员企业为服务对象，提高资金集中管理效率，打造境内外一体化资金运营平台。此外，集团财务公司同时也为自贸区内企业、集团客户提供金融服务。

2020 年末，该公司发放贷款和垫款余额 1.50 元，吸收存款及同业存放余额 16.28 亿元，一般风险准备 0.25 亿元。2020 年，公司实现利息收入 0.68 亿元，同比增长 5.75%；毛利率为 81.40%，较上年提升 12.17 个百分点。

管理

跟踪期内，该公司股权结构、组织架构及主要管理制度均未发生变化，实际控制人仍为浦东新区国资委。

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，截至 2021 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（已更名为“上海浦东投资控股（集团）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，公司组织架构及主要管理制度均未发生变化。

根据该公司 2021 年 4 月 8 日的《企业信用报告》，公司本部信贷信息记录情况正常，近年来无关注类及不良类贷款记录发生。根据 2021 年 5 月 20 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，未发现公司存在重大异常情况。

财务

2020 年，该公司营业收入保持增长，但净利润规模受疫情影响有所下降。受房地产开发投资及项目销售回款节奏影响，近年来经营性现金流变动较大，2020 年受益于房产销售回款，经营性现金流呈大额净流入状态。受融资增加影响，2020 年末资产负债率有所上升，目前负债经营程度偏高，且短期债务占比较大；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，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

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2020 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。2020

年，公司根据财政部《企业会计准则第 14 号-收入（修订）》（财会【2017】22 号）、《企业会计准则解释第 13 号》（财会【2019】21 号）、《关于印发〈新冠肺炎疫情相关租金减让会计处理规定〉的通知》（财会【2020】10 号）等要求对会计政策相关内容进行调整。

2020 年，该公司增加合并子公司 3 家，系当年新设成立的上海外高桥森筑置业有限公司及非同一控制合并上海新诚物业管理有限公司及上海新发展园林建设有限公司；减少合并单位 4 家，系本期注销子公司上海三凯物业经营管理有限公司、上海三凯仓储物流有限公司、上海平贸汽车销售服务有限公司、上海三凯商业发展有限公司。截至 2020 年末，公司合并范围内子公司共 58 家。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

A. 债务结构

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。2020 年末及 2021 年 3 月末，公司负债总额分别为 280.60 亿元和 263.29 亿元；同期末，公司资产负债率分别为 71.41% 和 69.43%，目前负债经营程度偏高。

从债务期限结构来看，该公司负债以短期负债为主，2020 年末及 2021 年 3 月末，公司长短期债务比分别为 50.24% 和 70.64%，长期负债占比有所提升，但债务期限结构仍有待优化。公司流动负债主要由短期借款、吸收存款及同业存放、应付账款、应交税费和其他应付款构成，2020 年末上述科目占流动负债的比重分别为 40.83%、8.72%、13.79%、17.63% 和 5.89%。2020 年末短期借款余额为 76.25 亿元，较上年末下降 25.56%，系债务偿付所致；公司短期借款全部为信用借款；吸收存款及同业存放余额为 16.28 亿元，较上年末增长 19.83%，为集团财务公司金融业务而形成；应付账款余额 25.75 亿元，较上年末增长 50.12%，主要为应付房地产开发工程款及货款；应交税费 32.93 亿元，较上年末增长 107.35%，主要为计提的土地增值税、企业所得税等，公司前期获得土地支付的对价较低，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（不含应付利息、应付股利）余额为 11.00 亿元，主要为往来款、客户保证金以及工程设备款等，较上年末下降 42.06%，主要系往来款减少所致。此外，2020 年末预收款项余额较上年末下降 71.48% 至 1.43 亿元，主要系进出口贸易业务货款和房地产业务房款按新收入准则结转至合同负债所致；同年末新增合同负债 9.49 亿元，主要为星河湾预收房款 7.48 亿元和预收货款 1.95 亿元；其他流动负债余额为 10.32 亿元，主要系当期发行的短期融资券；一年内到期的非流动负债 1.17 亿元，较上年末增长 24.72%，主要系一年内到期的应付债券利息增加所致。

2020 年末该公司非流动负债为 93.84 亿元，较上年末增长 48.15%，其中长期借款、应付债券和长期应付款占比较高，2020 年末占比分别为 34.33%、54.34% 和 9.02%。2020 年末长期借款余额为 32.22 亿元，较上年末增长 81.28%，其中信用借款和保证借款分别为 27.36 亿元和 4.86 亿元；应付债券余额为 50.99 亿元，为公司发行的公司债券和中期票据，较上年末增长 41.66%，主要系新增公开发行公司债券所致；长期应付款余额为 8.47 亿元，较上年末增长 8.69%，为土地动拆迁吸劳养老人员安置费用。

2021年3月末，该公司负债总额为263.29亿元，较2020年末下降6.17%，其中，短期借款下降21.36%至59.97亿元，长期借款增长46.90%至47.33亿元；应付账款余额下降27.12%至18.77亿元，主要系应付房地产开发工程款及货款结算所致；其他应付款余额增长25.48%至13.80亿元，主要系应付往来款增加所致；合同负债下降64.87%至3.33亿元，主要系星河湾一期尾盘房款结转确认收入所致。

B. 刚性债务

2020年末及2021年3月末，该公司刚性债务余额分别为171.29亿元和169.99亿元，占当期末负债总额的比重分别为61.04%和64.56%；股东权益与刚性债务比率分别为65.60%和68.21%，股东权益对刚性债务的保障程度偏弱。公司债务期限结构以短期为主，同期末短期刚性债务分别为88.08亿元和71.64亿元，短期刚性债务现金覆盖率分别为74.91%和75.61%，2020年末受星河湾项目回款影响，期末货币资金存量大幅增加，货币资金对短期刚性债务的覆盖程度大幅提升53.31个百分点。

该公司外部融资主要依靠银行借款及发行债券，2020年末，公司银行借款为108.61亿元，占刚性债务的比重为63.41%。从借款期限看，公司借款以短期借款为主，2020年末短期借款余额占借款总额的比重达70.21%；从借款方式看，公司借款以信用借款为主，2020年末短期借款余额76.25亿元，全部为信用借款；长期借款余额32.22亿元，其中信用借款占比为84.92%。公司综合实力强，信用资质好，融资渠道较为畅通。

C. 或有负债

截至2020年末，该公司对外担保余额为15.77亿元，担保比率为14.04%，其中对联营企业浦隽公司担保8.00亿元，对购房客户担保7.73亿元⁵，对台州外高桥联通药业有限公司担保0.04亿元。公司对外担保主要为对联营企业担保，或有风险可控。

此外，该公司另有两笔未决诉讼，其中：（1）公司于2011年向上海市高尔夫球协会（以下简称“协会”）提供租赁场地。2017年7月，该租赁场地被认为是违法使用的土地，浦东新区行政执法局于2017年10月强行拆除涉案土地上的训练场地设施，导致合同无法继续履行，协会遭受一定经济损失，协会于2019年3月12日向浦东新区法院提起诉讼。截至2020年12月31日，该案已完成工程司法鉴定，尚在一审过程中。（2）公司对5.74楔形绿地内的企业进行动迁，其中包括了上海浦东解放机械有限公司（以下简称“解放机械厂”）及其关联方。依据公司与解放机械厂签订的《5.74楔形绿地企业动迁补偿协议之补充协议》，解放机械厂是上海市浦东新区外高桥新市镇D03-03-01地块商业用房B栋2655平方米房屋的安置权益人，但公司于2018年4月告知解放机械厂，房屋因土地性质存在瑕疵，无法转让，致使《补充协议》不能履行，因此解放机械厂于2019年5月29日向静安区人民法院提起诉讼，截至2020年12月31日，该案仍在一审过程中。公司已就上述未决诉讼计提预计负债0.50亿元。

（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主要受开发进度、回款周期等因素影响，使得年度间现金流回笼

⁵ 对森兰星河湾购房客户提供的担保为向购买森兰星河湾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。

速度有所变动，2020 年公司营业收入现金率为 112.18%，较上年大幅提升 24.63 个百分点，主要系预收星河湾房款所致。当年经营性净现金流为 41.84 亿元，主要受星河湾房款回款影响，当期经营性现金流呈大额净流入状态。2021 年第一季度，公司经营活动现金流量净额为-16.68 亿元，主要系主营业务支出增加以及集团财务公司定期存款支出增加所致。

近年来该公司均有不同规模的购置和处置固定资产、理财产品及资金拆借等，2020 年及 2021 年第一季度，公司投资性现金净流量分别为-3.62 亿元和-0.26 亿元。公司主要通过银行借款和发行债券获得外部资金，同期，公司筹资活动现金净流量分别为 3.42 亿元和-3.05 亿元，2021 年第一季度呈净流出主要系当期净融资额下降所致。

（3）资产质量分析

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司所有者权益分别为 112.36 亿元和 115.95 亿元，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。2020 年末，公司实收资本为 11.35 亿元，较上年末无变动；资本公积为 35.68 亿元，较上年末下降 1.07%，主要系公司收购子公司少数股权所致；未分配利润为 54.35 亿元，较上年末增长 7.15%。2020 年末，公司实收资本和资本公积合计为 47.03 亿元，在当期末净资产中占比为 41.86%，资本结构稳定性一般。

2020 年末，该公司资产总额为 392.96 亿元，较上年末增长 12.89%；其中流动资产 202.85 亿元，占资产总额的比重在 50%左右。从资产构成情况看，货币资金、存货和投资性房地产占比较大，2020 年末上述科目余额占公司资产总额的比重分别为 15.88%、31.74%和 40.06%。其中，货币资金余额为 62.41 亿元，较上年末增长 229.32%，主要系收到星河湾项目房款；其中受限的货币资金余额为 4.20 亿元，主要系集团财务公司存放央行法定准备金及保证金等。存货余额为 124.74 亿元，主要为外高桥功能区开发成本，较上年末增长 12.78%；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。公司投资性房地产主要为出租的物业和土地使用权，采用成本计量模式，2020 年末余额为 157.41 亿元，较上年末增长 18.28%。此外，2020 年末，公司预付款项余额为 0.63 亿元，较上年末减少 25.41 亿元，主要为祝桥土地预付款转入存货开发成本所致；其他应收款余额为 6.20 亿元，较上年末下降 54.87%，主要系收回祝桥土地预付保证金所致。发放贷款及垫款余额为 1.46 亿元，较上年末下降 65.24%，主要系对关联单位成员贷款减少所致；在建工程较上年末下降 98.01%至 0.12 亿元，主要系文化保税仓库竣工转投资性房地产所致；递延所得税资产 8.14 亿元，较上年末增长 72.54%，主要系按税法规定调整所得税时间性可转回数据；其他非流动金融资产为 1.63 亿元，为对上海浦东科技创新投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“浦东科创基金”）的股权投资。

2021 年 3 月末，该公司流动资产和非流动资产分别为 190.73 亿元和 188.51 亿元，较 2020 年末分别下降 5.98%和 0.84%，其中应收账款增长 30.39%至 5.89 亿元，主要系公司房地产及进出口等业务应收款增加所致；发放贷款及垫款下降 33.34%至 0.98 亿元，主要系对关联单位贷款规模减少所致；除此之外，其他主要资产科目较 2020 年末无重大变动。

(4) 流动性/短期因素

2020 年末及 2021 年 3 月末，该公司流动比率分别为 108.61% 和 123.61%，账面流动性指标表现一般；同期末现金比率分别为 35.33% 和 35.11%，2020 年末该比率较上年末提升 22.58 个百分点；短期刚性债务覆盖率分别为 74.91% 和 75.61%，2020 年末该比率较上年末提升 53.31 个百分点；2020 年末受星河湾项目回款影响，货币资金对短期刚性债务的覆盖程度大幅提升。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 2020 年末，该公司受限资产账面价值合计 4.21 亿元，包括受限货币资金 4.20 亿元、其他权益工具投资 0.01 亿元。

图表 6. 截至 2020 年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	42019.74	存放央行法定准备金、信用证保证金等
其他权益工具投资	100.73	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。2020 年公司实现主营业务毛利 31.86 亿元，主要受房地产转让业务毛利增加的影响，当年主营业务毛利较上年增加 5.93 亿元。当年主营业务毛利率为 31.35%，较上年提升 2.43 个百分点。2020 年公司期间费用为 11.14 亿元，占营业总收入的比重为 10.91%，期间费用控制水平尚可；其中财务费用为 4.29 亿元，较上年大幅增长 53.72%，一方面系融资总额增加，另一方面系工程项目资本化率有所下降，导致费用化利息支出增加所致。2020 年，公司实现投资收益-0.32 亿元，为负数主要系对参股公司摩根大通证券（中国）公司的投资损益影响所致。此外，公司每年均可得到一定的财政补贴，2020 年公司获得各项补贴收入 1.88 亿元。当年公司实现净利润 7.69 亿元，净资产收益率和总资产报酬率分别为 6.96% 和 4.00%，整体盈利能力尚可。

2021 年第一季度，该公司实现营业总收入 21.94 亿元，较上年同期增长 26.13%，主要系物业租赁、房地产转让出售收入同比大幅增加所致；主要受上述因素影响，当期主营业务毛利率较上年同期提升 11.62 个百分点至 38.64%；当期实现净利润 3.36 亿元，较上年同期增长 196.70%。

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，目前形成了园区开发、商业房地产、物流贸易、文化投资和金融服务五大业务板块。公司市

场地位稳固，园区开发经验丰富，综合竞争力较强。跟踪期内，公司营业收入同比有所增长，项目销售回款能力较强，可对债务偿付形成较好保障。公司货币资金较充裕，且所持有可供长期经营的物业规模大，资产变现能力较强，整体资产质量较好。

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 2020 年末，公司合并口径共获得银行授信额度 358.00 亿元，其中未使用授信额度 249.65 亿元，后续融资空间较大，可为资金周转提供一定支撑。

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 2020 年末公司持有在营房地产项目总面积 462.16 万平方米，主要包括厂房、仓库、办公商业物业、租赁式公寓等多种经营业态，该类资产具有较强的变现能力；并且可供出租物业面积每年仍在增长，近年来出租率均处于较高水平，可为公司提供较为稳定的现金流。

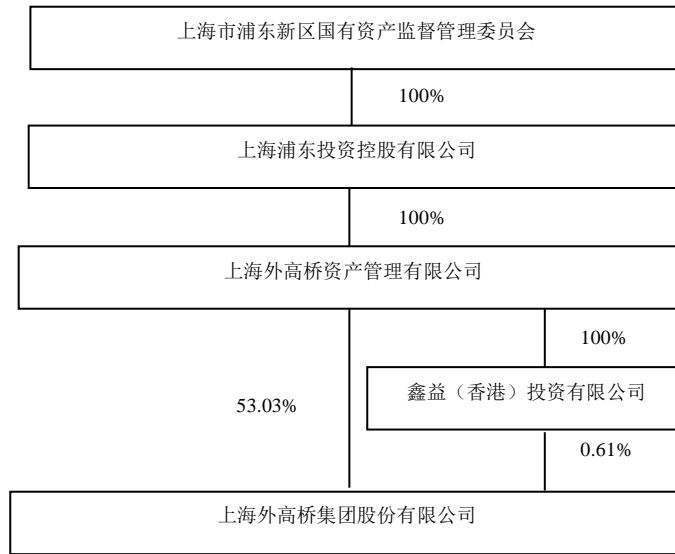
跟踪评级结论

综上所述，跟踪期内，外高桥保税区主要指标在总量规模较大的基础上，继续保持增长。该公司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，目前形成了园区开发、商业房地产、物流贸易、文化投资和金融服务五大业务板块，市场地位稳固，综合竞争力较强。2020 年，受房地产转让出售收入大幅增加影响，公司主营业务收入及毛利继续保持增长。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，仍存在一定的资金压力。

2020 年，该公司融资规模继续扩张，年末资产负债率有所上升，目前负债经营程度偏高，且短期债务占比较大。受房地产开发投资及项目销售回款节奏影响，近年来经营性现金流变动较大，2020 年受益于房产销售回款，经营性现金流呈大额净流入状态。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，融资渠道畅通，能够为债务偿付提供较好保障。

附录一：

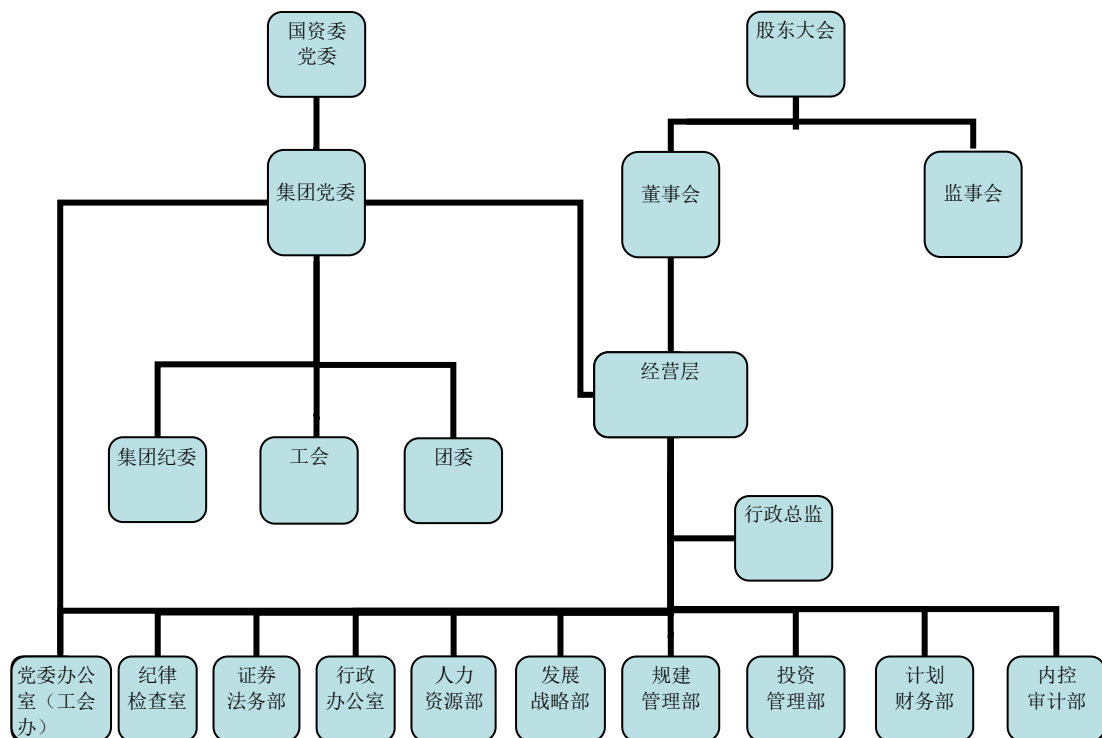
公司股权结构图



注：根据外高桥股份提供的资料绘制（截至 2020 年末）

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 2020 年末）

附录三：
公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2020 年（末）主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务 ⁶ (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	
上海外高桥集团股份有限公司	外高桥股份	—	外高桥保税区开发	130.08	82.27	23.95	7.63	31.33	公司本部
上海外高桥保税区联合发展有限公司	外联发	100.00	外高桥保税区一期、物流园区二期的开发建设	18.17	47.86	10.58	2.23	1.02	--
上海市外高桥保税区新发展有限公司	新发展	100.00	外高桥保税区二期（南块）的开发建设和综合经营管理	39.77	24.37	18.09	1.96	3.32	--
上海市外高桥集团财务有限公司	集团财务公司	70.00	金融产品投资	--	5.78	1.23	0.48	42.29	--
上海市外高桥国际贸易营运中心有限公司	国贸营运中心	100.00	进出口贸易	0.15	8.20	43.84	1.90	2.60	--

注：根据外高桥股份提供资料整理

⁶ 表中刚性债务合计数大于合并口径刚性债务主要系存在合并抵消所致。

附录四：

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]	2018年	2019年	2020年	2021年 第一季度
资产总额 [亿元]	321.03	348.08	392.96	379.24
货币资金 [亿元]	17.15	18.95	62.41	50.57
刚性债务[亿元]	114.76	157.71	171.29	169.99
所有者权益 [亿元]	112.68	108.67	112.36	115.95
营业收入[亿元]	77.33	89.41	101.51	21.58
净利润 [亿元]	8.74	9.21	7.69	3.36
EBITDA[亿元]	22.36	22.27	22.16	—
经营性现金净流入量[亿元]	7.15	-22.54	41.84	-16.68
投资性现金净流入量[亿元]	1.77	-1.53	-3.62	-0.26
资产负债率[%]	64.90	68.78	71.41	69.43
长短期债务比[%]	32.64	35.97	50.24	70.64
权益资本与刚性债务比率[%]	98.18	68.91	65.60	68.21
流动比率[%]	99.83	101.21	108.61	123.61
速动比率[%]	33.38	23.60	41.49	43.54
现金比率[%]	13.18	12.75	35.33	35.11
短期刚性债务现金覆盖率[%]	27.47	21.60	74.91	75.61
利息保障倍数[倍]	2.58	3.04	2.39	—
有形净值债务率[%]	186.69	222.39	252.60	229.74
担保比率[%]	0.35	7.58	14.04	—
毛利率[%]	26.13	28.93	31.29	38.05
营业利润率[%]	15.63	14.85	9.87	18.94
总资产报酬率[%]	5.00	4.61	4.00	—
净资产收益率[%]	7.96	8.32	6.96	—
净资产收益率*[%]	7.80	8.21	6.71	—
营业收入现金率[%]	116.81	87.55	112.18	109.80
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.71	-13.53	23.06	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	6.04	-16.55	25.44	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	5.87	-14.45	21.07	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	7.53	-17.67	23.24	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.64	4.39	3.57	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.16	0.13	—

注：表中数据依据外高桥股份经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	5
		盈利能力	5
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	7
		会计政策与质量	1
		现金流状况	2
		负债结构与资产质量	8
		流动性	8
	个体风险状况		4
	个体调整因素调整方向		不调整
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AAA

附录六：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2015年12月23日	AAA/稳定	钱进、钟士芹	新世纪评级方法总论(2012) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年11月18日	AAA/稳定	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年05月25日	AAA/稳定	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	-
16外高02	历史首次评级	2016年07月06日	AAA	钟士芹、张雪宜	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年06月19日	AAA	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年05月25日	AAA	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	-
16外高03	历史首次评级	2016年08月22日	AAA	钟士芹、张雪宜	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年06月19日	AAA	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年05月25日	AAA	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	-

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
20 外高01	历史首次评级	2019年12月30日	AAA	钟士芹、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	前次评级	2020年06月19日	AAA	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年05月25日	AAA	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	-
19 外高桥 MTN001	历史首次评级	2019年01月29日	AAA	钟士芹、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年06月19日	AAA	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年05月25日	AAA	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	-
19 外高桥 MTN002	历史首次评级	2019年05月31日	AAA	钟士芹、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年06月19日	AAA	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年05月25日	AAA	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	-
19 外高桥 MTN003	历史首次评级	2019年06月18日	AAA	钟士芹、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 城投类政府相关实体评级模型(参见注册文件)	报告链接
	前次评级	2020年06月19日	AAA	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	报告链接
	本次评级	2021年05月25日	AAA	陆奕璇、郭燕	新世纪评级方法总论(2012) 园区类政府相关实体信用评级方法(2015) 公共融资评级模型(城投类政府相关实体) MX-GG001(2019.8)	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：

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%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(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)/期末短期刚性债务余额×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刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初刚性债务合计+期末刚性债务合计]/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刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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

附录八：

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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等级		含义
A等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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、出售或以其他方式外传。