

上海外滩投资开发（集团）有限公司

2018 年度第二期中期票据

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(2018)010729】

评级对象: 上海外滩投资开发(集团)有限公司 2018 年度第二期中期票据

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2018 年 8 月 14 日

注册额度: 13 亿元

本期发行: 4 亿元

存续期限: 3+2 年

增级安排: 无

发行目的: 归还银行借款

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	3.03	8.40	8.38	5.34
刚性债务	49.50	52.64	48.95	46.38
所有者权益	23.50	25.46	28.81	28.48
经营性现金净流入量	0.44	2.20	1.38	-0.08
合并数据及指标:				
总资产	181.35	191.68	173.26	171.75
总负债	148.54	157.80	134.94	133.90
刚性债务	74.65	81.97	83.03	83.37
所有者权益	32.81	33.88	38.32	37.85
营业收入	3.26	3.04	32.00	0.44
净利润	0.11	0.93	4.71	-0.47
经营性现金净流入量	-4.31	0.88	-1.44	-4.45
EBITDA	2.18	2.86	7.01	—
资产负债率[%]	81.91	82.33	77.88	77.96
长短期债务比[%]	46.40	66.47	67.49	102.72
权益资本与刚性债务比率[%]	43.95	41.33	46.15	45.40
流动比率[%]	135.68	156.27	165.58	199.98
现金比率[%]	6.58	14.22	17.50	13.90
利息保障倍数[倍]	0.69	0.70	1.90	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.69	0.70	1.91	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.09	—

注: 发行人数据根据外滩投资经审计的 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

刘道恒: ldh@shxsj.com

张忠付: zzf@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:

- **区域发展前景好。**黄浦区地处上海市中心, 经济实力较强。外滩金融集聚带系上海建设国际金融中心的重要载体, 近年来发展情况较好, 为外滩投资经营提供了较好的发展环境。
- **股东支持力度大。**外滩投资作为黄浦区国资委下属国有独资企业, 定位为外滩金融集聚带的开发经营主体, 能够在政策和资金上获得股东较大力度的支持。
- **具有大规模优质资产。**外滩投资所持物业集中于外滩金融集聚带核心区域, 资产稀缺性强, 市场价值高。

主要风险:

- **出租收入规模较为有限。**外滩投资稳定的收入主要来源于物业出租, 但收入规模较为有限。股权收益及政府补助系公司收益的重要补充, 但收入稳定性偏弱。
- **项目资金回笼期限长。**外滩投资在建项目规模较大, 项目建设和资金回笼周期较长, 面临一定资金压力。
- **刚性债务规模持续上升。**随着项目建设的持续推进, 外滩投资刚性债务规模不断上升, 且资产负债率维持高位。
- **资产流动性较弱。**外滩投资资产主要沉淀于存货和投资性房地产中, 且其中过半已被用于抵押借款, 资产流动性较弱。

➤ 未来展望

通过对外滩投资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 AA+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很强，并给予本期债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海外滩投资开发（集团）有限公司

2018 年度第二期中期票据

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

上海外滩投资开发（集团）有限公司（以下简称“外滩投资”、“该公司”或“公司”）前身为 2009 年 9 月上海市黄浦区国有资产监督管理委员会（简称“黄浦区国资委”）以货币出资 2.00 亿元组建的上海外滩投资开发有限公司。公司成立后，黄浦区人民政府即将上海市黄浦区土地发展有限公司（简称“土地发展公司”）、上海外滩一体化开发有限公司（简称“外滩一体化公司”）和上海新黄浦（集团）有限责任公司（简称“新黄浦集团”）三家区属国有企业 100% 股权划转至公司，公司注册资本增至人民币 10.10 亿元¹；同年 10 月公司更为现名。2015 年，黄浦区国资委向公司货币增资 2.00 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 12.10 亿元，黄浦区国资委持有公司 100% 股权。

该公司系黄浦区政府为加快上海市外滩金融集聚带建设而组建。2010 年 3 月，黄浦区政府以黄府[2010]6 号文批复同意公司承担外滩金融集聚带总体建设发展职能，进一步明确了公司在外滩金融集聚带开发建设中的地位。目前公司主要从事外滩金融集聚带范围内的历史保护建筑物置换和改造、综合配套设施建设和管理、商业地产开发经营等业务。

2. 债项概况

(1) 债券条款

2018 年 2 月，中国银行间市场交易商协会接受该公司中期票据注册额度 13 亿元的应用（中市协注【2018】MTN97 号）。2018 年 3 月，公司完成 18 外滩 MTN001 发行，发行额度 9 亿元，发行期限 5（3+2）年。公司拟在同一注册额度内发行 4 亿元中期票据，期限为 5（3+2）年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，公司拟将募集资金全部用于偿还银行借款。

¹ 根据黄府[2009]30 号《黄浦区政府关于组建上海外滩投资开发（集团）有限公司股权划转事宜的批复》，三家公司股权作价 19.80 亿元，其中 8.10 亿元增加注册资本，11.70 亿元增加资本公积。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	上海外滩投资开发（集团）有限公司 2018 年度第二期中期票据
总发行规模:	13 亿元人民币
本期发行规模:	4 亿元人民币
本期债券期限:	3+2 年
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，到期一次性还本
增级安排:	无

资料来源：外滩投资

(2) 募集资金用途

A. 偿还银行借款

截至 2018 年 3 月末，该公司银行借款余额共 56.44 亿元，其中短期借款 12.75 亿元、一年内到期的长期借款 2.88 亿元、长期借款 40.81 亿元。本次发行中期票据所募集的 4.00 亿元将全部用于偿还公司银行借款。

图表 2. 公司拟以募集资金偿还的银行借款安排

贷款性质	贷款银行	借款条件	归还数额 (亿元)	年化利率
流动资金借款	招商银行源深支行	担保借款 ²	1.00	4.35%
流动资金借款	浦发银行黄浦支行	担保借款	1.00	4.35%
流动资金借款	民生银行黄浦支行	担保借款	1.00	4.35%
流动资金借款	交通银行黄浦支行	担保借款	1.00	4.35%
合计	—	—	4.00	—

资料来源：外滩投资

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，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“质升效增”明显。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，

² 该 4 亿借款全部由子公司上海新黄浦（集团）有限责任公司提供担保。

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。

2018 年上半年，全球经济景气度仍处扩张区间但较前期高点回落，同时经济增速也有所放缓，金融市场波动幅度显著扩大，美联储货币政策持续收紧带来的全球性信用收缩或逐渐明显，美国与主要经济体的贸易摩擦引发全球对贸易和经济复苏的担忧，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，税改支持下的美国经济、就业表现依然强劲，美联储加息缩表有序推进，特朗普的关税政策加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场存在风险；欧盟经济复苏向好而景气度持续回落，能源价格上涨助推 CPI 改善，欧洲央行量化宽松将于年底结束，联盟内部政治风险不容忽视；日本经济温和复苏，略有回升的通胀水平依然不高，增长基础仍不稳固，较宽松的货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上略弱于主要发达经济体；印度经济保持中高速增长，随着“废钞令”影响褪去、税务改革的积极作用显现，为稳定 CPI 印度央行时隔四年首度上调利率；俄罗斯、巴西的 CPI 均处低位，两国货币贬值幅度较大并制约继续降息空间，经济景气度快速下降，复苏势头不稳；南非经济低速增长，南非央行降息配合新任总统推动的国内改革，对经济的促进作用有待观察。

2018 年上半年，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“质升效增”明显。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；居民可支配收入增速放缓拖累消费增长，消费升级下新兴消费的快速增长有利于夯实消费对经济发展的基础性作用；基建疲弱导致固定资产投资增速下降，而房地产投资增长较快、制造业投资有所改善、民间投资活力提升，投资结构优化趋势持续；进出口贸易增速保持较高水平，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业生产总体平稳，产能过剩行业经营效益良好，高端制造业和战略性新兴产业保持较快增长，产业结构持续升级，新旧动能加快转换。房地产调控力度不减、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。

我国积极财政政策取向不变，增值税率下调、个税改革启动、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的政策和制度持续推进，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。经济金融去杠杆成效显著，影子银行、非标融资等得以有效控制；央行定向降准、公开市场操作和加息保持了货币政策的稳健中性，为结构性去杠杆提供了稳定的货币金融环境；宏观审慎政策不断健全完善，全面清理整顿金融秩序，金融监管制度不断补齐，为防范化解重大金融风险提供了制度保障。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将逐步成为常态。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，“一带一路”建设“走实走深”，自贸区建设深化，我国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。金融业对外开放加速，人民币作为全球储备货币，在国际配置需求中不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化不断向前推进。

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。央行扩大中期借贷便利担保品范围、定向降准等一系列精准调控措施将进一步增加金融市场流动性、降低企业融资成本、缓解实体经济融资难度，有利于稳健中性货币政策的持续推行。美对华贸易政策日益严苛，将对我国出口增长形成一定扰动，但从中长期看，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以及国内金融强监管和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冲击因素的风险。

(2) 区域经济环境

黄浦区地处上海中心城区，经济发展水平较高，近年来黄浦区经济保持稳步增长，并逐步形成了以金融服务业、专业服务业、商贸流通业、文化创意业、休闲旅游业和航运物流业为重点的第三产业发展格局，产业结构不断优化。

上海市地处长江三角洲东缘，位于我国南北海岸的中心及长江入海口，地理位置优越，经济发展水平高，系长江经济带的核心城市，也系我国经济、科技、金融、贸易、会展和航运中心。黄浦区位于上海市的地理中心，是上海的行政文化中心和市中心交通枢纽，同时也是上海中央商务区、中心商业区及现代服务业集聚区的重要组成部分。作为上海最早城市化的地区和最早对外开埠的通商口岸，黄浦区历史资源丰富，拥有较多保存较好的传统和近代建筑，以上海博物馆、上海大剧院、文化广场等为代表的标志性文化设施和以外滩、人民广场、南京路步行街、淮海中路商业街、新天地、豫园、田子坊等为代表的城市地标蜚声海内外。

2011年6月，为使行政区划更加适应经济社会的发展和上海《城市总体规划》的要求，上海市进行了行政区划调整，将黄浦和卢湾两区合并为新黄浦区。调整后，市政府可在较大区域内统一产业规划与功能布局，拓展核心城区的辐射面，有利于推进黄浦江沿江的统一规划和开发。截至2017年末黄浦区区域面积20.52平方公里，常住人口65.48万人。

近年来，黄浦区综合实力不断增强，经济保持了持续稳定的增长态势，第

三产业对经济的贡献度较高。2017年，黄浦区实现地区生产总值2104.44亿元，在上海各区中居第3位，增速为6.2%，增速较上年下降1.8个百分点；其中，第二产业增加值62.55亿元，增长4.7%；第三产业增加值2041.89亿元，增长6.3%。黄浦区三产主要包括金融服务业、专业服务业、商贸流通业、文化创意业、休闲旅游业和航运物流业六大重点产业，其中金融业占比最大，当年金融业完成增加值844.42亿元，同比增长9.9%。

图表 3. 2015-2017 年黄浦区主要经济指标及增速

	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)	金额	增速 (%)
地区生产总值 (亿元)	1786.98	9.7	2019.16	8.0	2104.44	6.2
第三产业增加值 (亿元)	1727.87	10.2	1961.86	8.2	2041.89	6.3
全社会固定资产投资 (亿元)	61.51	—	52.57	—	43.02	—
社会消费品零售总额 (亿元)	778.47	1.7	798.18	1.0	814.07	1.9
进出口总额 (亿元或亿美元)	97.06 ³	-4.2	651.55	8.0	695.38	6.7

资料来源：黄浦区 2015-2017 年国民经济与发展统计公报及统计数据

图表 4. 2017 年上海市各区区主要经济指标对比情况 (单位：亿元，%)

	地区生产总值		固定资产投资		社会消费品零售总额	
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅
浦东新区	9651.39	8.7	1903.70	4.3	2201.34	8.1
闵行区	2237.29	6.5	596.18	20.8	942.14	5.6
黄浦区	2104.44	6.2	43.02	—	814.07	1.9
杨浦区	1703.19	5.1	308.71	11.0	474.65	8.0
徐汇区	1573.94	6.7	150.05	3.1	666.74	5.0
嘉定区	1449.50	7.1	405.80	-5.7	1044.10	5.5
长宁区	1317.52	7.8	117.69	12.4	316.88	7.3
宝山区	1147.36	6.5	379.03	11.0	666.67	3.8
松江区	1120.97	7.0	526.34	29.7	587.47	9.1
青浦区	1009.20	7.4	515.70	32.6	564.00	4.7
普陀区	933.46	4.8	180.36	19.6	606.04	3.6
虹口区	780.49	6.8	162.26	11.6	309.26	4.2
奉贤区	779.30	4.3	365.50	21.6	535.10	9.1
金山区	707.50	7.6	189.90	-1.8	456.20	10.2
崇明区	332.84	6.8	149.68	6.9	116.88	9.0
静安区	—	—	316.81	0.5	720.37	15.6
黄浦区位次	3	11	16	—	4	16

资料来源：根据公开资料整理

近年来黄浦区固定资产投资主要集中于房地产开发投资，总体呈下降态势，2015-2017年，黄浦区分别完成固定资产投资总额61.51亿元、52.57亿元和43.02亿元，其中基本建设和改造投资分别为7.37亿元、1.31亿元和2.82亿元；房地产开发投资分别为54.14亿元、51.26亿元和40.20亿元。基础设施建设方面，2017年黄浦区完成了十六铺二期工程、南外滩滨水区北段960米

³ 2015年单位为“亿美元”。

改造、外马路综合整治、苗江路公共绿地、世博黄浦体育公园等项目。另外，14号线黄浦区段完成征收腾地、南浦大桥W3匝道完成改造、中山南路地下二层主通道顺利通车、董家渡金融城等项目有序推进，南外滩594地块、复兴地块、65街坊北块等项目实现竣工产出。

图表 5. 2015-2017 年黄浦区主要固定资产投资情况（单位：亿元，%）

	2015 年		2016 年		2017 年	
	完成投资	增速	完成投资	增速	完成投资	增速
基础设施	7.37	-13.19	1.31	-82.23	2.82	115.27
房地产	54.14	-19.47	51.26	-5.32	40.20	-21.58

资料来源：黄浦区 2015-2017 年国民经济和社会发展统计公报

房地产方面，黄浦区地处上海中心区域，地域面积有限，房产需求一直处于较高水平，近年上海市贯彻国家因城施策的房地产调控政策，房产销售呈波动态势，2015-2017 年，商品房交易面积分别为 81.31 万平方米、97.68 万平方米和 60.26 万平方米。同期，黄浦区房产交易额分别为 373.81 亿元、604.89 亿元和 412.99 亿元，其中商品房销售收入为 59.15 亿元、72.62 亿元和 90.88 亿元，黄浦区商品房交易主要集中在二手房市场，新房市场受区域可供开发土地少的限制，规模有限。

图表 6. 2015-2017 年黄浦区房屋建设、销售情况

	2015 年		2016 年		2017 年	
	面积	增速 (%)	面积	增速 (%)	面积	增速 (%)
商品房施工面积 (万平方米)	93.97	4.62	100.09	6.51	96.45	-3.64
商品房竣工面积 (万平方米) ⁴	7.50	-71.23	10.13	25.07	11.17	10.27
商品房销售面积 (万平方米)	12.28	37.80	16.74	36.30	18.16	8.48

资料来源：黄浦区统计局

近年来黄浦区在中央商务区、购物中心、文化旅游、居住等城市功能方面得到了进一步的完善和提升，并不断调整和完善招商引资工作体制，已具有一定成效。2015-2017 年，黄浦区分别引进内资 160.2 亿元、190.5 亿元和 207.29 亿元，引进外资合同金额 14.50 亿美元、14.52 亿美元和 14.61 亿美元；分别引进现代服务业企业 844 家、1058 家和 1002 家，其中 2017 年引进重点金融机构、类金融机构 60 户，总部型企业 10 家，新增市政府认定的跨国企业地区总部 3 家。此外，上海场外大宗商品衍生品协会正式成立，浦发系、中民投系、泛海系等“1+N”式核心企业加速集聚。

外滩金融集聚带是上海国际金融中心建设的重要载体之一，且拥有较多的历史建筑。该公司作为外滩金融集聚带项目的开发运营主体，并负有历史建筑的保护性改造和旧城改造任务，受到的政府支持力度大。

外滩一线在二十世纪三十年代已是远东的金融中心，保有的历史建筑和文化遗产是上海市重要的城市资源。2009 年，上海国际金融中心的发展方向正

⁴ 该指标为“住宅竣工面积”。

式确立为打造“一城、一带、一片、一面”的空间布局，并以“一城一带”为核心载体，其中“一城”即陆家嘴金融城，“一带”即外滩金融集聚带。为有效推进外滩金融集聚带的建设，2009年4月，黄浦区政府公布了推进外滩金融集聚带建设的十大举措，包括深化外滩金融集聚带开发规划、创新外滩金融集聚带开发管理模式、加快外滩金融集聚带高端商务楼宇建设、为集聚各类金融企业提供优惠政策和优质服务等。同年7月，黄浦区政府发布了《黄浦区关于服务上海“两个中心”建设战略加快推进外滩金融集聚带建设的实施意见》，提出加快推进外滩金融集聚带建设的25条措施，以形成与浦东陆家嘴金融城错位互补、协同发展的格局。

外滩金融集聚带北起苏州河南岸，南至陆家浜路一外马路，东临黄浦江，西到河南中路—人民路—中华路—桑园街所围合的区域，区域占地面积约2.60平方公里，滨江岸线长约4.80公里。外滩金融集聚带内现有商办资源丰富，包括建筑面积合计115万平方米的规划保留老大楼、以及1949年后建成并规划保留的办公楼98万平方米，主要分布在万国建筑群一带；区域规划可开发用地合计约100公顷，可开发建筑面积335万平方米，规划新增商业办公用地合计约56公顷，新增商业办公建筑总面积227万平方米。至2020年，外滩金融集聚带规划总建筑面积约为627万平方米，其中商业办公建筑总面积440万平方米。

近年来，黄浦区政府除了继续吸引银行、证券公司、保险公司等传统金融机构入驻外，还引进了众多资本运营、资产管理机构，专业咨询机构，金融文化机构以及航运机构。目前区域内已聚集了包括工商银行、中国银行、中国农业银行、平安银行、中国光大银行、招商银行、深圳发展银行、浦东发展银行、泰国盘古银行、中国太平洋保险公司、美国友邦保险有限公司和上海外汇交易中心等在内的超过600家金融机构。2017年上海外滩金融业规模继续壮大，以票据交易所、场外大宗商品衍生品协会等为代表的要素市场和行业协会相继落户，全市12家要素市场黄浦区占据5家；39家金融机构入围2017年度“上海科技创新职业清单”。

2013年5月，为缓解金融机构持续进驻外滩带来的万国建筑群承载负担过重问题，南外滩地区规划正式落定并公布。该区域总面积1.60平方公里的区域计划建成滨水金融区，为外滩金融集聚带提供重要的空间载体。近期南外滩地区范围内的重大实施项目包括中山南路地下通道项目、南外滩滨江公共空间项目、董家渡地块项目和复兴地块项目等。根据上海建设国际金融中心的“十三五”规划，至2020年上海基本确立以人民币产品为主导、具有较强金融资源配置能力的全球性金融市场地位，基本形成公平法制、自由开发、创新高校、合作共享的金融服务体系，基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心。

作为上海国际金融中心的重要组成部分，外滩金融集聚带在大力发展以金融为核心的高端服务业之余，也将全面提升高端商业、文化创意、旅游休闲和居住功能。由于区域内的历史建筑较多，外滩金融集聚带项目还担负着城市历

史风貌保护和旧区改造的任务。根据《黄浦区历史风貌保护和利用“十三五”规划》，黄浦区将持续推进历史建筑利用改造，一方面提升居住类历史建筑品质，将保护建筑修缮纳入房屋综合修缮项目总体框架内，重点针对居住类房屋，围绕重塑建筑风貌、提升使用能级、优化小区环境等重点，提升居住类保护建筑修缮水平；二是推进外滩源二期、160街坊（老市府大楼）、179街坊（中央商场）等多个功能性历史建筑和片区的开发，优化区内的功能布局。

该公司是外滩金融集聚带项目的开发主体，预计将在该区域内新建商业办公楼宇约 227 万平方米、新建住宅约 80 万平方米、可供保护性改造老大楼 30 余栋。根据规划，到 2020 年公司将基本完成外滩金融集聚带形态建设与功能开发，推动境内外各类金融机构集聚，基本形成资产管理、资本运营和金融服务三个中心。

2. 业务运营

该公司主要从事外滩金融集聚带历史保护建筑物置换、改造和商业运作，同时围绕外滩金融集聚带发展从事部分商业地产项目开发。目前公司老建筑商业运营情况一般，收入规模有限，部分物业运营收入不断下滑，但公司部分商业地产项目接近完工，并逐步对公司业绩形成有效支撑。

该公司是黄浦区加快推进外滩金融集聚带建设的重要主体，主要从事外滩金融集聚带历史保护建筑物置换、改造和围绕相关资产开展商业运作，推进外滩金融集聚带建设等。公司营业收入主要来源于物业租赁及房地产领域。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 3.26 亿元、3.04 亿元和 32.00 亿元，其中 2017 年同比大幅增长 954.19%，增量主要来源于房地产领域。2015-2017 年，营业收入中资金使用费收入分别为 7425.00 万元、7144.04 万元和 7004.72 万元。2018 年第一季度，公司实现营业收入 0.44 亿元。

图表 7. 2015 年以来公司营业收入构成情况（单位：万元）

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度
酒店公寓客房收入	4474.82	4887.80	4870.11	951.72
新黄浦公司租金收入	5510.74	5246.03	2995.02	561.74
外滩源公司服务收入 ⁵	6214.07	6550.88	1198.50	318.06
益丰大厦出租联销收入	3883.75	2575.45	2191.95	576.45
洛克菲勒地块动迁补偿收入	3110.65	—	—	—
物业管理费收入	559.00	1115.08	3995.95	458.12
项目工程咨询收入	375.75	—	—	—
其他租金收入	1009.63	1114.85	6269.40	1458.66
房地产	—	1663.65	289064.15	—
文化服务收入	—	59.08	96.49	69.42

⁵ 外滩源公司收入包含租金收入和餐饮会所服务收入，2017 年及 2018 年第一季度数据仅为公司餐饮服务收入，将租金计入“其他租金收入”，同期，外滩源公司租金收入分别为 3262.62 万元和 576.57 万元。

项目	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度
其他收入	7425.00	7144.04	9336.96	—
合计	32563.41	30356.86	320018.53	4394.16

资料来源：外滩投资

(1) 历史保护建筑物的置换和改造

历史保护建筑的置换和改造业务根据不同项目由该公司下属各项目公司负责，主要经营模式为通过对历史保护建筑进行置换、改造与功能转换，提高原有物业价值，并通过持有经营或一次性转让获得收入，这两种模式可分别概括为“建设-持有-经营”或“建设-转让”两类。已完成的历史保护建筑置换改造项目主要包括外滩源 33 号项目、益丰大厦项目、大清银行项目、洛克菲勒前期开发的动迁项目（以下简称“洛克菲勒项目”）等，其中外滩源 33 号和益丰大厦建成后已由公司经营，大清银行项目和洛克菲勒项目建成后已移交，大清银行项目款已全部回收，仅洛克菲勒项目尚有部分款项未回笼。公司目前正在进行的重点项目为外滩中央项目和 160 项目等，外滩中央项目建成后自营，160 项目处于动迁阶段，尚未确定规划及收益方案。

A. 外滩中央项目

外滩中央项目包括美伦大楼、新康大楼、华侨大楼、中央商场 4 幢上世纪二三十年代建成的大楼的改造，工程于 2013 年 12 月启动，并于 2014 年全面进场施工，完工后总建筑面积约 6.19 万平方米。其中新康大楼和华侨大楼正处于施工阶段，预计 2020 年后正式完工；中央商场、美伦大厦已基本完工，并于 2017 年 10 月开始试营业。在项目招商方面，公司于 2014 年 9 月与纽约林肯爵士乐中心签署了合作协议，开业后“林肯爵士乐上海中心”作为对外营业的爵士乐俱乐部。至 2018 年 3 月末，中央商场（含美伦大厦）可供出租面积为 9261.93 平方米，已签约商户 13 家，出租率 83.05%，日租金约为 23 元/平方米，租金一般为 5 年，2017 年第四季度及 2018 年第一季度分别收取租金 188.68 万元和 623.47 万元。

B. 160 项目

该公司与上海世博土地控股有限公司合资成立上海外滩老建筑投资发展有限公司⁶（简称“老建筑投资公司”），作为老市府大楼项目的改造开发主体。该项目计划对老市府大楼所在的外滩地区 160 街坊进行保护性开发、最终完成老市府大楼的功能转换，经初步测算的投资额 42.68 亿元，公司承担 50% 出资。老市府大楼项目的房屋征收、整治保护、开发方案和功能定位研究等相关工作已启动。老建筑投资公司已与上海市黄浦区建设和交通委员会（简称“黄浦区建交委”）签订协议、双方共同实施 160 街坊内的房屋征收，目前处于房屋动迁阶段，具体规划和收益方式尚未确定。截至 2018 年 3 月末，公房征收已完

⁶ 老建筑投资公司注册资本 5 亿元，该公司持股 50%，但能控制其财务及经营决策，并将其纳入合并范围。

成 55 家 68 证，系统产移交累计完成 248 间。

C. 洛克菲勒项目

该公司承担的洛克菲勒项目主要负责前期开发，开发完成后已转让给上海洛克菲勒集团外滩源综合开发有限公司（简称“洛克菲勒公司”），公司获取前期开发部分相应收入。2014 和 2015 年公司分别确认洛克菲勒项目动迁补偿收入 1555.32 万元和 3110.65 万元，并已回笼资金。2016 年公司承担的该项目开发任务已结束，至 2018 年 3 月末，仍有拆迁及搬迁费用合计 1.24 亿元尚未收到，根据协议预计 2018 年底前收到尾款。

(2) 商业地产开发经营

老建筑改造后形成的相关资产商业运营一直是该公司重要收入来源。但相关业务定位偏高端，近年来受经济增长趋缓，高端消费市场低迷等因素影响收入有所下降。

外滩源 33 号包括原英国领事馆主楼和辅楼、外滩源 33 号地块联合教堂和教会公寓、划船俱乐部等五幢历史建筑，改造完毕后以原英国领事馆为基础开发的外滩源壹号自 2011 年开业以来承接了较多的社会公益、文化艺术和商业活动，收取服务收入，另外 4 幢对外出租。至 2018 年 3 月末，可供出租面积为 3659.08 平方米，承租人包括百达翡丽（Patek Philippe）、易城股份、修身堂等企业，日租金约 15.57 元/平方米，租期 10 年。2015-2017 年及 2018 年第一季度租金及服务收入分别为 6214.07 万元、6550.88 万元、4461.12 万元和 894.63 万元，其中 2017 年下降主要系公司将原自营的一幢大楼进行外包管理，收取管理费。

图表 8. 2015 年以来外滩源 33 号收入情况（单位：万元）

	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年第一季度
租金收入	2903.60	3760.00	3262.62	576.57
餐饮会所等服务收入	3310.47	2790.88	1198.50	318.06
合计	6214.07	6550.88	4461.12	894.63

资料来源：外滩投资

益丰大厦以北京东路 31-91 号上海市优秀历史建筑益丰洋行大楼为主体，附带其南侧的 3 幢建筑。改造后益丰大厦集高档百货商场、外滩观景平台和休闲场所为一体，与外滩半岛酒店、罗斯福中心一起成为外滩区域高档商业的重要组成部分。2012 年 5 月，益丰大厦正式开业，由公司自行管理，至 2018 年 3 月末，可供出租面积为 3659.08 平方米，入驻商户主要为 BV、GUCCI、Goyard 和 Valentino 等 16 家高端品牌，出租率 84.39%，日租金水平约 8.50 元/平方米，同时根据营业额收取服务费，合同期限一般为 6 年。近年来国内奢侈品零售和高档餐饮市场持续低迷，益丰大厦根据营业额提取租金方式运营，出租联销收入逐年下降，2015-2017 年及 2018 年第一季度分别为 3883.75 万元、2575.45 万元、2209.86 万元和 582.59 万元，逐年下降主要系奢侈品行业低迷及部分商户退租，公司自 2016 年下半年开始不再采用联销提成收入模式，改为直接收

取固定租金的模式。

新黄浦酒店公寓位于黄浦区永寿路，建筑面积 2.80 万平方米，共 28 层，拥有 245 套客房，于 1998 年开业。新黄浦大厦位于黄浦区四川中路，共 12 层，建筑面积 0.87 万平方米，至 2018 年 3 月末，可供出租面积为 9019.22 平方米，已签约商户 2 家，出租率 100%，日租金水平约 4 元/平方米，合同期均为 5 年。汇通大厦位于黄浦区金陵东路，1999 年建成开业，共 18 层，该公司拥有其中部分楼层产权，可供出租面积共计约 20173.87 平方米，至 2018 年 3 月末已签约商户 17 家，出租率 98%，日租金水平约 3.45 元/平方米。2015-2017 年及 2018 年第一季度，新黄浦大厦和汇通大厦合计实现收入分别为 4380.76 万元、4674.92 万元、2437.64 万元和 1042.90 万元，2017 年降幅较大主要系其中一家租户（上海聚为实业发展有限公司⁷）拖欠公司 2340 万租金所致，目前正处于诉讼阶段。此外，新黄浦酒店公寓主要为客房租金收入，同期实现收入为 4474.82 万元、4887.80 万元、4870.11 万元和 951.72 万元。

图表 9. 2015 年以来公司主要经营资产实现收入情况（单位：万元）

	外滩源 33 号	益丰大厦	新黄浦酒店公寓	新黄浦大厦	汇通大厦	合计
2018 年第一季度	576.57	582.59	951.72	919.80	123.10	3153.78
2017 年	3262.61	2209.86	4870.11	1903.42	534.12	12780.12
2016 年	6550.88	2575.45	4887.80	1839.60	2835.32	18689.05
2015 年	6214.07	3883.75	4474.82	1533.00	2847.76	18966.56

资料来源：外滩投资

(3) 综合配套设施建设和管理

为入驻外滩金融集聚带的金融机构及开发项目提供综合性配套设施是该公司的职能之一。具体而言，公司在外滩金融集聚带范围内，统一规划、设计并实施市政工程项目，包括修缮改造市政道路、完善绿化环境景观、增加公用停车库、改造电力设施等。目前公司主要在建工程系南外滩滨水岸线项目，主要由政府牵头，公司仅进行工程监督管理等工作，垫资压力较小。截至 2018 年 3 月末，子项目滨江公共岸线贯通工程（世博段）一期、（世博段）二期、960 米岸线和 870 米岸线已全面贯通。

(4) 其他业务

该公司还在外滩金融集聚带范围内竞拍土地，与其他公司合作开发商住物业。目前主要在开发商业地产项目主要系 594、596 地块项目、复兴地块项目和南浦地块项目（董家渡 13、15 号），相关项目主要由本部及子公司上海外滩滨江综合开发有限公司（简称“外滩滨江”）运作。

A. 594、596 地块项目

594、596 地块项目由外滩滨江与中国太平洋财产保险股份有限公司（简

⁷ 上海聚为实业发展有限公司系该公司主要客户，租赁期 10 年，至 2018 年 5 月到期，年租金约为 2340 万元。

称“中国太保”)合作开发,主要内容包括为中国太保、上海供销合作总社和东方证券股份有限公司代建三栋商务楼,土地和建设所需资金最终来自于上述三家企业。594、596地块占地面积约1.87万平方米,项目总投资43.06亿元,截至2018年3月末已支出投资额约40.29亿元,后续建设资金投入规模有限,将由项目公司自筹负责,无需公司本部另行给予资金支持。外滩滨江和中国太保签订了合资协议书,对594、596地块的开发建设及未来转让进行了明确约定,以成本价格加项目管理费的方式获得收益,截至2018年3月末,公司已收到项目资金44.71亿元。2017年度该项目两栋物业完工结转,公司实现地产收入28.91亿元,预计还有0.23亿元收入待确认⁸。

B. 复兴地块项目

外滩滨江与上海黄金交易所在2013年12月联合竞得复兴地块的土地开发权,土地成本为37.67亿元。2014年3月,外滩滨江和上海黄金交易所分别以78.07%和21.93%的出资比例组建了复兴地块的项目主体上海鑫景滨江投资发展有限公司,复兴地块开发工作实质性启动。复兴地块项目采取与594、596地块项目类似的开发模式,公司为上海黄金交易所、汇添富基金管理股份有限公司、国泰君安证券股份有限公司、上海综艺控股有限公司和阿里巴巴电子商务公司5家金融机构代建总建筑面积9.57万平方米的商务办公楼。项目预计总投资58.20亿元,截至2018年3月末,已投资51.83亿元,未来还需投入约6.40亿元。土地受让费用和开发建设资金全部由项目公司筹集,无需公司本部另行给予资金支持。外滩滨江公司已与汇添富基金管理有限公司等合作方分别签订了转让框架协议,将以土地成本、建造成本、相应分摊费及项目管理费的方式获得收益,截至2018年3月末公司已收到项目资金51.88亿元。

C. 南浦地块项目

2014年11月,该公司与中国民生投资集团(简称“中民投资”)组成联合体,共同取得黄浦区董家渡13、15地块土地开发权。董家渡13、15地块土地出让价为248.50亿元,公司承担出资12.43亿元,其中5亿元用于组建项目公司上海中民外滩房地产开发有限公司(简称“中民外滩”),7.43亿元作为对中民外滩的股东借款,相关款项已在2014年内付讫。董家渡13、15地块总面积17.51万平方米,该地块拟建设集商业、办公、公寓式酒店和住宅于一体的城市综合体,由中民投资主导开发。公司持有中民外滩5%股权,代表黄浦区政府对董家渡13、15地块项目实施监督、确保规划控制目标得以实现。

图表 10. 截至 2018 年 3 月末公司主要在建项目投资情况 (单位: 亿元)

项目名称	建设周期	概算总投资	已投资
160 项目	2015 年 5 月-2022 年 12 月	42.68	4.27
南外滩滨水岸项目	2018 年 1 月-2018 年 11 月	4.80	1.00
594、596 地块	2013 年 12 月-2018 年 10 月	43.06	40.29
复兴地块项目	2014 年 12 月-2018 年 12 月	58.20	51.83

⁸ 0.23 亿元的待确认收入仅为 596 地块的营业收入, 594 地块将以股权转让的形式进行项目转让, 具体金额未定。

项目名称	建设周期	概算总投资	已投资
合计	—	148.74	97.39

资料来源：外滩投资

管理

该公司为上海市黄浦区区属国有独资企业，公司已建立了较为完整的法人治理结构。公司在资金管理、投融资管理和对外担保方面均建立了相关制度，能满足公司业务开展需要。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司系由黄浦区人民政府授权黄浦区国资委履行出资人职责的国有独资公司。公司产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

该公司是国有独资公司，不设股东会，由黄浦区国资委行使股东职权。公司根据《公司法》及《公司章程》的要求，建立健全法人治理结构，建立了董事会、监事会及在董事会领导下的经营管理层。公司董事会由 5 名董事组成，除 1 名职工代表由职工民主选举产生外，其余成员由黄浦区国资委委派，设董事长 1 名，由黄浦区国资委指定；监事会由 5 人组成，除 2 名职工代表由职工民主选举产生外，其余成员由黄浦区国资委委派，设监事会主席 1 名，由黄浦区国资委委派；设总裁 1 名，由董事会聘任及解聘。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司关联方交易主要系往来款项。截至 2017 年末，公司应收关联方款项原值合计 17.02 亿元，包括应收股东款项 4.20 亿元，上海市黄浦区土地储备中心 1.16 亿元，上海新世界（集团）有限公司 150 万元，上海和风置业有限公司（简称“和风置业”）3.84 亿元以及中民外滩公司 7.80 亿元；公司应付关联方款项主要系应付和风置业 0.19 亿元。

图表 11. 2015-2017 年末公司关联资金情况（单位：万元）

关联方	款项性质	2015 年末	2016 年末	2017 年末
上海市黄浦区国有资产监督管理委员会	其他应收款	42000.00	42000.00	42000.00
上海市黄浦区土地储备中心	其他应收款	11602.47	11602.47	11602.47
上海市新世界（集团）有限公司	其他应收款	150.00	150.00	150.00
上海和风置业有限公司 ⁹	其他应收款	—	38437.58	5055.20

⁹ 和风置业公司原系该公司全资持股的子公司，于 2016 年年底出让其 95% 股权，目前公司持股比例为 5%。关联交易中其他应收款为股东借款，其他应付款系和风置业为公司的代垫款。

中民外滩房地产开发有限公司	其他应收款	—	—	3722.67
	长期应收款	74350.00	74250.00	74250.00
应收合计	—	128102.47	166440.05	136780.34
上海和风置业有限公司	其他应付款	—	1911.00	1911.00
应付合计	—	—	1911.00	1911.00

资料来源：外滩投资 2015-2017 年审计报告

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

根据经营管理需要，该公司本部根据经营管理需要设置了行政办公室、财务部、投资发展部、资产部、党群工作部等 11 个常设部门，并通过制度化、管理，明确了各部门之间的分工及职责。公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司制定了《党政办公会议议事规则》、《内部审计管理制度》、《合同管理制度》、《投资管理制度》、《融资管理制度》、《资产管理制度》、《预算管理制度》等 24 项制度，基本能够覆盖公司经营活动中的主要风险。

在投融资管理方面，该公司投资发展部系主要责任部门，主要负责长期资产投资的工作和制定融资策略，公司财务部主要负责短期证券投资以及投资所需的资金筹措，其他部门从各部门职能出发配合对投融资的管理，最终由董事会统一决策，其中重大投融资项目还需上报出资人审批。

在资金和资产管理方面，该公司资金实行集中管理，资产则遵循效益优先、集中管理、实物管理与价值管理相结合的原则，由资产部负责资产经营业务、以及对经营性资产的日常管理工作。资产的处置由资产经营部或总裁办公室拟订方案、列入年度公司预算，并报董事会审批。

对外担保方面，该公司规定原则上不提供对外担保，如需对外提供担保，则按公司章程规定由出资人决定。关联交易方面，公司在《会计制度》中明确规定了关联方关系及关联交易事项，明确了关联方关系的标准、关联交易的披露要求。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司 2018 年 5 月 17 日《企业信用报告》所载，公司信用记录正常。此外，根据 2018 年 7 月 20 日国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台信息查询结果，公司不存在异常情况。

3. 发展战略

该公司将积极推进国有企业深化改革，建立规范的现代企业管理制度，从治理层、管理层和实施层落实集团管控，加速实体化转型和市场化进程，使企

业真正成为自主经营、自负盈亏、自我发展、自我约束的市场竞争主体，确保国有资产保值增值。

财务

受益于部分房地产项目结转，该公司业绩显著增长，盈利状况明显改善，但房地产业务规模受项目周期影响，易出现波动。公司负债总额及财务杠杆持续处于高位，但有下降趋势。同时公司存量货币资金尚属充裕，在核心城区拥有大规模经营性物业，且刚性债务结构合理，整体财务风险可控。

1. 公司财务质量

华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年合并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）及其补充规定。

财政部于 2017 年 4 月 28 日、2017 年 5 月 10 日分别发布了《企业会计准则第 42 号-持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号-政府补助》（修订），并定于 2017 年 5 月 28 日、2017 年 6 月 12 日分别施行。该公司根据上述会计准则变更条款，对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理。

截至 2017 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 16 家。2018 年 3 月末，纳入合并范围的子公司较上年末未发生变化。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

A. 债务结构

2015-2017 年末，该公司所有者权益分别为 32.81 亿元、33.87 亿元和 38.32 亿元，资本实力持续增强，增量主要来自经营积累和吸收少数股东权益。2017 年末，公司所有者权益主要包括：实收资本 12.10 亿元、资本公积 10.15 亿元、未分配利润 8.24 亿元和少数股东权益 6.92 亿元¹⁰，合计占净资产的 97.63%，其中资本公积全部为划入股权的溢价，资本结构和稳定性尚可。2018 年 3 月末，公司所有者权益为 37.85 亿元，小幅下降，总体较上年末未发生重大变化。

由于在开发项目投资规模大、周期长，近年来该公司一直维持较高的财务杠杆，负债规模处于高位。2015-2017 年末，公司负债总额分别为 148.54 亿元、157.80 亿元和 134.44 亿元。其中 2016 年公司发行了两期私募债，负债规模有

¹⁰ 主要系因 594 和 596 项目确认收入，子公司外滩滨江对项目公司“上海滨江祥瑞投资建设有限公司”投资占比 64.30%，相应增加少数股东权益。

所增长；2017 年因部分地产项目完工结转使得预收款项（结转收入 12.25 亿元）和其他应付款（确定收入 16.66 亿元）有所下降，年末负债总额降至 134.94 亿元。2015-2017 年末，公司资产负债率分别为 81.91%、82.33% 和 77.88%。

从期限结构上看，该公司债务以流动负债为主，2015-2017 年末，公司流动负债占负债总额的比重为 68.30%、60.07% 和 59.71%。公司负债主要以其他应付款和刚性负债构成，2017 年末分别占负债总额的 36.42% 和 61.53%。其中，年末其他应付款主要为公司收到中国太平洋财产保险公司 594、596 地块和复兴地块项目的代建款，余额为 49.15 亿元，同比下降 21.57%，主要系当年公司将部分代建款确认为收入。此外，公司预收款项主要为预收的购房款项，余额为 0.14 亿元，同比大幅下降 98.74%，主要系将东方证券股份有限公司的预付款结转收入。

B. 刚性债务

该公司刚性债务主要包括银行借款和债券融资，2017 年末公司刚性债务规模小幅微增 1.29% 至 83.03 亿元，其中银行借款余额为 55.18 亿元（含短期借款 15.20 亿元、一年内到期借款 3.67 亿元、长期借款 36.31 亿元），借款主体主要集中在集团本部，短期借款以保证和信用为主；长期借款以保证抵押为主，利率均低于 5%，到期时间分布在 2019 年 1 月-2029 年 9 月之间。为拓展直接融资渠道，公司于 2011 年 3 月发行了本金为 9 亿元，期限 7 年的企业债券（11 外滩债），已于 2018 年 3 月到期偿付本息；2016 年 1 月和 11 月分别发行了本金为 12 亿元和 6 亿元的私募债券（16 外滩投资 PPN001、16 外滩投资 PPN002），2017 年末债券余额增至 26.93 亿元（含应付债券 17.93 亿元、一年内到期债券 9.00 亿元）。

2018 年 3 月末，该公司负债总额下降 0.77% 至 133.90 亿元，资产负债率为 77.96%，其中刚性债务规模为 83.37 亿元，基本与上年末持平。公司于 2018 年 3 月 5 日发行了规模为 9 亿元，期限 5 年，票面利率 5.58% 的一般中期票据（18 外滩 MTN001），用于偿还到期的 11 外滩债，期末应付债券余额为 26.90 亿元。

截至本评级报告出具日，该公司待偿还债券本金余额合计 27.00 亿元，付息情况正常。

图表 12. 公司未到期债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16 外滩投资 PPN001	6.00	3 年	3.64	2016 年 11 月	按时付息
16 外滩投资 PPN002	12.00	3 年	3.98	2016 年 01 月	按时付息
18 外滩 MTN001	9.00	5 年	5.58	2018 年 03 月	未到期

资料来源：Wind 资讯（截至本评级报告出具日）

C. 或有负债

截至 2018 年 3 月末，该公司未对合并范围外企业提供担保。

(2) 现金流分析

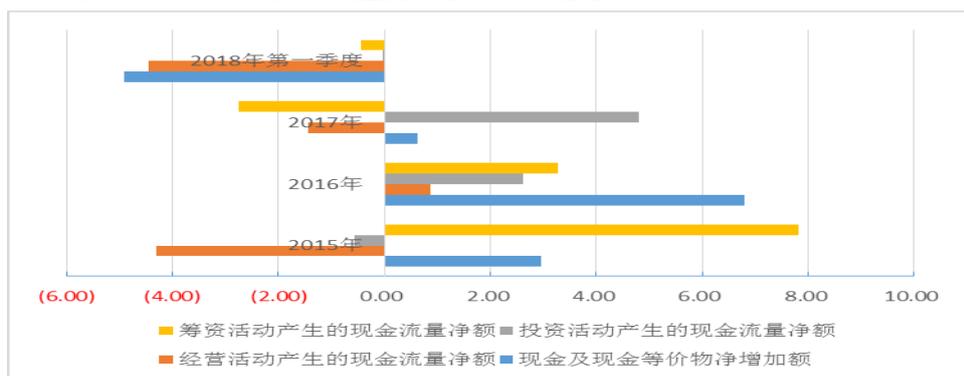
该公司经营活动现金的流入主要来自于收到的商业地产租赁款和项目转让回款，经营活动现金流出主要是项目开发所发生的支出，此外公司土地出让金的支付以及与代建项目委托方之间的款项往来也反映在经营活动现金流中。2015-2017 年，公司经营收现情况随项目转让回款及代建款项到位情况而有显著波动，营收现金率分别为 69.39%、133.07% 和 16.63%。2017 年公司复兴地块等项目继续推进，同时收到的代建款有所增加，对上海和风置业有限公司（简称“和风置业”）的债权基本收回，当年公司资金缺口不大，2015-2017 年，公司经营现金净流量分别为-4.31 亿元、0.88 亿元和-1.44 亿元。

该公司投资环节现金流主要反映了公司股权投资所引起的现金流动，2015-2017 年，公司投资性现金流量净额-0.55 亿元、2.63 亿元和 4.88 亿元，其中 2017 大幅增加主要系公司取得和风置业股权转让收益（2.20 亿元）和中民外滩的分红收益（2.50 亿元）。

该公司通过银行借款和发行债券等融资渠道筹集资金，2017 年因偿还大量到期债务，公司筹资活动现金呈净流出状态。2015-2017 年，公司筹资活动现金净流量分别为 7.82 亿元、3.29 亿元和-2.74 亿元。

2018 年第一季度，该公司仍维持一定规模的在建项目投入，加之往来款收付，经营性活动现金净流出 4.45 亿元；投资活动基本处于平衡状态，净流出 0.02 亿元；筹资方面，公司发行了本金为 9 亿元的中期票据（18 外滩 MTN001）及借入部分金融机构借款，同时归还“11 外滩债”9 亿元和其他金融机构借款，筹资活动现金净流出 0.45 亿元。

图表 13. 2015 年以来公司现金流情况（单位：亿元）



项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
现金及现金等价物净增加额	2.97	6.81	0.62	-4.92
经营活动产生的现金流量净额	-4.31	0.88	-1.44	-4.45
投资活动产生的现金流量净额	-0.55	2.63	4.80	-0.02
筹资活动产生的现金流量净额	7.82	3.29	-2.74	-0.45

资料来源：外滩投资

2015-2017 年，该公司 EBITDA 分别为 2.18 亿元、2.86 亿元和 7.10 亿元，对利息支出及刚性债务覆盖程度较低。

图表 14. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
EBITDA/利息支出(倍)	0.69	0.70	1.91
EBITDA/刚性债务(倍)	0.03	0.04	0.09
经营性现金流净额(亿元)	-4.31	0.88	-1.44
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-4.64	0.90	-1.64
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-3.05	0.57	-0.98

资料来源：外滩投资

(3) 资产质量分析

受访地产项目结转影响，该公司资产总额有一定波动。2015-2017 年末，公司总资产分别为 181.35 亿元、191.68 亿元和 173.26 亿元，2017 年下降主要系存货中 586 地块结转成本所致。公司资产主要以流动资产为主，近三年末占比均在 75% 以上。

图表 15. 公司核心资产分布及变化趋势（单位：亿元）

项目	2015 年末		2016 年末		2017 年末		2018 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.67	3.68%	13.48	7.03%	14.10	8.14%	9.18	5.34%
预付款项	2.91	1.60%	4.06	2.12%	4.37	2.52%	4.39	2.56%
其他应收款	8.33	4.59%	11.22	5.85%	9.05	5.22%	9.44	5.50%
存货	118.76	65.49%	118.55	61.85%	97.65	56.36%	100.85	58.72%
可供出售金融资产	7.02	3.87%	7.22	3.77%	6.98	4.03%	6.98	4.06%
投资性房地产	5.00	2.76%	4.87	2.54%	19.83	11.45%	19.69	11.46%
固定资产	23.88	13.17%	23.35	12.18%	12.79	7.38%	12.75	7.42%

资料来源：外滩投资

该公司流动资产主要包括货币资金、预付账款、其他应收款、存货和一年内到期的非流动资产，2017 年末余额分别在总资产中占比 8.14%、2.52%、5.22%、56.36%和 4.29%。年末货币资金同比增长 4.56%至 14.10 亿元，均未受限。预付账款主要为预付黄浦区 160 街坊等项目款，年末余额为 4.37 亿元，小幅增长 7.56%。其他应收款余额为 9.05 亿元，同比下降 19.29%，包括应收股东 4.20 元、黄浦区卫生局 2.76 亿元和上海市黄浦区土地储备中心 1.16 亿元，账龄较长；应收和风置业 0.51 亿元，较上年末已回收 3.33 亿元。公司存货主要以外滩中央项目、复兴地块和 594、596 地块等项目开发成本构成，2017 年因 596 地块项目两幢楼完工交付，使得存货较上年末减少 17.63%至 97.65 亿元。年末一年内到期的非流动资产余额为 7.43 亿元¹¹，主要系对中民外滩的拆借款，2017 年取得利息收入 7004.72 万元。

该公司的非流动资产以可供出售金融资产、投资性房地产和固定资产为

¹¹ 中民外滩借款 7.43 亿元由上年末“长期应收款”转至“一年内到期的非流动资产”，预计 2018 年底收回，利率 10%。

主，2017 年末公司非流动资产合计 39.86 亿元。其中可供出售金融资产账面余额为 6.98 亿元，小幅下降 3.36%，主要为中民外滩、天安财产保险（股份）有限公司和少量洛克菲勒公司股权投资；公司投资性房地产主要系对外租赁的物业，年末余额为 19.83 亿元，较上年末大幅增长 307.46%，主要系将原计入固定资产的益丰大厦（账面价值约 11.41 亿元）和中央商场项目两栋竣工大楼（账面价值约 5.06 亿元）转入，其中账面价值 11.24 亿元已用于抵押借款。固定资产具体包括公司自营业务使用的房产和授权管理的公有房等，年末余额为 12.79 亿元，同比下降 45.24%，主要系将部分房产重分类至投资性房地产。

2018 年 3 月末，该公司资产总额小幅下降 0.87% 至 171.75 亿元，资产结构基本保持稳定，仍主要集中在货币资金、其他应收款、存货、投资性房地产和固定资产等科目，其中因偿还部分到期债务，期末货币资金下降 34.88% 至 9.18 亿元，其他科目未发生重大变化。

(4) 流动性/短期因素

2017 年末，该公司流动比率、速动比率和现金比率分别为 165.58%、38.95% 和 17.50%。公司资产主要沉淀在以开发成本为主的存货中，周转周期长，且账面价值 57.93 亿元已用于借款抵押。但公司流动债务主要是地产项目收到的代建款，即期刚性债务规模有限，公司短期流动性风险可控。2018 年 3 月末，因发行了 9 亿元 5 年期中期票据偿还了到期刚性债务，公司债务结构有所改善。

图表 16. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率 (%)	135.68	156.27	165.58	199.98
现金比率 (%)	6.58	14.22	17.50	13.90
应收账款周转速度[次]	4.05	3.44	41.18	—

资料来源：外滩投资

截至 2017 年末，该公司受限资产合计为 69.17 亿元，占资产总额的比例为 39.93%，分别为存货 57.93 亿元和投资性房地产 11.24 亿元，均用于抵押借款。截至 2018 年 3 月末，公司受限资产合计仍为 69.17 亿元。

图表 17. 截至 2017 年末公司受限资产情况

名称	受限金额	受限金额占该科目的比例 (%)	受限原因
存货	57.93	59.32	借款抵押
投资性房地产	11.24	56.68	借款抵押
合计	69.17	—	—

资料来源：外滩投资

3. 公司盈利能力

该公司营业收入主要来源于物业经营及房地产。其中房地产主要通过代建

方式运作，收入波动幅度较大，利润空间有限。物业经营业务运营成本较低，但近年来物业经营状况一般。2015-2017年，公司营业收入分别为3.26亿元、3.04亿元和32.00亿元，综合毛利率分别为60.12%、55.94%和12.59%，其中2017年因房地产项目结转，大幅度拉低了公司毛利率水平。

该公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2015-2017年，公司期间费用分别为3.11亿元、3.02亿元和2.86亿元，对公司利润形成一定侵蚀。

2015-2017年，该公司取得投资收益额分别为0.09亿元、2.56亿元和4.82亿元，2017年主要系转让和风置业股权获得收益2.20亿元和参股中民外滩取得分红2.50亿元。此外，公司还获得一定规模的政府补助，计入营业外收入和其他收益，2015-2017年，二者合计分别为1.48亿元、0.11亿元和0.15亿元，对公司利润形成一定补充，同期公司分别实现净利润0.11亿元、0.93亿元和4.71亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司由黄浦区国资委出资组建，作为外滩金融集聚带的开发运营主体，在外滩金融集聚带开发建设中起着重要作用，并能获得股东支持。公司从事外滩金融集聚带范围内的历史保护建筑物置换和改造，并在该区域范围内拥有产权房产面积超过10万平方米商业物业，相关资产市场价值高，且稀缺性强，能够为债务偿付提供一定支持。

2. 外部支持因素

该公司与商业银行等金融机构保持良好合作关系，取得了大规模的授信，有助于提升公司财务弹性。截至2018年3月末，公司合并范围内企业获得银行授信额度合计约为91.04亿元，其中未使用授信额度约为40.00亿元，尚有一定融资空间。

本期债券偿付保障分析

该公司物业经营业务收入规模有限，但公司投资或参与投资的房地产项目已进入投资回报期，对公司业绩拉动显著。2015-2017年，公司分别实现营业收入3.26亿元、3.04亿元和32.00亿元，实现净利润0.11亿元、0.93亿元和4.71亿元。公司从事外滩金融集聚带范围内的历史保护建筑物置换和改造，在该区域范围内拥有产权房产面积超过10万平方米商业物业，这些资产具有稀缺性特征，市场价值高，也能够为债务偿付提供一定支撑。此外，公司融资渠道较通畅，可通过债券市场进行直接融资，且尚有40亿元商业银行授信额度

未使用，可对公司资金周转提供一定保障。

评级结论

黄浦区地处上海中心城区，经济发展水平较高，近年来黄浦区经济保持稳步增长，并逐步形成了以金融服务业、专业服务业、商贸流通业、文化创意业、休闲旅游业和航运物流业为重点的第三产业发展格局，产业结构不断优化。

该公司主要从事外滩金融聚集带历史保护建筑物置换、改造和商业运作，同时围绕外滩金融聚集带发展从事部分商业地产项目开发。目前公司老建筑商业运营情况一般，收入规模有限，部分物业运营收入不断下滑，但公司部分商业地产项目接近完工，并逐步对公司业绩形成有效支撑。

受益于部分房地产项目结转，该公司业绩显著增长，盈利状况明显改善，但房地产业务规模受项目周期影响，易出现波动。公司负债总额及财务杠杆持续处于高位，但有下降趋势。同时公司存量货币资金尚属充裕，在核心城区拥有大规模经营性物业，且刚性债务结构合理，整体财务风险可控。

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，在本期中期票据存续期（本期中期票据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报披露后 3 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。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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：

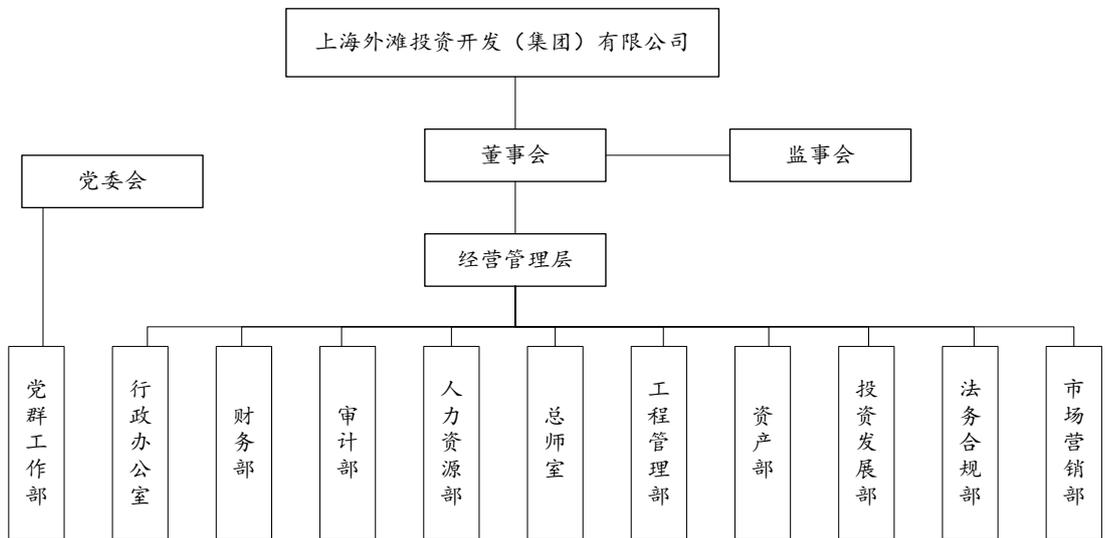
公司与实际控制人关系图



注：根据外滩投资提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据外滩投资提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

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	2017年(末)主要财务数据					备注
全称	简称			刚性债务余额 (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)	
上海外滩投资开发(集团)有限公司	外滩投资	本部	项目投资开发、资产经营	48.95	28.81	1.05	3.48	1.38	
上海新黄浦(集团)有限责任公司(合并)	新黄浦集团	100.00	房地产开发经营	1.62	17.36	1.50	-0.46	2.08	
上海外滩老建筑发展有限公司	老建筑投资公司	50.00	房地产开发经营、市政建设	1.52	3.00	—	—	-0.37	
上海中央商场投资有限公司(合并)	中央商场公司	100.00	实业投资、物业管理	19.22	12.01	0.10	-0.10	-0.88	
上海市黄浦区土地发展有限公司	土地发展公司	100.00	土地前期开发、收储	—	3.57	0.02	0.01	—	
上海外滩滨江综合开发有限公司(合并)	外滩滨江	50.00	城市基础设施建设和管理、房地产开发经营	11.72	8.09	28.91	1.22	-3.55	

注：根据外滩投资提供资料整理

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]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	181.35	191.68	173.26	171.75
货币资金 [亿元]	6.67	13.48	14.10	9.18
刚性债务[亿元]	74.65	81.97	83.03	83.37
所有者权益 [亿元]	32.81	33.88	38.32	37.85
营业收入[亿元]	3.26	3.04	32.00	0.44
净利润 [亿元]	0.11	0.93	4.71	-0.47
EBITDA[亿元]	2.18	2.86	7.01	—
经营性现金净流入量[亿元]	-4.31	0.88	-1.44	-4.45
投资性现金净流入量[亿元]	-0.55	2.63	4.80	-0.02
资产负债率[%]	81.91	82.33	77.88	77.96
长短期债务比[%]	46.40	66.47	67.49	102.72
权益资本与刚性债务比率[%]	43.95	41.33	46.15	45.40
流动比率[%]	135.68	156.27	165.58	199.98
速动比率 [%]	15.77	26.92	38.95	40.64
现金比率[%]	6.58	14.22	17.50	13.90
利息保障倍数[倍]	0.69	0.70	1.90	—
有形净值债务率[%]	456.45	468.60	353.39	354.83
担保比率[%]	—	—	97.17	97.33
毛利率[%]	60.12	55.94	12.59	35.54
营业利润率[%]	-36.81	26.89	16.50	-106.81
总资产报酬率[%]	1.27	1.52	3.83	—
净资产收益率[%]	0.34	2.79	13.04	—
净资产收益率*[%]	0.40	3.37	12.32	—
营业收入现金率[%]	69.39	133.07	16.63	110.07
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-4.64	0.90	-1.64	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.05	0.57	-0.98	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.23	3.57	3.84	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.44	2.29	2.30	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.69	0.70	1.91	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.09	—

注：表中数据依据外滩投资经审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

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

附录六：

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自本评级报告出具之日起一年内有效。本期中期票据存续期内，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）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。