跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]708 号

海通开元投资有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

海通开元投资有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

海通开元投资有限公司公开发行的“15 开元 01”、“15 开元 02”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月廿一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

海通开元投资有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 开元 01	14 亿元	5 年	AA+	AA+	2017-6-15
15 开元 02	6 亿元	3 年	AA+	AA+	2017-6-15

跟踪评级时间：2018 年 5 月 31 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年
资产总额(亿元)	176.26	184.54
所有者权益(亿元)	147.19	154.62
长期债务(亿元)	21.84	13.91
全部债务(亿元)	21.84	21.88
营业收入(亿元)	2.17	2.73
净利润(亿元)	6.96	18.39
EBITDA(亿元)	10.53	24.20
经营性净现金流(亿元)	-10.36	-20.56
营业利润率(%)	96.94	97.13
净资产收益率(%)	5.47	12.18
资产负债率(%)	16.49	16.21
全部债务资本化比率(%)	12.92	12.40
流动比率(倍)	10.20	3.74
EBITDA 全部债务比(倍)	0.48	1.11
EBITDA 利息倍数(倍)	9.30	24.42
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.53	1.21

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；本报告中数据如无特别注明均为合并口径；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对海通开元投资有限公司（以下简称“公司”或“海通开元”）的跟踪评级反映了其作为海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）旗下专业从事私募股权投资业务的全资子公司，在资金规模、专业化程度、股东支持和发展前景等方面的显著优势；2017 年，公司直投业务多个项目实现退出，投资回报较高；公司资产负债率较低，财务稳健。

同时，联合评级也关注到，股权投资行业受外部经济环境和政策影响较大；公司变更为私募资金子公司后，将利用募集资金进行股权投资，不再使用自有资金进行直接股权投资；公司盈利对投资收益的依赖性强，盈利的稳定性偏弱。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“15 开元 01”、“15 开元 02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．2017年，公司直投项目多个项目实现退出，投资回报较高；在投项目中多个项目已上市，上市项目投资回报预期较高。

2．公司管理的基金存续期一般在8年以上，基金管理费收入将进一步提高并具备较好的稳定性。

3．公司目前负债率较低，财务稳健，偿债能力很强。

关注

1．私募股权投资行业风险较高，受外部经济环境影响较大，股权投资的退出机制等受到相关政策影响较大，政策风险对公司的业绩影响较大。

2．公司利润主要来自于投资收益，公司投资收益受项目退出情况影响大，盈利的波动性较大。

3．公司变更为私募基金子公司，未来将无法利用自有资金进行直接股权投资，对公司募集资金的能力提出了更高的要求。

分析师

刘克东

电话：010-8517 2818

邮箱：liukd@unitedratings.com.cn

张晨露

电话：010-8517 2818

邮箱：zhangchenlu@unitedratings.com.cn

传真：010-8517 1273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

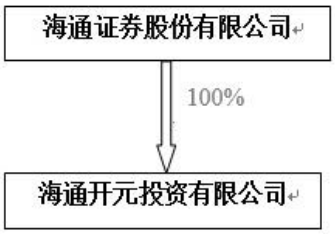
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

海通开元投资有限公司（以下简称“海通开元”或“公司”），是由海通证券股份有限公司（以下简称“海通证券”）于 2008 年 10 月成立的从事私募股权投资业务的专业投资管理公司。公司初始注册资本 10.00 亿元，后经海通证券多次增资，截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 106.50 亿元，海通证券持有公司 100.00%股权，是公司控股股东。

图1　截至2018年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：使用自有资金或设立直投基金，对企业进行股权投资或与股权相关的债权投资，或投资于与股权投资相关的其他投资基金；为客户提供与股权投资相关的投资顾问、投资管理、财务顾问服务；经中国证监会认可开展的其他业务。

截至 2017 年底，公司组织架构分为前台、中台、后台（详见附件一），拥有员工 155 人（合并口径）；公司纳入合并范围的子、孙公司共 16 家。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 184.54 亿元，负债总额为 29.92 亿元，所有者权益为 154.62 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 143.87 亿元。2017 年，公司实现营业收入 2.73 亿元，净利润 18.39 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 17.73 亿元；2017 年经营活动现金流量净额为-20.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.94 亿元。

公司注册地址：上海市黄浦区广东路 689 号 26 楼 07-12 室；法定代表人：张向阳。

二、债券概况

“15开元01”和“15开元02”

“海通开元投资有限公司公开发行 2015 年公司债券（面向合格投资者）”，发行规模为不超过 20.00 亿元（含 20.00 亿元），期限不超过 7 年（含 7 年）。本次债券实际发行总额为 20.00 亿元，分为两个品种，品种一（债券简称“15 开元 01”）为 5 年期，发行规模为 14 亿元，票面利率为 4.25%，起息日为 2015 年 12 月 3 日，于 2015 年 12 月 24 日在上交所挂牌交易，上市代码为“136071.SH”；品种二（债券简称“15 开元 02”）为 3 年期，发行规模为 6 亿元，票面利率为 3.90%，起息日为 2015 年 12 月 3 日，于 2015 年 12 月 24 日在上交所挂牌交易，上市代码为“136072.SH”。本次公司债券按年付息、不计复利、到期一次还本，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本次债券募集的资金已全部使用完毕，与募集说明书承诺用途、使用计划及其他约定一致。2017 年，公司按时支付了“15 开元 01”自 2016 年 12 月 3 日至 2017 年 12 月 2 日期间的利息；按时支付了“15 开元 02”自 2016 年 12 月 3 日至 2017 年 12 月 2 日的期间的利息。

三、经营分析

1. 经营环境

“金融服务实体经济”定调私募股权行业未来发展方向，市场步入健康有序发展阶段；2017 年，中国私募股权投资市场投资规模继续保持高位增长，退出方式以 IPO 为主。

2017 年 7 月，第五次全国金融工作会议进一步强调了“强实抑虚”、“审慎监管”，发挥金融对实体经济的支持作用，进一步延伸和拓宽金融监管体制改革以监管措施的深度和广度。2017 年 8 月，国务院法制办公室发布了《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》，明确了私募投资基金的基金管理人、基金托管人的准入门槛和职责，并制定了各方参与者在进行资金募集、投资运作、信息提供、行业自律等活动时应当遵守的合规标准，引导私募行业向更加规范的方向发展。2016 年 12 月底，中证协发布了《证券公司私募基金子公司管理规范》和《证券公司另类投资子公司管理规范》，对券商直投业务作出进一步规范，并划定一年的整改期。截至 2017 年底，根据中国证券业协会网站公布的数据，已有 83 家证券公司旗下的 65 家私募基金子公司和 44 家另类投资子公司完成整改。2017 年 IPO 市场主基调为“常态化”和“严审核”，一方面，IPO 审核加速，单季度过会数量在百家以上，全年沪深两市新增 IPO 家数 438 家，较 2016 年增加 211 家，首发募集资金 2,301.09 亿元，同比增加 53.81%；另一方面，IPO 审查进入“严审核”阶段，发审委共审核了 479 家公司的首发申请，其中 380 家过会，过会率 79.33%，较 2016 年全年过会率下降约 12 个百分点。

根据清科旗下私募通统计，2017 年，中国私募股权新募集基金 2,533 支，同比增长 51.2%，募集规模 14,212.67 亿元，同比增长 42.7%。2017 年，中国私募股权投资市场共发生投资案例 3,310 起，其中，披露金额的 2,999 起投资案例共涉及投资金额 9,938.18 亿元，约为 2016 年的 1.65 倍，电子及光电设备、电信及增值业务和互联网位居投资金额前三；投资地域主要集中在北京、上海、广东、江苏和浙江。退出市场上，2017 年 PE 机构共实现 1,805 笔退出。受“解决 IPO 堰塞湖”和“审核从严从细”的双重因素影响，作为 PE 机构最理想且获益最高的退出方式，IPO 退出在本年度共计 594 笔，位居第一；伴随着《全国中小企业股份转让系统股票挂牌条件适用基本标准指引》、《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法》、《全国中小企业股份转让系统全国信息披露细则》等政策对分层、交易制度和信息披露制度的全面改革要求，2017 年新三板退出案例仅 474 笔，位居第二；2017 年并购退出案例共 296 笔，位居第三。

私募股权投资行业将持续加大对科技创新的投资，加速推进中国经济转型；行业竞争加剧，行业分化加速。

市场竞争方面，随着私募股权投资行业规模的扩大以及市场竞争的加剧，私募股权投资行业分化加速。成熟的私募股权投资机构凭借其丰富的投资经验、项目资源、资金资源，具有较强的竞争优势；而部分中小型机构，在资管新规的影响下，募集资金难度提升，在优质项目竞争中优势不足，整体投资业绩面临下滑的风险。

投资方面，十九大提出中国特色社会主义进入新时代，并指出我国经济建设已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，科技创新驱动经济发展。私募股权投资行业将进一步加大对新一代信息技术、高端装备制造、生物技术等科技创新领域的投资，有效促进股权投资响应国家金融体系“脱虚向实”号召转向实体经济投资，尤其是国家重点支持行业。

2. 管理及内部控制分析

2017 年，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化；公司治理结构、管理制度等方面无重大变化。

3. 经营概况

公司主要业务为私募股权投资，主要向已经形成一定规模的、并产生稳定现金流的成熟企业进行股权投资，并通过提供管理服务参与所投资企业的成长过程，以期在所投资企业发展到一定阶段后通过公开上市、股权转让等方式实现高资本增值收益。公司在业务模式上主要分为两类，一是通过设立基金进行投资并管理基金，二是利用自有资金进行直接股权投资。

在《证券公司私募投资基金子公司管理规范》及相关文件的指导下，公司转型为海通证券下属的私募基金子公司，2017 年，公司按照规范的要求制定了整改方案；2017 年 11 月 24 日，公司已列入中国证券业协会网站公示的第三批整改方案经联合机制审查认可的证券公司及其私募基金子公司等规范平台名单，公司可以据此办理有关私募基金管理人登记和产品备案。自 2018 年开始，公司将不再利用自有资金直接进行股权投资，公司原有直投业务继续持有，积极退出，至 2021 年底，尚未退出的直投项目将全部转至海通证券下属另类投资子公司海通创新证券投资有限公司（以下简称“海通创新证券”）。

2017 年，公司获得投中集团评选的“中国最受 LP 关注私募股权投资机构 Top20”；获清科集团评选的“2017 中国私募股权投资机构 10 强”、“中国券商直投 10 强”；获融资中国评选的“2017 年度中国私募股权投资机构 Top10”、“2017 年度最佳券商直投机构 Top5”；获上海股权投资协会评选的“2017 年度最佳投资机构”、“2017 年度最佳退出机构”，体现出公司较强的品牌实力。

公司主要业务收入（包括营业收入和投资收益）主要来源于公司两大板块的业务，一部分为基金管理费收入及基金管理人业绩报酬，计入公司营业收入；另一部分为直接股权投资收益以及公司在管理的基金中出资而获得的投资收益，计入公司投资收益。2017 年，公司主要业务收入 27.19 亿元，较上年度大幅增长 106.58%，主要系投资收益大幅增加所致。2017 年，公司基金管理费收入 2.73 亿元，较上年度增长 25.62%，主要系基金管理规模增长以及业绩报酬增长所致，占主要业务收入比重从上年度的 16.52%下降至 10.04%；投资收益 24.46 亿元，较上年度大幅增长 122.60%，主要系公司减持已上市的直投项目以及权益法下持有的长期股权投资收益增加所致，占主要业务收入比重较上年度提高 6.48 个百分点至 89.96%，公司直接股权投资项目退出获得的投资收益占投资收益的比重为 71.89%。未来，随着现有直接投资项目的退出，直接投资项目对公司收入的贡献度将逐步减少，公司通过管理基金获得的管理费、业绩报酬以及投资收益对公司收入的贡献度将有所增加。

表 1　公司主要业务收入（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
营业收入	2.17	16.52	2.73	10.04
投资收益	10.99	83.48	24.46	89.96
合计	**13.16**	**100.00**	**27.19**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司整体业务发展较好，得益于所投企业的利润增长以及通过二级市场减持已上市直投项目，公司投资收益大幅增长；公司变更为私募基金子公司，未来，公司将不再利用自有资金进行直接股权投资，直接股权投资业务对公司收入的贡献度将逐步降低。

4. 业务运营

基金投资业务

对于设立投资基金的业务模式，公司作为基金管理人发起设立私募股权投资基金，操作流程一般为“基金募集—项目投资—项目退出—基金清算”，公司作为基金管理人的收入主要来源于基金管理费、业绩报酬和投资收益。2017 年，公司实现基金管理费收入及基金管理人业绩报酬 2.73 亿元，较 2016 年增长 7.46%，主要系公司基金管理规模增长所致。截至 2017 年末，公司共管理 12 支基金，总规模为 131.37 亿元；累计投资项目 219 个，累计投资金额 110.85 亿元，其中 2017 年新增投资项目 36 个，新增投资额 22.18 亿元。2017 年，公司处于整改期，公司新设私募股权投资基金业务暂停，公司未新增管理基金；同期，公司未有基金发生退出或清算。

表 2　公司基金管理情况（单位：亿元，支，个）

项目	2016 年	2017 年
基金数量	20	20
基金规模	127.25	131.37
当年新增投资项目数量	45	36
当年新增投资金额	25.58	22.18
在投项目数量	178	196
投资余额	85.69	94.22
累计投资项目数量	183	219
累计投资金额	88.67	110.85

资料来源：公司提供

公司管理的基金均与政府或地方大型国有企业合作成立。截至 2017 年末，公司主要管理的基金情况如下表所示。

表 3　截至 2017 末公司主要在管基金情况（单位：亿元，%）

基金名称	基金规模	存续期间	公司出资比例	主要投向
吉林省现代农业和新兴产业投资基金有限公司	8.40	2010.12~2025.12	35.71	东北三省，主要是吉林省的现代农业、现代服务业以及医疗健康行业
西安航天新能源产业基金投资有限公司	10.01	2011.01~2021.01	37.06	军工及军民融合、航天航空新技术
上海文化产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	19.36	2012.09~2020.09	36.16	文化产业、互联网
上海并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	29.69	2014.08~2021.08	31.96	并购、上市公司定增
海通（吉林）现代服务业创业投资基金合伙企业（有限合伙）	2.94	2014.08~2021.08	34.01	东北三省，主要是吉林省的现代农业、现代服务业以及医疗健康行业
海通兴泰（安徽）新兴产业投资基金（有限合伙）	9.15	2015.04~2022.04	27.32	以华东地区为主的健康医疗、企业级技术服务行业
海通齐东（威海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	6.73	2015.08~2045.08	33.46	金融、大消费企业、TMT
广东南方媒体融合发展投资基金（有限合伙）	10.52	2016.03~	28.51	文化产业、互联网
海通（吉林）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1.20	2016.04~2023.04	26.00	东北三省，主要是吉林省的现代农业、现代服务业以及医疗健康行业
西安军融电子卫星基金投资有限公司	3.05	2016.04~	32.78	军工及军民融合、航天航空新技术
辽宁海通新能源低碳产业股权投资基金有限公司	10.00	2013.08~2043.08	51.00	清洁技术、环保等新能源行业
合计	**111.05**	--	**34.55**	--

资料来源：公司提供

从行业分布来看，公司旗下基金在投项目主要分布于文化、体育和娱乐业、互联网和相关服务、专用设备制造业、金属制品、汽车配件、高铁配套制造业、新闻和出版业等。截至 2017 年末，公司所管理的基金对文化、体育和娱乐业的投资余额为 11.47 亿元，占基金总投资额的 12.18%；对互联网和相关服务行业的投资余额为 10.88 亿元，占基金总投资额的 11.55%，对互联网和相关服务行业共投资 42 家企业，投资较为分散；对专用设备制造业的投资余额为 9.39 亿元，占基金总投资额的 9.97%；对金属制品、汽车配件、高铁配套制造业的投资余额为 9.03 亿元，占基金总投资余额的 9.59%；对新闻和出版业投资规模为 7.94 亿元，占基金总投资余额的 8.42%。总体看，公司旗下基金投资的行业大多属于国家重点支持的新兴产业，且所投资行业总体集中度不高，有利于分散行业风险。

表 4　截至 2017 年末公司基金在投项目行业分布（单位：个，亿元，%）

行业	企业个数	投资余额	投资占比
文化、体育和娱乐业	13	11.47	12.18
互联网和相关服务	42	10.88	11.55
专用设备制造业	23	9.39	9.97
金属制品、汽车配件、高铁配套制造业	20	9.03	9.59
新闻和出版业	6	7.94	8.42
计算机、通信和其他电子设备制造业	22	7.73	8.20
化学原料及化学制品制造业	9	6.57	6.98
批发和零售业	4	5.91	6.27
广播、电视、电影和影视录音制作业	6	5.16	5.48
软件和信息技术服务业	12	4.60	4.88
医药制造业	11	4.17	4.43
废弃资源综合利用业	7	3.34	3.54
现代农业、渔业	10	2.82	2.99
教育	4	1.60	1.70
土木工程建筑业	2	1.58	1.68
仪器仪表制造业	3	1.02	1.08
电力、热力生产和供应业	2	1.00	1.06
合计	**196**	**94.22**	**100.00**

资料来源：公司提供

根据《证券公司私募投资基金子公司管理规范》的要求，私募基金子公司及其下设基金管理机构将自有资金投资于本机构设立的私募基金的，对单只基金的投资金额不得超过该只基金总额的 20%。未来，公司新成立的私募基金，公司自有资金出资比例不能超过基金总额的 20%，对公司的募资能力提出了更高的要求。

总体看，截至 2017 年末，公司所管理基金的资金全部到位，但目前仍处于投资期，无基金发生清算，中短期内对公司盈利的贡献度较低；公司管理的基金存续期一般在 8 年以上，基金管理费收入将进一步提高并具备较好的稳定性；基金所投行业集中度不高，有利于分散行业风险。同时，联合评级也关注到监管政策关于出资限制的要求对公司的募资能力提出了更高的要求。

直接投资业务

公司项目投资资金来源于自有资金。2017 年，公司新增直投项目 12 个，新增投资金额 3.34 亿元；退出项目 16 个（含 8 个部分退出项目），收回投资成本 11.15 亿元，获得投资收益 18.45 亿元。截至 2017 年末，公司在投的直投项目 65 个，在投余额 33.41 亿元。

从行业分布来看，截至 2017 年末，公司在投项目主要集中在互联网和相关服务（占比 26.20%）、矿业（占比 15.50%）、计算机、通信和其他电子设备制造业（占比 12.78%）、金融服务业（占比 11.34%）和专用设备制造业（占比 9.17%）。其中，互联网和相关服务是公司投资余额占比最大的行业，截至 2017 年末，对互联网和相关服务行业的投资数量为 16 个，投资金额 8.75 亿元，单个项目的平均投资额为 0.55 亿元，对单个项目的投资额度较低。总体看，公司直投项目投资较为分散，且多为国家支持发展的行业，有利于分散投资风险。

表 5　截至 2017 年底公司在投的直投项目行业分布（单位：个，亿元，%）

行业	项目数量	投资余额	占比
互联网和相关服务	16	8.75	26.20
矿业	4	5.18	15.50
计算机、通信和其他电子设备制造业	4	4.27	12.78
金融服务业	6	3.79	11.34
专用设备制造业	8	3.06	9.17
教育业	1	1.50	4.49
文化、体育和娱乐业	4	1.47	4.39
软件和信息技术服务业	5	1.22	3.64
化学原料及化学制品制造业	1	0.96	2.86
生物医药行业	2	0.54	1.62
仪器仪表制造业	2	0.50	1.50
汽车配件行业	3	0.45	1.34
特种危险品物流运输业	1	0.36	1.07
景观绿化业	1	0.32	0.96
批发和零售业	1	0.30	0.90
医药服务业	1	0.30	0.89
广告服务业	1	0.13	0.39
中药种植业	1	0.11	0.32
广播、电视、电影和影视录音制作业	1	0.10	0.30
建筑建材业	1	0.06	0.19
物流业	1	0.05	0.14
合计	**65**	**33.41**	**100.00**

资料来源：公司提供

2017 年，公司在投的项目中有 5 个项目上市；截至 2017 年末，公司在投的直投项目中，已上市的项目 13 个，已挂牌新三板的项目 3 个，在会项目 4 个。

表 6　截至 2017 年底公司在投项目上市/挂牌情况（单位：亿元，万股）

项目名称	股票代码	投资余额	持股数量
星美联合股份有限公司	000892.SZ	0.55	715.20
大唐电信科技股份有限公司	600198.SH	0.27	257.58
玲珑轮胎股份有限公司	601966.SH	0.21	590.00
广东省广告股份有限公司	002400.SZ	0.13	131.30
恺英网络股份有限公司	002517.SZ	3.17	5,622.50
拓维信息系统股份有限公司	002261.SZ	0.24	342.00
新疆天顺供应链股份有限公司	002800.SZ	0.05	165.00
工大高新股份有限公司	600701.SH	0.18	292.74

上海保隆科技股份有限公司	603197.SH	0.21	500.00
瑞斯康达科技发展股份有限公司	603803.SH	1.41	3,605.89
江苏东珠景观股份有限公司	603359.SH	0.32	400.00
泰瑞机器股份有限公司	603289.SH	0.39	1,068.81
上海雅仕投资发展股份有限公司	603329.SH	0.36	683.10
上海阿忒加文化发展股份有限公司	836359.OC	0.10	49.06
抚州苍源中药材种植股份有限公司	831597.OC	0.11	396.50
唐山德生防水材料股份有限公司	833336.OC	0.06	195.09
合计	--	**7.76**	--

资料来源：公司提供

2017 年，公司共有 16 个项目退出，获得投资收益 18.45 亿元，投资收益率 165.55%；其中，通过二级市场退出的项目 7 个，投资收益率 175.86%，通过新三板市场退出的项目 4 个，投资收益率 107.24%，通过股权转让方式退出的项目 4 个，投资收益率 123.0%，通过股权回购方式退出的项目 1 个，投资收益率 43.01%。

表 7　2017 年公司直投项目退出情况（单位：个，亿元，%）

退出方式	项目数量	已退出投资成本	投资收益	投资收益率
二级市场退出	7	9.44	16.61	175.86
三板市场退出	4	0.41	0.44	107.24
股权转让	4	1.05	1.30	123.09
股权回购	1	0.23	0.10	43.01
总计	**16**	**11.15**	**18.45**	**165.55**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司主要通过二级市场实现项目退出且投资收益率较高，同时，公司在投项目中有多个项目已上市，有利于未来项目退出。未来，公司将不再新增直接股权投资项目，已有项目积极推出，截至 2021 年底，尚未退出的直投项目将全部转至海通创新证券。联合评级也关注到，国内股票市场波动性较大，可能会对公司较高投资收益的保持带来一定的影响。

5. 未来发展

在《证券公司私募投资基金子公司管理规范》及一系列相关文件的规范和指导下，公司将继续业务转型，转型为海通证券下属的私募基金子公司。未来，公司在内部资源整合、管理水平提升的基础上，稳定现有投资团队，逐步实现“投资专业化、管理规范化和市场运作化”的目标。具体而言，2018 年，公司将制定科学的投资策略，投资精品项目；做好已上市项目的退出工作；加强投后管理，提升已投项目价值，并努力通过 IPO、并购、股权转让、管理层收购等多元化渠道退出。

总体看，公司转型为私募基金子公司，未来公司将进一步提高投资及投后管理能力。

四、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 年合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且出具了无保留的审计意见。截至 2017 年末，公司纳入合并范围的子公司及孙公司共 16 家，2017 年无新纳入合并范围企业，减少纳入合并范围企业 2 家，其中注销杭州辽通投资管理有限公司，出售西安海通安

元投资管理有限公司，减少合并范围的子公司对公司财务报表的影响较小，公司财务报表可比性较好。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 184.54 亿元，负债总额为 29.92 亿元，所有者权益为 154.62 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 143.87 亿元。2017 年，公司实现营业收入 2.73 亿元，净利润 18.39 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 17.73 亿元；2017 年经营活动现金流量净额为-20.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.94 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产总额 184.54 亿元，较年初增长 4.70%；从资产构成来看，流动资产占比 28.03%，非流动资产占比 71.97%，公司资产仍以非流动资产为主，符合股权投资企业的特点。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 51.73 亿元，较年初大幅增长 62.34%，主要系买入返售金融资产大幅增加所致。从构成来看，公司流动资产以买入返售金融资产（占比 41.35%）和其他流动资产（占比 51.25%）为主。

买入返售金融资产系公司利用闲置资金进行国债逆回购，截至 2017 年底，公司买入返售金融资产 21.39 亿元，较年初增加 20.12 亿元，主要系公司投资收回资金增加导致闲置资金增加所致；公司买入返售金融资产全部为国债质押式回购，其中二十八天回购占比 98.11%。公司其他流动资产主要为公司利用闲置资金进行应收款项类投资，截至 2017 年底，公司其他流动资产 26.51 亿元，较年初减少 7.72%，主要系部分闲置资金由应收款项类投资转为国债逆回购所致；从构成来看，公司其他流动资产以银行理财产品（占比 53.54%）和其他类投资（占比 34.80%）为主，其他类投资主要为海通证券全资子公司海通创新证券投资有限公司发行的分级产品的优先级。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 132.82 亿元，较年初减少 8.02%，主要系可供出售金融资产减少所致。从构成来看，公司非流动资产以可供出售金融资产（占比 46.01%）和长期股权投资（占比 53.91%）为主。

公司可供出售金融资产由股票、集合理财产品和开展的直接股权投资构成，其中股票系公司在投已上市项目，开展的直接股权投资系公司在投未上市项目。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 61.11 亿元，较年初减少 19.37%，主要系公司通过二级市场减持所投企业股票所致；从构成来看，股票占比 35.85%，集合理财产品占比 3.42%，开展的直接股权投资占比 60.73%。2017 年，公司对可供出售金融资产计提了 0.45 亿元的减值准备以及-4.63 亿元的公允价值变动。

公司长期股权投资主要是公司作为发起人对旗下基金的出资、对直投项目的投资等，截至 2017 年底，公司长期股权投资 71.61 亿元，较年初增长 4.55%，公司长期股权投资（合并口径）明细如下：

表 8　截至 2017 年底公司长期股权投资明细（单位：亿元，%）

被投资单位	核算方法	期末余额	在被投资单位持股比例	本期现金红利
吉林省现代农业和新兴产业投资基金有限公司	权益法	4.24	35.71	--
西安航天新能源产业基金投资有限公司	权益法	4.44	37.06	0.09
上海文化产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）	权益法	6.28	42.83	0.68
上海并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	权益法	10.71	33.68	0.15
海通（吉林）现代服务业创业投资基金合伙企业（有限合伙）	权益法	0.95	34.71	--

西安海创之星创业投资有限合伙企业	权益法	--	--	--
海通兴泰（安徽）新兴产业投资基金（有限合伙）	权益法	2.62	28.16	--
海通齐东（威海）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	权益法	2.35	33.96	--
广东南方媒体融合发展投资基金（有限合伙）	权益法	2.96	27.76	0.04
海通（吉林）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	权益法	0.33	27.02	--
海通恒信国际租赁股份有限公司	权益法	34.19	34.90	--
西安军融电子卫星基金投资有限公司	权益法	1.52	35.72	--
上海彤关投资管理合伙企业（有限合伙）	权益法	1.02	50.00	--
合计	--	**71.61**	--	**0.96**

资料来源：公司审计报告

总体看，截至 2017 年底，公司资产中可供出售金融资产和长期股权投资占比较高，资产流动性一般，符合公司行业特点。考虑到占比较高的股权投资以非上市公司为主，其上市受外部经济及市场环境影响较大，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司负债总额 29.92 亿元，较年初增长 2.95%；从负债结构来看，流动负债占比 46.20%，较年初提高 35.45 个百分点，非流动负债占比 53.80%，公司负债结构变化较大，主要由于公司发行的中小企业私募债券以及“15 开元 02”于一年内到期，由应付债券重新分类至一年内到期的流动负债。

截至 2017 年底，公司流动负债为 13.82 亿元，较年初大幅增长 342.42%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。从构成来看，公司一年内到期的非流动负债（占比 57.70%）、应交税费（占比 20.80%）和应付职工薪酬（占比 11.12%）为主。截至 2017 年底，公司应付职工薪酬 1.54 亿元，较年初增长 146.46%，公司应付职工薪酬主要为短期薪酬，占比 99.74%。截至 2017 年底，公司应交税费较年初增长 93.51%至 2.88 亿元，公司应交税费主要为应交企业所得税，占比 97.71%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 7.98 亿元，系一年内到期的应付债券。

截至 2017 年底，公司非流动负债 16.10 亿元，较年初减少 37.94%；公司非流动负债主要为应付债券（占比 86.40%）和递延所得税负债（占比 13.60%）。截至 2017 年底，公司应付债券 13.91 亿元，全部于 2020 年到期，集中兑付压力较大。截至 2017 年底，公司递延所得税负债 2.19 亿元，较年初减少 46.59%。

截至 2017 年底，公司全部债务为 21.88 亿元，全部系公司发行的债券，其中短期债务 7.98 亿元，占比 36.45%，长期债务 13.91 亿元，占比 63.55%，短期债务占比大幅提高，但公司债务仍以长期债务为主。从财务指标构成看，截至 2017 年底，公司资产负债率为 16.21%，与年初基本持平；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 12.40%和 8.25%，公司负债水平仍处于较低水平。

总体看，跟踪器期内，公司负债以应付债券为主，整体仍属较低水平。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 154.62 亿元，较年初增长 5.05%，其中，归属于母公司所有者权益 143.87 亿元；归属于母公司的所有者权益以实收资本（占比 74.03%）、其他综合收益（占比 6.12%）和未分配利润（占比 14.69%）为主，所有者权益稳定性较好。2017 年，公司向股东分配了现金股利 6.00 亿元。2017 年，出于审慎考虑，公司对未上市的直投项目计提了公允价值变动损失，受此影响，截至 2017 年底，公司其他综合收益 8.81 亿元，较上年末减少 5.45 亿元。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定增长，稳定性仍属较好。

4. 盈利能力

公司营业收入为基金管理费。2017 年，公司实现营业收入 2.73 亿元，同比增长 25.62%，系基金管理费收入以及基金管理人业绩报酬增长所致；实现投资收益 24.46 亿元，同比大幅增长 122.60%，主要系公司减持已上市的直投项目以及权益法下持有的长期股权投资收益增加所致。2017 年，公司营业利润为 22.73 亿元，净利润 18.39 亿元，较上年度分别大幅增加 146.73%和 164.26%，主要系 2017 年公司投资业务获得的投资收益大幅增加所致。

2017 年，公司期间费用为 3.93 亿元，同比增加 33.01%，主要系管理费用增加所致。公司期间费用由管理费用和财务费用构成。2017 年，公司管理费用为 3.38 亿元，同比大幅增长 67.45%，主要系职工薪酬增长所致；2017 年，公司财务费用为 0.56 亿元，同比减少 40.73%，主要系公司投资收回资金增加，利用闲置资金理财获得的利息收入增加所致。

2017 年，公司实现投资收益 24.46 亿元，同比大幅增加 122.60%，主要系公司所投企业海通恒信国际租赁有限公司收益提高以及公司项目退出获得收益增加所致。公司投资收益对营业利润的贡献度较高，2017 年，公司投资收益占营业利润的比重为 107.63%。2017 年，公司投资收益主要来自：（1）按权益法核算的长期股权投资收益 4.97 亿元；（2）持有可供出售金融资产取得的投资收益 0.75 亿元；（3）处置可供出售金融资产取得的投资收益 17.59 亿元；（4）应收款项类投资的投资收益 1.15 亿元。

从盈利指标来看，2017 年公司营业利润率为 97.13%，与上年基本持平，公司营业利润率水平很高；2017 年，由于公司净利润增幅较大，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较上年度均有所提高，分别为 11.22%、13.39%和 12.18%，较上年度分别提高 5.86 个百分点、6.80 个百分点和 6.72 个百分点，公司盈利能力较强。

总体看，2017 年，受益于投资收益的提升，公司净利润增幅较大，盈利能力进一步提升。同时，联合评级也关注到投资收益受外部经济环境和市场行情影响较大，公司盈利稳定性将受到一定影响。

5. 现金流

经营活动方面，公司利用闲置资金从事交易所国债回购业务，现金流出 20.12 亿元，流出规模同比增加 15.20 亿元，受此影响，公司 2017 年经营活动现金流量净额为-20.56 亿元。2017 年，公司经营活动现金流入 6.58 亿元，同比增长 5.14%；经营活动现金流出 27.15 亿元，同比增长 63.37%。

投资活动方面，受益于项目退出收益良好以及新增投资规模下降，公司投资活动现金流净额为 28.57 亿元，由净流出转为净流入。2017 年，公司投资活动现金流入 45.96 亿元，同比增长 37.88%；投资活动现金流出 17.39 亿元，同比减少 70.89%。

筹资活动方面，由于分配股利 6.00 亿元，公司筹资活动现金流净额为-7.06 亿元，由净流入转为净流出。2017 年，公司筹资活动现金流入 0.20 亿元，较上年度减少 30.49 亿元；筹资活动现金流出 7.26 亿元，较上年度增长 6.00 亿元。

表 9　公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
经营性现金流量净额	-10.36	-20.56
投资性现金流量净额	-26.43	28.57
筹资性现金流量净额	29.42	-7.06
现金及现金等价物净增加额	-7.36	0.94
期末现金及现金等价物余额	1.60	2.55

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，2017 年，公司经营活动产生的现金流净额呈净流出态势且规模进一步扩大；由于公司主营业务为投资业务，受业务开展周期的影响，公司投资活动现金流由净流出转为净流入；由于分配股利且公司没有进行融资活动，公司筹资活动现金流由净流入转为净流出。

6. 偿债能力

短期偿债能力方面，由于公司资产中无存货，公司速动比率与流动比率的数值相同。2017 年，公司流动比率为 3.74 倍，较上年度下降 6.46 倍，主要系流动负债大幅增长所致。2017 年，公司经营性现金流呈净流出，经营现金流对流动负债无保障能力；公司现金短期债务比为 3.00 倍，现金类资产对短期债务的保障强。

长期偿债能力方面，受益于利润总额的增长，2017 年，公司 EBITDA 为 24.20 亿元，同比增长 129.92%；EBITDA 主要由利润总额构成，占比 95.74%；EBITDA 利息倍数为 24.42 倍，较上年度增长 15.12 倍，EBITDA 对利息保障能力很强；ETITDA 全部债务比为 1.11 倍，较上年提高 0.62 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力很强。公司长期偿债能力很强。

截至 2017 年末，公司合并口径范围内无对外担保，无重大涉诉事项。

根据中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2018 年 3 月 27 日，公司不存在未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司偿债能力很强。

五、跟踪公司债券偿债能力分析

从资产保障情况来看，截至 2017 年底，公司现金类资产合计 23.94 亿元，为“15 开元 01”、“15 开元 02”本金合计（20.00 亿元）的 1.20 倍，公司现金类资产对债券本金的保障程度强。

从盈利保障情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 24.20 亿元，为债券本金合计的 1.21 倍，公司 EBITDA 对“15 开元 01”、“15 开元 02”的覆盖程度较高。

从现金流保障情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流净额为负，公司经营活动现金流净额对公司债券无保障能力。

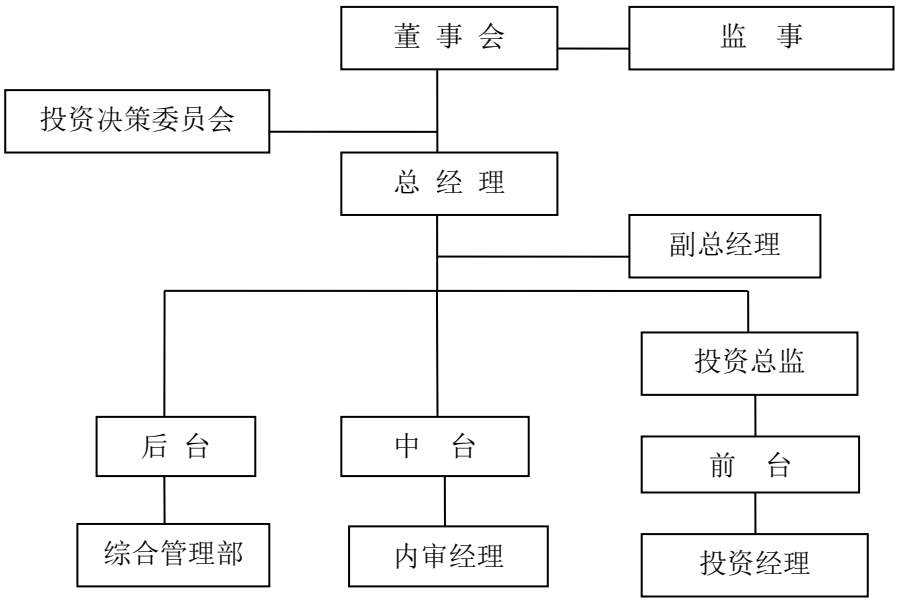
综合以上分析，考虑到公司基金和直投的项目规模较大、未来投资收益可期，以及公司股东的实力与支持等因素，公司对“15 开元 01”、“15 开元 02”的偿还能力很强。

六、综合评价

公司作为海通证券旗下专业从事私募股权投资业务的子公司，在资金规模、专业化程度、股东支持和发展前景等方面具有显著优势；2017年，公司直投业务多个项目实现退出，投资回报较高；公司资产负债率较低，财务稳健。同时，联合评级也关注到，股权投资行业受外部经济环境影响较大，股权退出机制受政策影响大；公司变更为私募资金子公司后，将利用募集资金进行股权投资，不再使用自有资金进行直接股权投资；公司盈利对投资收益的依赖性强，盈利的稳定性偏弱。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“15 开元 01”、“15 开元 02”债项信用等级为“AA+”。

附件 1　海通开元投资有限公司
组织结构图



附件 2　海通开元投资有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	176.26	184.54
所有者权益（亿元）	147.19	154.62
短期债务（亿元）	0.00	7.98
长期债务（亿元）	21.84	13.91
全部债务（亿元）	21.84	21.88
营业收入（亿元）	2.17	2.73
净利润（亿元）	6.96	18.39
EBITDA（亿元）	10.53	24.20
经营性净现金流（亿元）	-10.36	-20.56
总资本收益率（%）	5.35	11.22
总资产报酬率（%）	6.59	13.39
净资产收益率（%）	5.47	12.18
营业利润率（%）	96.94	97.13
费用收入比（%）	136.04	144.03
资产负债率（%）	16.49	16.21
全部债务资本化比率（%）	12.92	12.40
长期债务资本化比率（%）	12.92	8.25
EBITDA 利息倍数（倍）	9.30	24.42
EBITDA 全部债务比（倍）	0.48	1.11
流动比率（倍）	10.20	3.74
速动比率（倍）	10.20	3.74
现金短期债务比（倍）	--	3.00
经营现金流动负债比率（%）	-331.41	-148.75
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.53	1.21

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。