

2014 年上海南汇城乡建设开发投资总公司

**公司债券 2018 年跟踪  
信用评级报告**



鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报  
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要  
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何  
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或  
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果  
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，  
本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期  
间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信  
用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司  
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：  
鹏信评【2018】跟踪第  
【483】号 01

债券简称：  
14 沪南汇债/PR 沪南汇  
债券剩余规模：  
12 亿元  
债券到期日期：  
2021 年 08 月 20 日  
债券偿还方式：  
按年付息，债券存续期  
第 3-7 年每年偿还发行  
本金的 20%

分析师

姓名：  
韩晨皓 陈鹏

电话：  
021-51035670

邮箱：  
hanchh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信  
评估有限公司城投公司  
主体长期信用评级方  
法，该评级方法已披露  
于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司  
地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦  
3 楼  
电话：0755-82872897  
网址：[www.pyrating.cn](http://www.pyrating.cn)

## 2014 年上海南汇城乡建设开发投资总公司 公司债券 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 06 日	2017 年 06 月 21 日

### 评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对上海南汇城乡建设开发投资总公司（以下简称“南汇城投”或“公司”）及其 2014 年 8 月 20 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司外部环境仍较好，为其发展提供了良好基础，公司债务水平较低，短期债务压力较小。同时我们也关注到了公司业务持续性存在一定的不确定性，公司资产流动性较弱等风险因素。

### 正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。2017 年，浦东新区地区生产总值为 9,651.39 亿元，较上年增长 8.7%，一般公共预算收入为 996.26 亿元，较上年增长 3.37%，公司外部环境较好，继续为公司发展提供了良好基础。
- 公司债务水平较低，短期债务压力较小。2017 年末，公司资产负债率为 27.38%，较上年下降 2.55 个百分点，有息债务规模为 12.27 亿元，较上年下降 19.96%，整体债务水平较低。截至 2017 年末，公司货币资金余额为 9.97 亿元，考虑到公司无在建、拟建项目，且 2018 年到期有息债务规模较小，公司短期债务压力较小。

### 关注：

- **公司业务持续性存在一定的不确定性。**公司收入主要来自城市道路及景观项目代建，近年主营业务收入规模不断下降，且截至 2017 年末公司已无在建、拟建项目，业务持续性存在一定不确定性。
- **公司资产流动性较弱。**截至 2017 年末，公司存货账面价值为 93.78 亿元，存货占期末资产总额的 82.05%，由于存货均为代建项目形成的开发成本，变现能力较差，公司资产流动性较弱。

### 主要财务指标：

项目	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	1,143,023.49	1,180,978.21	1,275,226.16
所有者权益（万元）	830,089.24	827,530.28	818,893.08
有息债务（万元）	122,683.39	153,343.66	309,068.66
资产负债率	27.38%	29.93%	35.78%
流动比率	7.42	12.86	11.84
主营业务收入（万元）	19,548.88	26,556.37	39,353.06
补贴收入（万元）	6,000.00	11,000.00	16,000.00
利润总额（万元）	2,558.96	3,202.39	23,650.56
主营业务毛利率	10.43%	10.43%	14.41%
EBITDA（万元）	11,394.05	17,911.26	24,041.09
EBITDA 利息保障倍数	1.36	1.26	1.04
经营活动现金流净额（万元）	13,783.88	268,338.04	179,671.19

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理



## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2014年8月20日发行15亿元公司债券，募集资金原计划用于拱极东路（G1501-两港公路）新建工程项目、两港公路（大治河桥北堍-拱极路）建设工程、两港公路（大治河-拱极路）大治河桥建设工程、横新公路（周邓公路-浦东区界）新建工程四个项目。截至2017年12月31日，本期债券募投项目已完工，募集资金已使用140,330.38万元，剩余7,944.62万元。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本未发生变化，2017年末均为16.90亿元。根据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”）于2015年3月10日印发的浦国资委[2015]28号文《关于上海南汇发展（集团）有限公司正式并表上海南汇城乡建设开发投资总公司的批复》，浦东新区国资委同意上海南汇发展（集团）有限公司（以下简称“南发集团”）以2014年11月30日为基准日，将公司纳入合并报表；同时，公司股东拟由浦东新区国资委变更为南发集团，截至2018年4月30日，工商登记手续尚在办理之中。本次股权变更不会导致公司实际控制人变化，公司实际控制人仍为浦东新区国资委。

截至2017年末，公司无合并范围子公司，公司业务仍以市政基础设施建设为主。

截至2017年12月31日，公司资产总额为114.30亿元，所有者权益为83.01亿元，资产负债率为27.38%；2017年度，公司实现主营业务收入1.95亿元，利润总额为0.26亿元，经营活动现金流净额为1.38亿元。

## 三、外部运营环境

### （一）宏观经济和政策环境

**2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境；我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势；积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用**

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有

所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

**2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快**

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预

金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自 2015 年 1 月 1 日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017 年 6 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87 号，以下简称“87 号文”)，严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50 号文、87 号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018 年 2 月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194 号，以下简称“194 号文”)，明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职(任职)，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

**表1 2017 年以来城投行业主要政策梳理**

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017 年 5 月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50 号)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017 年 5 月	《地方政府土地储备专项债券管理办法(试行)》(财预[2017]62 号)	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017 年 6 月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87 号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开

2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式，扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

## （二）区域环境

**2017年，上海市经济规模稳步增长，第二产业经济发展速度提升，第三产业占经济比重较高**

2017年，上海市共实现地区生产总值30,133.86亿元，较上年增长6.9%。经济结构方面，第三产业是上海市经济最主要构成，2017年第三产业完成增加值为20,783.47亿元，较上年增长7.5%。三次产业结构由2016年的0.4:29.1:70.5调整为2017年的0.3:30.7:69.0，第二产业占比有所提升，第三产业占比保持较高水平。2017年上海市人均GDP为12.46万元（按常住人口算），是同期全国人均GDP的2.08倍，人均GDP水平较高。

工业经济方面，上海市2017年共完成工业总产值36,094.36亿元，同比增长6.5%。分行业看，上海市六大重点工业行业完成工业总产值23,405.50亿元，占全市规模以上工业总产值的比重为68.9%，较2016年增长9.0%。其中，电子信息产品制造业总产值为6,505.04亿元，较上年增长7.6%；汽车制造业总产值为6,774.33亿元，同比增长19.1%，汽车制造业增长较快；成套设备制造业总产值为3,978.73，较上年上升4.2%；石油化工及精细化工制造业总产值3,798.68亿元，较上年增长1.8%；精品钢材制造业总产值1,281.40亿元，同比增长2.0%；生物医药制造业总产值1,067.32亿元，同比增长6.9%。2017年，全市规模以上工业企业实现利润总额3,200.10亿元，同比增长10.5%。规模以上工业企业亏损面为20.9%，较2016年



下降1.0个百分点。

第三产业在上海市地区经济中占比很高，2017年第三产业占当期GDP的比重为69.0%，金融、航运、贸易是上海市第三产业的重要构成。2017年，上海市金融业增加值为5,330.54亿元，同比增长11.8%；交通运输、仓储和邮政业增加值1,344.24亿元，同比增长12.0%；批发和零售业增加值4,393.36亿元，同比增长6.7%。居民消费方面，2017年上海市共实现社会消费品零售总额11,830.27亿元，同比增长8.1%，实现进出口总额32,237.82亿元，同比增长12.5%。上海市经济增长对固定资产投资依赖程度较低，2017年固定资产投资7,246.60亿元，增长7.3%。

**表2 2016-2017年上海市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2017年		2016年	
	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	30,133.86	6.9%	27,466.15	6.8%
第一产业增加值	98.99	-9.5%	109.47	-6.6%
第二产业增加值	9,251.40	5.8%	7,994.34	1.2%
第三产业增加值	20,783.47	7.5%	19,362.34	9.5%
工业总产值	36,094.36	6.5%	33,079.72	0.7%
固定资产投资	7,246.60	7.3%	6,755.88	6.3%
社会消费品零售总额	11,830.27	8.1%	10,946.57	8.0%
进出口总额	32,237.82	12.5%	28,664.37	2.7%
存款余额	112,461.74	1.8%	110,510.96	6.5%
贷款余额	67,182.01	12.0%	59,982.25	12.4%
人均GDP（万元）	12.46		11.36	
人均GDP/全国人均GDP	208.85%		211.15%	

资料来源：2016-2017年上海市国民经济和社会发展统计公报、上海统计局官网，鹏元整理

### 浦东新区经济实力很强，第三产业比较发达

2017年，浦东新区经济总量进一步增长，全年共实现地区生产总值9,651.39亿元，较上年增长8.7%，经济增长较快。按经济体量计算，浦东新区2017年GDP占上海市当期GDP的32.0%，经济实力很强。浦东新区经济以第三产业为主，2017三次产业结构之比是0.2:25.1:74.7，2017年第三产业占比为74.7%，第三产业增加值占比较高。2017年，浦东新区人均GDP为17.37万元，为同期全国人均GDP的291.14%，人均GDP水平较高。

工业经济方面，浦东新区2017年实现规模以上工业总产值10,061.81亿元，同比增长8.4%，第三产业是浦东新区经济最主要构成，2017年第三产业增加值为7,209.59亿元，占地区生产总值74.7%，战略性新兴产业产值占规模以上工业总产值的比重达到40.9%。浦东新区目前正在推进“四个中心”核心功能区建设，金融、航运、贸易方面的建设力度不断

加强。截至2017年末，浦东新区持牌类金融机构达到1,001家，金融行业连续多年为浦东最大行业。贸易方面，浦东新区2017年共实现社会消费品零售总额2,201.34亿元，同比增长8.1%，进出口总额达1.96万亿元，较2016年增长11.2%。

**表3 2016-2017年浦东新区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

项目	2017年		2016年	
	金额	可比增长	金额	可比增长
地区生产总值	9,651.39	8.7%	8,731.84	8.2%
规模以上工业总产值	10,061.81	8.4%	-	-
固定资产投资	1,903.7	4.3%	1,825.74	3.0%
社会消费品零售总额	2,201.34	8.1%	2,037.33	8.2%
进出口总额	19,565.04	11.2%	17,594.88	4.9%
存款余额	-	-	22,114.82	11.2%
贷款余额	-	-	15,016.76	0.5%
人均GDP（万元）	17.37		14.43	
人均GDP/全国人均GDP	291.14%		292.03%	

注：人均GDP根据浦东新区统计局公布的期末实有人口数据计算。

资料来源：《关于浦东新区2017年国民经济和社会发展规划执行情况与2018年国民经济和社会发展规划草案的报告》、2016年浦东统计年鉴、浦东新区官网，鹏元整理

### 上海市公共财政收入规模持续增长，财政实力与财政自给能力很强

2017年，上海市全市和本级公共财政收入规模分别为6,642.3亿元、3,156.8亿元，较2016年分别增长3.69%、1.00%，公共财政收入规模较大，且财政实力很强。上海市公共财政收入主要来自税收，2017年全市和本级公共财政收入中，税收占比均在80%以上，公共财政收入质量良好。政府性基金收入方面，2017年全市和本级口径下政府性基金收入规模分别为1,960.6亿元、605.6亿元，较上年有所下降，政府性基金收入85%以上来自国有土地使用权的出让。2017年政府性基金收入下降导致地方综合财力略有下降。

财政支出方面，2017年上海市全市公共财政支出增长9.09%，本级公共财政支出下降7.08%，全市公共财政支出较快增长主要系城乡社区支出、社会保障与就业支出等民生支出增加较多所致。2017年，上海市全市和本级口径财政自给率分别为88.01%、142.73%，公共财政自给能力很强。

**表4 上海市2016-2017年全市及本级财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2017年		2016年	
	全市	本级	全市	本级
地方综合财力	9,328.40	4,541.90	9,388.53	4,703.70
（一）公共财政收入	6,642.3	3,156.8	6,406.1	3,125.4
其中：税收收入	5,865.5	2,620.4	5,625.9	2,540.0

非税收入	776.8	536.4	780.2	585.4
(二) 上级补助收入	779.5	779.5	687.40	687.40
(三) 政府基金收入	1,960.6	605.6	2,295.0	890.9
其中：土地出让收入	1,782.6	521.7	2,085.6	781.0
<b>财政支出</b>	<b>9,592.50</b>	<b>2,576.60</b>	<b>9,606.44</b>	<b>3,385.30</b>
公共财政支出	7,547.6	2,211.8	6,918.9	2,380.2
政府基金支出	2,044.9	364.8	2,687.5	1,005.1
<b>财政自给率</b>	<b>88.01%</b>	<b>142.73%</b>	<b>92.59%</b>	<b>131.31%</b>

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出。

资料来源：《关于上海市 2017 年预算执行情况和 2018 年预算草案的报告》，《关于上海市 2016 年预算执行情况和 2017 年预算草案的报告》，鹏元整理

### 浦东新区 2017 年公共财政收入持续长，但增长速度放缓

依托于雄厚的经济实力，浦东新区公共财政收入规模持续位于较高水平。2017 年，浦东新区全区和区级公共财政收入规模分别为 996.26 亿元、911.17 亿元，分别较上年增长 3.37%、5.36%，增速放缓。浦东新区公共财政收入主要来自税收，2017 年全区和区级公共财政收入中税收收入占比分别为 96.81%、96.51%，公共财政收入质量很好。从税种看，增值税、企业所得税、个人所得税是公共财政收入最主要来源，三者合计占比为 74.59%（全区）。

浦东新区 90% 以上的政府性基金收入来自国有土地使用权出让，2017 年全区政府性基金收入为 238.28 亿元，较上年上涨 6.11%。

浦东新区公共财政支出持续增长，2017 年全区和区级公共财政支出规模分别为 1,257.69 亿元、1,102.69 亿元，较上年分别增长 7.11%、6.32%。浦东新区公共财政自给能力较强，2017 年全市和区级公共财政自给率分别为 79.21%、82.63%。

**表5 浦东新区 2016-2017 年全区及本级财政收支情况（单位：亿元）**

项目	2017 年		2016 年	
	全区	区级	全区	区级
公共财政收入	996.26	911.17	963.75	864.80
其中：税收收入	964.50	879.41	933.02	834.07
非税收入	31.76	31.76	30.73	30.73
政府性基金收入	238.28	-	224.56	-
其中：国有土地使用权出让收入	222.51	-	210.00	-
(一) 公共财政支出	1,257.69	1,102.69	1,174.16	1,037.13
(二) 政府基金支出	327.39	-	258.96	-
财政自给率	79.21%	82.63%	82.08%	83.38%

资料来源：浦东新区 2017 年预算执行情况和 2018 年预算表、浦东新区 2016 年预算执行情况和 2017 年预算表、关于浦东新区 2015 年区本级决算及 2016 年上半年预算执行情况的报告，鹏元整理

## 四、经营与竞争

公司主要从事浦东新区原南汇区域范围内市政基础设施（包括道路、桥梁、地下管网等）的建设开发业务。2017年，公司主营业务收入为1.95亿元，较上年下降26.39%；毛利率方面，由于公司按项目投资成本加成15%来结算收入，公司毛利率比较稳定，扣除税后，2017年公司主营业务毛利率为10.43%，与上年持平。

**表6 2016-2017年公司主营业务收入结构及毛利率（单位：万元）**

项目	2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
城市道路及景观项目代建收入	19,548.88	10.43%	26,556.37	10.43%
<b>合计</b>	<b>19,548.88</b>	<b>10.43%</b>	<b>26,556.37</b>	<b>10.43%</b>

资料来源：公司2017年审计报告，鹏元整理

**公司业务收入持续下滑，由于目前已无在建项目，业务可持续性存在一定的不确定性**

公司主要从事浦东新区原南汇区内市政基础设施代建项目，业务相对单一。为支持区内基础设施建设，浦东新区发改委2010年与公司签订框架回购协议，对公司承建的部分市重大基建项目和市政基础设施建设项目进行回购，协议约定待项目完工达到预定可使用状态时按项目预算的15%支付回购收益，公司建设成本加上回购收益作为当期代建收入。

2017年，公司与浦东新区政府结算了拱极东路（盐大-两港）项目，确认城市道路及景观项目代建收入1.95亿元，收入规模较2016年下降26.39%，收入规模持续下滑。公司代建项目结算时按项目投资成本的115%确认代建收入，2017年公司城市道路及景观项目代建业务毛利率维持在10.43%。

**表7 2016-2017年公司主营业务收入明细（单位：万元）**

年度	项目名称	确认收入金额
2017年	拱极东路（盐大-两港）	19,548.88
2016年	申江路（沪南公路—浦东区界）三期	26,556.37

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司已无在建、拟建项目，业务可持续性存在一定不确定性。考虑到公司两港大道（x9-拱极路）、机场高速公路、申江路（沪南公路-浦东区界）四期等多个已建成项目尚未与政府结算，未结算代建项目已投资93.78亿元，部分项目未来将与浦东新区发展和改革委员会（以下简称“浦东发改委”）进行结算，可产生一定收入，但每年度结算规模存在较大不确定性。

除市政基础设施代建业务外，公司还有少量的租赁业务。公司可供出租的资产主要为浦东新区惠南镇拱极路3623号房产和浦东新区南汇新城镇银莲路2号房产，合计建筑面积



为2.45万平方米，已全部用于出租，2017年确认租赁收入规模为1,249.59万元，较上年下降13.69%。为支持公司业务发展，2017年公司获得政府补助0.6亿元，改善了公司盈利状况。

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016-2017年审计报告，报告均采用旧会计准则编制。截至2017年末，公司无合并范围子公司。

### 资产结构与质量

#### 2017年末公司资产规模小幅下降，流动资产占总资产比重高，资产流动性较弱

2017年末公司资产总额降至114.30亿元，较上年末下降3.21%。公司资产以流动资产为主，2017年末流动资产占总资产的比重为96.21%。

表8 2016-2017年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	99,701.60	8.72%	124,238.86	10.52%
存货	937,837.87	82.05%	939,412.83	79.55%
其他流动资产	50,000.00	4.37%	60,000.00	5.08%
<b>流动资产合计</b>	<b>1,099,728.13</b>	<b>96.21%</b>	<b>1,137,245.61</b>	<b>96.30%</b>
长期股权投资	25,600.00	2.24%	25,600.22	2.17%
固定资产	11,246.09	0.98%	18,132.38	1.54%
<b>非流动资产合计</b>	<b>43,295.36</b>	<b>3.79%</b>	<b>43,732.60</b>	<b>3.70%</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,143,023.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>1,180,978.21</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、存货和其他流动资产组成。2017年末公司货币资金账面价值99,701.60万元，较上年下降19.75%，系公司偿还3亿元企业债导致；公司货币资金无使用受限情况。存货主要系代建市政工程形成的开发成本，相关项目均已建设完工，2017年末账面价值为93.78亿元，较上年末基本持平，存货无抵押受限情况。其他流动资产系与其他单位的往来款，2017年末账面价值为5亿元，应收对象为南发集团，南发集团系浦东新区国企，资质较好，往来款回收风险较小。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产组成。长期股权投资主要是对浦东新区内国有企业投资，2017年末账面价值为2.56亿元，较2016年无变化。固定资产主要系办公用房屋及设备，2017年末账面价值为1.12亿元，由于2017年将公益性资产0.64亿元调整至其他长期资产科目，导致2017年固定资产账面价值较2016年下降37.98%

综合来看，公司2017年资产规模小幅下降，考虑到公司存货规模较大，且存货全是变现能力较弱的开发产品，资产整体流动性较弱。

## 盈利能力

**公司收入来源单一且规模持续下滑，业务盈利能力较弱，利润主要来自财政补贴**

公司主营业务收入主要来自政府回购公司代建的城市道路及景观项目，收入来源单一，2017年确认主营业务收入规模1.95亿元，较上年下降26.39%。此外，公司还有少量的房屋租赁收入，2017年仅0.12亿元。截至2017年末，公司无在建、拟建项目，业务可持续性面临一定不确定性。

业务盈利方面，公司2017年主营业务毛利率为10.43%，较上年持平。同期，公司在建项目建设完工，项目借款利息支出费用化，财务费用为0.67亿元，较高的财务费用削弱了业务盈利能力，使得2017年营业利润变为负值，为-0.42亿元。公司利润对财政补贴依赖程度较高，2017年公司收到财政补贴0.6亿元，较大规模的政府补助改善了公司的盈利状况。

综合来看，公司业务收入来源单一且持续下滑，业务盈利能力较弱，利润对政府补助依赖程度较高。

**表9 2016-2017年公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
主营业务收入	19,548.88	26,556.37
营业利润	-4,178.01	-9,556.37
补贴收入	6,000.00	11,000.00
利润总额	2,558.96	3,202.39
主营业务毛利率	10.43%	10.43%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金流状况较上年变差，整体流动性状况尚可**

业务收现方面，2017年公司销售商品提供劳务收到的现金较上年大幅下降，收现比下降至0.67；2017年，企业新增与南发集团5.00亿元往来款，导致支付其他与经营活动有关

的现金增加5.00亿元，公司2017年经营活动现金流净流入1.38亿元，同比下降94.86%，经营活动现金流状况较上年变差。截至2017年末，公司无在建、拟建项目，项目投资支出需求很小，账面资金较多，考虑到待结算项目未来可提供一定现金流，公司资金压力不大。

2017年投资活动现金流主要系取得投资收益收到现金0.07亿元。2017年，公司偿还本期债券3亿元及应付利息，当期筹资活动净流出3.91亿元。

整体来看，公司经营活动现金流状况较上年变差，考虑到公司暂无在建、拟建项目，且账面资金较多，公司整体流动性尚可。

**表10 2016-2017年公司现金流情况表（单位：万元）**

项目	2017年	2016年
收现比	0.67	8.42
销售商品、提供劳务收到的现金	13,005.26	223,499.62
收到的其他与经营活动有关的现金	74,560.21	67,399.68
经营活动现金流入小计	87,565.47	290,899.31
购买商品、接受劳务支付的现金	23,439.71	22,199.00
支付的其他与经营活动有关的现金	50,084.41	3.57
经营活动现金流出小计	73,781.60	22,561.26
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>13,783.88</b>	<b>268,338.04</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>738.86</b>	<b>-14,986.96</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-39,060.00</b>	<b>-170,263.71</b>
现金及现金等价物净增加额	-24,537.26	83,087.37

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司2017年债务规模持续下降，整体债务水平较低

2017年，随着本期债券的偿付且公司新增债务较少，期末负债总额降至31.29亿元，较上年末下降11.46%。公司所有者权益因利润积累小幅增至83.01亿元。综合影响下，公司期末产权比率降至37.70%，较上年末下降5.01个百分点，所有者权益对债务的保障程度继续提升。

**表11 2016-2017年公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2017年	2016年
负债总额	312,934.25	353,447.93
所有者权益	830,089.24	827,530.28
产权比率	37.70%	42.71%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

从债务结构看，公司长期负债占比更高，2017年末长期负债占负债总额的比重为

52.62%。

公司流动负债主要为应交税金、其他应付款、一年内到期的长期负债。公司2017年末应收税金余额为3.89亿元，较上年末增长1.86%。其他应付款主要是应付往来款，2017年末余额为1.67亿元。一年内到期的长期负债系2017年度需要偿还的债券本金，金额为3亿元。

公司长期负债主要由应付债券、长期应付款、专项应付款组成。应付债券系本期债券，因2018年需偿付的本金部分已经转入一年内到期的长期负债科目，应付债券期末余额降至9.27亿元。长期应付款全部为往来款，2017年末余额为5.20亿元，应付对象为上海南汇发展（集团）有限公司。专项应付款2017年末余额为2.00亿元，该款项主要是南汇周浦医院BT建设项目款，相关款项待项目建成移交时结转。

**表12 2016-2017年公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比
应交税金	38,911.87	12.43%	37,206.14	10.53%
其他应付款	16,691.57	5.33%	16,655.62	4.71%
一年内到期的长期负债	30,000.00	9.59%	30,000.00	8.49%
<b>流动负债合计</b>	<b>148,276.78</b>	<b>47.38%</b>	<b>88,427.19</b>	<b>25.02%</b>
应付债券	92,683.39	29.62%	123,343.66	34.90%
长期应付款	52,000.00	16.62%	128,199.00	36.27%
专项应付款	19,974.08	6.38%	13,478.09	3.81%
<b>长期负债合计</b>	<b>164,657.47</b>	<b>52.62%</b>	<b>265,020.74</b>	<b>74.98%</b>
<b>负债合计</b>	<b>312,934.25</b>	<b>100.00%</b>	<b>353,447.93</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	122,683.39	39.20%	153,343.66	43.39%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

截至2017年末，公司有息债务规模为12.27亿元，较上年下降19.99%，有息债务占负债的比重为39.20%。有息债务中2018年需偿还金额为3亿元，公司短期偿债压力较小。

**表13 截至2017年末公司有息债务偿还期限分布（单位：万元）**

项目	2018年	2019年	2020年及以后
一年内到期的长期负债	30,000.00	-	-
应付债券	-	30,000.00	60,000.00
<b>合计</b>	<b>30,000.00</b>	<b>30,000.00</b>	<b>60,000.00</b>

注：表中数据在计算时未考虑应付债券利息调整。

资料来源：鹏元整理

从偿债指标看，公司2017年末资产负债率为27.38%，较上年末下降2.55个百分点，债务负担下降，且整体债务水平较低。2017年末，公司流动比率和速动比率分别为7.42和1.09，



流动资产对短期债务保障程度较好。因公司2017年主营业务利润及收到的财政补贴规模均有所下降，EBITDA降至1.14亿元，较2016年下降36.39%，但受持续偿还债务新增借款较少导致利息费用减少的影响，EBITDA利息保障倍数小幅升至1.36，有息债务/EBITDA为10.77，公司盈利对债务本息的保障程度一般。

**表14 2016-2017年公司偿债能力指标**

指标名称	2017年	2016年
资产负债率	27.38%	29.93%
流动比率	7.42	12.86
速动比率	1.09	2.24
EBITDA（万元）	11,394.05	17,911.26
EBITDA 利息保障倍数	1.36	1.26
有息债务/EBITDA	10.77	8.56

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

## 六、或有事项分析

截至2017年12月31日，公司为上海永信生物技术有限公司提供担保685.00万元，为上海永信维生素有限公司提供担保64.84万元，对外担保余额合计749.84万元。公司已经代偿相关债务，后续追偿面临一定不确定性。

## 七、评级结论

2017年，浦东新区地区生产总值为9,651.39亿元，较上年增长8.7%，一般公共预算收入为996.26亿元，较上年增长3.37%，外部环境较好，继续为公司发展提供了良好基础；公司2017年继续偿还长期债务，资产负债率水平进一步下降，2017年末，公司资产负债率为27.38%，有息债务为12.27亿元，较上年下降19.96%，整体债务水平较低；公司货币资金账面价值余额9.97亿元，考虑到公司项目投资需求小、短期到期债务规模小，公司短期债务压力较小。

但是我们也注意到，公司暂无在建、拟建项目，业务的持续性存在一定的不确定性；公司整体资产流动性较弱，2017年末，公司存货账面价值为93.78亿元，占期末资产总额的82.05%，且存货均为代建项目形成的开发成本，变现能力较差。

综上所述，鹏元对公司2018年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

## 附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
货币资金	99,701.60	124,238.86	41,151.49
应收账款	1,337.86	2,484.60	14,249.13
应收利息	48.60	322.85	326.06
其他应收款	10,802.19	10,786.46	10,772.34
存货	937,837.87	939,412.83	1,090,818.79
其他流动资产	50,000.00	60,000.00	43,000.00
<b>流动资产合计</b>	<b>1,099,728.13</b>	<b>1,137,245.61</b>	<b>1,200,317.81</b>
长期投资：			
长期股权投资	25,600.00	25,600.22	25,600.22
<b>长期投资合计</b>	<b>25,600.00</b>	<b>25,600.22</b>	<b>25,600.22</b>
固定资产：			
固定资产原价	12,723.38	19,229.88	19,222.63
减：累计折旧	1,477.29	1,097.50	642.64
固定资产净值	11,246.09	18,132.38	18,579.98
在建工程	-	-	30,728.15
<b>固定资产合计</b>	<b>11,246.09</b>	<b>18,132.38</b>	<b>49,308.13</b>
无形资产及其他资产：			
其他长期资产	6,449.27	-	-
<b>无形资产及其他长期资产合计</b>	<b>6,449.27</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,143,023.49</b>	<b>1,180,978.21</b>	<b>1,275,226.16</b>
应付账款	1,094.31	3,461.72	6,529.11
预收款项	61,461.70	-	-
应交税费	38,911.87	38,203.19	37,145.76
其他应付款	16,691.57	16,655.62	16,912.47
一年内到期的长期负债	30,000.00	30,000.00	40,785.00
其他流动负债	117.33	106.67	-
<b>流动负债合计</b>	<b>148,276.78</b>	<b>88,427.19</b>	<b>101,372.34</b>
长期借款	-	-	114,940.00
应付债券	92,683.39	123,343.66	153,343.66
长期应付款	52,000.00	128,199.00	73,199.00
专项应付款	19,974.08	13,478.09	13,478.09
<b>长期负债合计</b>	<b>164,657.47</b>	<b>265,020.74</b>	<b>354,960.74</b>
<b>负债合计</b>	<b>312,934.25</b>	<b>353,447.93</b>	<b>456,333.08</b>
实收资本(或股本)	169,049.03	169,049.03	169,049.03
资本公积	426,149.03	426,149.03	420,714.22
盈余公积	23,598.73	23,342.83	23,022.59

未分配利润	211,292.46	208,989.39	206,107.24
归属于母公司所有者权益合计	830,089.24	827,530.28	818,893.08
<b>所有者权益合计</b>	<b>830,089.24</b>	<b>827,530.28</b>	<b>818,893.08</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1,143,023.49</b>	<b>1,180,978.21</b>	<b>1,275,226.16</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

## 附录二 利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
<b>一、主营业务收入</b>	<b>19,548.88</b>	<b>26,556.37</b>	<b>39,353.06</b>
减：主营业务成本	17,509.00	23,785.27	34,220.06
营业税金及附加	59.16	87.63	2,184.10
<b>二、主营业务利润</b>	<b>1,980.72</b>	<b>2,683.47</b>	<b>2,948.91</b>
加：其他业务利润	644.87	804.75	731.89
管理费用	145.95	288.35	657.83
财务费用	6,657.65	12,756.23	5.98
<b>三、营业利润</b>	<b>-4,178.01</b>	<b>-9,556.37</b>	<b>3,016.99</b>
加：投资收益	738.92	1,756.82	4,634.07
补贴收入	6,000.00	11,000.00	16,000.00
营业外收入	-	1.94	-
减：营业外支出	1.95	-	0.50
<b>四、利润总额</b>	<b>2,558.96</b>	<b>3,202.39</b>	<b>23,650.56</b>
减：所得税	-	-	1,873.33
<b>五、净利润</b>	<b>2,558.96</b>	<b>3,202.39</b>	<b>21,777.23</b>
加：年初未分配利润	208,989.39	206,107.24	186,507.73
<b>六、可供分配的利润</b>	<b>211,548.35</b>	<b>209,309.63</b>	<b>208,284.96</b>
减：提取法定盈余公积	255.90	320.24	2,177.72
<b>七、可供投资者分配的利润</b>	<b>211,292.46</b>	<b>208,989.39</b>	<b>206,107.24</b>
<b>八、未分配利润</b>	<b>211,292.46</b>	<b>208,989.39</b>	<b>206,107.24</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理



### 附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
销售商品、提供劳务收到的现金	13,005.26	223,499.62	167,302.55
收到其他与经营活动有关的现金	74,560.21	67,399.68	16,000.00
经营活动现金流入小计	87,565.47	290,899.31	183,302.55
购买商品、接受劳务支付的现金	23,439.71	22,199.00	3,036.95
支付给职工以及为职工支付的现金	83.18	147.30	137.43
支付的各项税费	174.30	211.39	422.78
支付其他与经营活动有关的现金	50,084.41	3.57	34.20
经营活动现金流出小计	73,781.60	22,561.26	3,631.37
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>13,783.88</b>	<b>268,338.04</b>	<b>179,671.19</b>
收回投资收到的现金	-	43,000.00	21,000.00
取得投资收益收到的现金	738.92	2,013.04	4,905.93
收到其他与投资活动有关的现金	0.22	-	-
投资活动现金流入小计	739.14	45,013.04	25,905.93
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	0.28	-	69,221.86
投资支付的现金	-	60,000.00	-
投资活动现金流出小计	0.28	60,000.00	69,221.86
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>738.86</b>	<b>-14,986.96</b>	<b>-43,315.92</b>
取得借款收到的现金	-	-	5,100.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	5,891.62
筹资活动现金流入小计	-	-	10,991.62
偿还债务支付的现金	30,000.00	155,725.00	121,573.37
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	9,060.00	14,538.71	22,806.61
支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	55,000.00
筹资活动现金流出小计	<b>39,060.00</b>	<b>170,263.71</b>	<b>199,379.98</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-39,060.00</b>	<b>-170,263.71</b>	<b>-188,388.36</b>
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-24,537.26</b>	<b>83,087.37</b>	<b>-52,033.10</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

### 附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
净利润	2,558.96	3,202.39	21,777.23
加：资产减值准备	4.72	1.68	20.4
固定资产折旧	435.35	454.86	390.53
固定资产报废损失	1.95	-	-
财务费用	8,399.74	14,254.01	22,806.61
投资损失	-738.92	-1,756.82	-4,634.07
存货的减少	1,574.96	181,975.63	0.00
经营性应收项目的减少	11,400.53	66,753.62	137,897.05
经营性应付项目的增加	-9,853.42	3,452.69	1,413.43
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>13,783.88</b>	<b>268,338.04</b>	<b>179,671.19</b>

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

## 附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
主营业务毛利率	10.43%	10.43%	13.04%
收现比	0.67	8.42	4.25
产权比率	37.70%	42.71%	55.73%
有息债务	122,683.39	153,343.66	309,068.66
资产负债率	27.38%	29.93%	35.78%
流动比率	7.42	12.86	11.84
速动比率	1.09	2.24	1.08
EBITDA (万元)	11,394.05	17,911.26	24,041.09
EBITDA 利息保障倍数	1.36	1.26	1.04

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告，鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	1年内到期的长期负债+长期借款+应付债券



## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。