

2013 年上海陈家镇建设发展有限公司公司债券

跟踪评级报告

 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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100700】

评级对象: 2013年上海陈家镇建设发展有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA级	稳定	AA级	2018年6月29日
前次跟踪:	AA级	稳定	AA级	2017年6月28日
首次评级:	AA级	稳定	AA级	2013年5月14日

主要财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年
金额单位:人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	12.22	11.98	6.79
刚性债务	38.99	23.84	14.02
所有者权益	58.91	69.11	70.38
经营性现金净流入量	-7.99	8.21	5.75
发行人合并数据及指标:			
总资产	167.23	182.14	191.27
总负债	108.27	112.98	120.84
刚性债务	68.96	58.16	42.28
所有者权益	58.96	69.16	70.43
营业收入	6.12	8.53	5.04
净利润	1.43	1.44	1.27
经营性现金净流入量	-8.16	10.53	17.90
EBITDA	1.46	1.46	1.70
资产负债率[%]	64.74	62.03	63.18
长短期债务比[%]	78.69	49.62	28.58
权益资本与刚性债务比率[%]	85.49	118.92	166.56
流动比率[%]	275.13	240.45	202.84
现金比率[%]	22.40	20.07	15.51
利息保障倍数[倍]	0.60	0.45	0.65
EBITDA/利息支出[倍]	0.61	0.46	0.66
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.03

注:发行人数据根据陈家镇建发经审计的2015-2017年度财务数据整理、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)对上海陈家镇建设发展有限公司(简称陈家镇建发、发行人、该公司或公司)及其发行的2013年上海陈家镇建设发展有限公司公司债券的跟踪评级反映了2017年以来陈家镇建发在区域环境及业务地位等方面保持优势,同时也反映了公司在投融资、盈利能力、资产流动性及对外担保等方面继续面临压力。

主要优势:

- **区域发展环境良好。**跟踪期内,崇明区工业经济有所回升,生态旅游发展显成效,整体经济平稳发展;崇明撤县设区,有助于促进其融入上海市城市整体发展规划,崇明区未来发展前景向好。
- **业务地位突出。**跟踪期内,陈家镇建发仍是崇明区重要的开发建设主体,以陈家镇地区的基础设施建设、土地开发和保障房建设为主业,业务地位突出。

主要风险:

- **投融资压力。**跟踪期内,陈家镇建发项目投入规模仍较大,而现金回款有限,前期建设资金投入已为公司积累了一定的债务负担,公司负债经营程度仍较高,面临一定债务偿付压力和投融资压力。
- **盈利能力较弱。**陈家镇建发的业务获利能力相对较弱,盈利的实现对补贴收入依赖程度较高。
- **资产流动性偏弱。**陈家镇建发的资产集中于项目开发成本,部分变现受土地市场景气度影响较大,实际流动性偏弱。
- **或有负债风险。**陈家镇建发对外担保规模较大,未来面临一定的或有负债风险。



➤ 未来展望

通过对陈家镇建发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AA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很强，并维持上述债券AA信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2013 年上海陈家镇建设发展有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2013 年上海陈家镇建设发展有限公司公司债券（简称“13 崇明债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上海陈家镇建设发展有限公司（以下简称“陈家镇建发”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对陈家镇建发的财务状况、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 2013 年 11 月 6 日公开发行了 13 崇明债，发行金额为 8 亿元，期限为 6 年，票面利率为固定利率 7.18%。13 崇明债尚未到期，截至 2017 年末，已偿还本金 4.00 亿元，还本付息情况正常；待偿还债券本金为 4.00 亿元，其中 2018 年应偿还本金 2.00 亿元。13 崇明债募集资金全部用于陈家镇裕安社区配套商品房七期项目、陈家镇裕安社区配套商品房八期项目、陈家镇裕安社区配套商品房九期项目、陈家镇裕安社区配套商品房十期项目、陈家镇裕安社区配套商品房十一、十二期项目等五个项目的建设。截至 2017 年末，该项目已基本完工，募集资金已全部投入项目建设。

截至 2017 年末，该公司无其他存续债券。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，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态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，

特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度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，经济发展质量和效率有望进一步提升。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；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、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。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，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持续，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。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。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明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，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。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。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及国内防范金融风险 and 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因素的

冲击性风险。

(2) 行业环境

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。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，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。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

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。2017年我国基础设施投资完成14.00万亿元，增长19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为32.1%。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017年末，我国城镇化率为58.52%，与国外发达国家的70%-80%相比仍有较大发展空间，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，而该领域的建设及融资模式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。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着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014年9月，国务院发布《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。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 年以来，行业监管力度进一步加大。4 月，财政部等六部委联合发布《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），加强融资平台公司融资管理，强调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其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5 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），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年 2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《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），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，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。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域环境

近年来崇明区经济平稳发展，以海洋装备产业为代表的工业经济处于低位运行状态，随着“生态+”战略的不断推进，消费对经济增长的带动作用增强，生态旅游发展显成效。崇明撤县设区，有助于促进其融入上海市城市整体发展规划，崇明区未来发展前景向好。

崇明区，上海市下辖区，由崇明、长兴、横沙三岛组成，陆域总面积 1411 平方公里，下辖 16 个镇和 2 个乡。其中，崇明岛位于中国海岸线中点地区，地处长江入海口，是我国第三大岛，也是我国东部沿海地区水路交通的重要十字路口。2016 年 6 月，经中华人民共和国国务院批复同意，撤销崇明县，设立上海市崇明区，以原崇明县的行政区域为上海市崇明区的行政区域。2017 年 1 月 13 日，上海市崇明区正式挂牌。撤县设

区这一措施提升了崇明区的总体档级，促进崇明区融入上海市城市发展规划，发挥上海经济中心的辐射带动作用，对崇明区加快城市化进程、优化资源配置、增强发展潜能、促进生产力发展起到了重要的、基础性的推动作用。

跟踪期内，崇明区经济平稳发展，第三产业发展势头较好。2017年，崇明区实现地区生产总值332.8亿元，同比增长6.8%。其中，第一产业增加值为22.2亿元，同比下降1.3%；第二产业增加值为138.4亿元，同比增长1.5%；第三产业增加值为172.3亿元，同比增长12.8%。三次产业结构由2015年的7.9:44.9:47.2调整至2017年的6.7:41.6:51.8，经济增长结构进一步优化。

图表1. 2015-2017年崇明区国民经济和社会发展主要指标（单位：亿元，%）

指标	2015年		2016年		2017年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	291.2	7.0	311.7	7.0	332.8	6.8
其中：第一产业增加值	22.9	-2.3	22.7	-0.9	22.2	-1.3
第二产业增加值	130.7	1.9	136.4	4.3	138.4	1.5
第三产业增加值	137.6	14.3	152.6	10.9	172.3	12.8
工业总产值	--	--	377.5	1.5	394.7	4.6
全社会固定资产投资	135.6	0.2	140.1	3.3	149.7	6.9
社会消费品零售总额	97.2	12.1	107.2	10.3	116.9	9.0
三次产业结构	7.9:44.9:47.2		7.3:43.7:49.0		6.7:41.6:51.8	

资料来源：2015-2016年崇明县统计公报、2017年崇明经济运行情况简析

以海洋装备产业为主的工业经济是崇明区经济增长的重要动力。跟踪期内，受船舶行业持续低迷影响，崇明区支柱产业景气度不足，工业经济有所回升，但仍处于低位运行状态。2017年全区实现工业总产值394.7亿元，同比增长4.6%。其中，规上工业完成产值363.5亿元，同比增长2.6%；海洋装备产业完成产值269.6亿元，同比增长2.3%；六大重点行业¹完成产值325.3亿元，同比增长3.1%。

2017年，崇明区完成固定资产投资149.7亿元，同比增长6.9%。其中，第三产业完成投资额132.7亿元，同比增长6.0%，占全区投资总额的88.7%，第三产业投资额占比继续保持高位。分区域看，陈家镇、长兴镇和城桥新城三大重点地区2017年合计完成固定资产投资95.9亿元，同比增长45.5%，占全区投资总额的64.1%，投资额占比较上年提升17.0个百分点。此外，随着崇明区“生态+”战略的不断推进，消费对经济增长的带动作用增强，生态旅游发展显成效。2017年，全区实现社会消费品零售总额116.9亿元，同比增长9.0%。2017年1-11月，全区共接待游客人数551.3万人次，同比增长32.1%；实现营业收入11.0亿元，同比增长20.0%。

2. 业务运营

该公司受托开展崇明区陈家镇地区的开发建设工作。跟踪期内，公司基础设施建设等业务稳步推进，陈家镇区域内已动迁项目的安置房全部建成并交付使用。未来公司在基建、土地开发和安置房等方面仍有持续的投资计划，将面临一定资本性支出压力。

¹ 崇明区六大重点行业为铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，通用设备制造业，金属制品业，电气机械及器材制造业，金属制品、机械和设备修理业，仪器仪表业。

该公司是上海市、崇明区两级政府授权的从事崇明区陈家镇规划区范围内土地开发、公建配套及市政设施建设的开发公司，主要业务包括土地开发整理、城市基础设施建设和安置房建设。2017 年公司实现营业收入 5.04 亿元，同比下降 40.91%，主要系当年基建工程和安置房结算规模大幅下滑。

图表2. 2015-2017 年公司收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程服务	5.43	6.54%	4.42	6.54%	2.81	6.54%
房屋销售	0.69	6.54%	4.11	1.84%	2.23	3.74%
其他业务	0.0001	94.65%	0.0001	94.90%	0.0005	99.50%
合计	6.12	6.54%	8.53	4.28%	5.04	5.31%

资料来源：陈家镇建发

该公司受托负责崇明区陈家镇规划区范围内的基础设施建设和土地综合开发工作，主要涉及道路、景观绿化和土地平整等。对于基础设施建设项目，公司继续实行“企业投资建设、委托方按期回购、资金分期支付”的投资模式，由公司负责相关项目的投融资和建设管理，委托方按照回购项目成本的 107% 进行项目回购。跟踪期内，公司完成了安通路三期、裕鸿路二期等项目建设，当年公司确认工程收入 2.81 亿元。截至 2017 年末，公司主要在建项目包括北沿公路一期等道路建设和通瀛河、北沿公路北河等河道建设项目等，公司还将继续推进陈家镇第二卫生服务中心、体育训练基地等续建项目的施工，并推进瀛湖、乡村公园等新建项目前期手续办理工作等。2018 年，公司预计在基础设施及配套项目、公建配套养护等方面的资金支出为 5.57 亿元。

在工程项目建设的过程中，该公司完成了多块地块的土地开发工作。截至 2017 年末，公司已启动和已完成土地开发但尚未全部出让的土地面积共计 468.01 公顷，累计投入 43.15 亿元。跟踪期内，公司无土地挂牌出让，因此未获得相应收入。公司目前大规模的土地开发工作已经基本完成，后续开发进度将有所放缓。整体来看，公司待出让土地面积较大，前期投入资金的回笼进度易受当地土地市场景气度、土地出让规划等因素影响。

安置房建设方面，该公司主要从事陈家镇地区的配套商品房及部分商业建设，经营模式与基础设施建设项目相同。2017 年，公司相继建成陈家镇配套商品房及裕安社区配套商品房（以下简称“配套商品房”）14-22 期项目，共计建筑面积 91 万平方米；当年公司确认房屋销售收入 2.23 亿元。目前，陈家镇区域内已动迁项目的安置房全部建成并交付使用，公司启动了安置房 23、24、25 期共计 21.5 万平方米的前期土地储备工作，为后续项目顺利推进奠定基础。2018 年，公司在安置房建设方面的资金支出预计为 5.66 亿元，主要为配套商品房 14-22 期的工程款尾款支付。整体来看，公司负责建设的基础设施项目和安置房项目较多，而回购款支付周期较长，前期建设资金投入已为公司积累了一定的债务负担。

管理

跟踪期内，该公司仍由上海崇明资产经营有限公司控股，实际控制人仍为崇明区国有资产监督管理委员会，公司在组织架构、管理制度等方面均未发生重大变化。

跟踪期内，该公司股权结构无变化；组织架构和管理制度等未发生重大变化。截至 2017 年末，公司仍由上海崇明资产经营有限公司持股 62.56%、上海地产（集团）有限公司持股 24.50%、上海实业东滩投资开发（集团）有限公司持股 9.19%、上海陈家镇资产经营有限公司持股 3.75%。公司实际控制人仍为崇明区国有资产监督管理委员会（以下简称“崇明区国资委”）。

根据该公司 2018 年 5 月 21 日的《企业基本信用信息报告》，公司历史偿债记录良好，无银行信贷违约、迟付利息情况。经查询国家工商总局、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，截至 2018 年 5 月 31 日，未发现公司存在异常情况。

财务

跟踪期内，该公司项目投入规模仍较大，而现金回款有限，前期建设资金投入已为公司积累了一定的债务负担，公司负债经营程度仍较高，面临一定债务偿付压力和投融资压力；公司资产集中于项目开发成本，实际流动性偏弱；公司业务获利能力相对较弱，盈利的实现对补贴收入依赖程度较高。

1. 公司财务质量

大信会计师事务所对该公司的 2017 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。公司财务报表根据《企业会计制度》的要求编制。

截至 2017 年末，公司纳入合并范围的子公司共有 1 家，为上海崇裕置业发展有限公司（以下简称“崇裕置业”），合并范围未发生变化。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

2017 年末，该公司负债总额为 120.84 亿元，同比增加 6.96%，主要系其他应付款增加所致；同期末资产负债率为 63.18%，较上年末增长 1.15 个百分点；长短期债务比为 28.58%，公司负债以流动负债为主。从具体构成看，公司负债主要由刚性债务和其他应付款构成。2017 年末，公司其他应付款余额为 77.30 亿元，同比增长 47.25%，主要系应付上海东滩建设集团有限公司（以下简称“东滩建设”）²及其下属子公司款项增加所致；同期末，公司应付东滩建设及其下属子公司的往来款余额为 70.69 亿元。2017 年末，公司刚性债务余额为 42.28 亿元，占负债总额的比重为 34.99%，主要包括银行借款 38.24 亿元和应付债券 4.00 亿元。其中，短期刚性债务余额为 15.53 亿元，较上年末

² 东滩建设由上海市崇明土地发展有限公司和崇明区国资委共同持股。

下降 25.30%，短期刚性债务现金覆盖率升至 93.85%，公司即期债务偿付压力有所缓解。

或有负债方面，截至 2017 年末，该公司合并范围外担保余额为 26.97 亿元，担保比率为 38.30%，全部系为东滩建设及其下属子公司提供的担保。公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险。

（2）现金流分析

该公司经营性现金流主要反映基建工程和安置房的回款和投资情况及往来款净流入情况。2017 年公司营业收入现金率为 149.93%，当年收现情况较好。跟踪期内，公司建设资金投入规模仍远大于项目回款金额，但由于公司与其他企业间资金往来产生大额收现净额，使得当期公司经营活动产生的现金流量净额为 17.90 亿元，仍呈大规模净流入状态。2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-0.01 亿元；同期公司偿还债务规模较大，筹资活动产生的现金流量净额为-18.46 亿元。

（3）资产质量分析

2017 年末，该公司所有者权益为 70.43 亿元，同比增长 1.83%，主要系经营积累所致。同期末公司实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为 80.08%，公司资本结构较稳健。

2017 年末，该公司资产总额为 191.27 亿元，同比增长 5.01%，其中流动资产占比 99.67%，公司资产以流动资产为主。从具体构成看，公司资产主要由存货和货币资金构成，2017 年末占资产总额的比重分别为 88.27%和 7.62%。2017 年末，公司存货余额为 168.83 亿元，同比增长 7.07%，全部为项目开发成本，由土地开发与整理、安置房和城市基础设施建设项目构成；货币资金余额为 14.58 亿元，同比下降 3.80%，无受限资金，现金比率为 15.51%，货币资金对流动负债的保障程度较弱。此外，2017 年末公司应收账款余额为 3.61 亿元，同比减少 40.83%；其他流动资产余额为 1.20 亿元，同比大幅增加 0.81 亿元，均为预缴税金。

（4）流动性/短期因素

2017 年末，该公司流动比率和速度比率分别为 202.84%和 21.27%；受限资产 27.33 亿元，占资产总额的 14.29%，均为因抵押而受限的存货资产。整体看，公司资产集中于项目开发成本，部分变现受土地市场景气度影响较大，实际流动性偏弱。

3. 公司盈利能力

该公司受托负责陈家镇区域的开发和建设，委托方一般按照开发成本的 7%结算利润，因此公司毛利率水平较低但稳定性较好。2017 年公司综合毛利率为 5.31%，其中工程服务的毛利率为 6.54%，与上年持平；安置房销售的毛利率为 3.74%，较上年增幅明显，主要系安置房项目前期预算和决算差异导致。期间费用方面，2017 年公司期间费用为 0.26 亿元，期间费用率为 5.22%，总体保持在较低水平；公司期间费用主要由管理费用构成，同期公司管理费用为 0.27 亿元，同比下降 8.04%。公司盈利对补贴收入的依赖程度较高，2017 年公司收到基础设施建设补贴收入 1.68 亿元，同期实现净利润 1.27

亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司是上海市、崇明区两级政府授权的从事崇明区陈家镇规划区范围内土地开发、公建配套及市政设施建设的开发公司。跟踪期内，公司基础设施建设等业务稳步推进，陈家镇区域内已动迁项目的安置房全部建成并交付使用。未来公司在基建、土地开发和安置房等方面仍有持续的投资计划，将面临一定资本性支出压力。

跟踪期内，该公司项目投入规模仍较大，而现金回款有限，前期建设资金投入已为公司积累了一定的债务负担，公司负债经营程度仍较高，面临一定债务偿付压力和投融资压力；公司资产集中于项目开发成本，部分变现受土地市场景气度影响较大，实际流动性偏弱。

2. 外部支持因素

该公司作为陈家镇地区重要的投资及建设主体，业务地位突出，能够得到崇明区政府和股东较大力度的政策和资金支持。从近年来公司获得的资金支持看，2016年崇明区财政局拨入8.76亿元政府债券置换资金转增资本公积，公司资本实力进一步增强；2016-2017年，公司分别获得基础设施建设补贴收入1.41亿元和1.68亿元，为盈利的实现提供支撑。

跟踪评级结论

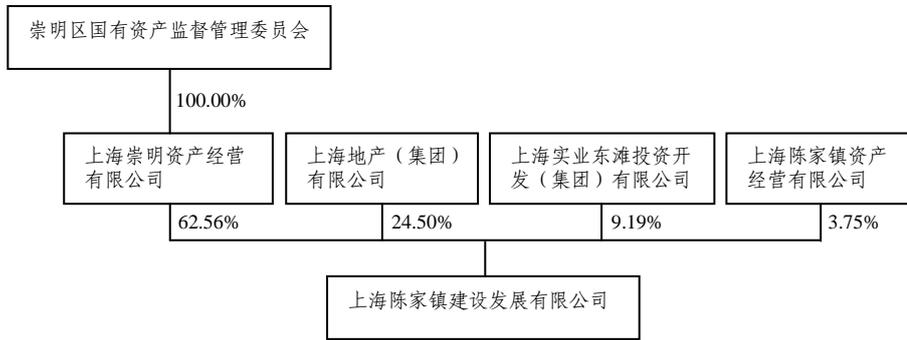
近年来崇明区经济平稳发展，以海洋装备产业为代表的工业经济处于低位运行状态，随着“生态+”战略的不断推进，消费对经济增长的带动作用增强，生态旅游发展显成效。崇明撤县设区，有助于促进其融入上海市城市整体发展规划，崇明区未来发展前景向好。

跟踪期内，该公司仍由上海崇明资产经营有限公司控股，实际控制人仍为崇明区国资委。公司继续受托开展崇明区陈家镇地区的开发建设工作，基础设施建设等业务稳步推进，陈家镇区域内已动迁项目的安置房全部建成并交付使用。未来公司在基建、土地开发和安置房等方面仍有持续的投资计划，将面临一定资本性支出压力。

跟踪期内，该公司项目投入规模仍较大，而现金回款有限，前期建设资金投入已为公司积累了一定的债务负担，公司负债经营程度仍较高，面临一定债务偿付压力和投融资压力；公司资产集中于项目开发成本，部分变现受土地市场景气度影响较大，实际流动性偏弱；公司业务获利能力相对较弱，盈利的实现对补贴收入依赖程度较高。

附录一：

公司与实际控制人关系图



注：根据陈家镇建发提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

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
资产总额[亿元]	167.23	182.14	191.27
货币资金[亿元]	13.57	15.16	14.58
刚性债务[亿元]	68.96	58.16	42.28
所有者权益[亿元]	58.96	69.16	70.43
营业收入[亿元]	6.12	8.53	5.04
净利润 [亿元]	1.43	1.44	1.27
EBITDA[亿元]	1.46	1.46	1.70
经营性现金净流入量[亿元]	-8.16	10.53	17.90
投资性现金净流入量[亿元]	-0.01	0.44	-0.01
资产负债率[%]	64.74	62.03	63.18
长短期债务比[%]	78.69	49.62	28.58
权益资本与刚性债务比率[%]	85.49	118.92	166.56
流动比率[%]	275.13	240.45	202.84
速动比率[%]	43.28	29.36	21.27
现金比率[%]	22.40	20.07	15.51
利息保障倍数[倍]	0.60	0.45	0.65
有形净值债务率[%]	183.64	163.42	171.70
担保比率[%]	222.55	283.04	359.84
毛利率[%]	6.54	4.28	5.31
营业利润率[%]	1.59	0.53	0.01
总资产报酬率[%]	0.84	0.83	0.90
净资产收益率[%]	2.90	2.25	1.82
净资产收益率*[%]	2.90	2.25	1.82
营业收入现金率[%]	212.33	103.32	149.93
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-10.74	15.47	21.12
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.57	9.52	15.31
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-10.76	16.12	21.10
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.58	9.92	15.30
EBITDA/利息支出[倍]	0.61	0.46	0.66
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.03

注：表中数据依据陈家镇建发经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。

附录三：

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+期末短期投资余额+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%
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

附录四：

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。