

2013 年上海奉贤南桥新城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]100678】

**评级对象:** 2013年上海奉贤南桥新城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
<b>本次跟踪</b>	AA	稳定	AA	2018年6月29日
<b>前次跟踪:</b>	AA	稳定	AA	2017年6月29日
<b>首次评级:</b>	AA	稳定	AA	2012年6月28日

### 主要财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年
<b>金额单位: 人民币亿元</b>			
<b>发行人母公司数据:</b>			
货币资金	22.07	16.80	14.40
刚性债务	47.61	55.98	65.98
所有者权益	80.79	100.12	70.87
经营性现金净流入量	30.14	-10.29	-6.63
<b>发行人合并数据及指标:</b>			
总资产	172.18	210.01	199.38
总负债	87.12	103.48	121.75
刚性债务	60.32	59.58	77.57
所有者权益	85.06	106.53	77.63
营业收入	21.92	22.98	16.33
净利润	15.10	20.34	2.76
经营性现金净流入量	32.03	1.60	-14.84
EBITDA	15.41	21.15	3.26
资产负债率[%]	50.60	49.27	61.06
长短期债务比[%]	220.10	115.58	176.97
权益资本与刚性债务比率[%]	141.01	178.81	100.08
流动比率[%]	575.46	387.79	394.21
现金比率[%]	99.35	47.30	44.81
利息保障倍数[倍]	3.39	5.62	0.98
EBITDA/利息支出[倍]	3.40	5.63	0.99
EBITDA/刚性债务[倍]	0.21	0.35	0.05

注: 发行人数据根据奉贤南桥经审计的2015-2017年财务数据整理、计算。

### 分析师

钟士芹 zsq@shxsj.com  
 王静茹 wjr@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”)对上海奉贤南桥新城建设发展有限公司(简称“奉贤南桥”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的13奉贤南桥债的跟踪评级反映了2017年以来奉贤南桥在外部发展环境、业务地位及资金回笼等方面保持优势,同时也反映了公司在土地市场波动、资本性支出、及资产流动性等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **外部发展环境良好。**跟踪期内,奉贤区经济实力稳步提升,能够为奉贤南桥的经营发展提供良好的外部发展环境。
- **业务地位较突出。**跟踪期内,奉贤南桥仍是奉贤区重要的基础设施建设和土地开发主体,业务地位仍较突出,能持续获得专项建设资金及政府补贴方面的支持。
- **资金回款情况较好。**跟踪期内,奉贤区财政局支付奉贤南桥的款项比较及时,一定程度上缓解了公司的资金周转压力。

#### 主要风险:

- **土地市场波动风险。**土地开发业务是奉贤南桥最主要的收入和利润来源,该业务易受到政策调控及土地市场行情变化的影响而存在波动。
- **资本性支出压力。**奉贤南桥土地开发和基础设施在建及拟建规模较大,公司面临一定的资本性支出压力。
- **资产流动性一般。**奉贤南桥资产主要集中于以土地拆迁成本和基建成本为主的存货中,整体资产流动性一般。

### 评级关注：

- **资产划转进展。**跟踪期内，奉贤区国资委无偿划出奉贤南桥两块农田水利土地资产，公司资本公积减少 31.35 亿元，所有者权益显著下降。上海市奉贤区奉贤新城建设管理委员会拟通过划入安置房资产进行补偿，估计成本价值约 70 亿元，具体资产划转方案及实施进度需关注。

### ➤ 未来展望

通过对奉贤南桥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 年上海奉贤南桥新城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 年上海奉贤南桥新城建设发展有限公司公司债券（简称“13 奉贤南桥债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据奉贤南桥提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对奉贤南桥的财务状况、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 3 月公开发行了 7 年期的 13 奉贤南桥债，发行总额为 6.50 亿元，存续期内票面利率为 6.25%。债券每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，即在本期债券存续期的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末逐年分别按照债券发行总额的 20%、20%、20%、20%和 20%的比例偿还债券本金。债券募集资金中的 5.30 亿元用于南桥新城金昊苑配套回迁安置房项目，其余 1.20 亿元用于补充营运资金，南桥新城金昊苑配套回迁安置房项目总投资额 8.95 亿元，截至 2017 年末项目已完工，募集资金已全部使用完毕。

截至 2018 年 5 月末，该公司待偿债券本金余额为 2.60 亿元，债券还本付息情况正常。

图表 1. 公司已发行债券概况（单位:亿元、年、%）

债项名称	发行金额	期限	发行利率	发行时间	本息兑付情况
13 奉贤南桥债	6.50	7	6.25	2013 年 3 月	正常

资料来源：奉贤南桥

## 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。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）区域经济环境

**跟踪期内，奉贤区经济保持增长，虽增速有所放缓，但产业结构持续优化；目前奉贤区产业仍以第二产业为主，全区八大重点行业对工业经济的支撑作用显著。**

截至2017年末，奉贤区下辖8个镇，面积720.44平方公里，常住人口115.53万人，比上年末下降1.0%，其中外来常住人口57.94万人，占常住人口的比重为50.2%，较上年末下降1.3个百分点。

跟踪期内，奉贤区经济保持增长，虽增速有所放缓，但产业结构持续优化。2017年，奉贤区实现地区生产总值779.3亿元，同比增长4.3%，其中第一产业增加值12.3亿元，同比下降23.0%；第二产业增加值419.9亿元，同比增长3.0%；第三产业增加值347.1亿元，同比增长7.2%。三次产业结构由2016年的2.2:54.4:43.4调整为1.6:53.9:44.5，第三产业占比有所上升，产业结构持续优化。

**图表 2. 2015-2017 年奉贤区经济发展主要指标**

主要指标	2015 年	2016 年	2017 年
地区生产总值（亿元）	685.80	729.30	779.3
同比增长（%）	5.10	5.50	4.30
工业增加值（亿元）	353.60	361.70	384.00
同比增长（%）	-3.04	3.70	3.80
固定资产投资总额（亿元）	292.00	300.60	365.50
同比增长（%）	0.38	3.00	21.60
社会消费品零售总额（亿元）	445.70	490.30	535.1
同比增长（%）	5.87	10.00	9.1

资料来源：奉贤区 2015-2017 年国民经济和社会发展统计公报

工业经济方面，奉贤区形成了精细化工、生物医药、新能源、汽车配件、先进装备、智能电网、新材料和电子信息八大重点行业。2017年，奉贤区完成工业总产值1799.3亿元，同比增长7.3%，其中规模以上工业总产值1565.4亿元，占全区工业总产值的比重为87.0%；产值规模前百位的企业共实现规模以上产值869.8亿元，同比增长13.4%，占全部规模以上工业产值的比重高达55.6%，对全区工业经济具有显著支撑作用。2017年，全区八大重点行业实现规模以上工业产值797.0亿元，同比增长4.6%，占规模以上产值比重为50.9%。八大重点行业发展总体平稳，产值增长呈现五升三降格局，其中先进设备和汽车配件实现两位数增长，分别增长22.0%和10.1%；精细化工、生物医药和新材料行业稳中有升，增速分别为8.4%、8.5%和3.5%；智能电网、新能源和电子信息分别出现了不同程度的下滑。

固定资产投资方面，2017年奉贤区完成全社会固定资产投资总额365.5亿元，同比增长21.6%，增速较上年增加18.6个百分点，主要系第三产业投资的带动以及自2017年11月起，市属在地项目纳入奉贤区固定资产统计，当年市属项目完成投资额25.0亿元。从产业投向看，第一产业投资0.04亿元，同比下降85.5%；第二产业投资88.9亿元，全部为工业投资，同比增长4.5%；第三产业投资276.6亿元，同比增长28.4%，占固定资产投资总额的比重为75.7%，比上年提高4.1个百分点。随着“1517”重大交通基础设施建设<sup>1</sup>的启动以及南桥新城建设项目的不断推进，当年奉贤区完成城市基础设施投资91.8亿元，同比增长162.1%。消费方面，2017年全区社会消费品零售总额535.1亿元，同比增长9.1%；分行业看，批发和零售业零售额440.0亿元，同比增长9.3%；住宿和餐饮业零售额95.2亿元，同比增长8.4%。

<sup>1</sup> 2015年上海市提出将基础设施建设投入向郊区建设。奉贤区在2015-2017年重大基础设施建设中，争取到位400亿元的建设资金，推动城乡一体化的发展。



房地产市场方面，2017年奉贤区完成房地产开发投资185.2亿元，同比增长20.4%；房屋施工面积1061.3万平方米，增长12.3%，其中，新开工面积159.6万平方米，下降54.5%；同期房屋竣工面积130.3万平方米，增长366.4%。2017年受上海楼市调控政策进一步收紧影响，奉贤区商品房市场呈现量价齐跌态势，空置房面积进一步提升。全年全区商品房销售面积66.3万平方米，同比下降29.2%，降幅较上年扩大24个百分点。其中住宅销售面积55.9万平方米，同比下降21.7%，降幅比上年扩大2.1个百分点；当年全区实现商品房销售额86.9亿元，同比下降46.9%。全区空置房面积77.4万平方米，同比增长42.4%。

土地市场方面，2017年上海市成交住宅用地多位于外环区域，其中奉贤区土地成交量在上海下属各区中排名靠前。2017年奉贤区土地成交面积129.48万平方米，同比增长73.52%；成交总价168.93亿元，同比增长80.23%。其中住宅土地成交面积71.10万平方米，同比增长67.14%；成交总价151.85亿元，同比增长67.51%。但在较严格的政策调控下，土地溢价率走低，2017年奉贤区土地溢价率仅为3.72%，同比下滑72.61个百分点；其中住宅用地溢价率4.12%，同比下滑76.91个百分点，土地价格理性回归，土地市场过热现象得到控制。

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍主要负责上海市奉贤区南桥新城（奉贤新城）地区范围内一级土地开发、市政基础设施建设等工作。虽然当年出让土地面积显著提升，但由于出让的土地主要为商业和安置房用地，土地价格低及毛利规模普遍较小，公司收入规模及盈利能力均有所弱化。公司基础设施建设业务较稳定，但在建及拟建项目投资规模较大，未来仍存在一定的融资需求。

跟踪期内，该公司仍主要负责上海市奉贤区南桥新城（奉贤新城）地区范围内一级土地开发、市政基础设施建设等工作。2017年，公司实现营业收入16.33亿元，以土地整理及市政工程收入为主；同比下降28.93%，主要系土地整理业务收入受土地市场波动影响有所下降所致。同期，公司综合毛利率为17.48%，同比下降71.60个百分点，主要系当年出让土地中价格较低的安置房用地和商业用地占比较高所致。

图表 3. 2015-2017 年公司营业收入及毛利情况（单位：亿元，%）

收入分类	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理及市政工程 <sup>2</sup>	21.74	64.25	22.71	88.98	16.19	17.91
商品销售收入	0.06	2.91	—	—	—	—
租赁及其他收入	0.12	86.55	0.26	97.98	0.14	-33.65
合计	21.92	64.22	22.98	89.08	16.33	17.48

资料来源：根据奉贤南桥经审计的 2015-2017 年财务数据整理

<sup>2</sup> 该收入包括土地整理收入和市政工程施工收入两部分，其中市政工程施工收入由子公司上海新贤市政工程有限公司负责，收入规模较小。此外，该公司土地开发成本中包括安置房建设成本，建成后安置因拆迁而形成的拆迁户。

## (1) 土地开发整理

该公司的土地开发整理主要为承担南桥新城地区的土地一级开发工作，配合奉贤区土地储备中心进行土地收储，并对相关土地进行整理，奉贤区土地储备中心在完成土地收储后，根据政府规划对地块进行招拍挂。此外，公司还承担了奉贤区动迁安置房项目的建设，成本统一纳入土地开发成本中，最终由土地出让金进行平衡。

2017 年，该公司完成土地开发并由奉贤区土地储备中心完成出让的土地面积为 321.57 亩，较上年增加 209.35 亩；其中住宅用地面积占比仅为 25.17%；当年实现土地整理收入 15.98 亿元，同比下降 28.95%，主要系当年出让的土地以商业用地和安置房用地为主，价格相对较低所致。受此影响，2017 年公司土地整理及市政工程毛利率为 17.91%，较上年显著下降。

**图表 4. 2015-2017 年公司土地开发情况（单位：亩、亿元）**

年份	完成出让土地面积	当年实际投入额	土地开发整理收入
2015 年	413.00	46.78	20.84
2016 年	112.22	13.06	22.50
2017 年	321.57	15.61	15.98

资料来源：奉贤南桥

截至 2018 年 3 月末，该公司已完成整理但尚未出让的土地约为 1200 亩，土地整理成本约 60 亿元；同期末公司正在整理的地块总面积约 1195.12 亩，计划总投资 30.51 亿元，已投资 24.41 亿元。总体看，公司尚未出让的土地面积较多，未来随着奉贤区及南桥新城规划建设的推进，公司未出让土地升值空间较大，但公司土地出让进度受政府规划及房地产市场影响而存在一定波动。

## (2) 市政基础设施建设

在市政基础设施建设方面，该公司主要负责南桥新城地区内基础市政道路建设、配套项目的建设管理等。公司市政基础设施项目采用代建模式，项目竣工后移交给政府部门，由奉贤区政府按照实际投资成本支付项目工程款，业务回款保障程度较高。公司将收到的政府专项拨款计入专项应付款，待项目竣工验收之后，冲减开发成本。截至 2018 年 3 月末，公司在建市政基础设施项目主要有奉贤区城市博物馆、金海社区敬老院、望园路（南港路-光建路）、奉贤区牙皮防所等项目，项目预计总投资 19.58 亿元，截至 2017 年末已完成投资 6.26 亿元，其中获得的政府专项拨款 4.93 亿元（计入“专项应付款”科目）。拟建项目主要有南桥天主堂、金光路初中、大寨河河道整治等基础设施项目，项目计划总投资 3.45 亿元。

此外，该公司部分工程项目采用自建模式，截至 2018 年 3 月末，公司在建项目主要包括九棵树未来艺术中心、主题公园以及配套的道路等，计划总投资 19.78 亿元，已投资 5.12 亿元；其中九棵树未来艺术中心项目计划总投资 13.98 亿元，已完成投资 4.18 亿元，未来将通过项目运营收益进行资金平衡；该项目位于南桥新城森林公园内，用地面积 12.05 万平方米，其中 45% 为文化设施部分，55% 为商业服务设施部分；文化设施部分由主剧院与艺术交流区、小剧场与多功能区和文化展示功能服务区三大功能区组成；项目建成后将成为奉贤区的重要文化艺术中心，预计未来形成租赁、展览门票

等收入。公园及道路为公益性项目，后续资金补偿方式尚未确定。同期末，公司拟建的自建项目主要包括树桓路（树宁路-金海公路）、树宁路（树桓路-金海公路）及新城水系整治四期工程等，预计总投资 4.99 亿元。

整体来看，该公司在建、拟建项目尚需投资规模较大，虽然部分项目有政府专项拨款，可在一定程度上减缓资金压力，但公司后续投资规模仍较大，仍存在一定资金需求。

### （3）租赁及其他收入

该公司租赁及其他收入主要包括物业租赁收入、服务费收入及销售产品收入等，其中租赁收入主要来自于上海旅游高等专科学校原校区、健康教育所、卓越 5 号楼、中小企业大厦等资产的租金收入。2017 年公司实现租赁及其他收入 0.14 亿元，毛利率为-33.65%，租赁收入和毛利率双降，主要系个别租户违约未按期履行租赁合同所致，目前正在调解过程中。

## 管理

跟踪期内，该公司在产权结构、法人治理结构、重要管理制度等方面未发生重大变化。

跟踪期内，该公司高管人员部分发生变动，除此之外公司在产权结构、法人治理结构、重要管理制度等方面未发生重大变化。截至 2017 年末，公司实收资本仍为 3.00 亿元，上海市奉贤区国有资产监督管理委员会（简称“奉贤区国资委”）为公司唯一股东。

根据该公司 2018 年 5 月 29 日《企业信用报告》，跟踪期内，公司本部无违约情况发生。根据查询国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2018 年 6 月 22 日，未发现公司存在异常情况。

## 财务

跟踪期内，受土地资产划出影响，该公司所有者权益出现较大幅度下滑，资产负债率显著提升，负债经营压力增大。受土地出让收入下降、收到的土地出让金返还款大幅减少影响，2017 年公司经营活动现金流转呈净流出状态。公司资产主要集中于以土地拆迁成本和基建成本为主的存货科目中，变现主要依赖于土地出让及政府回购，整体资产质量一般。

### 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 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及相关规定。

跟踪期内，该公司合并范围减少 2 家子公司，分别为上海筑晏实业有限公司（以下简称“筑晏实业”）和上海筑晏农贸市场经营管理有限公司（以下简称“筑晏农贸市场”），不再纳入合并范围的原因为已注销；其中筑晏实业主营五金交电、机电设备、石材、钢材、建筑材料等，筑晏农贸市场主营业务为为市场内农产品经营者提供市场管理服务、零售等。

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

该公司主要负责奉贤区南桥新城区域内土地开发业务和市政基础设施建设等任务，资金投入量较大。2017 年末公司负债总额为 121.75 亿元，同比增长 17.66%，主要系公司新增大量长期借款以及收到较大规模的市政基础设施项目建设资金所致。同时，受资产划出影响，当年末所有者权益同比下降 27.13% 至 77.63 亿元，年末资产负债率为 61.06%，较上年末提升 11.79 个百分点，负债经营压力增大。2017 年末公司刚性债务余额为 77.57 亿元，同比增长 30.19%，股东权益与刚性债务比率显著下降 78.73 个百分点至 100.08%，股东权益对刚性债务的覆盖程度大幅下滑。

该公司负债仍以非流动负债为主，与主营业务的经营周期匹配性较高，2017 年公司长期借款显著增加，年末长短期债务比同比增加 61.39 个百分点至 176.97%。从具体构成看，当年末公司流动负债余额为 43.96 亿元，同比下降 8.42%，主要由应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。其中应付账款余额为 3.89 亿元，同比下降 14.69%，主要系公司偿付了部分应付工程款所致；预收账款余额为 13.57 亿元，同比增长 1.59%，主要为政府提前拨付的工程款；其他应付款余额为 3.58 亿元，较上年末下降 52.61%，主要为与南桥地区曙光庙泾光明动拆迁管理办公室、上海奉贤城乡建设投资开发有限公司等的往来款下降所致；一年内到期的非流动负债余额为 21.99 亿元，基本与上年末持平，包含一年内到期的长期借款 20.49 亿元和一年内到期的应付债券 1.50 亿元。

从非流动负债构成来看，2017 年末该公司非流动负债余额为 77.79 亿元，同比增长 40.22%，主要由长期借款和专项应付款构成，分别占非流动负债的比重为 67.97% 和 26.77%。当年末，公司长期借款余额为 52.88 亿元，其中 34.89 亿元为保证借款，由上海奉贤区国有资产经营有限公司提供担保的金额为 32.78 亿元；9.23 亿元为抵押贷款，以土地使用权、投资性房地产等资产抵押取得；7.77 亿元为信用借款。当年末公司新增专项应付款 4.37 亿元至 20.83 亿元，系政府拨付的市政基础设施项目建设资金。此外，当年末应付债券余额为 2.59 亿元，为 2013 年发行待偿还的企业债券，同比下降 33.25%，系公司将 2018 年到期的应付债券转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2017 年末，该公司无对外担保。

### (2) 现金流分析

2017 年，该公司销售商品、提供劳务收到的现金为 16.65 亿元，同比下降 55.74%，主要系当年土地出让收入下降、收到的土地出让金返还款大幅减少所致，受此影响，当年公司营业收入现金率较上年下降 61.75 个百分点至 101.96%，经营活动产生的现金净

流出 14.84 亿元。2017 年，公司投资性现金净流出 2.49 亿元，主要为公司对九棵树未来艺术中心投入的工程款项。2017 年，公司新增大量长期借款以弥补经营活动及投资活动资金缺口，当年公司筹资性现金净流入 14.93 亿元。

### （3）资产质量分析

2017 年末，该公司所有者权益为 77.63 亿元，同比下降 27.13%，主要系根据奉贤区国资委通知，公司名下奉贤区拓林镇 13 街坊 2/2 丘和奉贤区奉新镇 1 街坊 23/29 丘土地划出，公司资本公积减少 31.35 亿元。上海市奉贤区奉贤新城建设管理委员会拟通过划入安置房资产进行补偿，估计成本价值约 70 亿元，具体资产划转方案及实施进度需关注。2017 年公司收到奉贤区国资委注入的资本金以及购买子公司中小企业总部商务区少数股东股权等，增加资本公积 1.13 亿元。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，2017 年末三者占比分别为 3.86%、12.62% 和 77.09%，公司未分配利润占比较高，不利于公司资本结构的稳定。

2017 年末，该公司资产总额为 199.38 亿元，同比下降 5.06%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 86.91% 和 13.09%。2017 年末公司流动资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款和存货构成，占流动资产的比重分别为 11.37%、13.39%、8.26% 和 66.71%。其中货币资金为 19.70 亿元，同比下降 13.24%，无受限情况，年末现金比率为 44.81%，即期偿付能力较强；预付款项余额为 23.20 亿元，同比增长 79.49%，主要系预付上海高屋置业有限公司开发的金水苑 5 期安置房款 23.18 亿元<sup>3</sup>；其他应收款余额为 14.32 亿元，同比增长 139.29%，主要应收奉贤区南桥镇光明村村民委员会 6.40 亿元暂借款及应收奉贤区土地储备中心 2.29 亿元的往来款，对公司资金形成一定占用；存货余额为 115.60 亿元，主要为土地及基建开发成本，同比下降 19.83%，系土地资产划出所致。2017 年末，公司非流动资产为 26.10 亿元，同比增长 9.30%，主要系新增其他非流动资产所致；当年末投资性房地产余额 21.48 亿元，占非流动资产的比重为 82.32%，主要为上海旅游高等专科学校原校区（五四公路 2011 号）、中小企业大厦和卓越 5 号楼等租赁资产；其他非流动资产余额为 2.61 亿元，占非流动资产的比重为 9.98%，主要包括对竹林教育股权投资款 1.36 亿元、九棵树项目工程款 0.95 亿元等。

### （4）流动性/短期因素

截至 2017 年末，该公司货币资金余额为 19.70 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 89.11%，即期债务偿付能力较强。2017 年末，公司流动比率和速动比率分别为 394.21% 和 78.44%，两项指标均处于较好水平，但公司资产主要集中在土地拆迁成本和基建成本为主的存货科目中，变现主要依赖于土地出让金回笼及政府回购，公司资产质量一般。

截至 2017 年末，该公司受限资产合计账面价值为 28.13 亿元，占公司资产总额的比重达 14.11%，主要包含 26.32 亿元的投资性房地产及 1.81 亿元的土地使用权。

<sup>3</sup> 该安置房用于安置因土地拆迁而形成的拆迁户，成本纳入土地开发成本中核算。

### 3. 公司盈利能力

2017年，该公司实现营业收入为16.33亿元，同比下降28.93%，主要系当年出让的土地主要为价格较低的商业用地和安置房用地。同样受此影响，公司综合毛利率17.48%，较2016年显著下滑71.60个百分点。当年公司期间费用为1.03亿元，期间费用率为6.33%，维持在较低水平。公司自身盈利能力较强，盈利主要来源于营业毛利，政府补助占比相对较小，2017年公司获得政府补贴收入为1.38亿元。主要受毛利显著下滑影响，当年公司实现净利润为2.76亿元，同比下降86.43%；总资产报酬率和净资产收益率分别为1.57%和3.00%，资产获利能力大幅下降。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍主要负责奉贤区南桥新城（奉贤新城）地区范围内一级土地开发、市政基础设施建设等工作，业务地位仍较突出。2017年受出让土地主要为商业和安置房用地影响，公司营业收入有所下降，但土地出让款回笼进度仍较好。受土地资产划出影响，公司所有者权益下降幅度较大，但股东权益对刚性债务的保障程度尚可；且保持了相对充裕的货币资金，公司即期债务偿付能力较强。

### 2. 外部支持因素

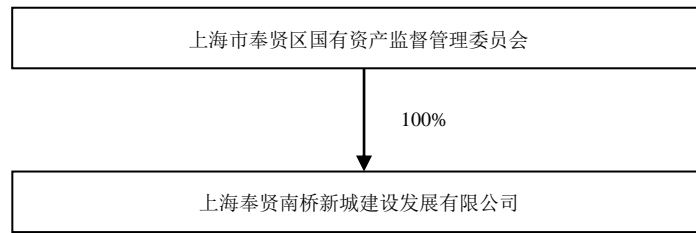
该公司主要负责奉贤区南桥新城（奉贤新城）地区范围内一级土地开发、市政基础设施建设等工作，能持续获得政府专项建设资金以及政府补贴的支持。截至2017年末，公司收到的专项建设资金为20.83亿元。此外，公司每年均能收到一定的政府补贴，2017年公司收到政府补助为1.38亿元。截至2018年3月末，公司共获得银行授信总额20.50亿元，尚未使用额度为4.20亿元。

## 跟踪评级结论

跟踪期内，该公司仍主要负责上海市奉贤区南桥新城（奉贤新城）地区范围内一级土地开发、市政基础设施建设等工作。虽然当年出让土地面积显著提升，但由于出让的土地主要为商业和安置房用地，土地价格及毛利规模普遍较小，公司收入规模及盈利能力双降。公司基础设施建设业务较稳定，但在建及拟建项目投资规模较大，未来仍存在一定的融资需求。受土地资产划出影响，公司所有者权益出现较大幅度下滑，资产负债率显著提升，负债经营压力增大。受土地出让收入下降、收到的土地出让金返还款大幅减少影响，2017年公司经营活动现金流流转呈净流出状态。公司资产主要集中于以土地拆迁补偿成本和基建成本为主的存货科目中，变现主要依赖于土地出让及政府回购，整体资产质量一般。上海市奉贤区奉贤新城建设管理委员会拟对公司划入安置房资产，以补偿2017年无偿划出的两块农田水利用地，具体资产划转方案及实施进度需关注。

附录一：

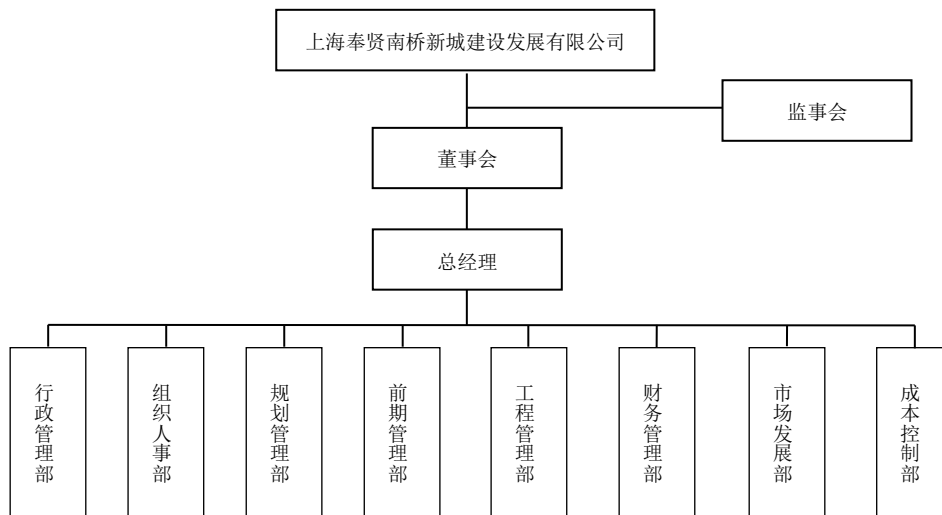
**公司与实际控制人关系图**



注：根据奉贤南桥提供的资料绘制（截至 2017 年末）

附录二：

**公司组织结构图**



注：根据奉贤南桥提供的资料绘制（截至 2017 年末）

## 附录三：

## 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]	172.18	210.01	199.38
货币资金[亿元]	27.04	22.70	19.70
刚性债务[亿元]	60.32	59.58	77.57
所有者权益[亿元]	85.06	106.53	77.63
营业收入[亿元]	21.92	22.98	16.33
净利润[亿元]	15.10	20.34	2.76
EBITDA[亿元]	15.41	21.15	3.26
经营性现金净流入量[亿元]	32.03	1.60	-14.84
投资性现金净流入量[亿元]	-0.20	-1.31	-2.49
资产负债率[%]	50.60	49.27	61.06
长短期债务比[%]	220.10	115.58	176.97
权益资本与刚性债务比率[%]	141.01	178.81	100.08
流动比率[%]	575.46	387.79	394.21
速动比率[%]	131.68	60.42	78.44
现金比率[%]	99.35	47.30	44.81
利息保障倍数[倍]	3.39	5.62	0.98
有形净值债务率[%]	102.45	97.15	156.86
担保比率[%]	—	0.14	—
毛利率[%]	64.22	89.08	17.48
营业利润率[%]	60.34	84.47	18.09
总资产报酬率[%]	9.14	11.04	1.57
净资产收益率[%]	19.43	21.23	3.00
净资产收益率*[%]	19.11	21.16	3.00
营业收入现金率[%]	117.41	163.71	101.96
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	132.30	4.25	-32.27
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	35.44	1.68	-13.18
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	131.47	0.78	-37.68
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	35.21	0.31	-15.38
EBITDA/利息支出[倍]	3.40	5.63	0.99
EBITDA/刚性债务[倍]	0.21	0.35	0.05

注：表中数据依据奉贤南桥经审计的 2015-2017 年度财务数据整理、计算。



附录四：

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%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	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%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(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

附录五：

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。