

上海南房（集团）有限公司

2021 年公开发行公司债券（第一期）

## 跟踪评级报告

## 跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2022]101322】

**评级对象：** 上海南房（集团）有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）

	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	2022 年 7 月 27 日
<b>首次评级：</b>	AA	稳定	AA	2021 年 8 月 11 日

### 主要财务数据

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
金额单位：人民币亿元			
<b>母公司数据：</b>			
货币资金	17.80	13.05	27.52
刚性债务	2.81	9.54	25.70
所有者权益	25.16	35.01	58.38
经营性现金净流入量	21.20	-4.92	-9.97
<b>合并数据及指标：</b>			
总资产	72.41	78.39	150.73
总负债	44.21	40.25	84.16
刚性债务	2.81	9.54	40.70
所有者权益	28.20	38.15	66.56
营业收入	23.38	41.26	19.08
净利润	0.94	8.24	4.57
经营性现金净流入量	29.79	0.55	-6.18
EBITDA	1.40	10.94	6.63
资产负债率[%]	61.06	51.34	55.84
长短期债务比[%]	7.48	46.02	109.69
营业利润率[%]	5.28	26.19	33.14
短期刚性债务现金覆盖率[%]	1062.31	696529.78	94749.52
营业收入现金率[%]	164.24	46.86	86.26
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	286.19	-95.15	-28.13
EBITDA/利息支出[倍]	2.51	218.21	6.18
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	1.77	0.26

注：发行人数据根据南房集团经审计的 2019-2021 年财务数据整理、计算。

### 分析师

张玉琪 zhangyq@shxsj.com  
 吴梦琦 wmq@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”）对上海南房（集团）有限公司（简称“南房集团”、“发行人”、“该公司”或“公司”）及其发行的 21 沪房 01 的跟踪评级反映了 2021 年以来南房集团在外环境、业务地位、资本实力及债务偿付等方面保持优势，同时也反映了公司在收入及盈利波动、资本支出及项目开发进度等方面继续面临压力。

#### 主要优势：

- **外部环境良好。**黄浦区为上海市中心城区，经济发展水平较高，跟踪期内经济总量保持增长，可为南房集团业务开展提供良好的外部环境。
- **业务地位重要。**跟踪期内，南房集团仍为黄浦区国资委下属国有企业，受政府委托承担黄浦区内部分公房管理、动拆迁及保障房建设任务，业务地位重要。
- **资本实力提升。**跟踪期内黄浦区国资委对南房集团进行多次货币增资，公司权益资本规模较 2020 年末大幅增长，资本实力提升。
- **债务偿付能力强。**跟踪期内，随五坊园四期及士林华苑二期等旧改项目的推进，公司刚性债务虽大幅增长，但得益于黄浦区国资委持续增资，公司股东权益仍可覆盖刚性债务；且目前债务结构期限合理、资金成本较低，整体债务本息偿付压力不大。

#### 主要风险：

- **业务收入及盈利易波动。**旧区改造项目开发业务对南房集团收入和盈利情况影响较大，但该类业务较易受房地产行业政策调控及项目开发及销售进度等因素影响，易产生波动，2021 年公司收入及利润均同比下滑。
- **资本支出压力。**跟踪期内，南房集团集中开发五坊园四期、士林华苑二期等项目，后续投资

资金需求较大，公司将面临较大的资本支出压力。

- 项目开发进度存在一定不确定性。跟踪期内，南房集团开发的旧区改造项目涉及房屋征收拆迁等，开发周期较长，开发进度或存在一定不确定性。

### ➤ 未来展望

通过对南房集团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



## 上海南房（集团）有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照上海南房（集团）有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）（简称“21 沪房 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据南房集团提供的经审计的 2021 年财务报表及相关经营数据，对南房集团的财务状况、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 2021 年 8 月公开发行 21 沪房 01，发行规模为 5.00 亿元，票面利率为 3.60%，期限为 5（3+2）年。本期债券募集资金全部用于旧城改造项目黄浦区士林华苑二期项目的动拆迁及历史建筑保护，该项目总投资估算为 87.74 亿元，截至 2022 年 6 月末已完成投资 44.39 亿元，募集资金已按要求全部使用完毕。截至 2022 年 7 月 11 日，公司已发行债券待偿还本金余额共计 5.00 亿元，债券尚未到期支付。

图表 1. 截至 2022 年 7 月 11 日公司存续债券概况（单位：亿元、年、%）

债项名称	发行金额	债券余额	期限	发行利率	发行时间
21 沪房 01	5.00	5.00	5（3+2）	3.60	2021 年 8 月

资料来源：南房集团

## 业务

### 1. 外部环境

#### （1）宏观环境

2022 年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。国内经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境发生了明显的不利变化，经济发展的压力加大。短期内，我国实现年度增长目标任务艰巨，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年上半年，在疫情、通胀、紧缩性货币政策以及地缘政治冲突等众多不利因素交织影响下，全球经济增长动能持续减弱、衰退风险加大，我国经济发展面临的外部环境更趋复杂严峻。新冠变异毒株致死率下降但传染性显著增强，疫情对经济活动的影响

仍在延续。全球物价指数涨幅创多年新高，采取紧缩性货币政策抗击通胀已成为包括美联储、欧洲央行等在内的全球多数央行的一致行动，推动了利率快速大幅攀升，进一步加重了债务负担，叠加美元明显走强，全球经济金融运行面临重大挑战。俄乌军事冲突加剧地缘政治风险的同时，也威胁了全球的粮食和能源安全，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济在遭遇疫情二次冲击后再次步入恢复进程，因内外环境较前次相比已发生了明显的不利变化，面临的“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力进一步加大。失业率从高位回落，消费者物价指数温和上涨、工业生产者出厂价格指数涨幅逐渐下降。工业中采矿业的生产与盈利增长均较快，而除高技术产业外的制造业大多明显放缓或同比下降，上中下游的强弱差异仍较为明显。消费受到的负面影响最大，恢复也较为缓慢；基建、高技术制造业以及技改投资对固定资产投资增长贡献较大，房地产开发投资仍低迷；受高基数与港口运输影响，出口增速回落但具韧性。人民币汇率阶段性承压，在 SDR（特别提款权）中的份额提升，人民币资产对全球投资者的吸引力有望提升。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大力度，为短期内的经济恢复和实现年度目标提供支持。我国财政政策积极发力，推出一系列“退、缓、补、购、奖”措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，专项债的发行与资金使用亦显著加快，将是带动内需修复的重要力量；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展以及重大项目的支持；同时推动贷款市场报价利率改革效能释放，降低企业综合融资成本。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，实现 5.5% 左右的增长目标在疫情的再度冲击下任务加重，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计工业生产在高技术产业带动下恢复较快，但原材料与工业品价格的大幅波动，对工业企业经营的稳定性带来考验；消费的恢复偏缓慢，疫情仍将是导致消费波动的重要因素；基建和制造业投资有基础保持较快增长，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## （2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式渐趋规范，市场化转型进度不断推进。2021 年以来，疫后经济

逐步修复,政府隐性债务管控政策常态化趋严,城投企业融资环境有所收紧。中短期内,政府隐性债务“控增化存”的政策导向预计仍将延续,“分类管控”和房地产调控等因素或将加剧区域融资分化。

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,全国各地区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。“十四五”时期,全面推进乡村振兴,完善新型城镇化战略是我国经济社会发展的主要目标和重大任务之一,其中明确提出要深入推进以人为核心的新型城镇化战略,发展壮大城市群和都市圈,推进以县城为重要载体的城镇化建设,实施城市更新行动,完善住房市场体系和住房保障体系,提升城镇化发展质量。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,城投企业作为其中的主要参与者,其重要性预计中短期内仍将保持。

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了举足轻重的作用,但同时债务规模也不断增大,风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理,国务院于2014年9月发布《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。此后,地方政府债务管理日益严格,城投企业所面临的融资政策环境持续调整,但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势,市场化转型的进度也不断推进。具体来看,2017年至2018年上半年,随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为,以及一系列地方融资监管政策的密集出台,行业监管力度显著趋严,“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。2018年下半年至2019年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布,城投企业融资政策环境一定程度上有所改善。2020年初,我国出现新型冠状病毒肺炎疫情,为应对疫情冲击、稳固经济增长,基建扩容被普遍认为是重要抓手之一,城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体,其在逆周期调节及社会维稳中的作用有所加强,全年融资环境整体相对宽松。

2021年以来,随着疫后经济逐步修复,政府隐性债务“控增化存”监管政策常态化趋严,城投企业融资环境总体有所收紧。2021年4月,《国务院关于进一步深化预算管理制度改革的意见》(国发[2021]5号)发布,再次提出坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量;严禁地方政府以企业债务形式增加隐性债务。同年,沪深交易所公司债发行上市审核指引、银保监发[2021]15号文及补充通知等政策出台,明确了侧重于对小规模或者承担地方政府隐性债务的城市建设企业等的融资管理条款,增加了相关主体部分融资渠道的限制。城投企业债务增速放缓,但区域融资分化继续,头部地区城投企业净融资规模依然扩张,且在融资成本方面具有良好的议价能力,尾部区域城投企业再融资压力有所加大,净融资规模受限。

2022年,在“稳字当头、稳中求进”的政策主基调下,作为城市基础设施的主要投资建设主体,城投企业的合理融资需求预计仍有一定保障,存量债务周转及应政策要求

适度超前开展基础设施投资相关的资金需求有望获得支持，但同时预计政府隐性债务“控增化存”的政策导向仍将延续，城投企业融资仍会受到重点管控，业务模式调整和市场转型仍是可持续发展的题中之义。监管层面对于高债务地区、低层级城投企业的关注度提高，在“分类管控”和房地产调控等政策综合影响下，区域融资分化或将加剧，债务负担重、土地财政依赖度高而房地产市场景气度下行区域的城投企业整体再融资压力可能进一步加大。

### （3）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，已形成以金融服务业、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；2021年全区经济实现疫后良好的恢复性增长态势。由于区域内可供开发土地规模有限，商品房交易主要集中在二手房市场，当年全区房地产交易金额及面积保持增长。2022年以来，全国疫情多点爆发，上海市4、5月份执行全域静态管理疫情防控措施，黄浦区经济预计受到一定影响。

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，作为长江经济带的核心城市，上海市战略地位突出，具有显著的集聚辐射功能，系我国经济、科技、金融、贸易、会展和航运中心，在全国经济建设和社会发展中具有十分重要的地位和作用。

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。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2021年末，黄浦区区域面积20.52平方公里，常住人口58.21万人。

2021年，黄浦区综合实力持续增强，经济总量持续增长，全区经济以发展第三产业为主。2021年，黄浦区实现地区生产总值2902.40亿元，在上海16个市辖区中排名保持第二位；全区经济实现疫后良好的恢复性增长态势，当年经济增速同比提升5.5个百分点至7.0%；其中，第二产业增加值为44.99亿元，可比下降3.5%；第三产业增加值为2857.41亿元，占全区地区生产总值的比重高达98.4%，增速为7.2%。黄浦区第三产业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1232.40亿元，同比增长7.6%，占全区地区生产总值的比重为42.5%；黄浦区深化落实“外滩金融科技十条”，配套发布《关于落实〈外滩金融集聚带关于加快推进金融科技发展的实施意见〉的实施细则（试行）》；积极引进重点持牌金融机构，中外合资星展证券成功落地，甬兴证券上海分公司、人保财险上海再保险运营中心等顺利开业；持续优化外滩金融综合生态，支持“上海黄浦华大亚浦金融科技应用研究院”成功获批，支持“第三届外滩金融峰会”等活动顺利举办。2022年以来，全国疫情多点爆发，3月上海市亦受突发疫情影响，尤其是4、5月份执行全域静态管理防控措施期间，上海市投资、消费及进出口等经济活动

均受到极大限制，上半年度全市地区生产总值增速同比下降 5.7%；黄浦区经济增速预计亦受到一定影响。

**图表 2. 2019-2021 年黄浦区主要经济指标及增速（单位：亿元、%）<sup>1</sup>**

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	2577.97	6.7	2616.94	1.5	2902.40	7.0
第三产业增加值	2529.20	6.8	2571.62	1.7	2857.41	7.2
全社会固定资产投资	95.12	--	149.88	--	192.52	--
社会消费品零售总额	882.36	1.4	1366.36	-3.8	1586.34	16.1
进出口总额	715.00	-2.8	817.80	2.2	1227.30	50.2

资料来源：黄浦区 2019-2021 年国民经济与发展统计公报

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，拥有多处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。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，并已具有一定成效。2021 年，黄浦区引进内资 363.98 亿元，引进外资合同金额 16.46 亿美元。2021 年全区引进高端服务企业 332 家，引进总部型企业 10 家，引进投资类企业 36 家；新引进外商投资项目 176 项，新增跨国公司地区总部 5 家；营商环境持续优化。

2021 年，黄浦区固定资产投资主要集中于房地产开发投资及基本建设和改造方面，当年完成固定资产投资总额为 192.52 亿元，其中基本建设和改造、房地产投资分别为 14.29 亿元和 178.23 亿元，基本建设投资因区域公建配套较为成熟而处于低位，故整体投资规模不大。城市建设方面，当年完成下水道养护工程 84.50 万米；完成一般养护实物工程 18.81 万平方米；完成道路养护总长度 229.66 公里，面积 425.12 万平方米。同时全年改造涉及危旧房面积 65.31 万平方米，旧改签约居民 26125 户，其中 72 街坊、135 街坊、五坊园四期等项目已处于收尾阶段。此外，为深化美丽家园建设，全区 10 个街道 20 个美丽家园小区建设已全部完成；加快新型基础设施建设，全区完成 1600 余个 5G 室外基站、10700 个室内小站建设，100 余处楼宇和公共场所开通 5G 信号并；完成 2.68 万户困难家庭免费升级百兆宽带。

房地产方面，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。2021 年，黄浦区房地产开发投资为 178.23 亿元。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，近年来上海市贯彻国家因城施策的房地产调控政策，2021 年全区房产成交总面积为 87.59 万平方米，同比增长 10.9%；房产交易总额为 801.34 亿元，同比增长 18.4%。

<sup>1</sup> 指标绝对数按照当年价格计算，增长速度按照可比价格计算。

图表 3. 2019 年以来黄浦区房屋建设、销售情况（单位：万平方米、亿元、%）

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	面积	增速	面积	增速	面积	增速
住宅施工面积	124.45	--	125.81	--	105.98	--
全区房产交易额	512.48	41.4	677.06	32.1	801.34	18.4
其中：存量房成交金额	219.51	5.3	302.08	37.6	378.26	25.2
商品房销售金额	127.09	85.1	84.04	-33.9	195.01	132.1
商品房预售金额	165.88	94.9	290.94	75.4	228.07	-21.6
全区房产交易面积	69.97	33.6	79.02	12.9	87.59	10.9
其中：存量房成交面积	34.19	14.8	42.04	23.0	48.96	16.5
商品房销售面积	21.21	46.0	11.16	-47.4	20.73	85.8
商品房预售面积	14.58	81.2	25.82	77.2	17.90	-30.7

资料来源：黄浦区 2019-2021 年国民经济和社会发展统计公报

作为上海核心区，黄浦区土地价值处于较高水平，但可供出让的土地有限。2021 年，黄浦区共成交 2 宗用地，其中 1 宗住宅用地面积为 1.72 万平方米，成交总价为 5.91 亿元；另外 1 宗为综合用地，面积为 12.51 万平方米，成交总价为 176.00 亿元。

## 2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍作为黄浦区国资委下属国有企业，业务范围涵盖公房管理、物业服务、房屋动拆迁、房屋租赁、保障房代建及旧区改造等。2021 年公司各业务板块经营相对稳定，但受旧区改造项目交房节奏及动拆迁补偿资金拨付进度等影响，公司收入结构有所变动、营业收入规模同比下滑。现阶段五坊园四期、士林华苑二期项目为公司重点开发项目，士林华苑二期项目目前正处于征拆迁及规划调整阶段，开发周期较长且资金需求较大，公司面临较大的资本支出压力。

跟踪期内，该公司为上海市黄浦区国有资产监督管理委员会（以下简称“黄浦区国资委”）下属国有企业，仍主要负责上海市原南市区范围内的公房管理及维护、公房物业及市场化物业服务、存量房产出租、黄浦区内的部分房屋征收及动拆迁、保障房代建及旧区改造等业务，目前所从事部分业务具备一定的政府指导属性，部分业务收入及盈利规模有限。2021 年，公司实现营业收入为 19.08 亿元，较 2020 年营业收入减少 22.18 亿元，主要系 2021 年公司旧区改造项目交房量减少所致。

从业务收入结构来看，该公司营业收入结构受保障房销售业务和旧区改造业务影响较大，2021 年，公司实现保障房建设收入为 0.05 亿元，在营业收入中占比为 0.28%，收入较 2020 年减少 82.89%，主要系保障房项目销售进入收尾阶段所致；同期，公司实现旧区改造业务收入为 12.33 亿元，在营业收入中占比为 64.61%，为当年公司收入的主要来源，同比下降 67.87%系当年交房数量较少所致。物业管理业务主要涉及公房管理及市场化物业服务等，2021 年合计实现包含公房租金、物业服务及市场化物业管理费在内的物业管理业务收入 0.64 亿元，同比增长系子公司上海士韵置业有限公司（以下简称“士韵置业”）收到一笔由上海市浦东新区住宅发展和保障中心发放的市属保障性住房外墙外保温维修项目补贴在物业管理业务板块核算所致；同时公司未来打算逐步拓展市场化物业管理服务业务，预计该部分业务收入未来有一定增长空间。同期，公司实现动拆迁业务收入 4.80 亿元，该部分收入主要来自公司持有的空置公房被动迁后获得的动拆迁补偿

和子公司提供动迁劳务获得的劳务收入，两类业务均由政府付费，收入规模受结算进度及资金拨付影响，且业务本身也受黄浦区内动迁计划影响存在一定的不确定性，2021 年收入较 2020 年增长 358.03%，主要系当年公司本部一次性收到 3.30 亿元动迁补偿收入所致。公司通过将持有的闲置住宅及商铺对外出租获得房产出租收入，2021 年实现房产出租业务收入 0.59 亿元，较 2020 年大幅增长 97.13%，主要系当年新增南舒房屋租赁项目、黄浦区国资委于 2020 年底划拨资产产生了租金收入以及部分旧租赁项目重新按新评估价签订新协议租金上涨所致。2021 年，公司其他业务收入合计 0.67 亿元，主要包含应急维修收入以及公司本部收到的财政划拨的保安保洁费。

**图表 4. 2019 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元，%）**

业务类型	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>营业收入</b>	<b>23.38</b>	<b>100.00</b>	<b>41.26</b>	<b>100.00</b>	<b>19.08</b>	<b>100.00</b>
物业管理业务	0.53	2.26	0.53	1.28	0.64	3.36
动拆迁劳务	1.32	5.66	1.05	2.54	4.80	25.14
保障房建设业务	20.24	86.56	0.31	0.75	0.05	0.28
旧区改造业务	0.17	0.71	38.38	93.03	12.33	64.61
房产出租业务	0.46	1.98	0.30	0.73	0.59	3.10
其他业务	0.66	2.83	0.70	1.68	0.67	3.51
<b>毛利率</b>		<b>7.70</b>		<b>30.34</b>		<b>39.64</b>
物业管理业务		-23.13		9.91		24.55
动拆迁劳务		69.25		61.44		78.86
保障房建设业务		1.33		-21.24		-71.15
旧区改造业务		73.10		30.04		25.29
房产出租业务		70.10		47.44		65.53
其他业务		44.07		30.86		23.10

资料来源：南房集团

### （1）物业管理业务

该公司成立之初职能定位为负责对坐落在原南市区范围内的 328.18 万平方米直管公房进行房屋和物业管理，在此基础上，公司逐步拓展业务范围，增加部分市场化物业管理业务。

跟踪期内，公房物业管理仍主要由子公司上海南房集团物业管理有限公司（以下简称“南房物业”）负责。南房物业主要为该公司成立之初管理的公房提供物业服务。目前公房包含直管公房和售后公房，直管公房是指由公司管理的使用权房屋，售后公房是指由居民购买产权后的公房。对于直管公房部分，公司通过向租户收取租金<sup>2</sup>及为其提供物业管理服务（含专项整治活动，如二次供水改造、消防简易喷淋改造、卫生间改造等活动）获得租金、物业管理费、专项整治费及保安保洁费等；对于售后公房，公司主要获得物业管理费。基于公房产生的特殊背景，该类业务不以盈利为目的，具备公益属性，公房租金标准和物业管理收费标准均由房管局统一确定。在具体操作执行方面，2018 年 7 月之前，南房物业将直管公房和售后公房的物业管理业务以外包形式委托由民营企业

<sup>2</sup> 该公司经授权经营的直管公房所收取的租金，必须全部用于直管公房的维修、管理以及成套改造，不得挪作他用。

上海新东门物业管理有限公司等 7 家民营物业公司负责，具体由民营物业公司为住户提供物业服务，南房物业再按一定标准拨付给其服务费。2018 年 7 月起，公司将该项管理权收回，由子公司南房物业提供实际的物业服务。公司最初经授权管理的公房面积为 328.18 万平方米，期间历经动迁、划拨产权、公房出售等，截至 2021 年末，公司经授权管理的直管公房面积约 121.60 万平方米，售后公房面积约 82.50 万平方米。租金标准方面，该类业务公益属性较强，公房租金水平很低，自公司负责该业务以来一直未作调整，平均租金约为 19 元/平方米/年。

市场化物业管理业务主要由子公司上海齐锦物业有限公司（以下简称“齐锦物业”）负责。齐锦物业通过承接市场物业管理业务，并收取物业管理费及停车费、电梯广告费、维修费等其他费用，收费标准参考市场价。市场化物业管理业务盈利能力相对较好，但由于目前处于初期拓展阶段，规模较小，对公司物业管理业务板块盈利拉动有限。

## （2）动拆迁业务

该公司动拆迁业务包含三类，第一类是公司承租的直管公房或空置公房被列入动迁范围后，公司可根据被列入动迁范围的房屋数量、新旧程度、地段及面积等因素取得补偿收入，相关补偿执行上海市统一拆迁补偿标准。其中公司获得的动迁补偿款为空置公房被动迁后的 80% 部分，其余 20% 的残值部分对应的补偿款归政府所有，公司仅做代收代付处理。2021 年，公司直管空置公房被动迁面积为 2975.87 平方米，相应获得的动迁补偿收入为 3.30 亿元。

第二类是该公司下属子公司上海市黄浦第三房屋征收服务事务所有限公司（以下简称“第三征收所”）受黄浦区建设和管理委员会（以下简称“黄浦建管委”）委托提供动迁服务，实施标的项目房屋征收范围内房屋产权人（或承租人）、个体户及企事业单位房屋征收补偿安置的具体工作，期间共涉及两轮征询，第三征收所按照工作节点获得相应的劳务收入，劳务收入标准按照“基本服务费+绩效激励费+工作质量特别加奖”机制执行。2021 年，第三征收所动迁面积为 25.31 万平方米，相应结转的动拆迁劳务收入和成本分别为 0.88 亿元和 0.60 亿元。

第三类是子公司上海市南房屋动拆迁有限公司（以下简称“市南动拆迁公司”）接受黄浦建管委委托负责黄浦区内部分地块的具体拆迁施工工作，市南动拆迁公司与黄浦区建管委签订《地块综合管理劳务配合协议》和《工程施工合同》，具体工程内容涉及动迁地块未拆除房屋平时的固守、看管和拆平；之后市南动拆迁公司再通过公开招标方式将工程发包给承包方，并与其签订《地块综合管理协议》、《地块拆除工程部分工作量及应急抢险劳务配合协议》和《拆房承包安全协议》，由承包方负责具体的日常拆房基地封堵、看守和拆除等工作，市南动拆迁公司派工程项目经理负责监督和检查。2021 年，市南动拆迁公司负责拆迁的面积为 23.24 万平方米，同期相应结转的拆迁劳务收入和成本分别为 0.44 亿元和 0.32 亿元。

2021 年，该公司负责的三类动拆迁业务合计获得动拆迁劳务收入为 4.80 亿元，该类业务实际收入规模受资金拨付进度及上海市动迁改造整体规划影响较大，存在一定的不确定性，同期毛利率为 78.86%。

### (3) 房产出租业务

跟踪期内，房产出租业务运营主体仍主要为南房集团本部和上海士林置业有限公司（以下简称“士林置业”）、上海市房地产经营有限公司（以下简称“房地产经营公司”）及上海浩城置业有限公司（以下简称“浩城置业”）等子公司。用于出租的物业类型包含住宅及商铺，其中住宅类房屋资产主要为公司通过购买、自建、划拨及直管公房被动迁后由开发商以住宅房屋抵偿搬迁款等方式获得，在该类住宅类房屋闲置期间，公司通过将其出租获得租金收入。公司出租的商铺主要通过购买及自建方式获得。从分布区域来看，公司持有的物业呈点状分布，非常分散，其中主要分布在闵行区和黄浦区。截至 2021 年末，公司本部及下属子公司等主要运营主体持有的对外出租的各类住宅及商铺可出租面积总计为 59721.10 平方米，已出租面积为 55870.89 平方米。2021 年公司实现房产出租收入为 0.59 亿元，毛利率 65.53%，收入及毛利率较 2020 年均明显增长，主要系公司本部租赁物业新增南舒房项目，按市场价出租，收入占比及毛利较高，同时黄浦区国资委于 2020 年底划拨的房产产生了租金收入以及部分旧租赁项目重新按新评估价签订新协议租金上涨所致。

**图表 5. 2021 年末主要运营主体房产出租业务情况（单位：平方米、元/平方米/月、万元）**

运营主体	可出租面积	已出租面积	2021 年平均租金	2021 年出租收入
公司本部	24427.70	24427.70	106.52	3122.39
上海士林置业有限公司	21017.33	18729.98	79.72	1791.69
上海市房地产经营有限公司	3579.51	3204.32	67.32	258.84
上海浩城置业有限公司	10624.97	9437.30	61.97	726.45
上海市南房屋动拆迁有限公司	71.59	71.59	46.56	4.00
<b>合计</b>	<b>59721.10</b>	<b>55870.89</b>	<b>88.05</b>	<b>5903.37</b>

资料来源：南房集团

### (4) 保障房代建业务

保障性住房项目开发模式为该公司与项目所在区的住房保障和房屋管理局（以下简称“区房管局”）、上海市住宅建设发展中心（以下简称“上海住建中心”）签订三方协议，区房管局负责协调区域内保障性住房大型居住社区的建设推进工作，公司负责配套建设及住宅小区建设工作，上海住建中心负责协调推进工作；项目前期的征地及开发等资金由公司自筹，待项目竣工并取得房地产权证后，由上海住建中心按协议约定价格组织收购，该协议价格原则上不作调整，公司可按相关规定提出建房协议价格结算申请，进行差异调整。房源供应由上海住建中心组织相关部门统筹安排，公司按照上海市保障性住房供应的相关规定销售房源，房源销售价格与建房协议价格之间的差价由公司转付给上海住建中心。

**图表 6. 截至 2021 年末公司主要已完工保障房项目明细（单位：亿元，万平方米）**

项目名称	所在区域	项目类型	累计投资	可售面积	累计已售面积	累计销售金额
余北家园士辰苑（25A-01A 地块）	松江区	保障房	21.18	6.80	6.56	5.99
余北家园士清苑（11A-04A 地块）	松江区	保障房		3.30	3.30	3.91
余北家园士弘苑（28A-01A 地块）	松江区	保障房		10.50	10.50	11.84
三林地块	浦东新区	保障房	42.17	38.66	38.66	37.09
<b>合计</b>	--	--	<b>63.35</b>	<b>59.26</b>	<b>59.02</b>	<b>58.83</b>

资料来源：南房集团

该公司本部拥有房地产开发二级资质。近年来，公司主要开发的保障房项目包括松江区余北地块和三林地块，其中余北地块共包含余山北基地 25A-01A、11A-04A、28A-01A 三个地块，均位于松江区佘山镇区域范围内，三个地块隔路相望，均为由子公司上海士宸置业有限公司（以下简称“士宸置业”）负责开发的大型居住社区保障性住房项目，余北家园士辰苑（25A-01A 地块）、余北家园士清苑（11A-04A 地块）和余北家园士弘苑（28A-01A 地块）项目累计投资金额为 21.18 亿元，合计可售面积为 20.60 万平方米，累计已售面积 20.36 万平方米，仅士辰苑项目尚有部分尾房未实现销售，累计销售金额为 21.74 亿元。三林基地项目由公司子公司士韵置业作为项目公司负责开发的经济适用住房保障性住房项目；该项目地块面积约 13.39 万平方米，位于浦东新区三林镇范围内，累计投资 42.17 亿元，可售面积为 38.66 万平方米，已售面积为 38.66 万平方米，累计销售金额为 37.09 亿元。

2021 年，该公司保障房建设已进入收尾阶段，当年该公司确认保障房建设业务收入 0.05 亿元。作为黄浦区下属国有企业，公司出于一定的社会责任承担部分保障性住房项目的开发，该类业务盈利能力较差；同期公司保障房建设业务毛利率为-71.15%，同比继续大幅下滑系当年保障房收入按照协议价 0.72 万元结转，成本按照实际成本结转所致。

### （5）旧区改造业务

该公司作为黄浦区重要的旧区改造建设主体，按照上海市及黄浦区政府规划，参与区域内的旧区改造项目建设；在被列入上海市旧城区改造房屋征收范围并取得相关区政府旧城区改造征收范围批复的地块范围内，自筹资金开展居民动拆迁、历史建筑保护以及配套基础设施建设，使地块达到建设条件；之后对完成动拆迁后的地块进行城市更新的旧区改造项目建设，通过旧区改造建成的部分项目出售或出租等模式实现对前期投资的平衡。

近年来该公司重点开发的旧区改造项目主要为浦江公寓和五坊园项目。其中浦江公寓项目为 1999 年取得旧改地块，根据政府规划于 1999 年开始进行旧改土地动迁及土地整理，2015 年开始开工建设；地块位于黄浦区董家渡商圈内，地理位置优越，项目总投资 9.60 亿元，截至 2021 年末累计销售面积 1.90 万平方米，销售金额为 10.90 亿元，项目盈利情况较好。

图表 7. 截至 2021 年末公司重点开发项目明细 (单位: 亿元, 万平方米)

项目名称	所在区域	项目类型	总投资	累计投资	建筑面积	可售面积	累计已售面积	累计销售金额
浦江公寓	黄浦区	商品房	9.60	7.20	2.82	1.90	1.90	10.90
五坊园三期	黄浦区	商品房	25.00	21.38	7.74	5.31	4.89	51.58
五坊园四期	黄浦区	商品房	79.46	32.65	8.14	5.65	--	--
士林华苑二期	黄浦区	商品房	87.74	29.14	7.64	4.04	--	--
有巢·南舒房	黄浦区	保障性租赁房	0.88	0.54	0.74	--	--	--
<b>合计</b>	--	--	<b>202.68</b>	<b>90.91</b>	<b>27.08</b>	<b>16.90</b>	<b>6.79</b>	<b>62.48</b>

资料来源: 南房集团

五坊园为黄浦区内危棚简屋地块改造项目, 位于迎勋路以东、中华路以南、糖坊弄和桑园街以西、陆家浜路以北, 规划总占地面积约 9.41 万平方米。1998 年该公司获准按照“一次规划、分期实施”的原则负责开发五坊园项目, 其中五坊园一期和五坊园二期项目已于早期开发并销售完毕。

五坊园三期项目位于黄浦区迎勋路以东、江阴街以南、陆家浜路以北、河南南路以西, 项目总用地面积为 1.57 万平方米, 项目建设内容包括 4 幢高层住宅、1 幢集中商业及其他部分配套用房, 总建筑面积合计 7.74 万平方米, 其中地上面积 5.37 万平方米(住宅共计 349 套, 建筑面积 4.94 万平方米), 地下面积 2.37 万平方米。该项目开工时间为 2015 年 5 月, 竣工时间为 2020 年 5 月, 总投资为 21.38 亿元, 资金来源为公司自有资金及银行借款。截至 2021 年末五坊园三期项目累计销售金额为 51.58 亿元, 其中五坊园三期项目共建成 425 个停车位, 已销售 297 个, 销售金额为 1.30 亿元。

五坊园四期项目规划用地面积约 15535 平方米, 暂定总建筑面积 81397 平方米, 地上总建筑面积约 59033 平方米, 地下建筑面积约 22364 平方米。其中旧区改造及城市更新部分建设内容包括: 对适庐、庆成里 2 栋风貌保护建筑进行保护性改造, 暂定 2 层, 建筑面积约 651 平方米; 在地块中华路沿街侧新建商业街区, 建筑面积约 2665 平方米; 保留上海电话局南市总局 2 栋历史保护建筑, 建筑面积约 2191 平方米。项目于 2022 年初开始动工建设, 预计至 2024 年底竣工, 2025 年交付使用。项目概算总投资为 79.46 亿元, 资金来源为公司自有资金及银行借款, 截至 2021 年末已完成投资 32.65 亿元, 全部为动迁成本投入, 该项目目前处于动迁收尾阶段, 并准备办理建设工程施工许可证。

此外, 该公司旧改项目还包括士林华苑二期项目, 为本次跟踪债券募投项目。项目地块位于黄浦区内, 由公司自筹资金开展旧改土地拆迁整理开发, 概算总投资 87.74 亿元, 截至 2021 年末已完成投资 29.14 亿元, 全部为动迁成本投入, 由于该项目涉及房屋征收拆迁等, 开发周期较长, 目前尚处于动迁及规划调整阶段, 未来项目开展或受征拆迁进度影响。

有巢·南舒房项目为该公司长租房项目。西藏南路 1335#-1337#、1351#-1353#、1379#-1381#系老旧住宅公房, 始建于 1965 年, 由于房龄较长, 设施陈旧, 加之地铁 8 号线运行时造成震动, 房屋损坏较为严重, 已经影响到居民的居住安全; 本项目列入 2018 年的房屋修缮及厨房卫生改造范围。经黄浦区人民政府批准, 由公司具体负责该项目的推进、实施并代理经租管理。项目计划建设周期为 2019-2021 年, 规划改造面积为 7380 平方

米，计划总投资 0.88 亿元，截至 2021 年末已完成投资 0.54 亿元，尚未部分尾款待支付，项目投入运营并产生房产出租收入 1035 万元。

2021 年，该公司实现旧区改造收入 12.33 亿元，同比下降 67.87%，主要系当年五坊园三期项目交房数量下降所致；同期毛利率为 25.29%，亦同比下降 4.75 个百分点，系结转房屋单价不同而成本固定所致。整体来看，公司承担的旧区改造项目均位于黄浦区内，依赖于较好的区位因素，项目综合盈利能力良好。公司目前主要开发的五坊园四期及士林华苑二期等项目受动迁成本高影响，投融资压力较大。

## （6）其他业务

跟踪期内，该公司其他业务收入主要包含公司本部收到的保安保洁费 0.62 亿元和房屋维护业务收入 0.04 亿元。其中房屋维护业务负责主体为子公司上海南房集团应急维修服务中心（以下简称“南房集团维修中心”），维修中心对南房物业公司各服务中心管辖的直管公房和售后公房提供维修服务，具体内容主要包含小修工程、中修工程和大修工程三类，公司根据每年收到的财政资金及实际支出确认收入和成本，2021 年确认的房屋维护收入为 0.04 亿元。

## 管理

跟踪期内，黄浦区国资委对公司多次增资，使得公司资本实力提升；公司唯一股东及实际控制人仍为黄浦区国资委；同时公司进行正常人事更替，截至目前董监高均已到位。此外，公司在产权状况、法人治理结构、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。

2021 年 4 月 16 日，黄浦区国资委批复《上海南房（集团）有限公司关于增加注册资本金的请示》（南房（集团）[2021]请第 16 号），同意增加该公司注册资本金 15.00 亿元，主要用于旧区改造项目，增资后公司注册资本由 15.346 亿元增至 30.346 亿元。2021 年 9 月 27 日，黄浦区国资委批复《关于申请注资 11.12 亿元的请示》（南房（集团）[2021]请字第 58 号），同意增加公司资本金 11.12 亿元用于旧区改造，增资后公司注册资本由 30.346 亿元增至 41.466 亿元。2022 年 3 月 16 日，黄浦区国资委批复《上海南房（集团）有限公司关于申请增加注册资本金 20 亿元的请示》（南房（集团）[2022]请字第 8 号），同意增加公司注册资本 20.00 亿元，主要用于城市更新项目，资金分批注入，其中首期到位资金 10.00 亿元，增资后公司注册资本由 41.466 亿元增至 61.466 亿元。截至 2022 年 7 月 15 日，由于 20.00 亿元增资尚未完成工商变更登记，公司注册资本为 41.466 亿元，实收资本为 43.346 亿元；黄浦区国资委仍为公司唯一股东及实际控制人。

跟踪期内，该公司进行正常人事更替，根据黄浦区国有资产监督管理委员会决定，免去赵琳监事会主席、监事职务；同时公司召开第五届第五次职工代表大会，补选仇欣为公司职工监事。2022 年 6 月 7 日，根据黄浦区国有资产监督管理委员会决定，朱军浩同志任公司监事会主席。截至目前，公司董监高均已到位。

此外，该公司在股权结构、法人治理结构、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。

根据该公司提供的 2022 年 5 月 6 日《企业信用报告》，跟踪期内，公司无违约情况发生。根据国家工商总局、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 2022 年 7 月 11 日，该公司涉及多起租赁合同纠纷、房屋买卖合同纠纷等诉讼案件；此外，公司及主要子公司不存在重大不良记录。

## 财务

该公司业务收入及利润较易受房地产行业政策调控及项目开发、结算进度等因素影响，2021 年收入及利润均同比下滑。随五坊园四期及士林华苑二期等旧改项目的推进，公司取得较大规模的贷款融资，但得益于股东持续增资，公司资本实力提升，股东权益仍可覆盖刚性债务；且目前债务结构期限合理、资金成本较低，整体债务本息偿付压力不大。同时，五坊园四期及士林华苑二期项目已取得银团贷款授信，未来项目持续投入较有保障。

### 1. 公司财务质量

立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2021 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。公司财务报表编制执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。自 2021 年 1 月 1 日起，公司执行新金融准则、新收入准则及新租赁准则。

截至 2021 年末，该公司合并范围内共包含 13 家子公司，较 2020 年末合并范围无变化。

### 2. 公司偿债能力

#### （1）债务分析

2021 年末，该公司负债总额为 84.16 亿元，较 2020 年末大幅增长 109.13%，主要系其他应付款和长期借款大幅增长所致。期末公司资产负债率为 55.84%，较 2020 年末增长 4.50 个百分点。从负债期限结构来看，2021 年末公司长短期债务比为 109.69%，较 2020 年末大幅增加 63.67 个百分点。从负债构成来看，该公司负债主要由刚性债务、应付账款、其他应付款及长期应付款构成，2021 年末四者占比分别为 48.36%、4.11%、38.88% 和 3.30%。其中随着公司长期银行借款增加及发行债券，期末公司刚性债务规模较上年末大幅增长 326.75% 至 40.70 亿元。应付账款余额为 3.45 亿元，较 2020 年末减少 26.49%，主要为子公司士宸置业及集团本部形成的应付工程款及士林华苑项目形成的应付配套成本款项等。其他应付款余额为 32.72 亿元，较 2020 年末大幅增长 127.34%，主要系子公司第三征收所代收代付动迁款大幅增长所致；其中 1 年以内（含 1 年）款项规模占比为 97.90%。长期应付款余额为 2.78 亿元，较 2020 年末增长 5.17%，其中公房残值规模为 2.00 亿元，主要系公房拆迁后的 20% 部分尚未与黄浦区政府结算产生。

该公司对外融资主要用于弥补房地产开发项目资金缺口，且偏向中长期贷款，与项目开发周期较长的特点较匹配，但由于公司采取滚动开发的方式，加之商品房项目均位于黄浦区范围内，项目盈利及销售情况均良好，故整体资金压力可控。2021年末，刚性债务规模为40.70亿元，在总负债中占比为48.36%，股东权益与刚性债务比率为163.52%，随着刚性债务规模增加，该比率较2020年末下降236.39个百分点。具体来看，长期借款较2020年末大幅增长274.03%至35.66亿元，包括35.30亿元保证借款和0.36亿元信用借款；2021年新增发行债券5.00亿元。2022-2024年，公司分别计划偿还有息债务146万元、219万元和292万元，规模较小。整体来看，公司债务压力可控，但预计未来随着五坊园四期及士林华苑二期等项目集中投入，公司债务规模或将持续上升。

截至2021年末，该公司无对外担保事项。

## (2) 现金流分析

该公司主营业务主要涉及公房资产的管理及维护、物业服务、房产租赁、动拆迁劳务及房地产项目开发等，经营活动现金流量主要反映与公司主营业务相关的现金收支情况，2021年公司经营活动产生的现金流量净额由正转负至-6.18亿元，主要系当年对五坊园四期及士林华苑二期项目投入较大所致。2021年，公司营业收入现金率为86.26%，较2020年增加39.40个百分点。此外，公司下属子公司第三征收所受黄浦区建管委委托实施黄浦区内部分房屋征收工作，涉及到的房屋征收安置补偿费由黄浦区建管委拨付至专用账户后，再由第三征收所按照协议约定支付给被征收对象，相关现金收支在公司账面体现，2021年，公司收到及支付其他与经营活动有关的现金分别为275.98亿元和248.27亿元。在投资环节方面，该公司持有的豫园股份（证券代码：SH600655）股权每年可获得一定规模的投资分红，2021年取得投资收益收到的现金918.51万元；同时公司追加投资上海锐拓实业有限公司<sup>3</sup>（以下简称“锐拓公司”）600万元，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金0.92亿元，主要为公司本部支付划拨资产的土地补偿金及子公司购买房产；综合使得当年投资活动产生的现金流量净额为-0.89亿元。2021年，公司对外融资规模大幅增长，当年公司筹资活动产生的现金流量净额为48.86亿元，较2020年增长646.31%，其中吸收投资收到的现金为24.69亿元，包含公司本部收到的股东增资款及子公司士林置业收到少数股东上海奔汇投资咨询有限公司的投资款；同期取得借款收到的现金为26.14亿元；2021年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金为1.93亿元。

2021年，该公司EBITDA规模为6.63亿元，主要由利润总额构成，利润总额在公司EBITDA中占比为94.59%；EBITDA可覆盖利息支出；但随着刚性债务规模骤增，EBITDA对刚性债务覆盖程度下降至0.26倍。2021年，公司经营性现金净流入量及非筹资性现金净流入量为负，无法对刚性债务提供保障。

## (3) 资产质量分析

2021年末，得益于股东注资，该公司资本实力同比提升，期末所有者权益规模为66.56亿元，较2020年末大幅增长74.50%，其中，实收资本为33.35亿元，较2020年

<sup>3</sup> 由上海世博土地控股有限公司、上海地产租赁住房建设发展有限公司和该公司分别持股60%、20%和20%，经营范围为物业管理、停车场（库）经营管理、房地产租赁经营、房地产开发经营等。

末增加 18.00 亿元，为股东黄浦区国资委增资到位部分；资本公积较 2020 年末增加 1.88 亿元至 4.06 亿元，系子公司士林置业新增股东上海奔汇投资咨询有限公司的投资款；未分配利润较上年末增长 16.64%至 20.16 亿元，系经营积累；新确认少数股东权益 4.79 亿元，系士林置业新增少数股东后形成；其他综合收益为 1.82 亿元，系历年豫园股份公允价值增值部分。截至 2021 年末，公司实收资本及资本公积在所有者权益中占比为 56.19%，权益资本稳定性一般。

2021 年末，该公司资产合计规模为 150.73 亿元，较 2020 年末大幅增长 92.28%。资产结构保持稳定，以流动资产为主，流动资产占比为 86.52%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，2021 年末三者在流动资产中占比分别为 53.76%、4.05% 和 40.40%。其中，货币资金余额为 70.11 亿元，较 2020 年末大幅增长 147.52%，主要系公司获得股东增资及新增较大规模的银行借款，其中受限货币资金规模为 0.24 亿元；期末短期刚性债务现金覆盖率达 94749.52%，货币资金对刚性债务覆盖情况很好。其他应收款余额为 5.28 亿元，主要包括黄浦区政府相关部门尚未结算的公房残值（世博会）款项 2.21 亿元，款项账龄较长；对锐拓公司的租赁住房项目借款 1.04 亿元，款项账龄为 1-2 年；对厅西路项目的保证金 1.18 亿元，款项账龄为 1 年以内等。同期末存货余额为 52.68 亿元，较 2020 年末大幅增长 122.99%，主要系新增士林华苑二期开发成本 29.32 亿元及五坊园四期开发成本增长至 15.70 亿元等。此外，2020 年末交易性金融资产科目核算的结构性存款于 2021 年到期收回，期末降至 0。预付款项较上年末大幅增至 1.64 亿元，主要为新增就厅西路项目预付黄浦区规划和自然资源局的土地出让金 1.18 亿元和预付上海山鼎物业管理有限公司的收购款项 0.45 亿元。

该公司非流动资产主要包括投资性房地产和固定资产。2021 年末，投资性房地产余额为 4.01 亿元，主要为公司持有的房屋、建筑物，采用成本价值计量方式，较 2020 年末大幅增长 130.68%，主要系部分房屋及建筑物完工由存货转入投资性房地产。固定资产规模为 12.21 亿元，以公房资产为主，公司成立时由上海房管局拨入 328 万平方米直管公房，期间经历房屋拆迁、危房改建及公房出售等情况造成房屋面积减少，截至 2021 年末公司直管公房面积为 122.60 万平方米；期末科目余额较 2020 年末增长 21.61%，系部分房屋及建筑物由存货科目转入所致。此外，公司自 2021 年起执行新金融准则，原由可供出售金融资产核算的部分股权投资现转由其他权益工具投资科目核算，期末余额为 3.59 亿元，主要为公司持有的豫园商城股票及锐拓公司股权，当年新增对锐拓公司投资 600 万元。

#### **（4）流动性/短期因素**

2021 年末，该公司流动比率 324.92%，流动性指标表现尚可，考虑到公司流动资产中以开发成本为主的存货类资产占比较高，而该类资产变现进度较易受房地产调控政策及市场景气度等因素影响，剔除存货后，公司速动比率为 189.57%。公司账面货币资金充裕，现金类资产对短期刚性债务覆盖程度很高，整体来看，公司资产流动性较高。

**图表 8. 公司资产流动性指标（单位：%）**

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末
流动比率	139.64	229.75	324.92
现金比率	72.56	126.36	174.69
短期刚性债务现金覆盖率	1062.31	696529.78	94749.52

资料来源：南房集团

截至 2021 年末，该公司受限资产总额为 0.24 亿元，全部为因保证金、售房专户款、经济适用房价差及保证函<sup>4</sup>等原因导致的受限货币资金。

### 3. 公司盈利能力

2021 年，该公司实现毛利 7.57 亿元。其中，动拆迁劳务和旧区改造业务为公司毛利主要来源，占比分别为 50.02%和 41.22%；同期两类业务毛利率分别为 78.86%和 25.29%。同时，房产出租业务盈利水平较高，毛利率为 65.53%，但受限于规模较小，毛利仅为 0.39 亿元，在当年综合毛利中占比仅为 5.13%；物业管理及保障房建设业务均亏损，毛利率分别为-45.44%和-71.15%。

该公司期间费用以管理费用为主，同期期间费用占比为 3.58%。2021 年，公司通过持有豫园股份股权确认投资收益 0.26 亿元，同期获得部分投资分红款 0.09 亿元。2021 年公司实现利润总额和净利润分别为 6.28 亿元和 4.57 亿元。同期总资产报酬率为 5.54%，净资产收益率为 8.72%。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍作为黄浦区国资委下属国有企业，2021 年公司各业务板块经营相对稳定，但受旧区改造项目交房节奏及动拆迁补偿资金拨付进度等影响，公司收入结构有所变动、营业收入规模同比下滑。随五坊园四期及士林华苑二期等旧改项目的推进，公司取得较大规模的贷款融资，但得益于股东持续增资，公司资本实力提升，股东权益仍可覆盖刚性债务；且目前债务结构期限合理、资金成本较低，整体债务本息偿付压力不大。同时，五坊园四期及士林华苑二期项目已取得银团贷款授信，未来项目持续投入较有保障。

### 2. 外部支持因素

2021-2022 年，黄浦区国资委批复同意对公司增资合计 46.12 亿元，主要用于旧区改造项目，其中 2021 年到位 18.00 亿元，使得公司资本实力提升。此外，截至 2021 年末，公司已获得浦发银行、农业银行、上海农村商业银行、中信银行、招商银行、工商银行

<sup>4</sup> 系三林 1 号地块 A2-1、A2-6 项目经济适用住房配售房源及 25A-01A 项目共有产权保障住房配售房源销售过程中销售基准价格与项目结算价格或结算指导价格之间的差额资金受到监管所致。

等金融机构关于五坊园四期、西藏南路项目及士林华苑二期等旧区改造项目综合授信 168.06 亿元，已使用授信额度 35.67 亿元，尚未使用额度为 132.39 亿元。

## 跟踪评级结论

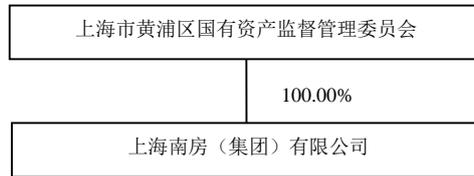
跟踪期内，黄浦区国资委对公司多次增资，使得公司资本实力提升；公司唯一股东及实际控制人仍为黄浦区国资委；同时公司进行正常人事更替，截至目前董监高均已到位。此外，公司在产权状况、法人治理结构、管理制度及机构设置等方面均未发生重大变化。

跟踪期内，该公司仍作为黄浦区国资委下属国有企业，业务范围涵盖公房管理、物业服务、房屋动拆迁、房屋租赁、保障房代建及旧区改造等。2021 年公司各业务板块经营相对稳定，但受旧区改造项目交房节奏及动拆迁补偿资金拨付进度等影响，公司收入结构有所变动、营业收入规模同比下滑。现阶段五坊园四期、士林华苑二期项目为公司重点开发项目，士林华苑二期项目目前正处于征拆迁及规划调整阶段，开发周期较长且资金需求较大，公司面临较大的资本支出压力。

该公司业务收入及利润较易受房地产行业政策调控及项目开发、结算进度等因素影响，2021 年收入及利润均同比下滑。随五坊园四期及士林华苑二期等旧改项目的推进，公司取得较大规模的贷款融资，但得益于股东持续增资，公司资本实力提升，股东权益仍可覆盖刚性债务；且目前债务结构期限合理、资金成本较低，整体债务本息偿付压力不大。同时，五坊园四期及士林华苑二期项目已取得银团贷款授信，未来项目持续投入较有保障。

附录一：

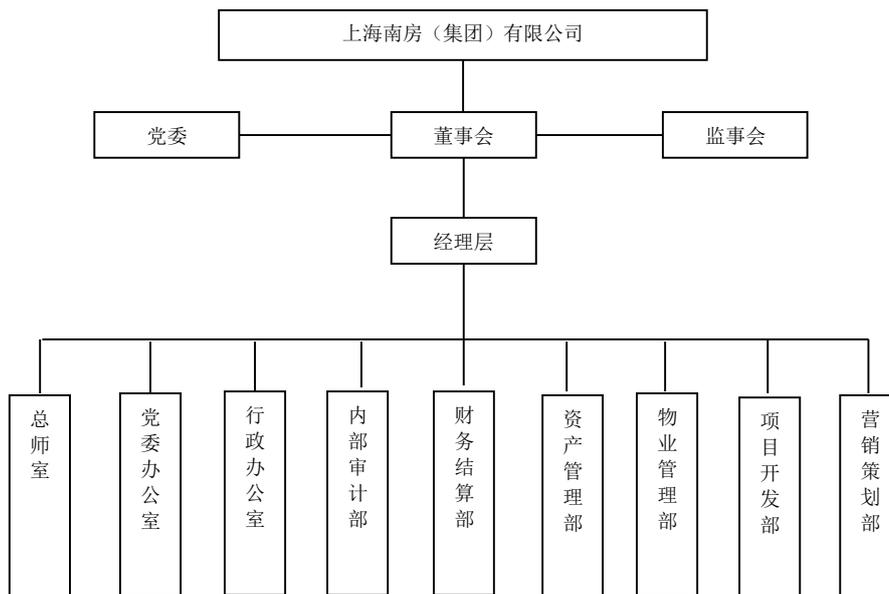
公司股权结构图



注：根据南房集团提供的资料绘制（截至 2021 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据南房集团提供的资料绘制（截至 2021 年末）

**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	2021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)	
上海南房（集团）有限公司	南房集团	--	旧城改造及城市更新等	25.70	58.38	16.40	5.81	-9.97	公司本部
上海士林置业有限公司	士林置业	70.00	房地产开发经营等	15.00	15.97	0.57	0.17	-31.14	单体口径
上海南房集团物业管理有限公司	南房物业	80.00	物业管理、房屋维修及建筑装潢等	0.00	0.15	1.11	0.04	0.50	单体口径
上海士韵置业有限公司	士韵置业	100.00	经适房开发经营等	0.00	5.19	0.15	-0.54	-0.01	单体口径
上海士宸置业有限公司	士宸置业	100.00	经适房开发经营等	0.00	5.57	0.05	6.58 万元	0.13	单体口径
上海南市房地产经营有限公司	房地产经营公司	100.00	房地产开发经营等	0.00	0.29	0.03	0.03	-0.01	单体口径
上海市黄浦第三房屋征收服务事务所有 限公司	第三征收所	100.00	房屋征收补偿等	0.00	0.20	0.88	0.05	17.69	单体口径
上海市南房屋动拆迁有限公司	市南动拆迁 公司	100.00	动拆迁服务等	0.00	0.38	0.44	0.03	0.10	单体口径

注：根据南房集团提供资料整理

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]	2019年	2020年	2021年
资产总额[亿元]	72.41	78.39	150.73
货币资金[亿元]	29.85	28.33	70.11
刚性债务[亿元]	2.81	9.54	40.70
所有者权益[亿元]	28.20	38.15	66.56
营业收入[亿元]	23.38	41.26	19.08
净利润[亿元]	0.94	8.24	4.57
EBITDA[亿元]	1.40	10.94	6.63
经营性现金净流入量[亿元]	29.79	0.55	-6.18
投资性现金净流入量[亿元]	-0.67	-6.43	-0.89
资产负债率[%]	61.06	51.34	55.84
长短期债务比[%]	7.48	46.02	109.69
权益资本与刚性债务比率[%]	1,003.47	399.91	163.52
流动比率[%]	139.64	229.75	324.92
速动比率[%]	85.32	143.99	189.57
现金比率[%]	72.56	126.36	174.69
短期刚性债务现金覆盖率[%]	1,062.31	696,529.78	94,749.52
利息保障倍数[倍]	2.22	215.17	5.92
有形净值债务率[%]	157.83	105.88	127.29
担保比率[%]	—	—	—
毛利率[%]	7.70	30.34	39.64
营业利润率[%]	5.28	26.19	33.14
总资产报酬率[%]	1.75	14.30	5.54
净资产收益率[%]	3.39	24.83	8.72
净资产收益率*[%]	3.42	25.03	9.18
营业收入现金率[%]	164.24	46.86	86.26
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	93.11	1.61	-18.26
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	292.81	8.98	-24.61
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	91.00	-17.10	-20.88
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	286.19	-95.15	-28.13
EBITDA/利息支出[倍]	2.51	218.21	6.18
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	1.77	0.26

注：表中数据依据南房集团经审计的2019-2021年度财务数据整理、计算。

附录五：

发行人本次评级模型分析表及结果

	一级要素	二级要素	风险程度
个体信用	业务风险	宏观环境	1
		行业风险	2
		市场竞争	9
		盈利能力	6
		公司治理	1
	财务风险	财务政策风险	3
		会计政策与质量	1
		现金流状况	2
		负债结构与资产质量	8
		流动性	4
	个体风险状况		4
个体调整因素调整方向		不调整	
调整后个体风险状况		4	
外部支持	支持因素调整方向		上调
主体信用等级			AA

附录六：

发行人历史评级情况

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	首次评级	2021年8月11日	AA/稳定	张玉琪、陈威宇	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年07月27日	AA/稳定	张玉琪、吴梦琦	<a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	--
21 沪房 01	历史首次评级	2021年8月11日	AA	张玉琪、陈威宇	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">城投类政府相关实体信用评级方法（2015）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2022年07月27日	AA	张玉琪、吴梦琦	<a href="#">公共融资评级模型（城投类政府相关实体）MX-GG001（2019.8）</a>	--

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

附录七：

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%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(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)/期末短期刚性债务余额×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刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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刚性债务比率(%)	(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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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

附录八：

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

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。