

西藏城市发展投资股份有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告



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.

概述

编号：【新世纪债评(2022)010551】

评级对象： 西藏城市发展投资股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

主体信用等级： AA

评级展望： 稳定

债项信用等级： AA+（增级后）

评级时间： 2022 年 7 月 14 日

计划发行： 不超过 8 亿元（含）

本期发行： 不超过 6 亿元（含）

发行目的： 偿还 15 藏城投到期本金

存续期限： 5（3+2）年

偿还方式： 逐年付息，到期一次还本

增级安排： 由上海大宁资产经营（集团）有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

主要财务数据及指标

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年一 季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	2.31	1.51	3.87	0.88
刚性债务	27.57	21.18	24.38	24.45
所有者权益	35.96	36.22	36.48	36.83
经营性现金净流入量	-0.42	-0.21	-0.41	-0.02
合并口径数据及指标：				
总资产	139.30	145.18	145.87	148.01
总负债	104.49	109.37	109.17	111.23
刚性债务	65.09	60.78	63.22	61.99
所有者权益	34.81	35.82	36.71	36.78
营业收入	13.44	18.64	25.14	5.62
净利润	1.07	1.06	1.11	0.12
经营性现金净流入量	3.65	7.75	-2.65	5.82
EBITDA	2.89	3.25	4.09	0.01
资产负债率[%]	75.01	75.33	74.84	75.15
权益资本与刚性债务 比率[%]	53.48	58.93	58.05	59.33
流动比率[%]	196.97	215.63	191.60	170.48
现金比率[%]	25.90	22.70	13.44	18.49
利息保障倍数[倍]	0.78	0.99	1.00	-
净资产收益率[%]	3.14	3.02	3.07	-
经营性现金净流入量与流动 负债比率[%]	7.78	13.22	-4.41	-
非筹资性现金净流入量与负 债总额比率[%]	8.94	5.85	-2.65	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.99	1.28	1.21	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.05	0.07	-
担保方大宁资产数据：				
总资产	184.18	244.30	255.58	251.00
营业收入	7.45	7.09	12.22	1.45
资产负债率[%]	57.34	64.69	63.66	63.36
经营性现金净流入量	-3.24	0.37	8.70	0.55

注：根据西藏城投经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算；担保方数据根据大宁资产经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

吴晓丽
吴凡

吴晓丽 wxl@shxsj.com

吴凡 wufan@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

评级观点

主要优势：

- **股东支持。**西藏城投是上海市静安区国资委所属国有控股上市公司，能得到静安区国资委及其所属国有企业的支持。
- **融资渠道通畅。**2021 年末西藏城投授信余额 12.37 亿元，尚有一定融资空间。
- **担保增信。**本期债券的本息偿付由大宁资产提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，能够有效增强本期债券偿付的安全性。

主要风险：

- **主业易受房地产项目开发周期影响。**西藏城投房地产规模体量相对较小，收入容易受项目周期波动影响。
- **债务压力较大。**西藏城投在开发及待开发项目较多，且部分项目为公司自持的酒店和商业地产项目，沉淀资金较多，公司后续投资规模较大，资金需求上升，刚性债务规模较高，债务压力较大。

未来展望

通过对西藏城投及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定。本评级机构认为大宁资产为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，认为本期债券还本付息安全性很强，并授予本期债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

西藏城市发展投资股份有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

该公司前身为西藏雅砻藏药股份有限公司（原名西藏金珠股份有限公司），系经西藏自治区人民政府以藏政复（1996）14 号文批准，由西藏金珠（集团）有限公司、西藏自治区国际经济技术合作公司、中国出口商品基地建设西藏公司、西藏自治区信托投资公司和西藏自治区包装进出口公司联合发起，对西藏金珠（集团）有限公司下属的北京西藏北斗星图片总社和西藏自治区对外贸易进出口公司进行部分股份制改组于 1996 年 10 月 25 日成立的股份有限公司。同年 11 月 8 日，经中国证券监督管理委员会以证监发字（1996）218 号文批准，股票于上海证券交易所发行上市，总股本为 5,180.00 万股，证券代码为 600773。上市后，经多次送股、资本公积转增股、配股，并于 2007 年 3 月实施了股权分置改革后公司总股本变更为 22,886.33 万股，同时更名为“西藏雅砻藏药股份有限公司”。

2009 年 11 月，经中国证券监督管理委员会证监许可（2009）1180 号文核准，该公司在向深圳市同成投资有限公司（简称同成投资）转让所有资产及负债并妥善处理或有负债的同时，以向上海市闸北区国有资产监督管理委员会（简称闸北区国资委）发行新增股份的方式购买其持有的上海北方城市发展投资有限公司（简称北方城投）100%的股权，公司与闸北区国资委协议确定北方城投 100%的股权交易价格为人民币 10.13 亿元，公司向闸北区国资委发行股票 3.47 亿股，闸北区国资委以北方城投 100%的股权认购该部分股票，北方城投 100%的股权折股数不足一股的余额由公司现金向闸北区国资委补足。至 2009 年 12 月 4 日，变更后的累计股本为人民币 5.76 亿元，其中闸北区国资委持有雅砻藏药 60.25%的股份，成为雅砻藏药的控股股东。雅砻藏药的主营业务也因此发生了改变，成为经营房地产业务的上市公司。2010 年 3 月 3 日公司正式更名为“西藏城市发展投资股份有限公司”，在上海证券交易所的证券简称自 2010 年 3 月 24 日起由“西藏雅砻”变更为“西藏城投”，证券代码不变。

2014 年 10 月，该公司非公开发行股票 1.54 亿股，发行价格为 9.74 元/股，募集资金净额 14.70 亿元。本次非公开发行后，公司总股本增加至 7.29 亿元，公司控制权未发生变化，闸北区国资委对公司的持股比例下降为 43.62%，仍为公司的第一大股东。2015 年 11 月，国务院批复同意静安区与闸北区组建为新“静安区”后，公司控股股东转为上海市静安区国有资产监督管理委员会（简称静安区国资委）。2017 年

公司向含静安区国资委在内的 7 家法人定向发行股份 9,044.71 万股募集资金 11.68 亿元，用以收购上海藏投酒店有限公司（简称藏投酒店）100% 股权、收购泉州市上实置业有限公司（简称泉州置业）14.99% 股权及收购陕西国能锂业有限公司（简称陕西国锂）41.21% 股权。2018 年 3 月工商登记完成后，静安区国资委对公司持股 391.62 万股，占总股本比例 47.78%。截至 2022 年 3 月末，静安区国资委对公司持股比例未发生变化，仍为公司的控股股东和实际控制人。

该公司主营业务为房地产开发，分布于上海、西安、泉州等地，并逐步确立了“房地产、矿业两业并举，两翼发展，做强房地产、做大矿业”的战略格局，进一步探索产地结合、产金互动、产技共济，广泛与社会资本、地方政府、技术合作的经营模式。

2. 债项概况

(1) 债券条款

2020 年 9 月 21 日，经中国证监会注册（证监许可〔2020〕2294 号），该公司获准面向专业投资者公开发行不超过人民币 8 亿元的公司债券。2020 年 11 月，公司发行了 2 亿元公司债券 20 藏城发，期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，该债券由上海大宁资产经营(集团)有限公司（简称大宁资产）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。本期债券拟发行金额为不超过 6 亿元（含），期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，该债券由大宁资产提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	西藏城市发展投资股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过 8 亿元人民币（含）
本期发行规模:	不超过 6 亿元人民币（含）
本期债券期限:	5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率:	固定利率，单利按年计息
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	逐年付息，到期一次还本
增级安排:	由大宁资产提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

资料来源：西藏城投

该公司 2015 年以来发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 2. 公司 2015 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	余额 (亿元)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
15 藏城投	9.00	7 (5+2)	7.055	5.00	2015 年 10 月	9 亿元/2015 年 8 月	按时付息，已回售 1.945 亿元
20 藏城发	2.00	5 (3+2)	2.00	4.50	2020 年 11 月	8 亿元/2020 年 9 月	未到付息日

资料来源：西藏城投

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期债券募集资金用于偿还到期公司债券本金。

(3) 信用增进安排

本期债券计划由大宁资产提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

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。

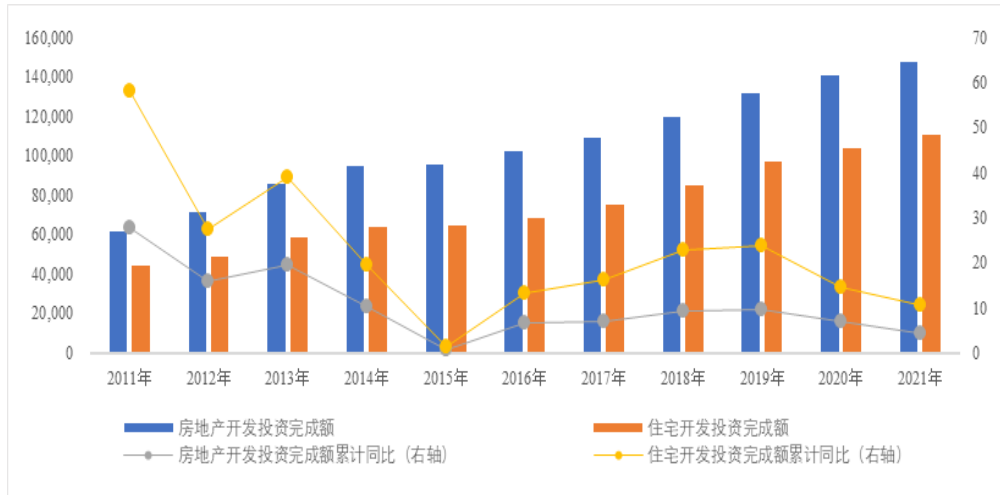
(2) 行业因素

2021年我国房地产政策调控总体持续，企业加快推进存量项目以加速资金回笼，全年房地产投资与销售保持增长但增速逐步放缓，土地市场则呈现供需双缩局面。2021年底以来，房地产市场政策环境逐步得到改善，但部分大型民营房企前期因信用风险暴露而逐步退出，行业竞争格局发生改变，整体经营效率或将较明显弱化。

A. 行业概况

房地产业是国民经济的支柱性产业之一。2011-2021年我国房地产开发投资完成额从6.18万亿元升至14.76万亿元，其中住宅开发投资完成额从4.43万亿元升至11.12万亿元。近三年我国房地产开发投资完成额同比增速分别为9.9%、7.0%和4.4%，放缓态势明显。2022年前四个月，我国房地产开发投资完成额为3.92万亿元，同比增幅为-2.70%，其中住宅开发投资完成额为2.95亿元，同比增幅为-2.10%。

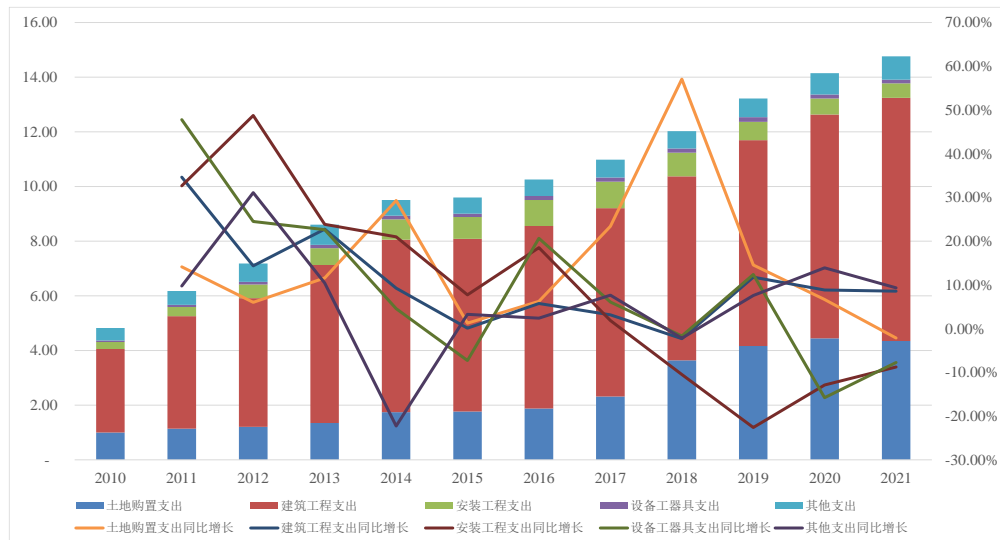
图表 3. 2011-2021 年我国房地产投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

房地产开发投资主要由土地购置支出和建筑工程支出构成。2011 年以来，我国房地产行业土地购置支出连续多年保持增长，从 1 万亿元增长至 2020 年的 4.45 万亿元，2021 年出现首次下滑，当年降幅为-2.13%；同期建筑工程支出从 3.06 万亿元增至 8.89 万亿元，其中 2021 年同比增长 8.55%，显著高于房地产开发投资增幅，反映出严格监管预售款以及融资持续收紧背景下房企加快存量项目建筑投资进度以加速回笼资金的紧迫性。

图表 4. 2011-2021 年我国房地产投资结构及变化情况（单位：亿元、%）

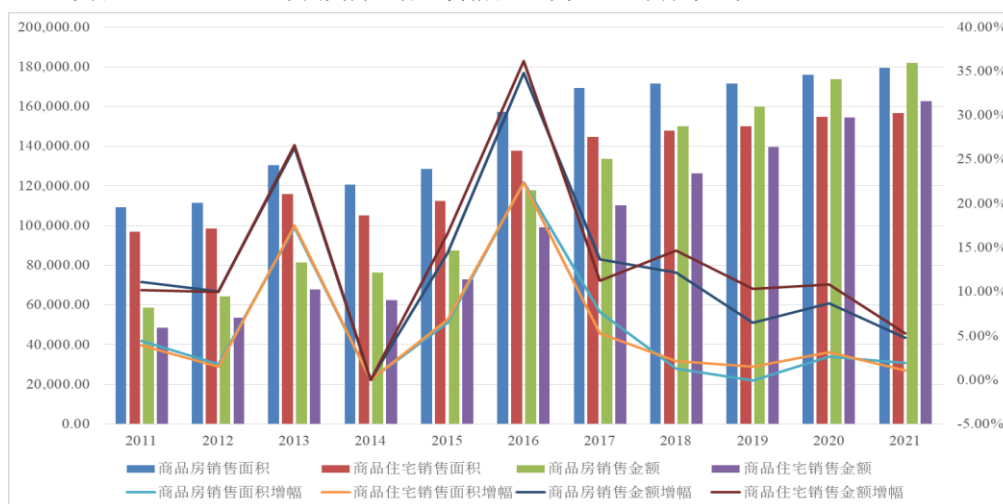


资料来源：Wind

2018 年以来我国商品房销售面积和商品住宅销售面积变动明显趋缓。2018-2021 年商品房销售面积分别为 17.17 亿平方米、17.16 亿平方米、17.61 亿平方米和 17.94 亿平方米，增速分别为 1.33%、-0.06%、2.64%和 1.90%；住宅销售面积分别为 14.79 亿平方米、15.01 亿平方米、15.49 亿平方米和 15.65 亿平方米，增速分别为 2.17%、1.50%、3.15%和 1.07%。同期商品房销售金额分别为 15.00 万亿元、15.97 万亿元、17.36 万亿元和 18.19 万亿元，增速分别为 12.17%、6.50%、8.69%和 4.79%；商品住宅销售金额分别为 12.64 万亿元、13.94 万亿元、15.46 万亿元和 16.27 万亿元，增速

分别为 14.65%、10.32%、10.85%和 5.28%。在销售面积趋稳的情况下，销售金额增长相对较快，房价持续上涨但涨幅回落。同期我国商品房销售均价分别为 8,736.90 元/平方米、9,310.28 元/平方米、9,859.53 元/平方米和 10,139.13 元/平方米，涨幅分别为 10.70%、6.56%、5.90%和 2.84%；商品住宅销售均价分别为 8,544.11 元/平方米、9,287.06 元/平方米、9,979.89 元/平方米和 10,395.94 元/平方米，涨幅分别为 12.22%、8.70%、7.46%和 4.17%。

图表 5. 2011-2021 年我国商品房销售情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：国家统计局

2022 年前 4 个月，受政策松绑效应存在时滞及部分主要城市疫情冲击等影响，我国房地产市场主要数据出现明显恶化。其中，房地产开发企业土地购置支出和建筑工程支出（累计数）均呈现负增长，分别为-2.70%和-3.84%；同期土地购置面积为 1,766.14 万平方米，同比降幅高达-46.50%，为 2012 年以来同期最大降幅。同期全国商品房销售面积、销售金额和均价分别为 3.98 万平方米、3.78 万亿元和 9,502.43 元/平方米，同比降幅分别为-20.95%、-29.51%和-10.83%；商品住宅销售面积、销售金额和均价分别为 3.37 万平方米、3.32 万亿元和 9,859.67 元/平方米，同比降幅分别为-25.40%、-32.16%和-9.06%。

土地市场方面，为缓解疫情对经济的影响，2020 年二季度起大部分城市增加了优质土地供应并带动全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。2021 年受土地新政及融资进一步收紧等因素影响，全年土地市场供需收缩，交易量下行。根据 CREIS 中指数据显示，2021 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.81 亿平方米，同比减少 6.67%，其中住宅建设用地 5.44 亿平方米，同比下降 8.87%；全年各类建设用地成交 11.27 亿平方米，同比下降 12.79%，其中住宅建设用地成交 4.01 亿平方米，同比下降 22.31%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅建设推地 2,534.08 万平方米，同比增长 36.17%，成交 1,988.70 万平方米，同比增长 17.63%；二线城市住宅建设推地 21,400.11 万平方米，同比下降 7.07%，成交 15,930.03 万平方米，同比下降 23.18%；三四线城市住宅建设推地 30,495.10 万平方米，同比下降 12.47%，成交 22,192.92 万平方米，同比下降 24.01%。

图表 6. 2019-2021 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2019 年		2020 年		2021 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积 (亿平方米)	13.97	1.06%	14.80	5.96%	13.81	-6.67%
其中:住宅建设用地推出面积(亿平方米)	5.75	6.22%	5.97	3.87%	5.44	-8.87%
各类用地成交面积 (亿平方米)	11.67	1.49%	12.93	10.78%	11.27	-12.79%
其中:住宅建设用地成交面积(亿平方米)	4.67	9.89%	5.16	10.49%	4.01	-22.31%
各类用地成交出让金 (万亿元)	5.22	20.40%	6.14	17.84%	5.72	-6.97%
其中:住宅建设用地出让金(万亿元)	4.39	25.15%	5.23	18.96%	4.89	-6.51%
各类用地成交楼面均价 (元/平方米)	4,018.01	15.55%	4,241.67	5.57%	4,897.54	15.46%
住宅建设用地成交楼面均价(元/平方米)	4,120.50	14.22%	4,456.51	8.15%	5,438.48	22.03%
各类用地成交溢价率		15.88%		17.71%		11.12%
住宅建设用地成交溢价率		14.13%		15.31%		11.02%

资料来源: CREIS 中指数据

注:住宅建设用地统计口径包括中指数据住宅用地与综合用地(含住宅)。

B. 政策环境

2021 年以来我国房地产政策坚持“房住不炒”以及“稳地价、稳房价、稳预期”的主基调,国家及地方出台的政策组合拳覆盖了房地产行业各参与主体,强化资金流向监管,房地产开发企业融资环境进一步趋紧。在土地购置环节,22 个重点城市实施集中供地政策,同时要求房企投销比不高于 40%;在融资环节,央行执行房地产金融审慎管理制度,对金融机构提出贷款集中度限制,并通过“三道红线”分档对房企资产负债表进行监管,控制行业债务扩张速度;在销售环节,除限购、限售外,还强化了预售资金监管,同时限制金融机构的个人住房贷款放款比例。与此同时,各地方政府亦围绕中央相关政策方针并结合自身特点,通过行政、公积金、住房保障、市场监管及人口等政策层面进行房地产市场调控。如:年初北京、上海、武汉等地推出“房地联动”机制,在集中供地环节中,进一步对相应地块未来的房屋销售指导价设置上限;深圳、成都、西安等地则推出“二手房指导价”。

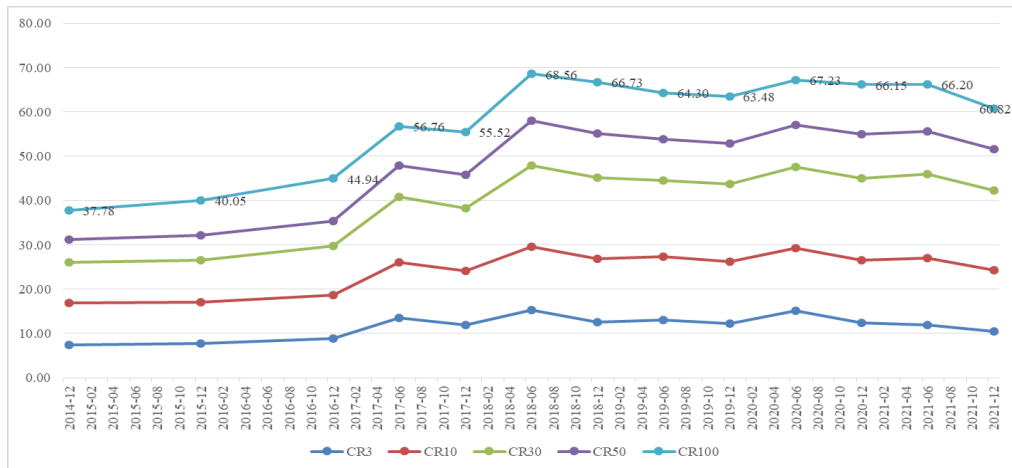
在多层次、全方位的政策调控下,我国住宅市场价格过快上涨的局面得到了有效遏制。但同时部分大型民营房地产开发企业的“高杠杆、高成本、高周转”模式难以为继,信用风险较集中暴露。为了确保房地产行业长效调控机制的政策框架逐步落地实施,2021 年 12 月以来在坚持不搞“大水漫灌”的前提下货币政策边际宽松,同时出台鼓励并购化债政策,近期更是应国内外形势重大变化,及时优化调整各项调控政策,采取了包括降准、下调 5 年期贷款市场报价利率(LRP)等手段,全力推动包括房地产在内的经济运行处于健康有序发展轨道。多个地方政府也陆续出台包括购房补助在内的各项支持政策。

C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业,债务融资依赖度高。受益于城市化进程及经济增长等长期因素,“高杠杆、高成本、高周转”模式获得有效支撑,偏高的财务杠杆及融资成本、土地成本等,通常都能够通过快速周转加以消化。众多民营企业也凭借相对更高的经营效率不断发展壮大,并在房地产这一支柱性产业中获得一席之地。但近年来随着限售、限贷、限购乃至强化预售资金监管等一系列政策的

落实，“高周转”策略逐步失灵，“高杠杆、高成本”失去支撑，部分民营房地产开发企业信用风险暴露。随着市场环境的变化，尤其是部分民营房地产企业的逐步退出，未来行业竞争格局将发生深刻变化，能够低成本获得土地和资金的大型企业或地方企业，或将在竞争中获得一定优势。随着部分民营房企信用风险的渐次暴露，房地产行业销售金额（CR）集中度于 2018 年达到峰值，其后总体上趋于下滑，其中 2021 年出现明显下降。根据 Wind 数据，2021 年 CR3/CR10/CR30/CR100 比值由 2018 年的 12.58%/26.89%/55.10%/66.73% 降至 10.45%/24.20%/42.35%/60.82%。

图 7. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

D. 风险关注

项目去化压力大。长期而言，房地产需求与经济发展水平及居民收入状况密切相关。我国在较短时间内完成了工业化与城市化进程的主要部分，房地产需求相应较集中释放，行业得以快速发展。随着经济增速的逐步放缓以及房价的逐步高企，加之预期持有成本上升（房产税等），潜在需求或受到阶段性抑制。现阶段我国所处内外环境更为复杂，经济发展面临多重挑战，居民就业与收入增长承压明显，房地产市场短期需求或将进一步弱化。而从主要房地产上市企业存货占款数据¹看，2016-2021 年末存货余额合计数分别为 6.16 万亿元、8.08 万亿元、10.29 万亿元、12.53 万亿元、14.36 万亿元和 15.00 万亿元，2017-2021 年末同比增幅分别为 31.14%、27.28%、21.79%、14.56%和 4.47%。上述上市房企 2019-2021 年结转的营业收入合计数分别为 4.98 万亿元、5.62 万亿元和 6.25 万亿元²。此外，房产税改革尚待落地，也在一定程度上影响住宅去化。

开发投资或放缓。2021 年国内房地产开发企业土地购置意愿趋弱，2022 年以来更是出现大幅度下滑，预计短期内新房开工量承压；受信用风险暴露或资金链紧张等因素影响，部分民营企业加速存量项目出清，该类项目集中投入期之后，建筑工程等投资也将放缓。此外，随着行业竞争格局的调整，整体运营效率将逐步弱化，

¹ 以在沪、深、港证券交易所上市的 2021 年末存货占款金额排名前 100 的房地产开发企业为统计范围。其中中国恒大、融创中国、世茂集团、中国奥园、佳兆业集团和广宇发展尚未发布 2021 年度报告，其存货数据基准日为 2021 年 6 月 30 日。

² 中国恒大、融创中国、世茂集团、中国奥园、佳兆业集团和广宇发展尚未发布 2021 年度报告，其营业收入数据按照上年数据计算。

将进一步对开发投资增长形成约束。

仍面临一定的流动性风险释放压力。房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力大、大额债务陆续到期的情境下，部分房地产开发企业流动性依然承压。尤其是短期内有大量境外债务到期的房企，承压更为明显。

2. 业务运营

该公司主要从事商品房开发业务，同时还涉及酒店管理和商场经营。公司业务规模较小，近三年房地产销售金额波动较大，收入则因项目结转而保持增长；公司在建和在售项目区域集中度较高，面临一定的区域市场风险。

该公司主营业务为房地产开发，同时涉及酒店管理和商场经营。公司业务范围集中于上海、福建泉州、陕西西安等区域，区域集中度较高。

除房地产开发主业外，该公司还通过联营企业西藏国能矿业发展有限公司（简称国能矿业）投资了西藏阿里龙木错和结则茶卡两个盐湖，合计碳酸锂储量 390 万吨（储量大型），氯化钾 2,800 万吨（储量中型），硼 330 万吨（储量中型），其中碳酸锂储量居世界前列。国能矿业已于 2021 年 6 月开始两湖提锂工艺的中试工作。

图表 8. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
房地产	上海/泉州/西安	资本/资产/品牌等

资料来源：西藏城投

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2019 年度	2020 年度	2021 年	2022 年 第一季度
营业收入合计	13.44	18.64	25.14	5.62
其中：核心业务营业收入	12.40	18.53	24.95	5.59
在营业收入中所占比重（%）	92.24	99.40	99.24	99.45
其中：（1）房地产开发	11.19	17.81	24.17	5.37
在营业收入中所占比重（%）	83.25	95.57	96.13	95.54
（2）商场经营	0.69	0.25	0.24	0.09
在营业收入中所占比重（%）	5.16	1.36	0.96	1.57
（3）客房餐饮	0.51	0.46	0.54	0.13
在营业收入中所占比重（%）	3.82	2.47	2.14	2.34
毛利率（%）	43.18	34.05	29.81	32.89
其中：（1）房地产开发（%）	38.95	32.10	27.81	30.27
（2）商场经营（%）	22.40	69.96	68.21	98.34
（3）客房餐饮（%）	92.99	88.33	90.38	89.98

资料来源：西藏城投

2019-2021 年该公司营业收入分别为 13.44 亿元、18.64 亿元和 25.14 亿元，逐年递增；毛利率分别为 43.18%、34.05%和 29.81%，2020 年因结转金额较大的佘山和园项目毛利率相对较低且海宸尊域项目毛利率下降而拉低了综合毛利率；2021 年因佘山和园项目和海宸尊域一期项目审价金额较原账面金额有所增加，毛利率进一步下降。公司核心业务包括房地产开发、商场经营和客房餐饮，房地产开发为公司最主要的收入和利润来源，商场经营与客房餐饮整体收入规模较小，对收入贡献相对有限。2021 年公司核心业务实现营业收入 24.95 亿元，占营业收入的 99.24%，其中房地产开发收入为 24.17 亿元，较上年大幅增加，占营业收入的 96.13%；商场经营收入 0.24 亿元，基本持平；客房餐饮收入为 0.54 亿元，较上年有所增长。

2022 年第一季度，该公司营业收入为 5.62 亿元，较上年同期有所增加；毛利率为 32.89%，毛利率有所恢复。

A. 房地产开发

该公司房地产业务目前涉及上海、福建泉州和陕西西安三个城市，其中上海项目基本已经去化；2014 年进入福建泉州，目前海宸尊域项目处滚动开发状态；2015 年公司收购西安和润置业有限公司（简称西安和润）进入陕西西安市场，住宅项目即将启动销售；2017 年获得西安西咸新区地块，并于 2020 年陆续开工建设。

图表 10. 公司近三年房地产业务开发和销售情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年
新开工面积（万平方米）	46.65	17.37	26.24
竣工面积（万平方米）	8.39	39.81	40.73
合同销售面积（万平米）	13.91	11.54	3.81
合同销售金额（亿元）	23.55	25.83	15.31
结转收入（亿元）	11.19	17.81	24.17
销售回笼资金（亿元）	21.28	27.64	17.87

注：根据西藏城投提供的数据绘制

2019-2021 年公司新开工面积分别为 46.65 万平方米、17.37 万平方米和 26.24 万平方米，其中 2019 年因西安住宅及商办项目开工，当年新开工面积较大，2020 年和 2021 年则陆续开工了世贸铭城和世贸馨城等项目。2019-2021 年公司房地产销售面积分别为 13.91 万平方米、11.54 万平方米和 3.81 万平方米，2021 年随着海宸尊域项目可售部分基本销售完毕，房地产销售面积大幅减少；同期结转收入分别为 11.19 亿元、17.81 亿元和 24.17 亿元，结转项目主要为海宸尊域和佘山和园，其中海宸尊域结转金额分别为 7.97 亿元、7.39 亿元和 11.31 亿元，佘山和园结转金额分别为 3.19 亿元、10.26 亿元和 12.00 亿元。由于房地产开发项目数量较少，销售与收入结转存在周期性，经营业绩波动较大。

图表 11. 西藏城投主要商品房项目销售情况（单位：万平方米）

项目	所处区域	2019 年		2020 年		2021 年	
		销售面积	占比	销售面积	占比	销售面积	占比
海宸尊域	福建泉州	11.94	85.85%	8.74	75.73%	0.91	23.93%
佘山和园	上海松江	1.42	10.21%	2.49	21.57%	2.47	64.71%
静安广场	陕西西安	-	-	0.23	2.00%	0.31	8.03%
上述项目合计	-	13.36	96.06%	11.23	99.29%	3.68	96.68%

注：根据西藏城投提供的数据绘制

该公司房地产项目主要采取滚动开发模式，开发项目销售情况较好，资金回笼较为及时。2021 年公司主要销售项目为海宸尊域与佘山和园，其中佘山和园销售面积为 2.47 万平方米；海宸尊域开盘项目包括海宸尊域一期和海宸尊域二期，销售面积分别为 0.81 万平方米和 0.11 万平方米。2022 年第一季度主要销售项目为佘山和园。截至 2022 年 3 月末，合同负债为 21.60 亿元，主要包括尚未结转的海宸尊域项目和 2022 年一季度销售的佘山和园项目。2022 年公司预计将启动海宸尊域三期和海宸尊域府住宅项目的销售。

图表 12. 2021 年末竣工项目情况（单位：亿元、万平方米）

竣工项目	地区	经营业态	总投资额	已投资额	2021 年投资额	累计已售面积	2021 年末剩余可售面积	累计销售金额
静安广场	陕西西安	商服	17.68	16.99	7.31	0.54	4.04	0.98
海宸尊域（一期）	福建泉州	商住	29.40	28.86	-	27.74	3.92	34.80
海宸尊域（二期）	福建泉州	商住	11.03	8.42	2.31	8.37	0.93	11.29
佘山和园	上海松江	住宅	50.43	50.43	-	9.06	0.41	45.43
桥东二期商办楼	上海静安	商办	15.13	15.35	4.44	-	-	-
徐家宅 110KV 变电站项目	上海静安	市政配套设施	1.06	1.05	0.32	-	-	-
合计			124.73	121.10	14.38	45.71	9.30	92.51

资料来源：西藏城投

2020 年，该公司海宸尊域（一期）和佘山和园竣工，2021 年静安广场、海宸尊域（二期）、桥东二期商办楼和徐家宅 110KV 变电站项目竣工，上述项目 2021 年投入 14.38 亿元。目前佘山和园已基本去化完毕；海宸尊域（一期）和海宸尊域（二期）项目住宅已销售完毕，酒店拟自持，商铺和 Soho 去化较慢；静安广场为商服项目，商场拟自持，正在销售的 Soho 去化率低；桥东二期商办楼为桥东二期旧改项目中的商业地产部分（保障房部分已于 2014 年竣工陆续销售完毕），计划部分出售部分自持；徐家宅 110KV 变电站项目为市政配套设施。整体来看，公司竣工项目住宅部分销售良好，但商铺和 Soho 去化慢。

图表 13. 2021 年末在建项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目	地区	业态	总投资额	已投资额	2021 年投资额	总建筑面积	在建建筑面积
世贸铭城项目 DK1	陕西西咸新区	住宅	17.20	1.62	0.78	22.03	7.32
世贸铭城项目 DK2	陕西西咸新区	住宅	17.95	2.47	1.62	22.98	16.20
世贸铭城项目 DK3	陕西西咸新区	住宅	17.73	1.64	0.78	22.71	6.80
世贸馨城项目 DK1	陕西西咸新区	住宅	14.67	1.52	0.51	17.02	5.05

项目	地区	业态	总投资额	已投资额	2021年投资额	总建筑面积	在建建筑面积
世贸馨城项目 DK2	陕西西咸新区	住宅	14.58	1.72	1.07	16.91	8.24
璟宸尊域府	陕西西安	住宅	21.36	8.82	2.20	25.72	25.72
和源馨苑	陕西西安	商服	13.69	13.82	1.83	11.73	11.73
海宸尊域（三期）	福建泉州	商住	22.22	9.76	3.13	26.58	26.58
合计			139.39	41.37	11.93	165.70	107.64

资料来源：西藏城投

2021 年，该公司新开工西安世贸铭城 DK1、世贸铭城 DK3、世贸馨城 DK1 与和源馨苑项目。截至 2021 年末公司在建房地产项目共 8 个，计划总投资 139.39 亿元，已投入 41.37 亿元，其中 2021 年投入 11.93 亿元。

该公司泉州海宸尊域项目计划建成集住宅、商场、酒店于一体的综合项目，合计建筑面积约 84.08 万平方米，分三期开发，其中一期和二期已完工，截至 2021 年末总投入 37.28 亿元，累计销售 36.11 万平方米，累计销售金额 46.10 亿元。三期已开工建设，规划计容建筑面积 18.15 万平方米，业态包括住宅和商场，其中商场拟自持，2021 年底住宅项目拿到预售证面积为 7.67 万平方米，目前受房地产政策调控影响，尚未开始销售，预计 2022 年内将启动销售。

该公司于 2015 年收购西安和润，获得其持有的标牌市场及周边棚户区改造项目。项目包括位于西安曲江大明宫遗址区的 DK1（璟宸尊域府）、DK2（安置房）和 DK3（静安广场）三个地块。上述地块已于 2017 年完成土地整理，公司于 2018 年 10 月以 4.34 亿元价格竞得。其中安置房已于 2019 年 8 月完成回购（计入土地成本，不计营业收入）。静安广场 2021 年已完工，其中自持商场 2022 年 3 月已开业，Soho 于 2020 年 3 月开始预售，截至 2021 年末已销售 0.54 万平方米，去化率为 11%，年末剩余可售面积为 4.35 万平方米。璟宸尊域府于 2019 年开工建设，为住宅项目，目前受房地产政策调控影响，尚未开始销售，预计 2022 年三季度将启动销售。

2017 年，该公司陆续竞拍取得陕西省咸阳市泾阳县等 6 个宗地的土地使用权，土地面积 34.35 万平方米，土地出让金合计 3.76 亿元。2020 年世贸铭城项目 DK2 和世贸馨城项目 DK2 动工，2021 年世贸铭城项目 DK1、世贸铭城项目 DK3、世贸馨城项目 DK1 动工。世贸铭城三个地块合计建筑面积 67.72 万平方米，业态为住宅，计划总投资 52.88 亿元，世贸馨城两个地块合计建筑面积 33.94 万平方米，业态为住宅，计划总投资 29.25 亿元。预计 2022 年下半年世贸铭城项目 DK2 将启动预售。目前尚余一个地块未开发，待开发面积 5.72 万平方米，计容建筑面积 14.31 万平方米，计划 2022 年开工。

B. 商场经营

该公司商场经营业务收入来自位于陕西西咸新区的静安国际万国荟公园项目（后更名为静安荟奥莱公园）。该项目总投资 12.80 亿元，包括奥特莱斯及酒店，截至 2021 年末已投资 11.08 亿元。项目距西安市中心 17.7 公里，距咸阳市中心 28 公里。项目的酒店部分总建筑面积 5.81 万平方米，尚未开工建设；奥特莱斯部分总建筑面积 10.78 万平方米，已于 2018 年 12 月竣工并开业，分为名品馆、淑媛馆、乐活荟等

7 个场馆，均为二三层独栋小楼。商场收入分为三类：（1）自营销售产品商户 30 多户，公司聘用销售团队统一进货并在商场内销售（以各类高端品牌为主）；（2）根据商户的营业额一定百分比进行扣点收费（以大众消费品为主）；（3）收取固定租金（以餐饮为主）。

2019-2021 年该公司商场经营收入分别为 0.69 亿元、0.25 亿元和 0.24 亿元，毛利率分别为 22.40%、69.96%和 68.21%，2020 年主要根据新收入准则对收入进行调整，由总额法变更为净额法，收入下降而毛利率上升；2021 年收入和毛利率基本持平。

C. 酒店管理

该公司酒店业务运营载体为上海北方智选假日酒店（简称假日酒店），位于中兴路 1738 号，按四星级标准建造。假日酒店于 2008 年 1 月开业，定位为中档商务型酒店，营业面积 30,405.82 平方米，目前共有 472 间房间，包括 44 间套房。假日酒店所处火车站北广场区域缺乏核心商圈的支撑，但其重视自身经营和品牌管理，入住率比较稳定。2020 年 3 月起该酒店成为定点隔离酒店。公司与洲际酒店集团旗下的六洲酒店管理（上海）有限公司签订管理合同，聘请其作为管理人负责酒店的日常经营。公司按照酒店每月总收入的一定比例支付管理费。

2019-2021 年，该公司客房餐饮业务收入分别为 0.51 亿元、0.46 亿元和 0.54 亿元，毛利率分别为 92.99%、88.33%和 90.38%。

D. 矿业投资

该公司于 2010 年 11 月与关联方上海北方企业（集团）有限公司（简称北方企业）共同收购了西藏阿里圣拓矿业有限责任公司（现更名为西藏国能矿业发展有限公司，简称国能矿业）61%的股权，其中公司、北方企业和原股东西藏金泰工贸有限责任公司（简称西藏金泰）持股比例分别为 41%、20%和 39%。后又经历股权变更，目前公司、北方企业、西藏金泰和拉萨开发区东义资本创业投资合伙企业(有限合伙)持股比例分别为 41%、20%、34%和 5%。国能矿业为公司联营企业，公司对国能矿业投资成本为 2.49 亿元。

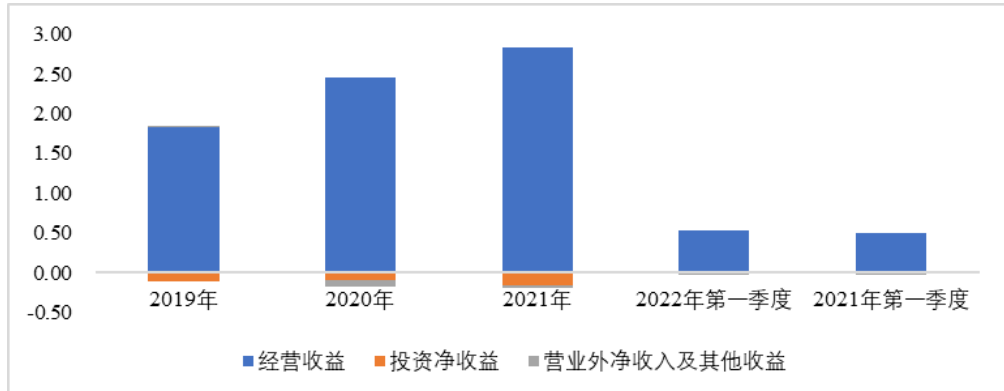
国能矿业持有阿里龙木错和结则茶卡两个盐湖，合计碳酸锂储量 390 万吨，氯化钾 2,800 万吨，硼 330 万吨，上述两个盐湖采矿权证有效期至 2012 年 6 月，国能矿业已于 2012 年向当地国土资源局申请延期。2021 年 4 月 6 日，国能矿业获得结则茶卡盐湖矿区的采矿许可证，2022 年 5 月 6 日获得龙木错盐湖矿区的采矿许可证。

2021 年 6 月，国能矿业开始两湖提锂工艺的中试工作。2022 年 1 月，国能矿业与西安蓝晓科技新材料股份有限公司签订了《西藏结则茶卡盐湖万吨级氢氧化锂委托加工合同》，目前国能矿业正在推进该委托加工项目的矿区厂房选址、设计、设备选型等工作。

2019-2020 年，国能矿业无营业收入，净利润分别为-0.47 亿元和-0.38 亿元。2021 年，国能矿业收入为 589.42 万元，主要来自碳酸锂的销售，净利润为-3,366.63 万元，主要因公司新工艺处技术研发阶段，固定费用及研发投入较高。

(2) 盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据西藏城投所提供数据绘制。

注：经营收益=营业总收入-营业总成本

该公司经营收益主要来自于营业毛利，2019-2021 年营业毛利分别为 5.80 亿元、6.35 亿元和 7.50 亿元，毛利主要来自于海宸尊域和佘山和园项目的结转。公司期间费用存在一定波动，其中销售费用随收入增长而增加，管理费用较为稳定，2021 年因多个项目完工其利息费用化，财务费用增幅较大，2019-2021 年，公司期间费用合计分别为 2.54 亿元、2.47 亿元和 3.33 亿元，期间费用率分别为 18.89%、13.23%和 13.25%。同期，税金及附加分别为 1.43 亿元、1.42 亿元和 1.33 亿元，主要为土地增值税。同期，公司经营收益分别为 1.83 亿元、2.46 亿元和 2.83 亿元。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
营业收入（亿元）	13.44	18.64	25.14	5.62	4.84
营业毛利（亿元）	5.80	6.35	7.50	1.85	1.64
其中：房地产开发（亿元）	4.36	5.72	6.72	1.63	1.45
期间费用（亿元）	2.54	2.47	3.33	1.00	0.78
期间费用率（%）	18.89	13.23	13.25	17.73	16.23
全年利息支出总额（亿元）	2.91	2.55	3.39	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	2.33	2.04	2.25	-	-

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

该公司 2019-2021 年投资收益分别为-1,055.34 万元、-912.30 万元和-1,585.11 万元，主要因联营企业国能矿业亏损造成投资收益为负。2019-2021 年公司资产减值损失和信用减值损失合计分别为 400.45 万元、2,848.99 万元和 3,562.26 万元，主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失，2020-2021 年大幅增加主要是对奥特莱斯自营的库存商品计提存货跌价损失。同期，公司营业外净收入和其他收益合计分别为-2.85 万元、-863.88 万元和-445.26 万元，其中 2020 年营业外支出 2,732.48 万元，主要是对子公司陕西世贸之都建设开发有限公司（简称世贸之都）与赛特（上海）商业投资管理有限公司（简称赛特商业）的委托经营管理纠纷计提违约金 2,100 万元，致营业外净收入为负。

图表 16. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 第一季度	2021 年 第一季度
资产减值损失及信用减值损失	400.45	2,848.99	3,562.26	-	3.83
投资净收益	-1,055.34	-912.30	-1,585.11	-215.57	-59.15
营业外净收入及其他收益	-2.85	-863.88	-445.26	-26.81	-214.33

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

近年来该公司投资收益持续为负，加之减值损失和营业外支出也对利润形成一定侵蚀，2019-2021 年，该公司净利润分别为 1.07 亿元、1.06 亿元和 1.11 亿元，净利润率分别为 7.93%、5.71% 和 4.43%。

（3）运营规划/经营战略

该公司将会继续围绕“创新驱动、转型发展”的战略方针，坚持房地产主业不动摇，加快推进新能源、新材料产业投资的快速发展。

该公司将加快现有房地产储备项目的开发进度，寻找合适的土地储备标的，加速发展奥特莱斯商业项目，提高酒店管理和服务水平，努力打造集商业、住宅、办公项目为一体的房地产开发综合体。继续以新能源、新材料投资为重点，拓展多元化经营，促进公司业务结构调整。

目前该公司在建项目为中国锂产业园（一期）项目，计划总投资额为 7.98 亿元，其中 16 栋科研楼项目已完工，截至 2021 年末已投资 1.66 亿元，该产业园主要是为配套国能矿业盐湖项目而建，因前期一直在办理盐湖采矿许可证续期事宜，该项目目前仍在建设中。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司控股股东和实际控制人为上海市静安区国资委。公司三会一层架构完整公司组织架构保持稳定。作为上市公司，公司在对经营决策、风险控制、投融资、资金管理等方面建立了较完备的制度。公司关联交易因日常业务产生，金额不大。

（1）产权关系

截至 2021 年末，该公司控股股东和实际控制人仍为上海市静安区国资委，持股 39,161.77 万股未发生变动，持股比例仍为 47.78%。截至 2021 年末，静安区国资委持有股份未进行质押。公司产权状况详见附录一。

（2）主要关联方及关联交易

在关联交易方面，该公司与关联企业之间因业务往来产生了一定的关联交易和

资金往来。购销环节方面，2021 年公司向关联方采购商品及接受劳务金额合计为 166.40 万元，无关联销售。关联租赁方面，公司作为出租方当年确认关联租赁收入 18.35 万元。资金往来方面，2021 年末，公司应付关联方款项 4.22 亿元，主要为应付北方企业 4.07 亿元；应收关联方款项账面余额为 227.40 万元，已全额计提坏账准备。

(3) 公司治理

该公司三会一层架构完整。股东大会是公司的权力机构，公司根据《公司法》、《上市公司股东大会规则》的要求召集股东大会，履行提案、通知、表决、决议等流程。公司设董事会，董事会由股东大会选举或更换，任期三年。董事会由 9 名董事组成，其中设董事长 1 人，不设职工代表董事。公司设总经理 1 名，设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理、董事会秘书、财务负责人为公司高级管理人员。公司设监事会，监事会由三名监事组成，监事会设主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。

2. 运营管理

(1) 管理架构/模式

该公司经营管理独立，治理结构规范合理，能够独立运作。公司在董事会下设审计委员会、战略委员会、提名委员会、薪酬考核委员会和证券部，经营层在总经理之下设市场营销部、计划财务部、综合管理部和工程部。公司组织架构详见附录二。

(2) 经营决策机制与风险控制

该公司《对外担保决策制度》规定公司对外担保必须要求对方提供反担保，且反担保的提供方应当具有实际承担能力。一般担保需要全体董事过半数同意并须经出席会议的三分之二以上董事的同意。超越董事会审批权限的对外担保事项，应当由股东大会作出决议。

该公司《关联交易决策制度》规定关联交易定价应当公允。公司关联交易应当履行以下审议程序，且关联方应当回避表决：（一）重大关联交易（3,000 万元以上、占公司最近一期经审计净资产绝对值的 5% 以上），应当提交公司股东大会审议。（二）一般关联交易，由公司董事会审批。（三）公司为关联方提供担保的，均应当在董事会审议通过后提交股东大会审议。

根据该公司《子公司管理制度》，公司负责对分公司经营层的考核，子公司董事会负责对子公司经营层的考核。子公司的总理由子公司董事会聘任和解聘，分公司的总理由本公司直接聘任和解聘。子公司的财务负责人由子公司总经理提名并提请子公司的董事会聘任和解聘，分公司的财务负责人由公司直接聘任和解聘。公司将根据发展需要，对各分公司、子公司的经营、筹资、投资、费用开支等实行

年度预算管理。各分公司、子公司不具有独立的股权处置权、重大资产处置权、年度预算外的对外筹资权、对外担保、对外投资权和对外捐赠权。

(3) 投融资及日常资金管理

该公司《募集资金管理管理办法》规定公开发行证券的募集资金应当存放于董事会决定的专项账户，公司可以用闲置募集资金暂时用于补充流动资金，但应不改变募集资金用途、不影响募集资金投资计划、不得超过募集资金净额的 50%、使用不得超过 6 个月。

该公司《对外投资管理制度》规定一般投资由董事会在其权限范围内作出决策。重大投资由董事会审议后，还应当提交股东大会审议，包括（一）交易涉及的资产总额占公司最近一期经审计总资产的 50% 以上；（二）交易的成交金额占上市公司最近一期经审计净资产的 50% 以上，且绝对金额超过 5000 万元；（三）交易产生的利润占上市公司最近一个会计年度经审计净利润的 50% 以上，且绝对金额超过 500 万元；（四）交易标的（如股权）在最近一个会计年度相关的营业收入占上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的 50% 以上，且绝对金额超过 5000 万元；（五）交易标的（如股权）在最近一个会计年度相关的净利润占上市公司最近一个会计年度经审计净利润的 50% 以上，且绝对金额超过 500 万元。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》（2022 年 3 月 11 日），近三年公司本部不存在借款违约及欠息事项。根据审计报告所载，2020 年公司产生一笔仲裁事项，2021 年 4 月，根据仲裁裁决，公司子公司世贸之都向赛特商业支付违约金人民币 2,100 万元（已于 2020 年计入营业外支出），并承担 70% 的仲裁费 26.01 万元。经查国家企业信用信息公示系统，近三年公司及主要核心子公司不存在行政处罚，亦未被列入经营异常及严重违法失信企业名单。

财务

自 2019 年刚性债务大幅增加致资产负债率攀升后，近年来公司资产负债率高位波动，刚性债务变化比较平稳，但 2021 年公司新开工多个项目，后续资金投入规模较大，债务规模或将继续扩大；公司债务期限结构较为合理，即期债务压力较轻，加之公司房地产开发主要采取滚动开发模式，资金回笼状况比较良好，可对债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2019-2021 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部颁布的《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

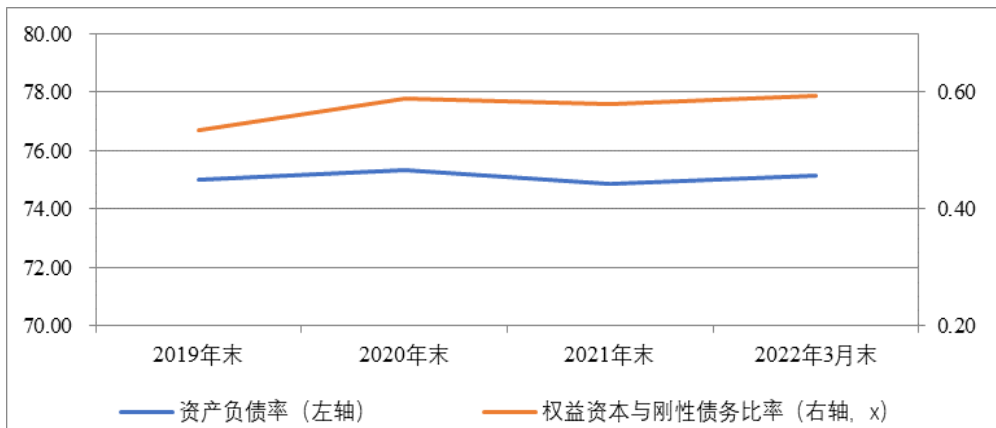
解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。公司自 2020 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则第 14 号——收入》（2017 年修订）。

2021 年，该公司合并报表范围无变化，期末共有 15 家子公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据西藏城投所提供数据绘制。

2019-2021 年末，该公司负债总额分别为 104.49 亿元、109.37 亿元和 109.17 亿元，2019 年末随着房地产项目的开发建设，负债总额有所上升，2020-2021 年基本稳定。同期末，资产负债率分别为 75.01%、75.33%和 74.84%，保持平稳，剔除预收款项和合同负债的资产负债率³71.64%、70.72%和 71.77%。

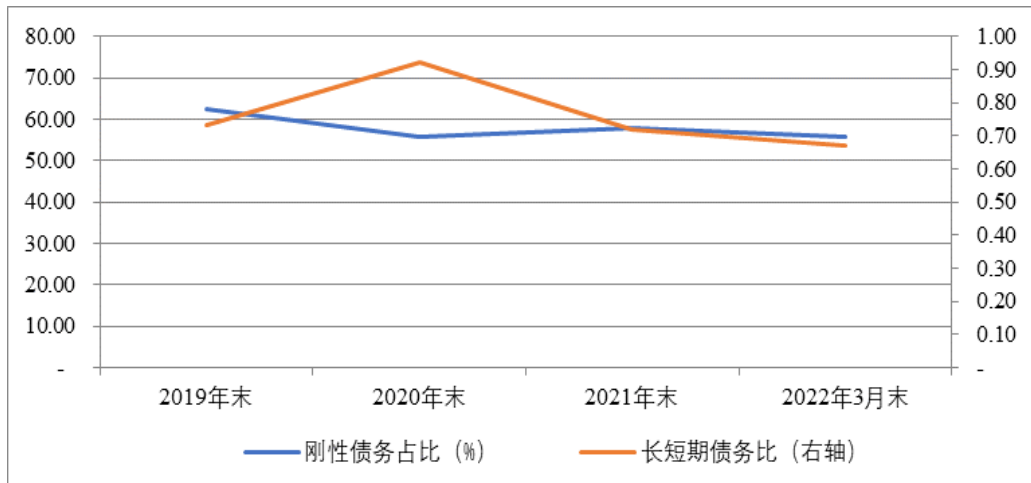
通过经营积累，近年来该公司未分配利润稳步提高，权益资本保持增长，2019-2021 年末所有者权益分别为 34.81 亿元、35.82 亿元和 36.71 亿元，权益资本与刚性债务比率分别为 0.53、0.59 和 0.58。

2022 年 3 月末，该公司负债总额和资产负债率分别为 111.23 亿元和 75.15%，较年初有所增长。

³ 计算公式为：（负债总额-预收账款-合同负债）/（资产总额-预收账款-合同负债）*100%

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	65.09	60.78	63.22	61.99
应付账款 (亿元)	11.45	12.48	18.53	15.31
预收款项及合同负债 (亿元)	16.55	22.85	15.85	21.68
其他应付款 (亿元)	9.54	8.80	8.13	8.20
刚性债务占比 (%)	62.30	55.57	57.91	55.73
应付账款占比 (%)	10.96	11.41	16.98	13.76
预收款项及合同负债占比 (%)	15.84	20.90	14.52	19.49
其他应付款占比 (%)	9.13	8.05	7.45	7.37

资料来源：根据西藏城投所提供数据绘制。

该公司负债以非流动负债为主，与房地产主业开发周期匹配性较好。2019-2021 年末及 2022 年 3 月末公司长短期债务比分别为 0.73、0.92、0.72 和 0.67，其中 2021 年末因一年内到期的应付债券转入流动负债，长短期债务比下降。公司负债以刚性债务为主，2021 年末刚性债务占负债总额的比重为 57.91%。

除刚性债务外，该公司负债还分布于应付账款、预收款项（含合同负债）和其他应付款。公司应付账款主要为应付工程款，2021 年末较上年末大幅增加 6.06 亿元至 18.53 亿元，主要是公司房地产在建规模较大，应付工程款大幅增加；预收款项（含合同负债）主要为房地产开发项目预收款，较上年末减少 7.00 亿元至 15.85 亿元，主要因当年结转金额大于签约销售金额而下降。其他应付款为 8.13 亿元，较上年末减少 0.66 亿元，其中应付往来款项 7.09 亿元，其中应付北方企业 3.95 亿元。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期刚性债务合计	21.25	8.60	17.88	17.64
其中：短期借款	5.01	3.00	1.00	1.00

刚性债务种类	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
一年内到期的非流动负债	16.24	5.60	16.88	16.64
中长期刚性债务合计	43.84	52.18	45.35	44.34
其中：长期借款	34.77	43.06	43.34	42.31
应付债券	9.07	9.12	2.00	2.03
综合融资成本（年化，%）	4.77	5.25	5.10	-

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理

2019-2021 年末，该公司刚性债务总额分别为 65.09 亿元、60.78 亿元和 63.22 亿元，以中长期为主，近三年末刚债规模呈一定波动。2021 年末中长期刚性债务合计 45.35 亿元，其中长期借款 43.34 亿元，较上年末基本持平，应付债券 2 亿元，为 20 藏城发；短期刚性债务 17.88 亿元，较上年末大幅增加，主要是公司债券 15 藏城投即将于一年内到期转入流动负债。

从融资渠道来看，该公司主要融资手段为间接融资，2021 年末银行借款和应付债券占比分别为 85.68% 和 14.32%。2021 年末公司借款合计 54.17 亿元（本金 54.01 亿元，应付利息 0.16 亿元），其中信用借款 15.23 亿元，抵押借款 22.92 亿元，抵押/担保借款 15.87 亿元。

图表 20. 2021 年末公司借款类型构成（单位：亿元）

科目 \ 类型	信用	抵押	抵押/担保	合计
短期借款	1.00	0.00	0.00	1.00
一年内到期的长期借款	3.23	4.01	2.50	9.74
长期借款	11.00	18.91	13.37	43.28
合计	15.23	22.92	15.87	54.01

资料来源：西藏城投

从利率区间与期限结构看，该公司刚性债务利率集中于 4%-6% 之间，期限分布较为平均。

图表 21. 公司 2021 年末刚性债务利率区间与期限结构（单位：亿元）

利率区间/到期年份	1 年以内	1~2 年(不含 2 年)	2~3 年(不含 3 年)	3~5 年(不含 5 年)	5 年及以上
4%~5% (不含 5%)	2.96	14.37	2.00	2.00	6.31
5%~6% (不含 6%)	14.83	-	13.44	7.16	-
合计	17.79	14.37	15.44	9.16	6.31

资料来源：西藏城投

注：此处不含应付利息

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
营业收入现金率 (%)	171.09	148.95	75.59	217.42
业务现金收支净额 (亿元)	4.04	8.38	-1.35	5.93
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.39	-0.64	-1.30	-0.11
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	3.65	7.75	-2.65	5.82
EBITDA (亿元)	2.89	3.25	4.09	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.05	0.05	0.07	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	0.99	1.28	1.21	-

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

因房地产业务销售资金回笼和结转收入不同步，该公司营业收入现金率呈现大幅波动状态，2019-2021 年营业收入现金率分别为 171.09%、148.95% 和 75.59%，2021 年因结转金额远大于当年销售金额，致营业收入现金率大幅下降。同期，公司业务现金收支净额分别为 4.04 亿元、8.38 亿元和 -1.35 亿元，2019 和 2020 年公司房地产业务销售资金回笼规模较大，业务现金收支呈净流入，2021 年项目销售规模有所下降同时开工多个项目致现金支出增加，业务现金收支呈净流出。其他因素现金收支金额较小，对经营性现金流影响较小。主要受业务现金流影响，2019-2021 年公司经营活动现金流净额分别为 3.65 亿元、7.75 亿元和 -2.65 亿元。

2019-2021 年，该公司 EBITDA 分别为 2.89 亿元、3.25 亿元和 4.09 亿元，其中利润总额和列入财务费用中的利息支出占比较大，2021 年末两者占比分别为 55.00% 和 27.73%。由于前期向三四线城市布局商品房项目，近年来刚性债务规模较大，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度低，2021 年对刚性债务及利息支出的覆盖倍数分别为 0.07 倍和 1.21 倍。

(2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	6.32	0.07	0.03	0.00
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.30	-2.46	-0.27	-0.004
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.83	0.90	0.00	0.00
投资环节产生的现金流量净额	4.86	-1.49	-0.24	-0.004

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

该公司投资性现金流主要包括理财产品投资回收与支付、联营及合营企业的投资和分红、静安荟奥莱公园项目建设等。2019-2021 年投资环节产生的现金流量净额分别为 4.86 亿元、-1.49 亿元和-0.24 亿元，其中 2019 年因赎回理财产品呈净流入，2020 年因静安荟奥莱公园项目建设呈净流出，2021 年各环节现金流金额均不大，净额呈小幅净流出。

(3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年第一季度
权益类净融资额	-0.12	-0.12	-0.08	-
债务类净融资额	4.63	-7.84	-0.69	-2.04
其中：现金利息	-3.49	-3.55	-3.13	-0.70
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-1.02	-1.01	-0.80	-
筹资环节产生的现金流量净额	3.49	-8.98	-1.57	-2.04

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

2019-2021 年，该公司筹资环节产生的现金流量净额分别为 3.49 亿元、-8.98 亿元和-1.57 亿元，受债务类融资影响比较大，2020 年主要因偿还到期的长期借款和支付利息，筹资性现金流呈净流出；2021 年公司债务规模增幅不大，受利息支出影响仍呈净流出，但净流出额减小。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	118.86	122.63	121.76	113.56
	85.33	84.47	83.47	76.73
其中：货币资金（亿元）	15.63	12.91	8.54	12.32
其他应收款（亿元）	3.68	2.90	0.65	0.68
存货（亿元）	96.08	102.79	109.93	97.20
其他流动资产（亿元）	2.83	3.18	2.12	2.84
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	20.44	22.55	24.11	34.44
	14.67	15.53	16.53	23.27
其中：投资性房地产	0.66	0.66	0.61	0.60
固定资产（亿元）	12.61	14.25	14.01	24.37
在建工程（亿元）	0.34	0.72	0.80	0.80
无形资产（亿元）	2.42	2.35	2.28	2.26
长期股权投资（亿元）	1.99	1.83	1.64	1.62
其中：所持上海闸北小额贷款股份有限公司股权（亿元）	0.48	0.48	0.48	/
所持国能矿业股权（亿元）	1.40	1.25	1.11	/
受限资产	48.29	75.52	73.38	73.92
受限资产账面金额/总资产（%）	34.67	52.01	50.30	49.94

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

该公司资产以流动资产为主，2021 年末，公司资产总额为 145.87 亿元，其中流动资产为 121.76 亿元，占比为 83.47%。公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产。2021 年末公司货币资金因房地产项目开发消耗较上年末减少 4.37 亿元至 8.54 亿元。其他应收款因回收部分动迁成本资金占用费（垫付拆迁费用），继续较上年末减少至 0.65 亿元。作为房地产开发企业，公司存货规模大，2021 年末为 109.93 亿元，占资产总额的比例为 75.36%，其中开发成本、开发产品和拟开发土地账面价值分别为 49.82 亿元（上年末为 54.94 亿元）、59.07 亿元（上年末为 43.66 亿元）和 0.65 亿元（上年末为 3.36 亿元），其明细变化主要是静安广场、桥东二期商办楼和海宸尊域二期已完工但尚未结转收入，由开发成本转入开发产品，因多个项目开工，土地使用权由拟开发土地转入开发成本。其他流动资产 2.12 亿元，主要为预交及待抵扣税金。

2021 年末该公司非流动资产为 24.11 亿元，主要包括固定资产和无形资产。2021 年末固定资产 14.01 亿元，较上年末变化不大；长期股权投资 1.64 亿元，包括公司参股的合营、联营企业，其中上海闸北小额贷款股份有限公司每年均能实现稳定的投资收益，国能矿业尚处于前期投入阶段，处于亏损状态，导致长期股权投资缩小。

2021 年末，该公司受限资产账面价值合计 73.38 亿元，因融资抵押和保函而受限，受限资产比例为 50.30%，其中存货中受限金额为 69.35 亿元，占存货规模的 63.09%。

图表 26. 2021 年末公司受限资产明细（单位：亿元）

项目	账面价值	在科目中占比	受限原因
货币资金	0.11	1.28%	保函
存货	69.35	63.09%	抵押借款
固定资产	3.02	21.53%	抵押借款
无形资产	0.68	29.95%	抵押借款
投资性房地产	0.22	36.17%	抵押借款
受限资产合计	73.38	50.30%	

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

2022 年 3 月末，该公司资产总额为 148.01 亿元，较上年末增长 0.48%；主要因佘山和园项目实现销售，货币资金增加 3.77 亿元至 12.32 亿元；主要因静安广场商场开业，由存货转入固定资产，存货规模大幅减少 12.37 亿元至 97.20 亿元，固定资产相应大幅增加 10.36 亿元至 24.37 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
流动比率（%）	196.97	215.63	191.60	170.48
速动比率（%）	37.57	34.44	17.99	23.96
现金比率（%）	25.90	22.70	13.44	18.49

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

作为房地产企业，该公司流动资产规模大，且刚性债务集中于长期，流动比率高。但是由于流动资产主要为存货，实际资产流动性较弱，2019-2021 年末速动比率分别为 37.57%、34.44%和 17.99%，2021 年末因流动负债增幅较大，速动比率下降。公司合并口径货币资金较为充足，可对即期债务的偿付提供一定的保障。

6. 表外事项

该公司为商品房承购人向银行申请按揭贷款提供阶段性保证担保。截至 2021 年末，累计银行按揭担保余额为 8.47 亿元，除此之外无其他对外担保事项。

此外，该公司存在一例诉讼案，为子公司上海北方城市发展投资有限公司（简称北方城投）与谢玉林就永盛苑楼盘的房屋买卖纠纷案，北方城投被判返还购房款 1,789.70 万元，赔偿其不能履行合同损失及办理权证、装修等直接损失合计 7,965.57 万元并支付利息，赔偿款已经由闸北区国资委（现静安区国资委）偿付完毕。但事后谢玉林又就房屋使用收益（租金）损失问题起诉公司赔偿 3,397.50 万元，此次诉讼申请被驳回。由于永盛苑楼盘为北方城投在借壳西藏雅砻上市资产重组前开发建设的项目，闸北区国资委（现静安区国资委）承诺如因永盛苑房屋质量问题导致北方城投发生赔偿义务，由闸北区国资委（现静安区国资委）承担。

7. 母公司/集团本部财务质量

2019-2021 年末，该公司本部资产总额分别为 77.81 亿元、76.14 亿元和 82.18 亿元，以长期股权投资和其他应收款为主，主要是合并报表范围内的子公司股权和对其提供的资金支持。同时，本部承担着一定的融资职能，2019-2021 年末刚性债务总额分别为 27.57 亿元、21.18 亿元和 24.38 亿元。本部 2019-2021 年营业收入分别为 0.73 亿元、0.62 亿元和 0.77 亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为-0.42 亿元、-0.21 亿元和-0.41 亿元。公司偿债资金主要来源于对子公司拆借款的回收。公司本部对下属子公司控制力很强，资金调配能力较强，能够为债务偿付提供一定保障。

外部支持因素

1. 股东支持

该公司是静安区重要的国有控股上市公司之一，可获得其他区属国有企业的融资担保、资金拆借等支持。截至 2021 年末，北方企业向公司提供的资金余额为 4.07 亿元。

2. 国有大型金融机构支持

截至 2022 年 3 月末，该公司获得的金融机构授信总额为 78.76 亿元，其中已使用 66.39 亿元，尚有 12.37 亿元未使用。

债项信用分析

1. 增信措施及效果

本期债券由大宁资产提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。大宁资产于 2020 年 7 月 17 日出具了正式担保函。

大宁资产产权结构清晰，静安区国资委是其唯一出资人和实际控制人。大宁资产建立了较健全的法人治理结构。内部管理方面已建立与现有经营活动相适应的管理体系和制度。

大宁资产是静安区中环南翼大宁板块的城市建设主体和综合运营商，目前核心业务在于区域中心商业综合体的开发运营。大宁资产收入主要来源于商业服务、旧区改造和网点经营业务。其中，商业服务业务以商业物业租赁为主，创现能力强，但考虑到 2022 年上海市突发疫情的影响，商业服务业务或将受到一定冲击，短期经营业绩面临较大下行压力；旧区改造及网点经营业务规模将随着大宁资产列入旧改范围的存量房逐渐减少及对部分存量老旧房屋的陆续处置而逐步下降，但中短期内仍将为收入和毛利的重要构成。近年来，大宁资产毛利率维持在较高水平。2019-2021 年，其营业收入分别为 7.45 亿元、7.09 亿元和 12.22 亿元，主要来自商业服务、旧区改造和网点经营业务，同期综合毛利率分别为 60.70%、66.49% 和 56.99%，综合毛利率水平高，营业毛利分别为 4.52 亿元、4.74 亿元和 6.97 亿元。

大宁资产主业毛利率水平较高，但较大规模的期间费用对公司毛利形成侵蚀，利润实现对政府补贴及非经常性损益的依赖较大。主要因商办项目投入，公司累积了较大规模刚性债务，负债经营程度较高，但目前债务期限结构较为合理，资金成本相对低，公司自身经营获现可覆盖利息支出，同时项目投入已形成较高市场价值的优质物业资产，可对债务偿付形成一定保障。公司即期债务规模较小，现金类资产及较大规模的可用授信对即期偿付的保障程度高。

大宁资产提供的全额无条件不可撤销的连带责任担保进一步提高了本期债券到期偿付的安全性。

2. 其他偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

近年该公司主业经营状况较好。2019-2021 年公司净利润分别为 1.07 亿元、1.06 亿元和 1.11 亿元，EBITDA 分别为 2.89 亿元、3.25 亿元和 4.09 亿元。同期，公司利息保障倍数分别为 0.78 倍、0.99 倍和 1.00 倍，对利息覆盖能力有所增强。

(2) 主营业务收现能力强

该公司保障房项目的回款由静安区房屋管理部门统一支付，回款及时；普通商品房项目采取预销售模式，销售受市场波动影响大。近年商品房的销售较好，公司

回笼现金的能力较强，货币资金储备较为充裕。

评级结论

该公司主要从事商品房开发业务，同时还涉及酒店管理和商场经营。公司业务规模较小，近三年房地产销售金额波动较大，收入则因项目结转而保持增长；公司在建和在售项目区域集中度较高，面临一定的区域市场风险。

自 2019 年刚性债务大幅增加致资产负债率攀升后，近年来公司资产负债率高位波动，刚性债务变化比较平稳，但 2021 年公司新开工多个项目，后续资金投入规模较大，债务规模或将继续扩大；公司债务期限结构较为合理，即期债务压力较轻，加之公司房地产开发主要采取滚动开发模式，资金回笼状况比较好，可对债务偿付提供一定保障。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

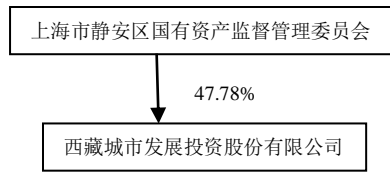
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

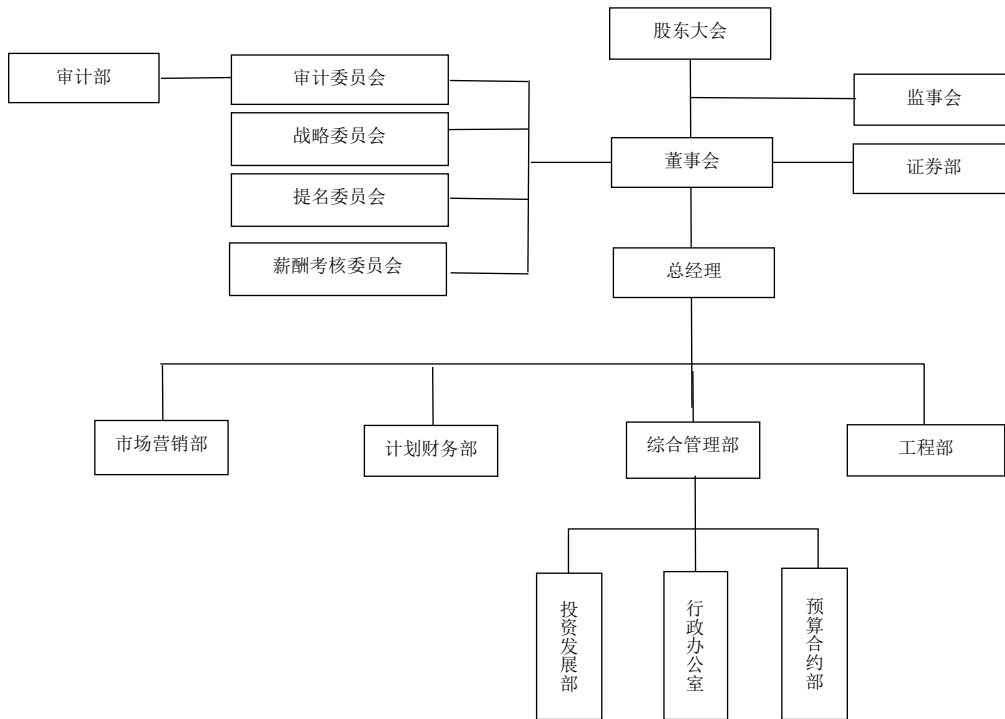
公司与实际控制人关系图



注：根据西藏城投提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据西藏城投提供的资料绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2021年(末)主要财务数据(亿元)					
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA
西藏城市发展投资股份有限公司	西藏城投	本级/母公司	—	房地产	24.38	36.83	0.54	0.35	-0.02	1.83
上海北方城市发展投资有限公司	北方城投	核心子公司	直接 100	房地产	34.31	22.81	24.62	0.60	-2.53	3.43
上海国投置业有限公司	国投置业	核心孙公司	间接 100	房地产	7.81	3.98	0.03	-0.33	-0.73	-0.02
上海北方广富林置业有限公司	广富林置业	核心孙公司	间接 100	房地产	5.37	2.15	12.03	0.33	12.29	1.25
泉州上实置业有限公司	泉州上实	核心孙公司	间接 100	房地产	2.50	12.34	11.31	2.20	-4.55	3.01
西安和润置业有限公司	和润置业	核心孙公司	间接 51	房地产	16.61	-0.67	0.78	-0.15	-4.63	-0.11
上海藏投酒店有限公司	藏投酒店	核心子公司	直接 100	酒店	4.54	5.01	0.54	0.16	0.29	0.50

注：根据西藏城投 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2019年	2020年	2021年	2022年第一季度
资产总额 [亿元]	139.30	145.18	145.87	148.01
货币资金 [亿元]	15.63	12.91	8.54	12.32
刚性债务[亿元]	65.09	60.78	63.22	61.99
所有者权益[亿元]	34.81	35.82	36.71	36.78
营业收入[亿元]	13.44	18.64	25.14	5.62
净利润[亿元]	1.07	1.06	1.11	0.12
EBITDA[亿元]	2.89	3.25	4.09	0.01
经营性现金净流入量[亿元]	3.65	7.75	-2.65	5.82
投资性现金净流入量[亿元]	4.86	-1.49	-0.24	0.00
资产负债率[%]	75.01	75.33	74.84	75.15
权益资本与刚性债务比率[%]	53.48	58.93	58.05	59.33
流动比率[%]	196.97	215.63	191.60	170.48
现金比率[%]	25.90	22.70	13.44	18.49
利息保障倍数[倍]	0.78	0.99	1.00	-
担保比率[%]	-	-	23.08	-
营业周期[天]	4,243.44	2,963.79	2,204.94	-
毛利率[%]	43.18	34.05	29.81	32.89
营业利润率[%]	12.58	11.31	9.14	9.01
总资产报酬率[%]	1.76	1.78	2.32	-
净资产收益率[%]	3.14	3.02	3.07	-
净资产收益率*[%]	3.13	3.14	3.25	-
营业收入现金率[%]	171.09	148.95	75.59	217.42
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.78	13.22	-4.41	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.94	5.85	-2.65	-
EBITDA/利息支出[倍]	0.99	1.28	1.21	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.05	0.07	-

注：表中数据依据西藏城投经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
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%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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%
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：

担保方大宁资产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	2022年 第一季度
资产总额 [亿元]	184.18	243.85	255.58	251.00
货币资金 [亿元]	8.28	26.22	20.41	25.21
刚性债务[亿元]	90.83	137.56	139.23	137.96
所有者权益 [亿元]	78.58	85.48	92.89	91.96
营业收入[亿元]	7.45	7.12	12.22	1.45
净利润 [亿元]	0.61	0.14	0.56	-0.55
EBITDA[亿元]	5.51	6.41	7.94	—
经营性现金净流入量[亿元]	-3.24	0.37	8.70	0.55
投资性现金净流入量[亿元]	-0.18	-33.40	-13.23	7.27
资产负债率[%]	57.34	64.94	63.66	63.36
长短期债务比[%]	1025.46	835.40	404.15	449.12
权益资本与刚性债务比率[%]	86.51	62.14	66.71	66.66
流动比率[%]	449.06	471.99	251.44	265.72
速动比率[%]	345.19	382.64	202.36	210.81
现金比率[%]	88.25	154.86	115.77	120.53
短期刚性债务现金覆盖率[%]	220.57	461.69	178.06	173.93
利息保障倍数[倍]	1.08	0.99	1.14	—
有形净值债务率[%]	141.62	194.62	182.86	180.50
担保比率[%]	—	—	2.15	2.17
毛利率[%]	60.70	66.49	56.99	79.34
营业利润率[%]	13.50	6.07	7.95	-35.56
总资产报酬率[%]	2.69	2.73	2.94	—
净资产收益率[%]	0.79	0.17	0.63	—
净资产收益率*[%]	0.97	0.59	0.72	—
营业收入现金率[%]	119.12	107.08	100.53	116.93
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-34.46	2.80	35.38	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-3.57	0.32	6.29	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-36.42	-251.08	-18.40	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-3.77	-28.93	-3.27	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.21	1.08	1.24	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.06	0.06	—

注：表中数据依据大宁资产经审计的 2019-2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

附录六：

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尽职调查和诚信义务，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。

本信用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之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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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。

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）
- 《房地产行业信用评级方法》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。