



内部编号:2024060778

西藏城市发展投资股份有限公司

及其发行的 20 藏城发与 22 藏城发

定期跟踪评级报告

项目负责人: 杨亿  yangyi@shxsj.com
项目组成员: 刘佳  liujia@shxsj.com
评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



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.

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2024)100647】

评级对象： 西藏城市发展投资股份有限公司及其发行的 20 藏城发与 22 藏城发

20 藏城发

22 藏城发

主体/展望/债项/评级时间

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA/稳定/AA+/2024 年 6 月 28 日

AA/稳定/AA+/2024 年 6 月 28 日

前次跟踪： AA/稳定/AA+/2023 年 6 月 26 日

AA/稳定/AA+/2023 年 6 月 26 日

首次评级： AA/稳定/AA+/2020 年 7 月 24 日

AA/稳定/AA+/2020 年 7 月 14 日

跟踪评级观点

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一定支持。
- 资本实力得到增强。2024 年 3 月，西藏城投非公开发行股票成功，募集资金净额 9.86 亿元，主要用于房地产开发项目投资和补充流动资金，公司资本实力提升，财务状况改善，资金压力也有所减轻。
- 担保增信。20 藏城发和 22 藏城发均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，可有效增强债券本息偿付的安全性。

主要风险：

- 业务区域相对集中，部分项目去化压力较大。西藏城投房地产规模体量相对较小，业务区域相对集中，受房地产行业环境影响较大，当前部分在售商业地产项目面临较大去化压力。
- 资金压力较大。西藏城投在开发项目较多，加之部分项目为自持的酒店和商业地产项目，沉淀资金较多，未来资金状况易受到项目去化、行业调控政策、外部融资环境变化等因素影响。

跟踪评级结论

通过对西藏城投主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级 AA，评级展望稳定，并维持上述中票 AA+信用等级。

未来展望

本评级机构预计西藏城投信用质量在未来 12 个月持稳。

主要财务数据及指标

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末
母公司口径数据：			
货币资金[亿元]	3.87	1.75	0.84
刚性债务[亿元]	24.38	21.23	31.80
所有者权益[亿元]	36.48	36.60	36.99
经营性现金净流入量[亿元]	-0.41	-0.28	0.12
合并口径数据及指标：			
总资产[亿元]	145.87	139.45	135.07
总负债[亿元]	109.17	102.51	98.35
刚性债务[亿元]	69.72	61.09	69.53
所有者权益[亿元]	36.71	36.93	36.72

主要财务数据及指标

项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末
营业收入[亿元]	25.14	24.56	23.95
净利润[亿元]	1.11	0.48	-0.04
经营性现金净流入量[亿元]	-2.65	10.24	-5.66
EBITDA[亿元]	4.09	4.20	3.01
资产负债率[%]	74.84	73.52	72.81
权益资本与刚性债务比率[%]	52.65	60.45	52.81
流动比率[%]	191.60	154.10	194.94
现金比率[%]	13.44	8.65	11.24
利息保障倍数[倍]	1.00	1.00	0.65
净资产收益率[%]	3.07	1.30	-0.11
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-4.41	15.63	-9.62
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.65	8.90	-5.31
EBITDA/利息支出[倍]	1.21	1.26	0.95
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.06	0.05

注：根据西藏城投经审计的 2021-2023 年财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）

评级要素		结果	
个体信用	业务风险	4	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa ⁻
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
③表外因素		/	
	④其他因素	/	
个体信用级别		aa ⁻	
外部支持	支持因素	↑1	
主体信用级别		AA	

调整因素：（/）

支持因素：（↑1）

公司作为上海市静安区国资委所附属国有控股上市公司，能得到静安区国资委及其所附属国有企业的支持。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26742&mid=4&listype=1
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29960&mid=5&listype=1
《2023 年房地产行业信用回顾与 2024 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29782&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照西藏城市发展投资股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）及 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（分别简称“20 藏城发”和“22 藏城发”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据西藏城投提供的经审计的 2023 年财务报表及相关经营数据，对西藏城投的财务状况、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。

2020 年 9 月 21 日经上海证券交易所审核同意获得无异议函批复并经中国证监会注册证监许可[2020]2294 号），该公司获准向专业投资者公开发行不超过 8 亿元（含 8 亿元）的公司债券。公司分别于 2020 年 11 月和 2022 年 9 月在上海证券交易所发行了 2 亿元“20 藏城发”和 6 亿元“22 藏城发”，期限均为 5 年，并均附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，上述债券均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。

截至 2024 年 5 月末，该公司存续债券本金余额共计 8 亿元。公司到期债券均按期兑付，未到期债券付息情况正常。

图表 1. 截至 2024 年 5 月末公司存续债券基本情况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	票面利率（%）	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
20 藏城发	2.00	3+2	4.50/3.80	2020/11/17	8 亿元/2020 年 9 月	按时付息
22 藏城发	6.00	3+2	3.75	2022/09/07		按时付息

注：根据公开资料整理。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2021-2023 年财务报表以及相关经营数据。立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021-2022 年财务报表进行了审计，众华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

2021-2022 年，该公司合并范围无变化。2023 年公司新设 4 家子公司，截至当年末公司合并范围共有 19 家子公司。合并范围的变化对公司财务状况影响较小，公司最近三年财务数据具有可比性。

2023 年该公司与上海北方企业（集团）有限公司（简称“北方企业”）签订《借款合同》，借款金额为不超过 20 亿元，可循环借款，期限为 5 年，2023 年实际借款金额为 19 亿元，公司将其计入“其他应付款”，本评级报告根据实质重于形式原则将其计入“非流动负债”。

2. 业务

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；公司在建和在售项目区域集中度较高，主要分布于陕西西安等地，面临一定的区域市场风险，去化压力较大。

(1) 外部环境

宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。2023 年制造业、基础设施建设投资增速均明显回落，房地产投资仍负增长；基建投资稳增长的功能持续，增发国债各批次项目的落地有望促进基础设施建设投资平稳较快增长；“三大工程”建设的推进有利于房地产投资降幅收窄，但房地产行业正处发展模式转变过程中，房地产投资仍疲弱。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

行业因素

近年我国房地产行业供求关系发生重大变化。2022 年我国商品房销售面积和销售金额分别为 13.58 亿平方米和 13.33 万亿元，同比下降 24.3%和 26.7%。2023 年 1-5 月我国商品房销售面积同比增速收窄，销售额方面累计同比增速一度由负转正，但回升趋势自下半年起再次调转向下，至年末累计销售面积和销售金额分别为 11.17 亿平方米和 11.66 万亿元，同比下降 8.5%和 6.5%。市场景气度持续弱化，行业投资收缩。2022-2023 年我国房地产开发投资完成额分别为 13.29 万亿元和 11.09 万亿元，同比下降 10.0%和 9.6%。其中，住宅开发投资完成额分别为 10.06 万亿元和 8.38 万亿元，同比下降 9.5%和 9.3%。实物工作量方面，2022-2023 年我国房屋新开工面积分别为 12.06 亿平方米和 9.54 亿平方米，同比下降 39.4%和 20.4%；竣工面积分别为 8.62 亿平方米和 9.98 亿平方米，同比下降 15.0%和增长 17.0%；施工面积分别为 90.50 亿平方米和 83.84 亿平方米，同比下降 7.2%和 7.2%。在“保交楼”压力以及融资政策宽松利好下，行业优先推动存量项目建设完工，对增量项目则持谨慎态度。

展望 2024 年，我们预计在销售端复苏总体仍承压且库存处于高位、行业整体运行效率明显弱化的情形下，房地产开发投资规模或将进一步下滑，但降幅将在保障房建设力度显著加大前提下进一步收窄。短期而言，在积极稳妥化解房地产风险的政策导向下，融资端支持举措有望加大力度，有助于房企融资环境的边际改善；但受益范围或相对有限，行业整体流动性得到实质性改善尚待持续观察。这对房企安全边际提出更高的要求，自身财务健康程度和项目布局的重要性凸显。在行业风险有序出清和“保障房+商品房”、“租售并举”的新发展模式积极推进下，房地产开发行业仍具长期高质量发展空间。

详见：《2023 年房地产行业信用回顾与 2024 年展望》。

区域市场因素

该公司在开发及在售项目主要位于陕西西安。2023 年西安市房地产开发投资额较上年下降 11.3%，其中，住宅投资额下降 9.0%。房屋施工面积为 1,6478.59 万平方米，同比上升 1.0%；房屋竣工面积为 877.11 万平方米，同比上升 27.0%；商品房销售面积 1,394.71 万平方米，同比下降 16.3%，总体来看 2023 年西安房地产市场持续低迷，竣工面积增加但销售面积下降，商品房去化压力加大。

近年来，西安市土地市场有所波动，2021-2023 年全市分别成交土地 374 宗、419 宗和 317 宗，成交面积分别为 1,786.08 万平方米、1,890.54 万平方米和 1,976.83 万平方米，成交总价分别为 1,120.13 亿元、1,219.72 亿元和 1,066.26 亿元。2023 年全市土地成交面积同比上涨 4.56%，但土地出让均价同比下降 16.40%。

图表 2. 近年来西安市土地市场交易情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年
土地出让总面积（万平方米）	1,786.08	1,890.54	1,976.83
其中：住宅用地	335.76	378.00	356.92
综合用地（含住宅）	393.67	326.48	275.39
商业/办公用地	240.08	265.31	135.20
工业用地	753.58	893.62	1,148.66
其他用地	62.97	27.14	60.66
土地出让总价（亿元）	1,120.13	1,219.72	1,066.26
其中：住宅用地	464.66	632.43	520.69
综合用地（含住宅）	475.16	372.37	421.07
商业/办公用地	135.99	167.02	64.15
工业用地	38.69	44.62	55.32
其他用地	5.63	3.29	5.02
土地出让均价（元/平方米）	6,271	6,452	5,394
其中：住宅用地	13,839	16,731	14,589
综合用地（含住宅）	12,070	11,406	15,290
商业/办公用地	5,664	6,295	4,745
工业用地	513	499	482
其他用地	894	1,213	828

资料来源：CREIS 中指

(2) 业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入合计	25.14	24.56	23.95
其中：核心业务营业收入合计	24.95	24.30	23.55
在营业收入中占比（%）	99.24	98.91	98.33
(1) 房地产开发	24.17	23.26	22.85
在营业收入中占比（%）	96.13	94.69	95.40
(2) 商场经营	0.24	0.50	0.68
在营业收入中占比（%）	0.96	2.04	2.84
(3) 客房餐饮	0.54	0.54	0.02
在营业收入中占比（%）	2.14	2.18	0.09
毛利率（%）	29.81	31.46	33.55
(1) 房地产开发（%）	27.81	28.71	31.55
(2) 商场经营（%）	68.21	85.30	88.38
(3) 客房餐饮（%）	90.38	88.68	92.41

注：根据西藏城投所提供数据整理、计算。

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。除房地产主业外，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），氯化钾储量 2,800 万吨（储量中型），硼储量 330 万吨（储量中型），其中碳酸锂储量居世界前列。

2021-2023 年，该公司营业收入分别为 25.14 亿元、24.56 亿元和 23.95 亿元，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。

① 经营状况

房地产开发

该公司房地产业务分布在上海、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 年公司进入福建泉州市场，目前海宸尊域项目已经竣工，住宅项目去化良好但商业地产去化一般；2015 年通过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，2022 年底住宅项目启动预售；2017 年获得西安西咸新区多个地块，并在 2020-2022 年期间陆续开工建设，2023 年 2 个子项目启动预售。

图表 4. 公司近三年房地产业务开发和销售情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年
新开工面积（万平方米）	26.24	23.15	-
竣工面积（万平方米）	40.73	1.33	26.58
合同销售面积（万平米）	3.81	11.72	5.52
合同销售金额（亿元）	15.31	29.50	10.44
销售回笼资金（亿元）	17.87	20.61	22.85
结转收入（亿元）	24.17	23.35	22.85

注：根据西藏城投所提供数据整理、计算。

2021-2022 年该公司新开工面积分别为 26.24 万平方米和 23.15 万平方米，2021 年公司开工世贸铭城和世贸馨城项目，2022 年开工世贸新都项目，2023 年无新开工项目。同期房地产销售面积分别为 3.81 万平方米、11.72 万平方米和 5.52 万平方米。2021 年海宸尊域一期和二期项目可售部分基本销售完毕，余山和园销售 2.47 万平方米，房地产销售面积同比大幅减少；2022 年主要销售项目为余山和园、海宸尊域三期和璟宸尊域府，其中后两者为当年新开盘项目；2023 年主要销售项目为璟宸尊域府和静安广场，崇文尊域万樾府（世贸铭城 DK3）和崇文尊域天宸府（世贸馨目 DK1）为新开盘项目，当年销售面积较少。截至 2023 年末，公司合同负债为 8.37 元，主要包括尚未结转的璟宸尊域府和静安广场。公司房地产项目主要采取滚动开发模式。

图表 5. 公司主要商品房项目销售情况（单位：万平方米）

项目	所处区域	2021 年		2022 年		2023 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	0.91	23.93%	7.43	63.40%	0.25	4.61%
崇文尊域万樾府	陕西西安	-	-	-	-	0.19	3.48%
崇文尊域天宸府	陕西西安	-	-	-	-	0.04	0.75%
余山和园	上海松江	2.47	64.71%	3.28	28.03%	0.44	7.89%
静安广场	陕西西安	0.31	8.03%	0.05	0.44%	1.04	18.91%
璟宸尊域府	陕西西安	-	-	0.85	7.22%	3.45	62.43%
合计	-	3.68	96.68%	11.61	99.09%	5.42	98.08%

注：根据西藏城投所提供数据整理、计算。

2021 年该公司静安广场和海宸尊域（二期）竣工，2023 年海宸尊域（三期）竣工。目前余山和园已基本去化完毕，海宸尊域一至三期项目住宅已销售完毕，酒店拟自持，商铺和 Soho 去化较慢，2023 年末剩余可售 4.76 万平方米；静安广场为商服项目，商场拟自持，正在销售的 Soho 去化率低，年末剩余可售面积 3.19 万平方米。整体来看，该公司竣工项目住宅部分去化良好，但商铺和 Soho 去化较慢，加之拟自持的酒店和其他物业，竣工项目仍有较大未售面积，2023 年末剩余未售面积合计 8.03 万平方米。

图表 6. 截至 2023 年末公司在建项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目	地区	业态	总投资额	已投资额	2023 年投资额	总建筑面积	在建建筑面积
世贸铭城 DK1	陕西西咸新区	住宅	13.48	2.85	0.37	22.03	7.32
世贸铭城 DK2	陕西西咸新区	住宅	13.60	4.92	1.40	22.98	22.98
世贸铭城 DK3	陕西西咸新区	住宅	13.36	3.19	0.67	22.71	6.8
世贸馨城 DK1	陕西西咸新区	住宅	11.67	3.02	0.89	17.02	5.05
世贸馨城 DK2	陕西西咸新区	住宅	9.90	3.49	0.75	16.91	8.24

项目	地区	业态	总投资额	已投资额	2023年投资额	总建筑面积	在建建筑面积
世贸新都	陕西西咸新区	零售	22.61	1.24	0.37	16.36	16.36
璟宸尊域府	陕西西安	住宅	21.36	16.12	4.53	25.72	25.72
和源馨苑	陕西西安	商服	13.69	13.82	0.00	11.73	11.73
合计	-	-	119.67	48.65	8.98	155.46	104.20

注：根据西藏城投所提供数据整理、计算。

截至 2023 年末该公司在建房地产项目共 8 个，计划总投资 119.67 亿元，已投入 48.65 亿元，其中 2023 年投入 8.98 亿元。公司后续房地产项目开发及运营集中于陕西西安地区，且待投资规模大，去化情况易受区域市场因素影响，承压较为明显。

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。该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。该项目的安置房已于 2019 年 8 月完工（计入土地成本，不计营业收入）；静安广场于 2021 年完工，其中自持商场 2022 年 3 月已开业，Soho 于 2020 年 3 月开售，截至 2023 年末已销售 1.63 万平方米，去化率为 34%；璟宸尊域府为住宅项目，于 2019 年开工建设，可供出售面积 7.23 万平方米，于 2022 年 11 月开售，截至 2023 年末累计销售面积 4.30 万平方米。

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 34.75 万平方米，土地出让金合计 3.76 亿元，并于 2020-2022 年陆续开工建设。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，计划总投资合计 40.43 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，计划总投资合计 21.56 亿元。世贸新都项目计容建筑面积 14.31 万平方米，计划总投资 22.61 亿元，业态为零售。2023 年世贸铭城 DK3 和世贸馨城 DK1 启动预售，可供出售面积 5.52 万平方米，当年实现销售面积 0.23 万平方米。上述两个项目后续投资部分资金来源于非公开发行股票募集资金¹，资金筹措压力有所缓解；其他项目公司根据市场环境，控制开发节奏。

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荟奥莱公园和陕西西安静安荟生活奥莱项目，2021-2023 年收入分别为 0.24 亿元、0.50 亿元和 0.68 亿元，毛利率分别为 68.21%、85.30%和 88.38%，2022 年因静安荟生活奥莱商场开业带动收入增加，2023 年该商场租金收入增加，带动当年收入继续增加。

静安荟奥莱公园项目计划总投资 12.80 亿元，包括奥特莱斯及酒店，奥特莱斯部分总建筑面积为 10.78 万平方米，实际已投资 10.23 亿元，已于 2018 年 12 月竣工并开业，酒店尚未开工建设。陕西西安静安荟生活奥莱项目总投资 10.48 亿元，于 2022 年 3 月开业，2023 年实现 0.41 亿元收入。

酒店管理

该公司拥有两家酒店。上海北方智选假日酒店（简称“北方假日酒店”）位于上海市中兴路 1738 号，按四星级标准建造，于 2008 年 1 月开业，营业面积 30,450.82 平方米，拥有 472 间房间。北方假日酒店所处火车站北广场区域缺乏核心商圈的支撑，但公司重视自身经营和品牌管理，其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，聘请后者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。2023 年北方假日酒店停业装修，从智选假日品牌升级至假日品牌，同时更名为上海静安假日酒店，待完成装修及品牌升级后重新开放。此外，泉州东海假日酒店自 2024 年 2 月 4 日起正式运营，拥有 202 间高级客房及套房，可同时接待人数逾 400 人。

2021-2023 年，该公司客房餐饮业务收入分别为 0.54 亿元、0.54 亿元和 0.02 亿元，其中 2023 年大幅下降主要系北方假日酒店停业装修，目前尚未营业；同期该业务毛利率分别为 90.38%、88.68%和 92.41%。

矿业投资

该公司于 2010 年 11 月与北方企业共同收购了西藏阿里圣拓矿业有限责任公司（现名为国能矿业）61%的股权，

¹ 2024 年 3 月，该公司非公开发行股票完成，募集资金净额为 9.86 亿元，其中 3.50 亿元用于世贸铭城 DK3 项目，3.50 亿元用于世贸馨城 DK1 项目。

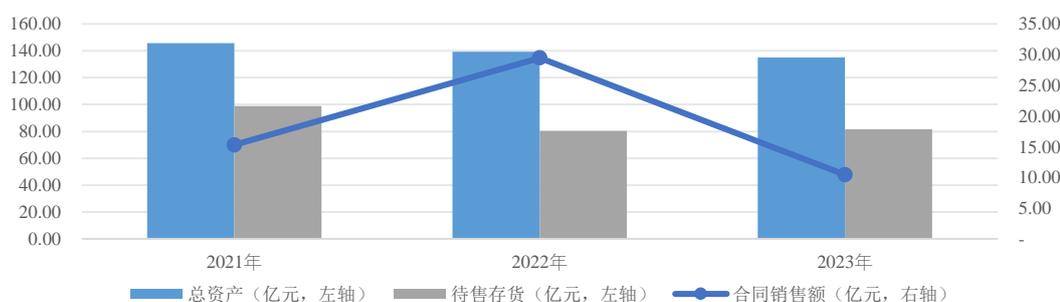
收购完成后公司、北方企业和原股东西藏金泰工贸有限责任公司（简称“西藏金泰”）持股比例分别为 41%、20% 和 39%。后经股权变更，目前公司、北方企业和江苏藏青新能源产业发展基金合伙企业（有限合伙）持股比例分别为 41%、20% 和 39%（股权交割尚在进行中）。国能矿业为公司联营企业，公司对国能矿业投资成本为 2.49 亿元。

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，氯化钾储量 2,800 万吨，硼储量 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，延期到 2031 年 4 月 2 日，2022 年 5 月 6 日获得龙木错盐湖矿区的采矿许可证，延期到 2024 年 4 月 5 日，后续延期手续正在办理中。

国能矿业采取自主开发+委托加工的盐湖提锂开发模式。2021 年 6 月，国能矿业开始两湖提锂工艺的中试工作；2023 年 7 月，收到西藏自治区生态环境厅关于 3 万吨工业级氢氧化锂项目的环境影响评价批复，启动首期 3,300 吨氢氧化锂的委托加工产线建设。2023 年，国能矿业全年现有盐田产线共产出锂精矿约 1,300 吨，中试车间共产出锂盐近百吨。2021-2023 年，国能矿业营业收入分别为 589.42 万元、2.51 亿元和 2.01 亿元，主要来自碳酸锂的销售，净利润分别为-0.34 亿元、0.26 亿元和-1.10 亿元，2023 年受行业环境影响，碳酸锂价格大幅下跌，国能矿业毛利大幅减少，存货减值损失增加，加之管理费用持续上升，当年亏损额较大。

② 竞争地位

图表 7. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势



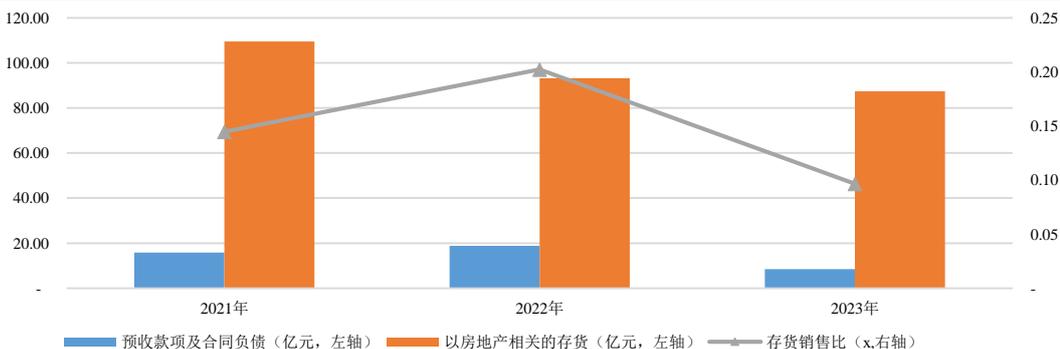
注：①根据西藏城投所提供数据整理、绘制；②待售存货=期末与房地产相关的存货-期末预收款项及合同负债×（1-三年加权平均综合毛利率）

该公司从事房地产开发工作二十几年，早期以上海区域为主，先后开发了 20 余个动迁安置房及普通商品房项目，积累了丰富的经验；其中，公司开发的“和源”系列系高品质生活社区，具有一定的品牌形象。

2023 年末，该公司总资产为 135.07 亿元，其中待售存货约 81.62 亿元，2021-2023 年累计实现 55.25 亿元的销售总额，总体来看，公司房地产业务规模不大。公司目前房地产开发项目集中于西安地区，存量项目区域集中度较高，面临一定的区域市场风险。

③ 经营效率

图表 8. 反映公司经营效率要素的主要指标值



注：①根据西藏城投所提供数据整理、绘制；②存货销售比=期末预收款项及合同负债之和/期末与房地产相关的存货。

2021-2023 年该公司存货销售比分别为 0.14、0.20 和 0.10，随着项目结转，公司房地产相关存货规模近年来有所减少，受项目销售和结转影响，合同负债有所波动，致该比值存在波动。整体来看，公司存货规模较大，但销售规模偏小，运营效率相对较低，整体去化压力较大。

④ 盈利能力

图表 9. 反映公司盈利能力要素的主要指标值及变化趋势（单位：亿元、%）

公司利润结构	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	25.14	24.56	23.95
营业毛利	7.50	7.73	8.04
其中：房地产开发	6.72	6.68	7.21
毛利率	29.81	31.46	33.55
期间费用率	13.25	17.26	15.93
其中：财务费用率	4.02	7.03	5.94
资产减值损失及信用减值损失	0.38	0.34	0.17
投资净收益	-0.16	0.22	-0.43
净利润	1.11	0.48	-0.04

注：根据西藏城投所提供数据整理、绘制。

该公司利润主要来自于营业毛利，2021-2023 年营业毛利分别为 7.50 亿元、7.73 亿元和 8.04 亿元，综合毛利率分别为 29.81%、31.46%和 33.55%，2022 年和 2023 年主要结转项目为余山和园和海宸尊域二期，项目毛利率较高，带动综合毛利率增长。

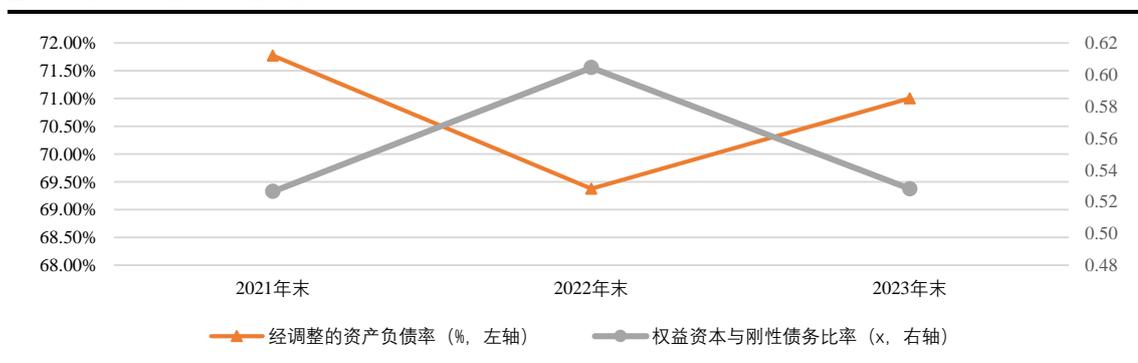
2021-2023 年，该公司净利润分别为 1.11 亿元、0.48 亿元和-0.04 亿元，近年来净利润持续下降，一方面是期间费用持续增加，另一方面减值损失亦有一定规模，均对利润形成侵蚀；2023 年虽然营业毛利增加，但因国能矿亏损致当年投资损失额较大，致当年净利润转亏损。

3. 财务

受销售显著放缓但之前销售本期交付结转规模较大，该公司 2023 年内合同负债大幅度减少，加之支付工程款等因素影响，年末负债规模同比收缩，资产负债率略下降；年内公司在开发项目仍保持较大规模投入，经营环节资金缺口较大，刚性债务增加较多且以关联方借款为主，偿债压力显著加大；公司资产受限程度偏高。来自关联方的资金及担保支持，则可在较大程度上缓解其资金平衡压力。

(1) 财务杠杆

图表 10. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：①根据西藏城投所提供的数据整理、绘制；②经调整的资产负债率=（期末负债总额-期末预收款项或合同负债）/（期末资产总额-期末预收款项或合同负债）×100%。

2021-2023 年末，该公司经调整的资产负债率分别为 71.77%、69.38%和 71.00%，杠杆水平比较平稳。公司权益规模变化不大，但刚债规模有所波动，权益资本对刚债保障能力也相应有所波动，同期末权益资本与刚性债务

比率分别为 0.53、0.60 和 0.53。

① 资产

图表 11. 公司核心资产状况及其变动（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 末	2023 末
流动资产（在总资产中占比）	121.76	103.95	97.74
	83.47%	74.54%	72.37%
其中：货币资金	8.54	5.83	5.64
存货	109.93	93.37	87.48
其他流动资产	2.12	3.69	3.32
非流动资产（在总资产中占比）	24.11	35.50	37.32
	16.53%	25.46%	27.63%
其中：投资性房地产	0.61	1.64	4.25
固定资产	14.01	24.20	21.98
在建工程	0.80	0.90	2.93
无形资产	2.28	2.21	2.14
其他非流动资产	1.82	1.86	2.29
长期股权投资	1.64	1.73	0.77
期末全部受限资产账面金额	73.38	73.11	77.27
受限资产账面余额/总资产	50.30%	52.43%	57.21%

注：根据西藏城投所提供数据整理、计算。

该公司资产以流动资产为主，2023 年末，公司资产总额为 135.07 亿元，其中流动资产为 97.74 亿元，占比为 72.37%。公司流动资产主要包括货币资金、存货和其他流动资产。其中货币资金 5.64 亿元，受限金额为 0.30 亿元，受限比例低；其他流动资产 3.32 亿元，主要为预交及待抵扣税金。作为房地产开发企业，公司存货规模大，2023 年末为 87.48 亿元，占资产总额的 64.77%，较上年末减少 5.89 亿元，主要因项目结转而减少，其中开发成本和开发产品分别为 46.87 亿元和 40.47 亿元。相较于其销售规模，公司开发产品规模大，预计去化周期长，偏高的区域集中度也使得公司存货价值较易受到当地市场供求关系变化及去化效率影响，面临一定的减值风险。

2023 年末该公司非流动资产为 37.32 亿元，较上年末增加 1.83 亿元，主要包括投资性房地产和固定资产等。2023 年末投资性房地产大幅增加主要是上海国投置业有限公司（简称“国投置业”）的桥东二期商办楼由固定资产转入；固定资产 21.98 亿元，较上年末减少 2.22 亿元，主要是在建工程转固和桥东二期商办楼转出综合影响；长期股权投资 0.77 亿元，较上年末下降 55.45%，主要是上海闸北小额贷款股份有限公司转让和国能矿业亏损影响；在建工程增加主要系上海静安假日酒店装修改造转入。

2023 年末，该公司受限资产账面价值合计 77.27 亿元，主要因融资抵押和保函而受限，受限资产比例为 57.21%，其中存货中受限金额为 60.84 亿元，占存货规模的 69.54%。总体来看，公司受限资产规模较大，资产受限程度偏高。

图表 12. 2023 年末公司受限资产明细（单位：亿元）

项目	账面价值	在该科目中占比	受限原因
货币资金	0.30	0.52%	履约保函；海宸尊域二期人防车位监管户资金
存货	60.84	69.54%	抵押借款
固定资产	8.58	39.03%	抵押借款
无形资产	0.65	30.26%	抵押借款
投资性房地产	3.97	93.47%	抵押借款
在建工程	2.93	100.00%	抵押借款
受限资产合计	77.27	57.21%	-

注：根据西藏城投所提供数据整理、计算。

② 所有者权益

图表 13. 公司所有者权益构成（单位：亿元）



注：根据西藏城投所提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末，该公司所有者权益分别为 36.71 亿元、36.93 亿元和 36.72 亿元，以归属于母公司所有者权益为主，因子公司西安和润（公司持股 51%）持续亏损，少数股东权益持续为负。公司所有者权益以资本公积和未分配利润为主，权益稳定性尚可；其中未分配利润分别为 11.15 亿元、12.16 亿元和 12.65 亿元，近年来有所增加。现金分红方面，2021-2023 年公司分别支付现金分红 819.66 万元、1,475.39 万元和 1,311.46 万元。

③ 负债

图表 14. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 末	2023 末
刚性债务	69.72	61.09	69.53
其中：短期刚性债务	24.37	26.27	21.55
中长期刚性债务	45.35	34.82	47.99
应付账款	18.53	16.81	13.74
合同负债	15.85	18.85	8.43
综合融资成本（年化，%）	5.19	5.09	4.85

注：根据西藏城投所提供数据整理、计算。

2021-2023 年末，该公司负债总额分别为 109.17 亿元、102.51 亿元和 98.35 亿元，因合同负债大幅度减少，加之支付工程款等因素影响，2023 年末负债规模下降；公司负债以流动负债为主，2021-2023 年末公司长短期债务比分别为 0.72、0.52 和 0.96，2022 年末因一年内到期的长期借款转入流动负债，长短期债务比下降，2023 年因新增长期大额关联方借款，比率有所上升。

该公司负债以刚性债务、应付账款和合同负债为主；其中应付账款主要为应付工程款，2023 年末为 13.74 亿元，较上年末有所下降；合同负债 8.43 亿元，2023 年因销售金额不及往年加之收入大幅结转而显著下降；刚性债务 69.53 亿元，较上年末有所增加。

图表 15. 公司 2023 年末存续刚性债务期限结构

到期年份	1 年以内	1-2 年（不含 2 年）	2-3 年（不含 3 年）	3 年以上	合计
合并口径	17.03	5.72	0.71	46.07	69.53
母公司口径	2.48	2.01	-	6.05	10.54

注：根据西藏城投所提供数据整理、计算。

2023 年该公司刚性债务增加较多且以关联方借款为主，刚性债务期限结构以长期为主，年末中长期刚性债务合计 47.99 亿元，其中长期借款 18.94 亿元，因即将到期转入流动负债科目而减少；应付债券 8.06 亿元，为“20 藏城发”和“22 藏城发”本金及利息；关联方借款 19.00 亿元。从融资渠道来看，公司融资以间接融资为主，直接融资作为重要补充；从借款性质来看，公司短期借款以信用为主，长期借款以抵押为主。

该公司建立了较为完善的财务制度和资金管理制度。公司设立财务中心，负责管理本部及子公司财务会计集中核算管理；财务中心将各子公司所需资金全部纳入预算，以战略目标为导向，做好资金安排平衡资金结构，完善资金内控制度，控制好公司整体财务风险；对公司资金进行统筹管理，对下属子公司的资金需求进行统一调度、管理和监控，以减少资金沉淀，节约资金成本，提高资金利用效率，并逐渐建立资金池及制定相关管理制度。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 16. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年	2022 年	2023 年
经营环节产生的现金流量净额	-2.65	10.24	-5.66
其中：业务现金收支净额	-1.35	11.09	-4.45
投资环节产生的现金流量净额	-0.24	-0.81	0.32
其中：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	-0.27	-0.94	-0.21
筹资环节产生的现金流量净额	-1.57	-12.32	5.14
其中：现金利息支出	3.13	3.32	2.74

注：根据西藏城投所提供数据整理、计算。

该公司经营性现金流以业务收支为主，2021-2023 年，业务现金收支净额分别为-1.35 亿元、11.09 亿元和-4.45 亿元，2022 年余山和园和海宸尊域（三期）的销售使得资金回笼大幅增加，业务现金收支呈净流入，2023 年项目销售回款减少，支付的工程款增加，业务现金收支呈净流出。公司投资性现金流规模不大，近年来主要是静安荟奥莱公园的项目建设，2021-2023 年投资环节产生的现金流量净额分别为-0.24 亿元、-0.81 亿元和 0.32 亿元，其中 2023 年因转让子公司股权收回投资金额增加，项目建设支出减少，投资性现金流呈净流入。

2021-2023 年，该公司筹资环节产生的现金流量净额分别为-1.57 亿元、-12.32 亿元和 5.14 亿元，受债务类融资影响比较大，2022 年主要因偿还到期的长期借款和债券，现金流呈较大额净流出；2023 年因收到北方企业大额资金拆借款，现金流呈较大额净流入。

② 偿债能力

图表 17. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年	2022 年	2023 年
EBITDA（亿元）	4.09	4.20	3.01
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.21	1.26	0.95
EBITDA/刚性债务（倍）	0.06	0.06	0.05

注：根据西藏城投所提供数据整理、计算。

2021-2023 年，该公司 EBITDA 分别为 4.09 亿元、4.20 亿元和 3.01 亿元，其中折旧摊销和利息支出占比较大，2023 年末两者占比分别为 32.25%和 48.56%。由于前期向三四线城市布局商品房项目，近年来项目去化进展不及预期，并导致刚性债务规模较大，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度低，2023 年对刚性债务及利息支出的覆盖倍数分别为 0.05 倍和 0.95 倍。

4. 调整因素

(1) 流动性/短期因素

图表 18. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末
流动比率 (%)	191.60	154.10	194.94
速动比率 (%)	17.99	15.54	20.29
现金比率 (%)	13.44	8.65	11.24

注：根据西藏城投所提供数据整理、计算。

作为房地产企业，该公司流动资产规模大，流动比率高。但是由于流动资产主要为存货且抵押规模较大，实际资产流动性较弱。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。

该公司融资渠道较畅通，银行借款和发行债券均是重要的融资渠道。根据该公司提供的资料显示，截至 2023 年末公司已获取的银行授信总额为 62.83 亿元，其中大型国有金融机构占比 62.07%，已使用授信额度 46.00 亿元。

(2) ESG 因素

2024 年 4 月 1 日该公司收到静安区国资委下发的《告知函》，静安区国资委将其全部直接持有的公司 391,617,705 股股份（占公司总股本的 41.15%）无偿划转至北方企业；根据北方企业公告，本次股权划转后北方企业不会将公司纳入合并范围，仅增加北方企业净资产。本次划转后，公司实际控制人未发生变更。

该公司按照《公司法》等法律法规的相关要求，建立了相应的法人治理架构。公司董事会由董事 7 名构成，其中董事长 1 人，独立董事 3 名，董事会下设审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、战略委员会。公司设监事会，由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人。公司设总经理 1 名，副总经理若干名。2023 年 3 月，公司副总经理于隽隽离任，2023 年 7 月董事魏飞离任，2024 年 4 月副总经理王柏东离任。

据公开披露信息，近三年该公司在信息透明度方面未被发现存在重大缺陷，未出现延期披露财务报表，已披露财务报表未出现重大会计差错情形。2022 年 12 月 30 日，公司公告，收到西藏证监局警示函，称公司在 E 互动回复相关投资者问询时，未准确回应关于股东大会是否提出盐湖提锂项目产能规划的传闻，相关回复内容不准确，存在误导性，并造成公司股价异常上涨，违反了《上市公司信息披露管理办法》，上海证券交易所亦对公司及有关责任人予以监管警示。

(3) 表外事项

截至 2023 年末，该公司无重大未决诉讼，公司应收广富林一期 106 号业主房款 600 万元，后续关注诉讼情况。无对外担保。

(4) 其他因素

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关联租赁，但金额不大。公司与北方企业存在较大资金往来，主要是北方企业提供的资金拆借款，2023 年末，应付北方企业 23.52 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》（2024 年 5 月 24 日），近三年公司本部不存在借款违约及欠息事项。经查询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。

5. 外部支持

该公司是上海市静安区重要的国有控股上市公司之一，可获得区属国有企业的融资担保、资金拆借等支持。截

至 2023 年末，北方企业向公司提供的资金余额为 23.52 亿元。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取了南京栖霞建设股份有限公司和格力地产股份有限公司为该公司的同业比较对象。上述主体均以房地产开发为主业，业务结构具有一定相似性，同时展业区域相对集中，具有一定的可比性。

与上述企业相比，该公司房地产开发业务体量较小，但毛利率水平相对较高，亏损情况亦较轻；公司杠杆水平相对略低，EBITDA 对债务保障程度相对较强。同时也需关注到，公司债务规模明显偏大，资金平衡压力较大。

附带特定条款的债项跟踪分析

20 藏城发和 22 藏城发：外部担保

“20 藏城发”和“22 藏城发”均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，2022 年受外部环境影响，商业服务业务受到较大冲击，目前已恢复；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。2021-2023 年，其营业收入分别为 12.22 亿元、5.24 亿元和 6.65 亿元，营业毛利分别为 6.97 亿元、3.69 亿元和 4.86 亿元，综合毛利率分别为 56.99%、70.36%和 73.16%。

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，公司自身经营获现基本可覆盖利息支出，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。

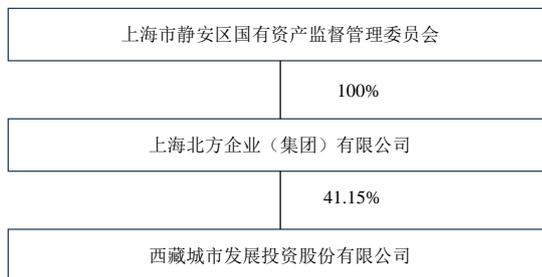
大宁资产提供的全额无条件不可撤销的连带责任担保可有效增强上述债券到期偿付的安全性。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定西藏城投主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，“20 藏城发”与“22 藏城发”信用等级均为 AA⁺。

附录一：

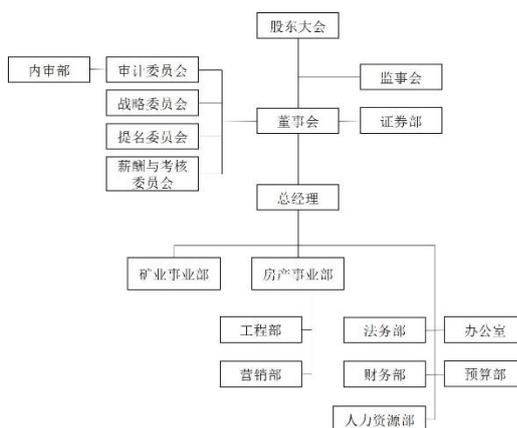
公司与实际控制人关系图



注：根据西藏城投提供的资料整理绘制（截至 2024 年 6 月 20 日）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据西藏城投提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

基本情况					2023年（末）主要财务数据（亿元）						备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	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	
上海北方企业（集团）有限公司	北方企业	股东	-	房地产	75.49	35.95	0.92	0.45	0.43	2.00	
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	31.80	36.99	0.41	0.52	0.12	-	母公司口径
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	21.00	22.24	23.95	0.49	-5.72	5.40	
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	11.85	4.03	0.24	0.08	-0.50	0.46	
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	-	4.95	13.01	1.53	0.67	2.15	
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	0.03	14.61	8.75	1.00	-2.23	1.54	
陕西国能锂业有限公司	陕西国能锂业	核心孙公司	间接 100	矿产	4.03	-4.61	0.33	-0.66	-3.80	1.01	
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	5.09	-3.44	1.52	-1.35	0.29	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	4.84	5.09	0.02	-0.05	-0.07	0.16	

注：根据西藏城投 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：房地产开发 归属行业：房地产开发

企业名称（全称）	最新主体信用等级/展望	2023 年经营数据				2023 年末财务数据/指标				
		合同销售额（亿元）	总资产（亿元）	待售存货（亿元）	存货销售比（倍）	毛利率（%）	经调整的资产负债率（%）	权益资本/刚性债务（倍）	现金短债比（倍）	EBITDA/利息支出（倍）
南京栖霞建设股份有限公司	AA/稳定	32.75	243.89	139.72	0.27	15.39	77.82	0.36	0.63	0.12
格力地产股份有限公司	AA/稳定	66.74	263.32	151.40	0.23	21.66	74.73	0.44	0.20	-0.21
西藏城市发展投资股份有限公司	AA/稳定	10.44	135.07	81.62	0.10	33.55	71.00	0.53	0.26	0.95

注：数据来源于企业提供及公开资料，经新世纪评级整理，合同销售额均为合并口径。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末
资产总额 [亿元]	145.87	139.45	135.07
货币资金 [亿元]	8.54	5.83	5.64
刚性债务[亿元]	69.72	61.09	69.53
所有者权益 [亿元]	36.71	36.93	36.72
营业收入[亿元]	25.14	24.56	23.95
净利润 [亿元]	1.11	0.48	-0.04
EBITDA[亿元]	4.09	4.20	3.01
经营性现金净流入量[亿元]	-2.65	10.24	-5.66
投资性现金净流入量[亿元]	-0.24	-0.81	0.32
资产负债率[%]	74.84	73.52	72.81
权益资本与刚性债务比率[%]	52.65	60.45	52.81
流动比率[%]	191.60	154.10	194.94
现金比率[%]	13.44	8.65	11.24
利息保障倍数[倍]	1.00	1.00	0.65
担保比率[%]	23.08	4.09	—
营业周期[天]	2,204.94	2,205.55	2,076.42
毛利率[%]	29.81	31.46	33.55
营业利润率[%]	9.14	6.23	2.43
总资产报酬率[%]	2.32	2.34	1.49
净资产收益率[%]	3.07	1.30	-0.11
净资产收益率*[%]	3.25	3.14	1.63
营业收入现金率[%]	75.59	119.82	61.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-4.41	15.63	-9.62
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.65	8.90	-5.31
EBITDA/利息支出[倍]	1.21	1.26	0.95
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.06	0.05

注：表中数据依据西藏城投经审计的 2021~2023 年度财务数据整理、计算。

附录六：

担保人主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021年	2022年	2023年
资产总额[亿元]	255.58	262.49	305.84
货币资金[亿元]	20.41	34.86	29.99
刚性债务[亿元]	155.11	150.12	189.47
所有者权益[亿元]	92.89	90.09	94.34
营业收入[亿元]	12.22	5.24	6.64
净利润[亿元]	0.56	-1.73	-0.87
EBITDA[亿元]	7.94	5.47	4.59
经营性现金净流入量[亿元]	8.70	-2.51	-39.86
投资性现金净流入量[亿元]	-13.23	15.39	-0.10
资产负债率[%]	63.66	65.68	69.16
长短期债务比[%]	404.15	201.42	497.49
权益资本与刚性债务比率[%]	59.88	60.01	49.79
流动比率[%]	251.44	153.09	355.33
速动比率[%]	202.36	111.72	164.49
现金比率[%]	115.77	62.52	86.13
短期刚性债务现金覆盖率[%]	178.06	114.14	282.45
利息保障倍数[倍]	1.14	0.79	0.92
有形净值债务率[%]	182.86	199.30	233.50
担保比率[%]	2.15	8.88	8.48
毛利率[%]	56.99	70.36	73.16
营业利润率[%]	7.95	-21.70	-4.18
总资产报酬率[%]	2.94	1.78	1.81
净资产收益率[%]	0.62	-1.89	-0.94
净资产收益率*[%]	0.71	-2.16	-1.03
营业收入现金率[%]	100.53	125.25	122.89
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	35.41	-5.62	-86.09
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	5.75	-1.65	-23.47
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-18.42	28.80	-86.30
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-2.99	8.44	-23.53
EBITDA/利息支出[倍]	1.24	0.93	0.82
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.04	0.03

注：表中数据依据大宇资产经审计的2021~2023年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

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%
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%

指标名称	计算公式
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%
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%
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

附录七：

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 级及以下等级外，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 级及以下等级外，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。

发行人历史评级

附录八：

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	历史首次评级	2015年6月9日	AA/稳定	余海薇、欧连珠	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2023年6月26日	AA/稳定	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月28日	AA/稳定	杨亿、刘佳	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	-
债项评级 (20 藏城发)	历史首次评级	2020年7月24日	AA*	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023年6月26日	AA*	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月28日	AA*	杨亿、刘佳	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	-
债项评级 (22 藏城发)	历史首次评级	2022年7月14日	AA*	吴晓丽、吴凡	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）	报告链接
	前次评级	2023年6月26日	AA*	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	报告链接
	本次评级	2024年6月28日	AA*	杨亿、刘佳	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	-

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，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。