

2013 年上海奉贤南桥新城建设发展有限公司公司债券

跟踪评级报告

 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2019]100810】

评级对象: 2013年上海奉贤南桥新城建设发展有限公司公司债券

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪	AA	稳定	AA	2019年6月28日
前次跟踪:	AA	稳定	AA	2018年6月29日
首次评级:	AA	稳定	AA	2012年6月28日

主要财务数据

项 目	2016年	2017年	2018年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	16.80	14.40	1.48
刚性债务	55.98	65.98	42.92
所有者权益	100.12	70.87	75.42
经营性现金净流入量	-10.29	-6.63	17.11
发行人合并数据及指标:			
总资产	210.01	199.38	198.35
总负债	103.48	121.75	114.86
刚性债务	59.58	77.57	54.14
所有者权益	106.53	77.63	83.49
营业收入	22.98	16.33	8.80
净利润	20.34	2.76	4.00
经营性现金净流入量	1.60	-14.84	13.28
EBITDA	21.15	3.26	4.81
资产负债率[%]	49.27	61.06	57.91
长短期债务比[%]	115.58	176.97	96.61
权益资本与刚性债务比率[%]	178.81	100.08	154.21
流动比率[%]	387.79	394.21	296.51
现金比率[%]	47.30	44.81	3.69
利息保障倍数[倍]	5.62	0.98	1.31
EBITDA/利息支出[倍]	5.63	0.99	1.32
EBITDA/刚性债务[倍]	0.35	0.05	0.07

注: 发行人数据根据奉贤南桥经审计的2016-2018年财务数据整理、计算。

分析师

王静茹 wjr@shxsj.com
 张玉琪 zhangyq@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对上海奉贤南桥新城建设发展有限公司(简称“奉贤南桥”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的13奉贤南桥债的跟踪评级反映了2018年以来奉贤南桥在外部发展环境及业务地位等方面保持优势,同时也反映了公司在土地市场波动、债务偿付、资本性支出及资产流动性等方面继续面临压力。

主要优势:

- **外部发展环境良好。**跟踪期内,奉贤区经济实力稳步提升,能够为奉贤南桥的经营发展提供良好的外部发展环境。
- **业务地位较突出。**跟踪期内,奉贤南桥仍是奉贤区重要的基础设施建设和土地开发主体,业务地位仍较突出,能持续获得专项建设资金及政府补贴方面的支持。

主要风险:

- **土地市场波动风险。**土地开发业务是奉贤南桥最主要的收入和利润来源,该业务易受到政策调控及土地市场行情变化的影响而存在波动。
- **即期债务偿付压力。**奉贤南桥年末货币资金大幅下降,且短期刚性债务占比较高,面临较大的即期偿付压力。
- **资本性支出压力。**奉贤南桥土地开发和基础设施在建及拟建规模较大,公司面临一定的资本性支出压力。
- **资产流动性一般。**奉贤南桥资产主要集中于以土地拆迁成本和基建成本为主的存货中,整体资产流动性一般。

评级关注：

- 资产划转进展。2017 年，奉贤区国资委无偿划出奉贤南桥两块农田水利土地资产，公司资本公积减少 31.35 亿元，所有者权益显著下降。上海市奉贤区奉贤新城建设管理委员会拟通过划入安置房资产进行补偿，估计成本价值约 70 亿元，截至本报告日，上述资产划转事项尚无实质进展，具体资产划转方案及实施进度需持续关注。

➤ 未来展望

通过对奉贤南桥及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2013 年上海奉贤南桥新城建设发展有限公司公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2013 年上海奉贤南桥新城建设发展有限公司公司债券（简称“13 奉贤南桥债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据奉贤南桥提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对奉贤南桥的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2013 年 3 月公开发行了 7 年期的 13 奉贤南桥债，发行总额为 6.50 亿元，存续期内票面利率为 6.25%。债券每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，即在本期债券存续期的第 3、第 4、第 5、第 6 和第 7 个计息年度末逐年分别按照债券发行总额的 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还债券本金。债券募集资金中的 5.30 亿元用于南桥新城金昊苑配套回迁安置房项目，其余 1.20 亿元用于补充营运资金，南桥新城金昊苑配套回迁安置房项目总投资额 8.95 亿元，截至 2018 年末项目已完工，募集资金已全部使用完毕。

截至 2019 年 5 月末，该公司待偿债券本金余额为 1.30 亿元，债券还本付息情况正常。

图表 1. 公司已发行债券概况（单位:亿元、年、%）

债项名称	发行金额	期限	发行利率	发行时间	本息兑付情况
13 奉贤南桥债	6.50	7	6.25	2013 年 3 月	正常，已还本 5.2 亿元

资料来源：奉贤南桥（截至 2019 年 5 月末）

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平

的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的

大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

（2）行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，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，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018年末，我国城镇化率为59.58%，与国外发达国家

的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，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。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。2 月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194 号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018 年 7 月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101 号），对 7 月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构

要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

整体来看，自 43 号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

跟踪期内，奉贤区经济保持增长，经济增速有所回升，产业结构继续优化；当前奉贤区产业仍以第二产业为主，全区八大重点行业对工业经济的支撑作用显著。

奉贤区隶属于上海市，下辖 8 个镇，面积 720.44 平方公里，截至 2018 年末，常住人口 115.20 万人，比上年末下降 0.3%，其中外来常住人口 57.68 万人，占常住人口的比重为 50.1%，较上年末下降 0.1 个百分点。

跟踪期内，奉贤区经济保持增长，经济增速有所回升，产业结构继续优化。2018 年，奉贤区实现地区生产总值 841.5 亿元，按可比价格增长 6.1%，其中第一产业增加值 10.0 亿元，下降 21.6%；第二产业增加值 452.8 亿元，增长 6.1%；第三产业增加值 378.7 亿元，同比增长 7.1%。三次产业结构由 2017 年的 1.6:53.9:44.5 调整为 1.2:53.8:45.0，第三产业占比上升 0.5 个百分点，产业结构继续优化。

图表 2. 2016-2018 年奉贤区经济发展主要指标

主要指标	2016 年	2017 年	2018 年
地区生产总值（亿元）	729.30	779.3	841.50
同比增长（%）	5.50	4.30	6.10
工业增加值（亿元）	361.70	384.00	414.60
同比增长（%）	3.70	3.80	7.00
固定资产投资总额（亿元）	300.60	365.50	440.50
同比增长（%）	3.00	21.60	20.50
社会消费品零售总额（亿元）	490.30	535.10	580.20
同比增长（%）	10.00	9.10	8.40

资料来源：奉贤区 2016-2018 年国民经济和社会发展统计公报

工业经济方面，奉贤区形成了精细化工、生物医药、新能源、汽车配件、先进装备、智能电网、新材料和电子信息八大重点行业。2018 年，奉贤区完成工业总产值 1981.6 亿元，同比增长 9.7%，其中规模以上工业总产值 1724.0 亿元，同比增长 9.7%，占全区

工业总产值的比重为 87.0%；产值规模前百位的企业共完成规模以上产值 990.4 亿元，同比增长 17.7%，占全部规模以上工业产值的比重高达 57.4%，对全区工业经济具有显著支撑作用。此外，当年 151 家战略性新兴产业企业完成工业总产值 405.2 亿元，同比增长 1.5%。

固定资产投资方面，2018 年奉贤区完成全社会固定资产投资总额 440.5 亿元，同比增长 20.5%。从产业投向看，第二产业投资 84.3 亿元，全部为工业投资，同比增长 9.8%；第三产业投资 329.6 亿元，同比增长 25.0%，占固定资产投资总额的比重为 79.6%，比上年提高 3.9 个百分点，其中房地产业投资 227.2 亿元，同比增长 22.7%。全年完成城市基础设施投资 63.1 亿元，同比增长 5.5%。消费方面，2018 年全区社会消费品零售总额 580.2 亿元，同比增长 8.4%。

房地产市场方面，2018 年奉贤区完成房地产开发投资 227.2 亿元，同比增长 22.7%；房屋施工面积 1221.0 万平方米，同比增长 15.1%，其中，新开工面积 307.2 万平方米，同比增长 92.4%；同期房屋竣工面积 106.3 万平方米，同比下降 18.4%。2018 年上海市房地产市场保持调控政策的连续性和稳定性，在经历了 2017 年的楼市交易低迷和成交量大幅萎缩后，2018 年奉贤区商品房销售显著回升。全年全区商品房销售面积 82.4 万平方米，同比增长 24.3%。其中住宅销售面积 78.9 万平方米，同比增长 41.1%；当年全区实现商品房销售额 194.8 亿元，同比增长 124.2%。全区空置房面积 98.1 万平方米，同比增长 26.7%。

土地市场方面，2018 年在上海市土地拍卖市场持续的严控政策下，位于上海外环的奉贤区土地成交量大幅萎缩，且当年土地全部以零溢价成交。当年奉贤区土地成交面积 51.74 万平方米，同比下降 60.04%；成交总价 80.24 亿元，同比下降 52.50%。其中住宅土地成交面积 37.67 万平方米，同比下降 47.02%；成交总价 78.69 亿元，同比下降 48.18%。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司仍主要负责上海市奉贤区南桥新城（奉贤新城）地区范围内一级土地开发、市政基础设施建设等工作，公司营业收入仍主要来自土地整理及市政工程。受 2018 年土地出让面积大幅下降影响，公司营业收入显著下滑，但因当年出让土地为商住用地，毛利较高，使得公司综合毛利水平大幅提升。公司基础设施建设业务较稳定，但在建及拟建项目投资规模较大，未来仍存在一定的融资需求。

跟踪期内，该公司仍主要负责上海市奉贤区南桥新城（奉贤新城）地区范围内一级土地开发、市政基础设施建设等工作。2018 年，公司实现营业收入 8.80 亿元，仍以土地整理及市政工程收入为主；同比下降 46.10%，主要系土地整理业务收入受土地市场波动影响大幅下降所致。同期，公司综合毛利率为 65.85%，较上年提升 48.37 个百分点，主要系当年出让土地为商住用地，毛利较高。

图表 3. 2016-2018 年公司营业收入及毛利情况（单位：亿元，%）

收入分类	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地整理及市政工程 ¹	22.71	88.98	16.19	17.91	7.58	63.95
租赁及其他收入	0.26	97.98	0.14	-33.65	1.23	77.58
合计	22.98	89.08	16.33	17.48	8.80	65.85

资料来源：奉贤南桥

（1）土地开发整理

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

2018 年，该公司完成土地开发并由奉贤区土地储备中心完成出让的土地面积为 63.97 亩，较上年减少 257.60 亩；当年实现土地整理收入 7.55 亿元，同比下降 52.75%，回笼资金 5.00 亿元，剩余资金于 2019 年第一季度收回。2018 年公司出让土地为一块商住用地，毛利较高，土地整理及市政工程毛利率为 63.95%，较上年大幅提升。

图表 4. 2016-2018 年公司土地开发情况（单位：亩、亿元）

年份	完成出让土地面积	当年实际投入额	土地开发整理收入
2016 年	112.22	13.06	22.50
2017 年	321.57	15.61	15.98
2018 年	63.97	3.15	7.55

资料来源：奉贤南桥

截至 2018 年末，该公司已完成整理但尚未出让的土地约为 1369.5 亩，土地整理成本约 69.00 亿元；同期末公司正在整理的地块总面积约 1230.5 亩，计划总投资约 37.00 亿元，已完成投资 32.00 亿元。总体看，公司尚未出让的土地面积较多，未来随着奉贤区及南桥新城规划建设的推进，公司未出让土地尚有一定升值空间，但公司土地出让进度受政府规划及房地产市场影响而存在一定波动。

（2）市政基础设施建设

在市政基础设施建设方面，该公司主要负责南桥新城地区内基础市政道路建设、配套项目的建设管理等。公司市政基础设施项目采用代建模式，项目竣工后移交给政府部门，由奉贤区政府按照实际投资成本支付项目工程款，业务回款保障程度较高。公司将收到的政府专项拨款计入专项应付款，待项目竣工验收之后，冲减开发成本。截至 2018 年末，公司在建市政基础设施项目主要有奉贤区城市博物馆、金海社区敬老院、望园路（南港路-光建路）、奉贤区牙皮防所、树宁路、树桓路等项目，项目预计总投资 21.5 亿元，已完成投资 8.5 亿元，其中获得的政府专项拨款 7.63 亿元（计入“专

¹ 该收入包括土地整理收入和市政工程施工收入两部分，其中市政工程施工收入由子公司上海新贤市政工程有限公司负责，收入规模较小。此外，该公司土地开发成本中包括安置房建设成本，建成后安置因拆迁而形成的拆迁户。

项应付款”科目)。拟建项目主要有金光路小学、金光路初中等基础设施项目，项目计划总投资约 6 亿元。

此外，该公司部分工程项目采用自建模式，截至 2018 年末，公司在建项目主要包括九棵树未来艺术中心、上海之鱼主题公园以及配套的道路等，计划总投资 19.78 亿元，已完成投资 12.98 亿元。其中九棵树未来艺术中心项目计划总投资 13.98 亿元，已完成投资 12 亿元，该项目预计 2019 年下半年交付使用，未来将通过项目运营收益进行资金平衡；该项目位于南桥新城森林公园内，用地面积 12.05 万平方米，其中 45% 为文化设施部分，55% 为商业服务设施部分；文化设施部分由主剧院与艺术交流区、小剧场与多功能区和文化展示功能服务区三大功能区组成；项目建成后将成为奉贤区的重要文化艺术中心，预计未来形成租赁、展览门票等收入。公园及道路为公益性项目，后续资金补偿方式尚未确定。同期末，公司拟建的自建项目主要包括水悦路（航南公路-湖堤路）、文耀路（苏贤港-南港路）、中央生态林地一期抚育工程等，预计总投资约 5.3 亿元。

整体来看，该公司在建、拟建项目尚需投资规模较大，虽然部分项目有政府专项拨款，可在一定程度上减缓资金压力，但公司后续投资规模仍较大，仍面临一定的投融资压力。

(3) 租赁及其他收入

该公司租赁及其他收入主要包括物业租赁收入、服务费收入及销售产品收入等，其中租赁收入主要来自于上海旅游高等专科学校原校区、健康教育所、卓越 5 号楼、中小企业大厦等资产的租金收入。子公司上海达贤实业有限公司（简称“达贤实业”）与上海市奉贤区行政服务中心签署房屋租赁协议，公司于当年一次性确认 2015-2018 年度的租金收入共计 7241.16 万元，使得公司 2018 年租赁及其他业务收入同比大幅增长。

管理

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

跟踪期内，该公司在产权结构、法人治理结构、组织架构及重要管理制度等方面未发生重大变化。截至 2018 年末，公司实收资本仍为 3.00 亿元，上海市奉贤区国有资产监督管理委员会（简称“奉贤区国资委”）为公司唯一股东。

根据该公司本部、子公司达贤实业和上海至德置业有限公司（简称“至德置业”）2019 年 5 月 10 日《企业信用报告》，公司本部存在 4 笔欠息记录，均已结清，子公司达贤实业和至德置业均无信贷违约记录。根据查询国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，截至 2019 年 6 月 23 日，未发现公司存在异常情况。

财务

跟踪期内，该公司资本实力小幅提升，年末资产负债率有所下降，但财务杠杆水平仍偏高；随着到期债务的偿还，公司刚性债务规模显著下降，但短期债务占比较高，公司面临较大的即期偿付压力。公司资产主要集中于以土地拆迁成本和基建成本为主的存货科目中，变现主要依赖于土地出让及政府回购，整体资产流动性一般。

1. 公司财务质量

华普天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及相关规定；2018 年，公司根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）规定的报表格式编制财务报表。

2018 年末，该公司合并范围增加 1 家子公司，为上海竹林教育投资有限公司（以下简称“竹林教育”），系公司通过收购其 100% 股权获得，竹林教育已于 2019 年 3 月 4 日注销。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

2018 年末，受益于奉贤区国资委拨付资金 2.00 亿元²和自身经营积累³，该公司所有者权益同比增长 7.55% 至 83.49 亿元。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，2018 年末三者占比分别为 3.59%、14.12% 和 76.48%，公司未分配利润占比过高，不利于资本结构的稳定。

2018 年末该公司负债总额为 114.86 亿元，同比下降 5.66%，主要系公司刚性债务大幅减少所致。公司年末资产负债率为 57.91%，较上年末下降 3.15 个百分点，但财务杠杆仍处于偏高水平。年末公司刚性债务余额为 54.14 亿元，同比下降 30.20%，股东权益与刚性债务比率较上年末提升 60.05 个百分点至 154.21%，股东权益对刚性债务的覆盖程度较好。刚性债务主要包括银行借款 46.54 亿元，含一年内到期的长期借款 17.99 亿元和长期借款 28.55 亿元；应付债券 2.73 亿元，含一年内到期的应付债券 1.44 亿元；拆借款 4.80 亿元，包括应付上海杭州湾经济技术开发区有限公司（简称“杭州湾经开”）、上海开伦造纸印刷集团有限公司（简称“开伦集团”）和上海奉贤经济发展有限公司（简称“奉贤经发”）借款分别为 2.00 亿元、2.00 亿元和 0.80 亿元，借款期限均为 2018 年 12 月 18 日至 2019 年 1 月 18 日⁴，按同期银行贷款利率计息。从期限结构来看，短期刚性债务 24.30 亿元，占比 44.88%，短期刚性债务现金覆盖率为 8.88%，较 2017 年末同比大幅下降，公司短期仍面临较大的偿债压力。

² 2018 年 12 月，奉贤区国资委根据奉府办抄（2018）181 号文件拨付该公司 2.00 亿元，2018 年末资本公积同比增长 20.42% 至 11.79 亿元。

³ 2018 年末，该公司未分配利润同比增长 6.69% 至 63.85 亿元。

⁴ 截至 2019 年 5 月末，杭州湾经开和奉贤经发的借款已偿还，开伦集团借款滚动续期。

2018 年末，随着长期借款的显著下降和其他应付款的大幅增长，该公司负债转为以流动负债为主，年末长短期债务比较上年末下降 80.36 个百分点至 96.61%，债务结构有待优化。从具体构成看，年末公司流动负债为 58.42 亿元，同比增长 32.89%，主要由应付账款、预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。其中应付账款余额为 3.37 亿元，同比下降 13.18%，主要系公司偿付了部分应付工程款所致；预收账款余额为 10.62 亿元，同比下降 21.77%，主要系预收的工程款下降⁵；其他应付款余额为 23.97 亿元，同比增长 569.89%，主要原因系公司分别向奉贤区土储中心⁶、杭州湾经开、开伦集团和奉贤经发借款 14.78 亿元、2.00 亿元、2.00 亿元和 0.80 亿元；一年内到期的非流动负债余额为 19.43 亿元，同比下降 11.66%，包含一年内到期的长期借款 17.99 亿元和一年内到期的应付债券 1.44 亿元。

从非流动负债构成来看，2018 年末该公司非流动负债为 56.44 亿元，同比下降 27.45%，主要由长期借款和长期应付款构成，分别占非流动负债的比重为 50.58% 和 44.24%。当年末，公司长期借款余额为 28.55 亿元，同比下降 46.00%，其中 13.45 亿元为保证借款，由上海奉贤区国有资产经营有限公司提供担保；8.16 亿元为抵押贷款，以土地使用权、投资性房地产等资产抵押取得；6.94 亿元为信用借款。年末长期应付款为 24.97 亿元，同比增长 19.88%，全部系政府拨付的市政基础设施项目建设资金。此外，当年末应付债券余额为 1.29 亿元，为 2013 年发行待偿还的企业债券。

截至 2018 年末，该公司无对外担保。

(2) 现金流分析

2018 年，该公司销售商品、提供劳务收到的现金为 5.78 亿元，同比下降 65.28%，主要系当年土地出让收入下降、收到的土地出让金返还款大幅减少所致，当年公司营业收入现金率较上年下降 36.28 个百分点至 65.68%；但是由于公司当年收到奉贤区土储中心往来款 14.78 亿元，以及向杭州湾经开、开伦集团和奉贤经发共拆借 4.8 亿元借款，同时土地开发、项目代建及往来款支出均显著下降，使得经营活动产生的现金净流入 13.28 亿元。同期，公司投资活动相关的现金收支较少，投资性现金净流出 0.84 亿元。当年公司新增借款同比下降 74.09% 至 10.30 亿元，但偿还债务支出大幅增加，主要通过往来借款弥补偿还债务的资金缺口，使得筹资性现金净流出 29.98 亿元。

(3) 资产质量分析

2018 年末，该公司资产总额为 198.35 亿元，同比下降 0.52%，其中流动资产和非流动资产占比分别为 87.33% 和 12.67%。公司流动资产主要由预付账款、其他应收款和存货构成，占流动资产的比重分别为 15.75%、6.78% 和 75.88%。其中预付款项余额为 27.27 亿元，同比增长 17.54%，主要系预付上海高屋置业有限公司开发的金浩丽苑安置房款 23.18 亿元⁷；其他应收款余额为 11.75 亿元，同比下降 17.92%，主要包括应收奉贤区南桥镇光明村村民委员会 6.40 亿元暂借款及应收奉贤区土储中心 2.29 亿元的往来款等，对公司资金形成一定占用；存货余额为 131.43 亿元，主要为土地及基建开发成本，同比增

⁵ 预收工程款系该公司 2016 年收到的奉贤区财政拨付的项目建设资金 13.35 亿元，当时未确定用途，计入“预收账款”，目前已逐步用于学校等项目建设中。

⁶ 该公司对奉贤区土储中心借款不付息。

⁷ 该安置房用于安置因土地拆迁而形成的拆迁户，成本纳入土地开发成本中核算。

长 13.70%。此外，公司 2018 年末货币资金同比下降 89.04% 至 2.16 亿元，无受限情况，年末现金比率为下降 41.12 个百分点至 3.69%，公司面临较大的即期偿付压力。

2018 年末，该公司非流动资产为 25.14 亿元，同比下降 3.68%，主要由投资性房地产和其他非流动资产构成。其中投资性房地产余额 21.61 亿元，占非流动资产的比重为 85.96%，主要为上海旅游高等专科学校原校区（五四公路 2011 号）、中小企业大厦和卓越 5 号楼等租赁资产；其他非流动资产余额 1.72 亿元，包括九棵树项目工程款 0.97 亿元⁸和商业购置首付款 0.75 亿元。

（4）流动性/短期因素

截至 2018 年末，该公司货币资金余额为 2.16 亿元，短期刚性债务现金覆盖率仅为 8.88%，即期债务偿付能力较弱。2018 年末，公司流动比率和速动比率分别为 296.51% 和 24.83%，两项指标均较上年末有所下降；公司资产主要集中在土地拆迁成本和基建成本为主的存货科目中，变现主要依赖于土地出让金回笼及政府回购，公司整体资产流动性一般。

截至 2018 年末，该公司受限资产合计账面价值为 28.13 亿元，占公司资产总额的比重达 14.11%，主要包含 26.32 亿元的投资性房地产及 1.81 亿元的土地使用权。

3. 公司盈利能力

2018 年，该公司实现营业收入为 8.80 亿元，同比下降 46.10%，主要系当年出让地块减少影响。因当年出让的一块土地为商住用地，带动公司综合毛利率大幅提升 48.37 个百分点至 65.85%。当年公司期间费用为 1.43 亿元，期间费用率为 16.22%，较上年显著上升，主要系销售费用和财务费用均有所增加。公司自身盈利能力较强，盈利主要来源于营业毛利，政府补助占比相对较小，2018 年公司获得政府补助收入为 1.50 亿元；此外，当年公司资产处置损失为 1.76 亿元，系子公司竹林教育通过无偿划转的形式将其经营性资产全部转至奉贤区教育局，为弥补公司损失，奉贤区国资委向公司拨付资金 2.00 亿元（计入“资本公积”）。受营业毛利大幅增加影响，当年公司实现净利润为 4.00 亿元，同比增长 45.12%。总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.40% 和 4.97%，均较上年有所提升。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍主要负责奉贤区南桥新城（奉贤新城）地区范围内一级土地开发、市政基础设施建设等工作，业务地位仍较突出。2018 年受出让土地面积减少影响，公司营业收入大幅下降，且资金回笼相对滞后。公司年末货币资金大幅下降，即期债务偿付能力较弱。

⁸ 九棵树项目计划总投资 13.98 亿元，截至 2018 年末已完成投资 12 亿元，0.97 亿元为该公司前期为施工方垫付的水电费等，由于尚未开具发票故暂记入其他非流动资产科目。

2. 外部支持因素

该公司主要负责奉贤区南桥新城（奉贤新城）地区范围内一级土地开发、市政基础设施建设等工作，能持续获得政府专项建设资金以及政府补贴的支持。截至 2018 年末，公司收到的专项建设资金为 24.97 亿元。此外，公司每年均能收到一定的政府补贴，2018 年公司收到政府补助为 1.50 亿元。截至 2018 年末，公司共获得银行授信总额 55.96 亿元，尚未使用额度为 9.41 亿元。

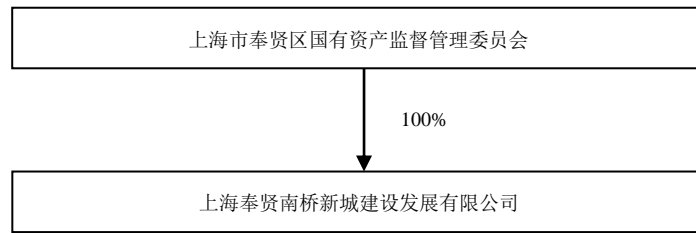
跟踪评级结论

跟踪期内，奉贤区经济保持增长，经济增速有所回升，产业结构继续优化，为该公司发展提供较好的外部环境。公司仍主要负责上海市奉贤区南桥新城（奉贤新城）地区范围内一级土地开发、市政基础设施建设等工作，公司营业收入仍主要来自土地整理及市政工程。受 2018 年土地出让面积大幅下降影响，公司营业收入显著下滑，但因当年出让土地为商住用地，毛利较高，使得公司综合毛利水平大幅提升。公司基础设施建设业务较稳定，但在建及拟建项目投资规模较大，未来仍存在一定的融资需求。

该公司资本实力小幅提升，年末资产负债率有所下降，但财务杠杆水平仍偏高；随着到期债务的偿还，公司刚性债务规模显著下降，但短期债务占比较高，公司面临较大的即期偿付压力。公司资产主要集中于以土地拆迁成本和基建成本为主的存货科目中，变现主要依赖于土地出让及政府回购，整体资产流动性一般。

附录一：

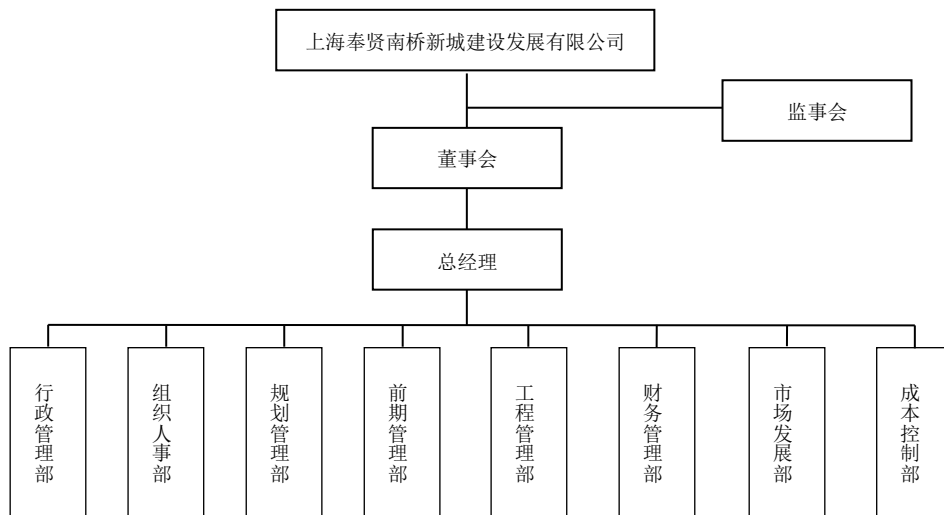
公司与实际控制人关系图



注：根据奉贤南桥提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据奉贤南桥提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额[亿元]	210.01	199.38	198.35
货币资金[亿元]	22.70	19.70	2.16
刚性债务[亿元]	59.58	77.57	54.14
所有者权益[亿元]	106.53	77.63	83.49
营业收入[亿元]	22.98	16.33	8.80
净利润[亿元]	20.34	2.76	4.00
EBITDA[亿元]	21.15	3.26	4.81
经营性现金净流入量[亿元]	1.60	-14.84	13.28
投资性现金净流入量[亿元]	-1.31	-2.49	-0.84
资产负债率[%]	49.27	61.06	57.91
长短期债务比[%]	115.58	176.97	96.61
权益资本与刚性债务比率[%]	178.81	100.08	154.21
流动比率[%]	387.79	394.21	296.51
速动比率[%]	60.42	78.44	24.83
现金比率[%]	47.30	44.81	3.69
利息保障倍数[倍]	5.62	0.98	1.31
有形净值债务率[%]	97.15	156.86	137.58
担保比率[%]	0.14	—	—
毛利率[%]	89.08	17.48	65.85
营业利润率[%]	84.47	18.09	47.60
总资产报酬率[%]	11.04	1.57	2.40
净资产收益率[%]	21.23	3.00	4.97
净资产收益率*[%]	21.16	3.00	4.97
营业收入现金率[%]	163.71	101.96	65.68
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	4.25	-32.27	25.95
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.68	-13.18	11.23
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.78	-37.68	24.30
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.31	-15.38	10.52
EBITDA/利息支出[倍]	5.63	0.99	1.32
EBITDA/刚性债务[倍]	0.35	0.05	0.07

注：表中数据依据奉贤南桥经审计的 2016-2018 年度财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。