

# 信用等级通知书

信评委函字 [2015]跟踪032号

## 上海淀山湖新城发展有限公司：

根据贵公司与我公司签订的《信用评级委托协议书》有关条款，在对贵公司2014年以来的经营状况及相关行业进行综合分析评估的基础上，我公司对贵公司“15淀山湖债/15淀山湖”的信用状况进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定，此次跟踪评级维持贵公司AA的主体信用等级，评级展望为稳定，维持“15淀山湖债/15淀山湖”AA的债项信用等级。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一五年六月二十六日

## 上海淀山湖新城发展有限公司 2015 年度跟踪评级报告

发行主体 上海淀山湖新城发展有限公司  
本次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定  
上次主体信用等级 **AA** 评级展望 稳定

### 存续债券列表

债券简称	发行规模 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项信 用等级
15 淀山湖债/15 淀山湖	13	2015-01-30~ 2021-01-30	<b>AA</b>	<b>AA</b>

### 概况数据

淀山湖新城（合并口径）	2012	2013	2014
总资产（亿元）	110.74	148.71	120.96
所有者权益(含少数股东权益)（亿元）	51.50	52.96	54.50
总负债（亿元）	59.24	95.75	66.46
总债务（亿元）	25.85	16.96	13.43
营业总收入（亿元）	10.33	4.98	28.33
EBIT（亿元）	1.65	1.56	1.77
EBITDA（亿元）	1.80	1.78	1.91
经营活动净现金流（亿元）	-13.25	-3.64	-1.24
营业毛利率（%）	21.14	30.40	-32.23
EBITDA/营业总收入（%）	17.42	35.80	6.74
总资产收益率（%）	1.66	1.21	1.31
资产负债率（%）	53.49	64.39	54.94
总资本化比率（%）	33.42	24.26	19.76
总债务/EBITDA（X）	14.37	9.51	7.03
EBITDA 利息倍数（X）	1.41	0.89	0.83

注：1、公司财务报表均采用新会计准则编制；

2、由于公司债务融资成本上升及还款期限因素，债务规模下降的同时，利息支出提高。

### 分析师

项目负责人：付东阳 dyfu@ccxi.com.cn

项目组成员：段晋璇 jxduan@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2015 年 6 月 26 日

### 基本观点

中诚信国际维持上海淀山湖新城发展有限公司（以下简称“淀山湖新城”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“15 淀山湖债/15 淀山湖”信用等级为 **AA**。

中诚信国际肯定了青浦区政府很强的经济财政实力、公司突出的战略地位和区政府对公司的大力支持、公司债务水平下降以及流动性支持措施等因素对公司信用实力的支撑。同时，中诚信国际也关注到未来几年公司投资压力较大、主营业务易受宏观政策影响以及对补贴依赖较大等因素对公司整体信用状况的影响。

### 优势

- **青浦区经济发展迅速，财政实力较强。**青浦区 2014 年实现地区生产总值 827.40 亿元，同比增长 7.20%。随着经济的快速发展，青浦区财政实力不断提升，2014 年实现公共财政预算收入 104.14 亿元，比上年增长 17.40%。
- **公司凭借突出的战略地位，获得区政府有力支持。**作为淀山湖新城唯一的投融资建设平台，公司是实现青浦区“一城两翼”战略发展目标的重要载体，具有重要的战略地位，区政府每年给予公司一定补贴，弥补公司的投入并保证公司获得合理利润。
- **债务水平有所降低。**近年来，公司债务规模不断下降，2014 年，公司偿还部分长期借款，总值规模为 13.43 亿元，同比下降 20.86%，总资本化比率为 19.76%。
- **流动性支持措施。**本期债券存续期内，上海银行股份有限公司青浦支行对公司给予流动资金信贷支持，在一定程度上有效降低了本期债券的预期损失率。

### 关注

- **投资压力较大。**公司将承担淀山湖新城大量保障房建设和基础设施建设任务，未来投资压力较大，面临较大资金压力。
- **政策风险。**公司城市建设业务较易受到宏观调控、土地及拆迁政策、市场需求结构变化影响。
- **对补贴依赖较大。**受制于保障性住房业务，2014 年公司经营性业务利润下滑，利润总额主要依靠政府补贴。

## 声明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在债券存续期内每年进行定期跟踪评级。

## 募集资金项目进展

公司于 2015 年 1 月 30 日发行了“15 淀山湖债/15 淀山湖”，募集资金 13 亿元人民币，其中 3.00 亿元将用于青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地 AB 地块建设；3.00 亿元将用于青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地 D 地块建设；7.00 亿元将用于青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地 EF 地块建设。截至 2014 年年底，公司未使用该债券融资款进行项目投资。

表 1：募集资金投资项目情况（亿元、%）

资金用途	项目投资总额	拟使用募集资金	拟使用资金占总投资比例	项目实际已投资
青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地 AB 地块	8.61	3.00	34.84	6.14
青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地 D 地块	7.65	3.00	39.22	6.22
青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地 EF 地块	16.64	7.00	42.07	12.72
合计	32.90	13.00	39.51	25.08

资料来源：公司提供

## 近期关注

### 青浦区地理优势明显，发展布局合理，经济、财政实力不断增强

青浦区地处中国第一大城市上海市西郊，太湖下游，黄浦江上游，东与闵行区毗邻，南与松江区、金山区及浙江嘉善县接壤，西连江苏省昆山市及苏州市吴江区，北与嘉定区相接。土地总面积 669.77 平方公里，占上海市总面积的十分之一，其中水面面积 124.49 平方公里，水面面积占全区土地总面积的 18.6%。截至 2014 年末，全区常住人口总量为 120.83 万人，户籍人口 46.9 万人，其中非农人口 33.7 万人。全区共有 3 个街道、8 个镇，分别是夏阳街道、盈浦街道、香花桥街道、赵巷镇、徐泾镇、

华新镇、重固镇、白鹤镇、朱家角镇、练塘镇和金泽镇。

青浦区地理位置优势明显，以青浦城区为中心，东部河江交错，西部湖荡群集，内河航运具有天然优势，可通行 50~300 吨货船，是江浙沪的重要水上通道。青浦区陆路交通 318 国道由东到西横贯全区，北有沪宁高速公路，南有沪杭高速公路，同三国道由东北到西南穿越东部地区，沪青平高速公路与 318 国道并行。陆路交通十分便捷，是上海市通向江苏、浙江、安徽的西大门。青浦城区距上海市中心约 30 公里；距虹桥国际机场约 20 公里。

青浦区的经济发展保持平稳快速发展，2012~2014 年，全区 GDP 分别为 718.10 亿元、771.90 亿元和 827.40 亿元。2014 年全区地区生产总值比上年增长 7.2%，其中第一产业增加值 9.3 亿元，下降 3.6%；第二产业增加值 442.6 亿元，增长 3.3%；第三产业增加值 375.5 亿元，增长 12.5%。第三产业发展较快，产业结构不断优化。2014 年全区三次产业比重为 1.1: 53.5: 45.4，与 2013 年相比，第一产业下降 0.2 个百分点，第二产业下降 2.0 个百分点，第三产业上升 2.2 个百分点。以现代服务业为主的第三产业稳步发展，区域经济发展更趋平衡。2012~2014 年，青浦区固定资产投资分别为 347.00 亿元、359.30 亿元和 409.30 亿元，2014 年同比提高 13.90%。其中，第一、第二、第三产业分别完成投资 1.0 亿元、53.0 亿元和 355.3 亿元，占 0.3%、12.9% 和 86.8%。

表 2：2012~2014 年青浦区主要经济指标

主要指标	2012	2013	2014
GDP（亿元）	718.10	771.90	827.40
同比增长（%）	8.00	7.50	7.20
固定资产投资总额（亿元）	347.00	359.30	409.30
同比增长（%）	19.40	3.50	13.90

资料来源：青浦区统计公报

近年来，随着经济的快速发展，青浦区财政收入稳步增长，财政实力不断增强。2014 年，青浦区实现地方财政收入 340.25 亿元，同比增长 35.99%，其中公共财政预算收入 104.14 亿元，比上年增长 17.40%。

从财政收入构成来看，公共财政预算收入增长比较迅速，从 2012 年的 75.16 亿元增至 2014 年的



104.14 亿元，复合增长率为 17.71%。受土地增值税、契税及非税收入增长率不同影响，2012~2014 年公

共财政预算收入分别增长 11.70%、18.00% 和 17.40%。

表 3：2012~2014 年青浦区财政收入情况

项目	2012		2013		2014	
	金额（亿元）	增长（%）	金额（亿元）	增长（%）	金额（亿元）	增长（%）
地方财政收入	174.23	-5.04	250.21	43.61	340.25	35.99
公共财政预算收入	75.16	11.70	88.72	18.00	104.14	17.40
上级补助收入	43.51	15.32	48.23	10.85	55.60	15.28
政府性基金收入	55.56	-29.20	113.56	104.39	180.51	58.96

注：地方财政收入=公共财政预算收入+上级补助收入+政府性基金收入  
资料来源：青浦区财政局

2012~2014 年，青浦区税收收入占公共财政预算收入的比重分别为 93.74%、93.64% 和 94.50%。从税收收入结构来看，青浦区增值税、营业税、企业所得税等与产业经济发展紧密相关的税种占比较高，2012~2014 年上述税种合计占税收收入的比重分别 73.62%、71.99% 和 69.77%，有所下降，主要因为受非税收入增长较快。

公共财政预算收入是青浦区赖以支撑的主要收入来源，政府性基金收入是地方财政收入的重要补充。2012~2014 年，全区政府性基金收入分别为 55.56 亿元、113.56 亿元和 180.51 亿元，增幅较大。

财政支出方面，2012~2014 年青浦区地方财政支出分别为 181.73 亿元、241.50 亿元和 296.00 亿元，逐年上升，其中公共财政预算支出分别为 117.78 亿元、137.95 亿元和 152.79 亿元，复合增长率为 13.90%。公共财政支出主要用于一般公共服务、教育、社会保障、城乡社区支出、农林水事务等。此外，2012~2014 年，与基金收入相匹配，政府性基金支出分别为 63.95 亿元、103.55 亿元和 143.21 亿元，增幅明显。

表 4：2012~2014 年青浦区财政支出情况

项目名称	2012	2013	2014
地方财政支出（亿元）	181.73	241.50	296.00
公共财政预算支出（亿元）	117.78	137.95	152.79
基金预算支出（亿元）	63.95	103.55	143.21

注：地方财政支出=公共财政预算支出+基金预算支出  
资料来源：青浦区财政局

2012~2014 年青浦区财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）分别为 63.81%、64.31% 和 68.16%，呈增长趋势，具有一定的财政自给能力。

总体来看，受益于第二、三产业的蓬勃发展，青浦区财政实力不断增强。但中诚信国际也注意

到，政府性基金收入与房地产行业密切相关，近年来增长较快，但在房地产宏观调控的背景下，该部分财政收入增长存在一定的不确定性。此外，随着城市基础设施建设的不断推进，回购项目产生的政府债务给地方财政带来了一定的偿债压力。

### 作为淀山湖新城保障房建设的重要主体，公司保障性住房投资建设项目规模较大，运作机制完善，业务稳步推进

公司保障性住房投资建设业务主要包括青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地（以下简称“大社区配套商品房”）和区级动迁安置房的建设。

为加快大社区配套商品房的建设，公司受青浦区人民政府的委托，从事大社区配套商品房的建设。该项目位于青浦区淀山湖新城东片区，东至汇金路，南至北淀浦河路，西至古安路，北至公园东路，总用地面积 353 亩，建筑面积 60.06 万平方米。该项目涉及安置对象 1,181 户，安置住房面积每户平均约 283.8 平方米。公司通过“招拍挂”的方式获得安置房建设用地，再自筹资金进行项目建设。建成后采用动迁居民定向销售的形式进行安置，安置单价为 10,600 元/平方米，公司预计将收回 35.53 亿元（1,181 户居民\*每户安置面积平均约 283.8 平方米\*安置单价 10,600 元/平方米）。

区级动迁安置房方面，公司在建项目主要为五浦汇一期 A、B 和 C 地块、贺桥公寓和双桥二期动迁房建设项目。以上保障房项目经营模式与大社区配套商品房类似，安置价格保证公司获得合理利润。

截至 2014 年末，公司在建保障房项目总建筑面积 116.77 万平方米，总投资为 81.75 亿元，已完成投资 47.49 亿元。

表 5：截至 2014 年末公司在建保障房情况

项目名称	占地面积 (亩)	总建筑面积 (万平方米)	套数	投资总额 (亿元)	已完成投资额 (亿元)	资金来源
大社区配套商品房 AB 地块	67.10	12.23	981	8.61	6.14	自有+发债
大社区配套商品房 C 地块	97.20	13.67	1,131	13.80	9.01	自有+贷款
大社区配套商品房 D 地块	58.40	10.74	822	7.65	6.22	自有+发债
大社区配套商品房 EF 地块	130.30	23.42	1,877	16.64	12.72	自有+发债
五浦汇一期 A 地块	100.62	16.96	1,494	9.80	4.5	自有
五浦汇一期 B 地块	59.86	9.58	902	6.52	2.73	自有+贷款
五浦汇一期 C 地块	84.62	13.26	1,243	8.67	3.51	自有+贷款
贺桥公寓	76.40	13.22	1,145	7.55	1.48	自有
双桥二期动迁房	26.54	3.69	282	2.51	1.18	自有
合计	701.04	116.77	9,877	81.75	47.49	-

资料来源：公司提供

土地购置方面，2012~2013 年公司分别投入 3.09 亿元和 2.31 亿元购买了 203.56 亩和 144.48 亩土地用于保障房建设。2014 年公司没有购置保障房建设相关土地。

表 6：2012~2013 年公司保障房建设相关土地购置情况

地块	所属片区	占地面积 (亩)	拿地成本 (万元/亩)
2012 年			
五浦汇一期 A 地块	青浦西片区	100.62	160.01
贺桥公寓	青浦西片区	76.40	160.01
双桥动迁房基地二期	青浦东片区	26.54	98.00
2013 年			
五浦汇一期 B 地块	青浦西片区	59.86	160.37
五浦汇一期 C 地块	青浦西片区	84.62	159.54

资料来源：公司提供

总的来看，公司承担了淀山湖新城范围内（不包括工业区）大部分的保障房建设项目，运作机制较为完善。同时，中诚信国际也关注到未来淀山湖新城将规划更多动迁安置房基地，作为淀山湖新城保障房建设的重要主体，公司将承担大量保障房建设任务，面临较大的资金压力。

## 公司城市基础设施建设规模持续扩大，2014 年土地出让收入增长较大

作为青浦区新城建设、旧城改造的主体，公司承担了大量的城市基础设施建设任务。具体操作模式上，受青浦区土地储备管理中心（以下简称“土储中心”）委托，公司代为对淀山湖新城 58 平方公里土地进行整理，并承担道路、绿地等基础设施建设任务，相应成本由公司通过自身业务经营收益以及外部融资先行垫支，完工后，青浦区政府按照出让收入的一定比例（约 50%）返还，以弥补公司的投入并保证公司获得合理利润。

截至 2014 年末，受土储中心委托，公司完成土地整理 3,287.43 亩。2012~2014 年，公司出让土地面积分别为 247.68 亩、281.67 亩和 479.00 亩，根据出让合同总价计算，近三年土地开发总收入 3.23 亿元、8.20 亿元和 35.00 亿元，公司分别收到返还收入 9.12 亿元、3.76 亿元和 19.99 亿元。其中，2012 年共出让 4 块地，1 块福利用地，3 块动迁安置房用地，2013 年出让地中 2 块为动迁安置房用地。2014 年公司土地出让面积增长，且主要是商住用地，因此土地返还收入较 2013 年增长 26.80 亿元，涨幅较大。

表 7： 2012~2014 年公司土地出让情况

项目名称	2012	2013	2014
土地出让面积（亩）	247.68	281.67	479.00
平均开发收入（万元/亩）	130.23	291.00	730.61
土地开发总收入（亿元）	3.23	8.20	35.00
返还收入（亿元）	9.12	3.76	19.98

资料来源：公司提供

截至 2014 年末，公司拥有出让地 42.55 亩，土地使用权证为沪房地青字（2014）第 007253 号和 007252 号，土地规划用途均为商用，账面价值为 1.53 亿元。

表 8：截至 2014 年末公司土地使用权证情况

土地证号	土地面积（平方米）	规划用途	账面价值（万元）
沪房地青字（2014）第 007253 号	18.07	商业	15,348.27
沪房地青字（2014）第 007252 号	24.48	商业	
合计	42.55	-	15,348.27

资料来源：公司提供

未来，公司还将承担大量淀山湖新城范围内土地整理以及基础设施建设任务。2015~2016 年，公司分别计划整理土地 300.00 亩和 320.00 亩，预计土地出让金额分别为 26.04 亿元和 30.21 亿元。2017 年公司土地整理及补偿计划暂未确定。

表 9：2015~2016 年公司土地整理、补偿计划

	2015	2016
土地整理面积（亩）	300.00	320.00
预计投入（亿元）	4.50	4.80
土地出让面积（亩）	602.10	673.40
土地出让金额（亿元）	26.04	30.21

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2014 年末，公司主要有 10 个城市基础设施建设项目，总投资为 14.73 亿元，已完成投资约 2.75 亿元。

表 10：截至 2014 年末公司主要在建基础设施项目建设情况

在建项目名称	总投资（亿元）	已投资额（亿元）
崧文南路	0.74	0.22

青浦大道（规划八路~规划纬三路）	1.35	0.06
海盈路西延伸段一期（支三十路~青浦大道）	1.80	0.03
淀山湖大道北线（浦泰路东~朱昆河桥）	0.41	0.19
古安路（公园东路~青湖东路）	0.78	0.18
汇金路（上达河~秀泉路、秀泉路~公园东路）	2.53	0.72
崧泉路四期（青湖东路~秀涓路）	1.71	0.50
崧泉路二期（公园东路~秀源路）	1.87	0.58
崧泉路三期（青湖东路~公园东路）	0.68	0.22
新塘港路（五浦路——青浦大道）	2.85	0.06
合计	14.73	2.75

资料来源：公司提供

此外，2015 年公司计划承建大盈浦路、顾会浦路、观明路、盘龙浦路、五浦路和朱家角路等 8 条道路的建设工作。道路建设工程项目计划总投资为 8.25 亿元，2015 年公司计划投资 3.00 亿元。随着项目的推进，未来公司将面临较大的融资压力。

表 11：2015 年公司拟建基础设施建设情况

拟建项目名称	总投资（亿元）	2015 年计划投入（亿元）
大盈浦路（淀惠路-青浦大道）	1.76	0.35
大盈浦路（五浦路一期~盘龙浦路）	0.58	0.29
顾会浦路（新塘港路~俞家埭路）	0.46	0.23
观明路（海盈路~大盈浦路）	0.96	0.19
盘龙浦路（新塘港路~俞家埭路）	0.45	0.23
五浦路（青赵公路西延伸段一期）	0.71	0.36
五浦路二期（青浦大道~新塘港路）	2.28	1.14
朱家角路（观明路~青浦大道）	1.05	0.21
合计	8.25	3.00

资料来源：公司提供

总体来看，公司承担了淀山湖新城范围内大量的土地整理开发业务，近年来稳步推进，为公司基

基础设施建设业务创造了条件。同时，中诚信国际也关注到公司基础设施建设业务易受宏观政策影响，对政府的支持依赖较大。

## 依托青浦区政府的支持，公司公共配套设施建设项目规模不断扩大

除承担淀山湖新城城市基础设施建设以外，公司还参与淀山湖新城公共配套设施项目的建设。公司代政府修建学校、医院等公共配套设施，绝大多数项目的建设资金由青浦区财政或区国资委先行拨付，公司按照《基本建设财务管理规定》（财建【2002】394号）收取管理费；少数项目建设资金由公司承担，建设成本通过相应的土地出让收益分享弥补。

表 12：建设单位管理费总额控制数费率表

工程总概算（万元）	费率
1,000 以下	1.5%
1,001~5,000	1.2%
5,001~10,000	1.0%
10,001~50,000	0.8%
50,001~100,000	0.5%
100,001~200,000	0.2%
200,000 以上	0.1%

资料来源：根据《基本建设财务管理规定》（财建【2002】394号）整理

截至 2014 年末，公司在建公建配套项目主要包括颂恩堂、崧淀路初中和崧文路小学等共 8 个项目，计划总投资金额 4.52 亿元，实际已投资金额 1.77 亿元。

表 13：截至 2014 年末公司在建公建配套项目情况

项目名称	投资总额（亿元）	已完成投资（亿元）
颂恩堂	0.17	0.10
崧淀路初中	0.97	0.50
崧文路小学	0.84	0.47
秀泉路幼儿园	0.32	0.20
崧润路小学	0.81	0.37
社区卫生服务中心	0.50	0.00
秀源路幼儿园	0.50	0.06
秀涓路幼儿园	0.40	0.07
合计	4.52	1.77

资料来源：公司提供

此外，在青浦区政府的支持下，2015 年公司计

划投资建设淀浦河青浦城区东段整治工程、大社区南侧高中项目、养老设施项目和西二单元河道整治工程等公建配套项目，进一步完善淀山湖新城公共配套设施。上述四项配套项目计划总投资为 3.09 亿元，2015 年公司拟计划投资 0.26 亿元。

表 14：2015 年公司拟建公建配套项目情况

项目名称	投资总额（亿元）	2015 年计划投资金额（亿元）
淀浦河青浦城区东段（千步泾-油墩港）整治工程	1.27	0.08
大社区南侧高中 68A-02A	0.67	0.07
养老设施 64A-02A	0.43	0.04
西二单元河道整治工程（东横港、丁家港、南蒋墩港、水闸两座）	0.72	0.07
合计	3.09	0.26

资料来源：公司提供

未来，公司还将承担大量淀山湖新城范围内的公共配套建设项目，由于绝大多数建设项目不需公司垫资，公司资金压力较小。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011~2013 年三年连审审计报告和经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年审计报告，公司各年财务报表均采用新会计准则编制。

表 15：2014 年公司合并范围变化情况

子公司名称	账面净资产（万元）	变化情况
上海景源绿化苗木有限公司	429.83	注销
上海轩祥文化艺术有限公司	100.00	注销

资料来源：公司财务报告

## 资本结构

近年来随着经营规模的逐步扩大以及淀山湖新区内基础设施建设投资力度的加强，公司总资产规模持续增长，2012~2014 年末，公司总资产分别为 110.74 亿元、148.71 亿元和 120.96 亿元。2014



年公司总资产较 2013 年略有下降，主要原因在于 2014 年公司存货较上一年减少 34.37 亿元。

公司以流动资产为主，截至 2014 年末，公司流动资产和非流动资产占总资产的比例分别为 90.46% 和 9.54%。流动资产方面，流动资产主要由存货、预付款项、其他应收款和货币资金四部分构成。2012~2014 年末，公司存货分别为 67.52 亿元、118.98 亿元和 84.60 亿元。2014 年末公司存货较上年末下降 28.89%，主要是当年公司项目完工较多，结转了相应成本，开发成本由上年末的 117.16 亿元下降至 67.46 亿元所致；同期，公司预付款项分别为 11.50 亿元、2.59 亿元和 2.34 亿元，2013 年末公司存货较上年末增长 76.21%，主要是预付的动迁款在 2013 年结转至开发成本，2014 年预付账款数额较上一年变化不大；2012~2014 年末，公司其他应收款分别为 6.31 亿元、7.25 亿元和 13.23 亿元，2014 年末较上一年增长 82.53%，主要为与上海西洲置业有限公司和上海天桥房地产开发有限公司等公司的往来款。

表 16：截至 2014 年末公司其他应收账款前五名单位情况

欠款人	金额 (亿元)	欠款年限	性质
上海西洲置业有限公司	10.34	1 年以内	往来款
上海天桥房地产开发有限公司	1.10	1-2 年	往来款
上海青浦资产经营有限公司	0.70	3 年以上	往来款
上海市青浦区住房保障和房屋管理局	0.49	1 年以内	往来款
	0.08	1-2 年	
青浦维修基金办公室	0.14	1 年以内	往来款

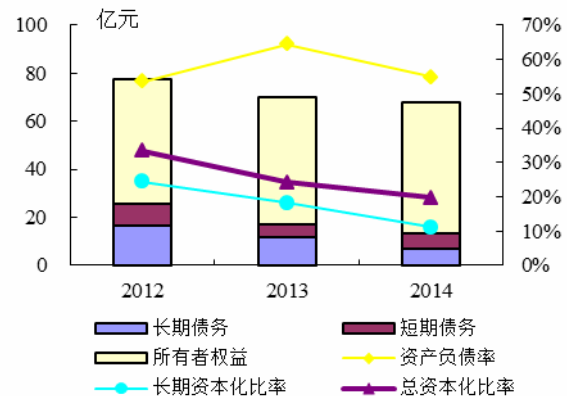
资料来源：公司财务报告

非流动资产方面，2014 年公司的非流动资产主要由长期股权投资、可供出售金融资产和固定资产构成。截至 2014 年末，上述科目分别为 5.81 亿元、3.31 亿元和 1.32 亿元，分别占公司非流动资产比例为 50.35%、28.68% 和 11.46%。公司长期股权投资主要是对上海朱家角投资开发有限公司 5.80 亿元和上海市青浦区新城周洁舞蹈艺术专修学校 88.7 万元的投资，公司分别持有上述公司 41.84% 和 80.00% 的股权。与 2013 年相比，2014

年公司新增可供出售金融资产 3.31 亿元，主要系根据新会计准则调整后的原部分长期股权投资金额。

所有者权益方面，2012~2014 年末，公司所有者权益(含少数股东权益)分别为 51.50 亿元、52.96 亿元和 54.50 亿元，复合增长率为 2.87%，主要由于未分配利润的积累，呈逐年增长趋势。

图 1：2012~2014 年末公司资本结构分析



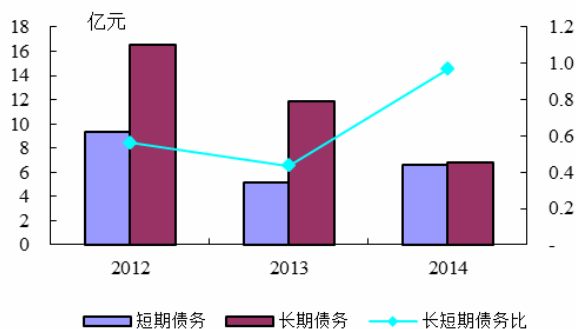
资料来源：公司财务报告

随着 2014 年长期借款和专项应付款非流动负债的减少，公司负债规模也相应降低。2012~2014 年末，公司总负债分别为 59.24 亿元、95.75 亿元和 66.46。2014 年公司偿还部分借款，长期借款降至 6.82 亿元，较上年末减少 5.01 亿元；同期，公司专项应付款为 13.53 亿元，较上年末减少 30.62 亿元，主要是当年新城一站大型社区专项补贴资金由期初 41.08 亿元降至期末 12.68 亿元。受土地开发整理、基础设施建设和保障房开发投资业务推动，公司其他应付款较稳定，截至 2014 年末，公司其他应付款为 35.41 亿元，较上年末增长 2.38 亿元，主要是青浦区土储中心等公司的往来款。

从总债务构成来看，公司以长期债务为主，2014 年由于长期借款减少、短期债务上升，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）有所上升，近三年分别为 0.56 倍、0.43 倍和 0.97 倍。截至 2014 年末，公司长期债务为 6.81 亿元，短期债务为 6.61 亿元。与 2013 年相比，2014 年短期债务增长 28.60%，未呈现大幅上涨趋势。根据公司经营模式，

预计未来公司总债务仍以长期债务为主，近期短期偿债压力较大。此外，受负债规模降低的影响，2014年公司资产负债率有所降低。2012~2014年末，公司资产负债率分别为53.49%、64.39%和54.94%，2014年末较2013年末下降9.45个百分点，资本结构进一步优化。

图 2：2012~2014 年末公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司作为青浦区新城建设、旧城改造的主体，承担了大量的城市基础设施及公共配套设施建设任务。公建配套项目为公司代政府修建学校及医院，资金由区财政或区国资委先行拨付，并按照财政部和建设部相关文件收取管理费，公司本身不垫资，因此公司资产负债率不会受此类业务影响而恶化。中诚信国际也注意到，截至2014年末，公司存货占总资产的比例较高，主要由公司从事的基础设施、保障房和土地整理项目而产生的开发成本以及库存商品构成，受国家相关宏观调控政策的影响较大。

## 盈利能力

2012~2014年，公司分别实现营业总收入10.33亿元、4.98亿元和28.33亿元，2014年公司营业总收入大幅增加。

表 17：2012~2014 年公司营业总收入情况分析

项目名称	2012		2013		2014	
	主营业务收入 (亿元)	毛利率 (%)	主营业务收入 (亿元)	毛利率 (%)	主营业务收入 (亿元)	毛利率 (%)
开发建设收入	9.12	16.32	3.76	28.66	19.99	7.60
保障房销售收入	0.87	49.31	0.85	21.20	7.44	-152.32
劳务与服务费	0.24	83.00	0.26	78.97	0.64	78.39
其他	0.10	65.81	0.11	44.92	0.26	67.11
合计	10.33	21.14	4.98	30.40	28.33	-32.23

资料来源：公司财务报告

公司主营业务收入由开发建设收入、保障房销售收入及劳务与服务费收入三部分构成，2014年，以上三项收入分别为19.99亿元、7.44亿元及0.64亿元，其中开发建设收入占主营业务收入比例较高，达71.22%。由于公司保障房销售业务采用限价销售模式，差额部分由青浦区财政局返还给公司，计入营业外收入，故2014年公司营业毛利率为负。

期间费用方面，受业务规模增减的影响，公司费用也存在一定的波动，2012~2014年分别为0.93亿元、0.77亿元和0.84亿元。公司目前承担了大量的保障房及公共配套设施的建设任务，融资发生的利息费用全部计入工程成本，因此期间费用中财务费用较少，主要为管理费用。从三费收入占比来看，

2012~2014年公司的三费收入占比分别为8.96%、15.42%和2.96%。2014年受公司营业总收入大幅提高影响，三费收入占比下降幅度较大。

表 18：2012~2014 年公司三费分析

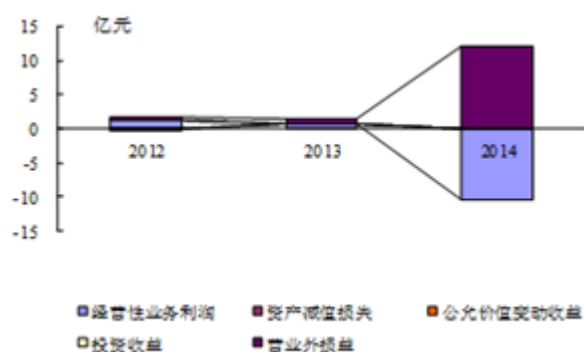
项目名称	2012	2013	2014
销售费用 (亿元)	0.10	0.11	0.08
管理费用 (亿元)	0.84	0.67	0.70
财务费用 (亿元)	-0.01	-0.01	0.06
三费合计 (亿元)	0.93	0.77	0.84
营业总收入 (亿元)	10.33	4.98	28.33
三费收入占比 (%)	8.96	15.42	2.96

资料来源：公司财务报告

2012~2014年，公司分别实现利润总额1.65亿元、1.57亿元和1.70亿元，呈波动态势。2012~2014年，公司经营性业务利润分别为1.13亿元和0.67

亿元和-10.41 亿元，波动较大，2014 年公司利润下降较多，同期公司获得政府补助（包括保障房业务差额补助）12.12 亿元，较 2013 年末的 0.89 亿元增长 11.23 亿元，弥补了公司业务亏损，保障了公司的正常运营。

图 3：2012~2014 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，公司业务以保障房建设、城市基础设施及公共配套设施建设为主，受开发建设板块收入确认影响，公司营业总收入波动较大。2014 年政府补助是公司利润的重要补充。中诚信国际将持续关注公司未来盈利能力和盈利水平的变动情况。

## 现金流

2012~2014 年公司经营性净现金流分别为 -13.25 亿元、-3.64 亿元和 -1.24 亿元，持续为负，但缺口逐步缩小。2012 年主要是因为每年增加大量的工程成本的投入；2013 年，公司经营活动现金流入流出较大，现金流入主要是由于公司增加与其他公司的往来款以及收到一部分新城一站大型社区专项补贴资金，现金流出主要是由于公司 2013 年加大了保障房和土地整理的资金投入以及一部分与其他公司的往来款；2014 年公司经营活动现金流入流出持续扩大，现金流入主要是土地出让收入、房屋销售收入和政府补贴，现金流出主要是保障房、土地整理、基础设施和公建配套建设项目支出以及与其他公司往来款。

2012~2014 年公司投资活动净现金流分别是 -1.53 亿元、-0.18 亿元和 4.45 亿元，主要 2012 年投资上海市青浦区公共租赁住房运营有限公司

1.50 亿元影响，2012 年和 2013 年投资活动净现金流持续为负。2014 年公司投资活动表现为净流入，主要系政府回购公司漕俞路和城中西路延伸段西大盈港桥支付的金额。

筹资活动方面，2012~2014 年的筹资现金流净流入分别为 11.69 亿元、1.97 亿元和 2.15 亿元。由于偿债支出的减少，2014 年公司筹资活动净现金流较 2013 年增长 0.18 亿元。

表 19：2012~2014 年公司现金流分析（亿元）

项目	2012	2013	2014
经营活动现金流入	17.43	60.29	70.39
经营活动现金流出	30.68	63.93	71.63
经营活动净现金流	-13.25	-3.64	-1.24
投资活动现金流入	0.01	-	4.46
投资活动现金流出	1.53	0.18	0.01
投资活动净现金流	-1.53	-0.18	4.45
筹资活动现金流入	17.37	30.41	13.26
其中：吸收投资	3.65	-	-
借款	13.69	7.06	1.50
筹资活动现金流出	5.67	28.43	11.12
其中：偿还债务	5.63	18.95	5.04
筹资活动净现金流	11.69	1.97	2.15
现金及等价物净增加	-3.09	-1.85	5.36

资料来源：公司财务报告

## 偿债能力

从长期偿债能力指标来看，2012~2014 年末，公司总债务规模分别为 25.85 亿元、16.96 亿元和 13.43 亿元，2014 年公司偿还了部分长期借款，导致公司总债务同上年相比下降 20.86%。2012~2014 年，公司 EBITDA 分别为 1.80 亿元、1.78 亿元和 1.91 亿元，2014 年有所提升。同期，公司总债务/EBITDA 分别为 14.37 倍、9.51 倍和 7.03 倍，2014 年由于总债务规模下降、EBITDA 指标上升，总债务/EBITDA 指标有所下降；同期，公司 EBITDA 利息倍数分别为 1.41 倍、0.89 倍和 0.83 倍，由于 2014 年公司融资成本提高，利息支出有所增加，2014 年 EBITDA 利息倍数下降。

受近三年公司经营性净现金流持续为负影响，2012~2014 年公司经营活动净现金流无法覆盖公司利息支出。

表 20：2012~2014 年公司长期偿债能力指标

项目	2012	2013	2014
长期债务（亿元）	16.54	11.83	6.82

总债务（亿元）	25.85	16.96	13.43
经营活动净现金流（亿元）	-13.25	-3.64	-1.24
EBITDA（亿元）	1.80	1.78	1.91
资产负债率（%）	53.49	64.39	54.94
总资本化比率（%）	33.42	24.26	19.76
总债务/EBITDA（X）	14.37	9.51	7.03
经营净现金流/总债务（X）	-0.51	-0.21	-0.09
EBITDA 利息倍数（X）	1.41	0.89	0.83
经营净现金流/利息支出（X）	-10.41	-1.81	-0.53

资料来源：公司财务报告

截至 2014 年末，公司尚有银行贷款和债券债务合计 13.43 亿元，2015~2017 年到期债务分别为 6.61 亿元、6.11 亿元和 0.71 亿元

其中 2015 年到期债务为 6.61 亿元，长期借款余额为 6.82 亿元。

资产抵质押方面，截至 2014 年末，公司以名下账面价值为 2.49 亿元的房产和土地使用权进行抵押，获得银行借款 6.39 亿元。

或有负债方面，截至 2014 年末，公司对外担保总额为 45.91 亿元，分别为对上海西虹桥商务开发有限公司担保 28.00 亿元、对上海青浦工业园区发展（集团）有限公司担保 10.95 亿元和对上海朱家角投资开发有限公司担保 6.96 亿元，占公司净资产的比例为 84.24%，存在一定或有风险。

截至 2014 年末，公司在获得北京银行取得授信额度 3 亿元，尚未使用的额度为 3 亿元。较为充足的银行授信可以在一定程度上满足公司资本支出的需求，为公司偿付债务提供较好的流动性支持。

## 过往债务履约情况

基于公司提供的经中国人民银行征信系统，公司近三年未出现延迟支付债务本金及其利息的情况。

债务融资工具方面，公司存续债务融资工具情况详见下表。“15 淀山湖债/15 淀山湖”尚未到期，未进行还本付息。

表 21：截至 2014 年末公司存续债务融资工具情况

代码	发行规模 (亿元)	发行日期	到期日期
15 淀山湖债/15 淀山湖	13	2015-01-30	2021-01-30

资料来源：中诚信国际整理

## 流动性支持

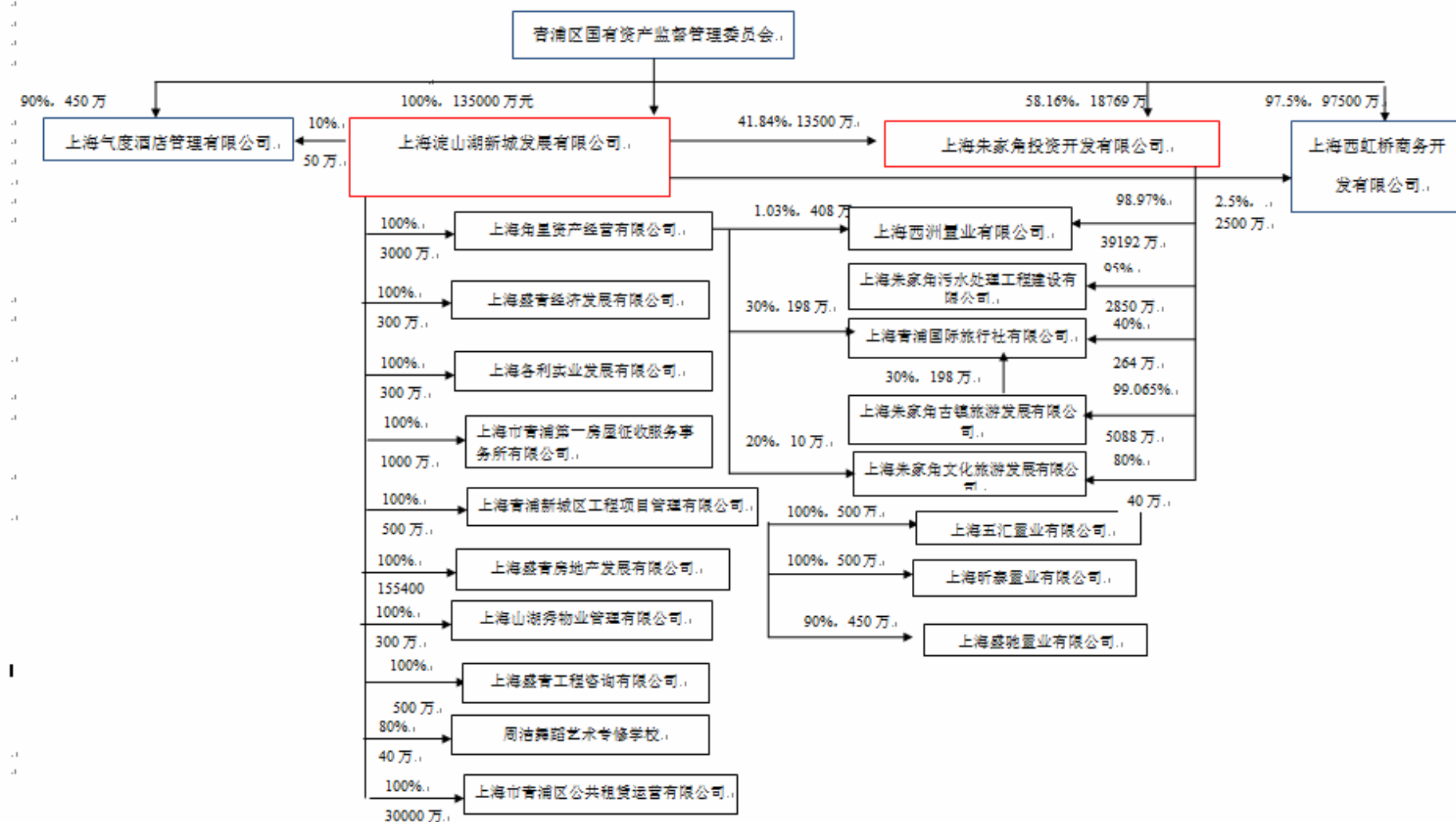
本期债券存续期内，上海银行股份有限公司青浦支行在国家法律、法规和信贷政策允许的前提下，对公司给予流动资金信贷支持。当公司发生资金困难时，上海银行股份有限公司青浦支行可以根据公司的申请，经相关评审程序评审合格并报经有权审批人批准后，对公司提供信贷支持以解决其临时资金困难的问题。

## 结 论

综上，中诚信国际评定上海淀山湖新城发展有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“15 淀山湖债/15 淀山湖”信用等级为 **AA**。

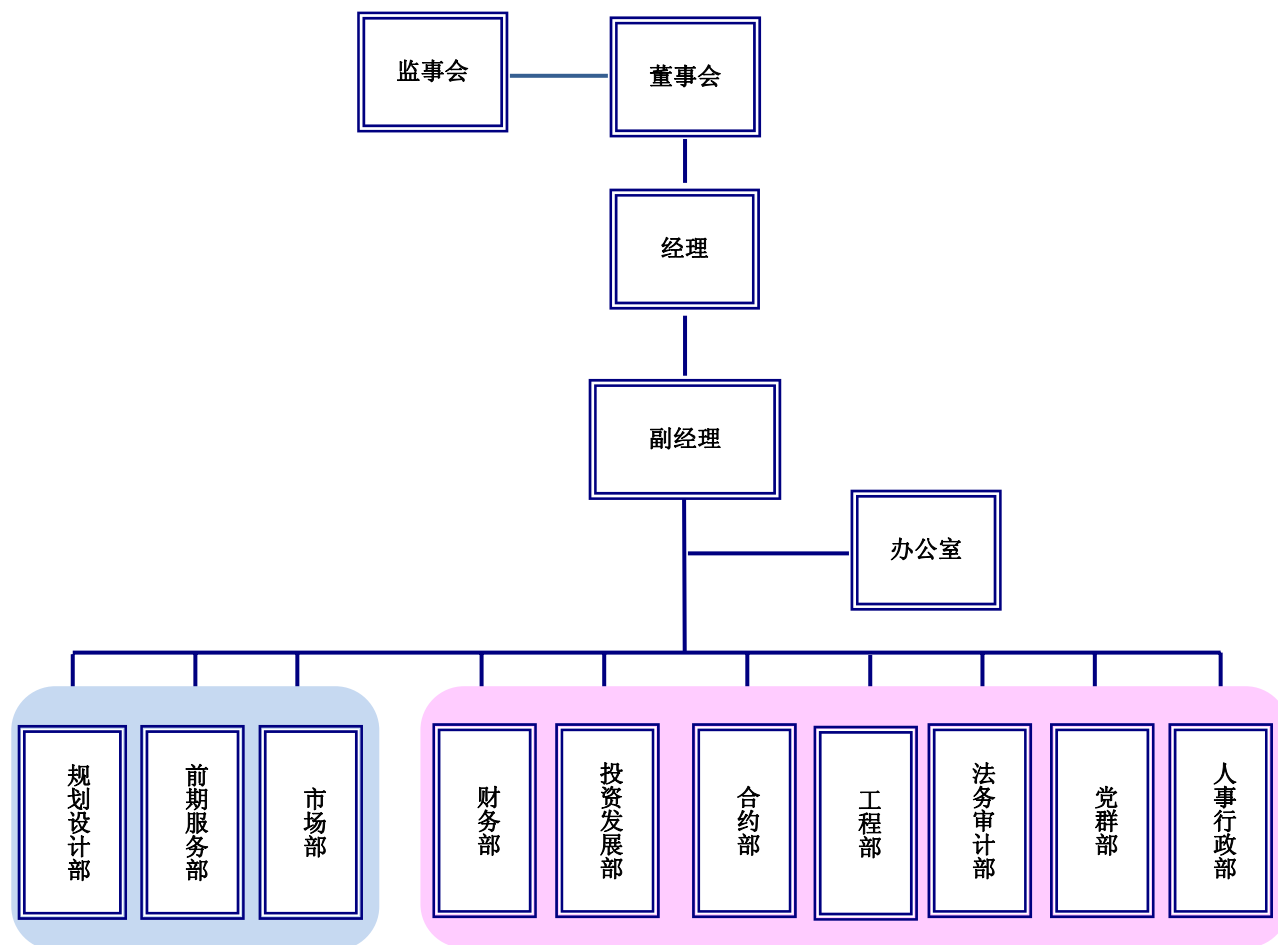


附一：上海淀山湖新城发展有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月末）



资料来源：公司提供

附二：上海淀山湖新城发展有限公司组织结构图（截至 2014 年 12 月末）



资料来源：公司提供

### 附三：上海淀山湖新城发展有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2012	2013	2014
货币资金	35,818.64	17,344.45	70,896.56
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	11,080.04	3,394.65	306.78
存货净额	675,161.88	1,189,782.65	846,047.09
其他应收款	63,137.13	72,506.92	132,344.64
长期投资	91,016.12	91,108.95	91,223.47
固定资产(合计)	116,092.35	21,227.55	22,580.59
总资产	1,107,357.81	1,487,080.34	1,209,582.71
其他应付款	53,257.64	330,311.50	354,127.89
短期债务	93,131.82	51,381.82	66,081.82
长期债务	165,356.36	118,254.55	68,172.73
总债务	258,488.18	169,636.36	134,254.55
净债务	222,669.54	152,291.91	63,357.98
总负债	592,355.86	957,509.88	664,574.35
财务性利息支出	0.00	0.00	634.99
资本化利息支出	12,807.60	20,227.59	22,520.49
所有者权益	515,001.95	529,570.46	545,008.36
营业总收入	103,257.91	49,819.60	283,290.06
三费前利润	20,596.88	14,395.57	-95,698.70
投资收益	-59.69	92.84	114.51
EBIT	16,452.48	15,647.34	17,679.00
EBITDA	17,989.19	17,835.22	19,107.39
经营活动产生现金净流量	-132,537.48	-36,406.10	-12,380.33
投资活动产生现金净流量	-15,265.18	-1,809.78	44,470.65
筹资活动产生现金净流量	116,943.80	19,741.69	21,461.79
现金及现金等价物净增加额	-30,858.86	-18,474.19	53,552.11
资本支出	338.49	1,809.78	126.45
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	21.14	30.40	-32.23
三费收入比(%)	8.96	15.42	2.96
EBITDA/营业总收入(%)	17.42	35.80	6.74
总资产收益率(%)	1.66	1.21	1.31
流动比率(X)	5.51	3.29	2.37
速动比率(X)	1.38	0.30	0.54
存货周转率(X)	0.13	0.04	0.37
应收账款周转率(X)	8.46	6.88	153.07
资产负债率(%)	53.49	64.39	54.94
总资本化比率(%)	33.42	24.26	19.76
短期债务/总债务(%)	36.03	30.29	49.22
经营活动净现金/总债务(X)	-0.51	-0.21	-0.09
经营活动净现金/短期债务(X)	-1.42	-0.71	-0.19
经营活动净现金/利息支出(X)	-10.41	-1.81	-0.53
总债务/EBITDA(X)	14.37	9.51	7.03
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.35	0.29
EBITDA 利息倍数(X)	1.41	0.89	0.83

注：1、公司财务报表均按新会计准则编制；

2、由于公司债务融资成本上升及还款期限因素，债务规模下降的同时，利息支出提高。

#### 附四：基本财务指标的计算公式

长期投资（新）=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计（新）=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务（旧）=短期借款+应付票据+应付短期融资券+一年内到期的长期借款

短期债务（新）=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润(新)=营业收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

主营业务毛利率（旧）=（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入

营业毛利率（新）=（营业收入-营业成本）/营业收入

三费收入比(旧)=（财务费用+管理费用+营业费用）/主营业务收入

三费收入比（新）=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本合计）/存货平均净额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业收入净额）/应收账款平均净额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

注：“新”、“旧”为分别在新、旧会计准则下采用的公式、未标注的为新、旧会计准则都适用。



## 附五：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 附六：债券信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。