

上海淀山湖新城发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵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/PR淀山湖”的信用等级为AA⁺。

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

二零一八年六月二十七日

上海淀山湖新城发展有限公司 2018 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/PR 淀 山湖	13	2015.1.30~2021.1.30	AA+	AA+

注：“15 淀山湖债/PR 淀山湖”由上海银行股份有限公司青浦支行给予流动资金信贷支持，截至 2018 年 3 月末，“15 淀山湖债/PR 淀山湖”已兑付 3.25 亿元，余额 9.75 亿元。

概况数据

淀山湖新城（合并口径）	2015	2016	2017
总资产（亿元）	133.13	144.38	184.65
所有者权益合计（亿元）	64.77	71.84	84.09
总负债（亿元）	68.36	72.54	100.56
总债务（亿元）	32.04	21.66	20.66
营业总收入（亿元）	26.99	21.40	19.91
经营性业务利润（亿元）	6.80	4.28	4.51
净利润（亿元）	10.69	6.87	4.39
EBIT（亿元）	10.81	6.95	4.49
EBITDA（亿元）	11.02	7.15	4.77
经营活动净现金流（亿元）	3.59	10.26	13.91
收现比（X）	1.14	1.63	1.89
总资产收益率（%）	8.51	5.01	2.67
营业毛利率（%）	29.55	25.68	27.34
应收类款项/总资产（%）	15.16	15.74	11.96
资产负债率（%）	51.35	50.24	54.46
总资本化比率（%）	33.10	23.17	19.72
总债务/EBITDA（X）	2.91	3.03	4.33
EBITDA 利息倍数（X）	4.86	5.72	6.93

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、在计算债务时，中诚信国际将公司财务报表其他应付款中短期暂借款、其他应付款中长期暂借款、长期应付款中有息债务计入总债务核算。

分析师

项目负责人：尹梦芳 mfyin@ccxi.com.cn

项目组成员：石清 qshi@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 6 月 27 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/PR 淀山湖”的债项信用等级为 **AA+**。

2017 年以来，青浦区经济稳步发展，公司债务规模进一步下降以及经营活动净现金流稳步增长。但中诚信国际也关注到公司当年确认的土地出让收入大幅减少，未来几年投资压力较大以及政府补助下降等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

中诚信国际也考虑到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对本次债券还本付息的保障作用。

优势

- **青浦区经济保持平稳发展。**2017 年，青浦区实现地区生产总值为 1,009.2 亿元，比上年增长 7.4%；同期，青浦区固定资产投资为 515.7 亿元，比上年增长 32.6%，区域经济的平稳发展为企业的发展提供了良好的外部环境。
- **债务规模进一步下降。**截至 2017 年末，公司总债务余额 20.66 亿元，较上年末下降 4.66%，总资本化比率进一步下降至 19.72%，公司债务压力进一步减小。
- **经营活动净现金流稳步增长。**2017 年，公司实现经营活动净现金流 13.91 亿元，主要因为所确认收入的现金回流情况较好，且收到其他与经营活动有关现金较大所致。
- **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，对本期债券还本付息提供了较好的保障作用。

关注

- **确认的土地出让相关收入大幅减少。**2017 年，公司确认开发建设收入 7.41 亿元，较上年下降 42.87%；公司土地开发业务受宏观调控及相关政策影响较大，且土地出让金返还受财政安排影响较大，存在一定的不确定性。
- **投资压力较大。**公司承担淀山湖新城大量保障房建设和基础设施建设任务，随着开发进程的推进，公司面临一定的资金压力。
- **政府补助下降。**2017 年，公司收到政府补助 0.40 亿元，较 2016 年的 2.66 亿元下降幅度较大，政府补助的下降使得公司利润总额出现一定幅度的下滑。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，中诚信国际在债券存续期内每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

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/PR 淀山湖”，募集资金 13 亿元人民币，其中 3.00 亿元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。上述募投项目投资总额为 32.90 亿元，截至 2017 年末，公司实际已投资 27.44 亿元，其中使用募集资金 13.00 亿元，“15 淀山湖债/PR 淀山湖”募集资金已全部使用完毕。

表 1：截至 2017 年末募集资金使用情况（亿元）

资金用途	项目投资总额	实际已投资	拟使用募集资金额度	实际已使用募集资金额度
青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地 AB 地块	8.61	7.41	3.00	3.00
青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地 D 地块	7.65	6.56	3.00	3.00
青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地 EF 地块	16.64	13.47	7.00	7.00
合计	32.90	27.44	13.00	13.00

资料来源：公司提供

基本分析

青浦区经济实力稳步增强，产业结构不断优化

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 18.60%。截至 2017 年末，青浦区常住人口总量

为 120.53 万人，户籍人口 48.3 万人，其中非农人口 35.7 万人。

青浦区地理位置优越明显，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。

青浦区的经济保持平稳发展，2017 年，青浦区实现地区生产总值为 1,009.2 亿元，比上年增长 7.4%，增速较上年提升 0.4 个百分点。其中，第一产业增加值 7.9 亿元，下降 5.1%；第二产业增加值 467.6 亿元，增长 4.1%；第三产业增加值 533.7 亿元，增长 10.7%，三次产业比由上年的 0.9: 47.8: 51.3 变为 0.8: 46.3: 52.9，以现代服务业为主的第三产业稳步发展。按常住人口计算，青浦区 2017 年人均生产总值为 83,733 元，比上年增长 8.3%。固定资产投资方面，2017 年，青浦区固定资产投资为 515.7 亿元，比上年增长 32.6%，其中，第一产业完成投资 0.1 亿元，下降 86.8%；第二产业完成投资 45.6 亿元，增长 17.2%；第三产业完成投资 470.0 亿元，增长 34.5%，第三产业固定资产投资加速，主要由于房地产业投资加速所致，2017 年，青浦区房地产业投资 371.0 亿元，较上年增长 36.0%，占全社会固定资产投资的 71.9%。

表 2：2015~2017 年青浦区主要经济指标

主要指标	2015	2016	2017
GDP（亿元）	878.2	939.7	1,009.2
同比增长（%）	6.1	7	7.4
固定资产投资总额（亿元）	423.1	388.8	515.7
同比增长（%）	3.4	-8.1	32.6

资料来源：青浦区统计公报

总体来看，受益于第二、三产业的蓬勃发展，青浦区经济实力不断增强，为公司的发展提供了良好的外部条件。

作为淀山湖新城保障房建设的重要主体，公司保障房投资建设规模较大，运作机制完善，

2017 年保障房建设业务稳步推进，实现的销售收入大幅上升

公司保障性住房投资建设业务主要由子公司上海盛青房地产发展有限公司承担，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。大社区配套商品房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）。公司对区级动迁安置房的经营模式与大社区配套商品房类似，建设完毕后由财政确定安置价格，安置价格未能使公司获得合理利润的均由财政补足，补足部分计入营业外收入。

截至 2017 年末，公司已完工的保障房项目有青浦新城 AB、C、D、EF、五浦汇一期 A、B、C 区、贺桥公寓以及双桥国际花园二期等，截至 2017 年末，公司累计已销售面积 76.57 万平方米，多数项目销售进度已超过 70%，累计销售额达 80.14 亿元。2017 年，公司确认的保障房销售收入为 10.24 亿元，较上年较大幅度增长。

表 3：截至 2017 年末公司保障房项目销售情况

项目名称	建筑总面积 (平方米)	住宅可售面积 (平方米)	住宅已售面积 (平方米)	销售进度 (%)	均价 (元/ 平方米)	累计销售额 (万元)
青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地 AB 地块	126,452.60	96,519.90	83,924.64	0.87	10,600.00	88,960
青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地 D 地块	111,190.60	81,011.66	74,917.87	0.92	10,600.00	79,413
青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地 EF 地块	243,868.34	180,586.48	165,066.12	0.91	10,600.00	174,970
青浦新城一站大型居住社区配套商品房基地 C 地块	142,314.39	108,638.23	99,867.74	0.92	10,600.00	105,860
五浦汇一期 A 区	173,046.62	135,686.88	112,623.56	0.83	10,300.00	116,002
五浦汇一期 B 区	101,153.64	82,318.06	53,506.25	0.65	10,300.00	55,111
五浦汇一期 C 区	150,708.68	119,085.38	83,018.71	0.7	10,300.00	85,509
贺桥公寓	130,948.32	106,283.81	68,116.05	0.64	10,300.00	70,160
双桥国际花园二期	38,688.12	28,282.82	24,678.66	0.87	10,300.00	25,419
合计	1,218,371.31	938,413.22	765,719.60	--	--	801,404.00

注：已销售面积按照实际销售面积统计。

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司保障房项目浩泽家园三期 B 区已完工，但尚未销售，该项目总建筑面积 2.27 万平方米，计划总投资为 1.33 亿元，实际投资 0.61 亿元。截至 2017 年末，公司无在建保障房项目。拟建保障房项目方面，公司拟建项目为五浦

汇 D 区和五浦汇 E 区，拟建项目合计用地 142.54 亩，建筑面积 27.36 万平方米，总投资 25.53 亿元。

表 4：截至 2017 年末公司已完工保障房项目情况（亩、万平方米、亿元）

项目名称	占地面积	总建筑面积	套数	投资总额	已完成投资额	资金来源	项目进展
浩泽家园三期 B 区	27.34	2.27	190	1.33	0.61	自筹	完工

资料来源：公司提供

表 5：截至 2017 年末公司拟建保障房项目情况（亩、万平方米、年、亿元）

拟建项目名称	用地面积	建筑面积	建设周期	总投资	资金来源
五浦汇 D 区	62.58	11.6	2.5	11.53	暂定自筹，后由区财政确认
五浦汇 E 区	79.96	15.76	2.5	14.00	暂定自筹，后由区财政确认
合计	142.54	27.36	--	25.53	--

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。2014~2016 年公司均未购置保障房建设相关土地，2017 年，公司分别投入 2.28 亿元和 2.91 亿元购买了 62.58 亩和 79.96 亩土地用于保障房建设。

表 6：2012~2017 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	76.4	160.01
双桥动迁房基地二期	青浦东片区	26.54	98
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
2014~2016 年			
--	--	--	--
2017 年			
五浦汇 D 地块	青浦西片区	62.58	364
五浦汇 E 地块	青浦西片区	79.96	364

资料来源：公司提供

总体来看，公司保障房项目的陆续竣工决算逐步给公司带来可观的收入，但由于保障房的销售的均价在政府指导下进行，整体盈利能力有限。公司未来仍有拟建保障房项目，面临一定的投资压力。

2017 年公司土地出让确认的收入有所下降，但当年实际出让土地面积较多，预计会在以后年度形成较为可观的收入

作为青浦区新城建设及旧城改造的主体，公司承担了淀山湖新城的土地开发整理工作以及大量的城市基础设施建设任务，具体操作模式上，公司受青浦区土地储备管理中心（以下简称“土储中心”）委托，代为对淀山湖新城 58 平方公里土地进行整理，并承担道路及绿化等基础设施建设任务，2015 年及以前，土地整理及配套基建前期投入由公司通过自身业务经营收益以及外部融资先行垫支，相关地块出让后，青浦区政府按照出让收入的一定比例（约 50%）返还至公司，以弥补公司的投入并保证公司获得合理利润；2016 年及以后，相关地块出让后，获得的出让金返还留存区级财政，公司按所需建设资金向区财政申请支取，出让金已支取清算完毕的地块确认为当年的土地开发相关收入。

2017 年公司实际完成土地整理面积 1,111.20 亩，平均整理单价为 399 万元/亩；公司实现 9 块土地的出让，其中包含 2 块居住用地，1 块商住用地，1 块商业用地，2 块教育用地，1 块养老用地和 2 块动迁安置房，建筑面积合计 39.89 万平方米，成交总价 35.62 亿元，出让情况较好。

表 7：2017 年公司土地实际出让情况

地块名	用地面积（亩）	建筑面积（平方米）	用地性质	成交时间	成交总价（万元）	成交楼板价（元/平方米）
青浦区夏阳街道盈港路南侧 15-02 地块	11	17,833.00	商业	2017/3/31	35,200.00	19,739
盈浦街道淀山湖大道南侧 18-04（2）	61	40,667.00	教育	2017/6/20	7,800.00	1,918
青浦区盈浦街道观云路西侧 22-05 地块	32	32,000.00	居住	2017/8/29	87,400.00	27,313
青浦区盈浦街道观云路南侧 25-04 地块	22	22,300.00	居住	2017/8/29	60,782.00	27,257

青浦区盈浦街道胜利路西侧 04A-01 地块	31	41,867.00	商住	2017/9/6	101,004.00	24,125
青浦区盈浦街道淀山湖大道南侧 18-4 (1) 地块	14	9,333.00	教育	2017/12/12	1,790.00	1,918
青浦区朱家角镇浦泰路西侧 H08-06、H08-13、H08-15 地块	67	44,864.00	养老	2017/11/13	10,296.29	2,295
青浦区盈浦路东侧 46-02 地块	63	83,443.00	动迁安置房	2017/8/16	22,780.00	2,730
青浦区盈浦街道大盈浦路东侧 43-02 地块	80	106,607.00	动迁安置房	2017/11/30	29,104.00	2,730
合计	381	398,914.00	--	--	356,156.29	--

注：按公司实际土地出让情况统计。

资料来源：公司提供

按审计报告确认收入的口径统计，2017 年，公司确认收入的土地出让面积为 54.42 亩，为淀惠路北侧 36-01 地块一块土地，土地出让综合价金为 19.60 亿元，获得的土地返还收入为 7.41 亿元，公司确认为开发建设收入。

表 8：2015~2017 年公司土地出让收入确认情况

项目名称	2015	2016	2017
土地出让面积（亩）	422.73	130.21	54.42
平均土地出让价格（万元/亩）	1,112.06	2,322.32	3,601.72
土地出让综合价金（亿元）	47.01	30.24	19.60
土地返还收入（亿元）	22.61	12.97	7.41

注：按照审计报告确认收入的口径统计土地出让情况。

资料来源：公司提供

截至 2017 年末，公司拥有出让地 2 块，土地规划用途均为动迁安置房，其中，五浦汇 D 地块土地面积 4.17 万平方米，账面价值为 2.28 亿元；五浦汇 E 地块土地面积 5.33 万平方米，账面价值为 2.91 亿元。

表 9：截至 2017 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）
五浦汇 D 地块/沪（2018）青字不动产权第 007520 号	41,721.0	动迁安置房	22,780
五浦汇 E 地块 ¹	53,303.7	动迁安置房	29,104
合计	95,024.7	--	51,884

资料来源：公司提供

¹ 该地块暂未办出土地使用权证。

2018 年，公司拟完成土地整理 472.35 亩，拟出让土地 862.50 亩，预计土地出让金额为 55.52 亿元，公司预计可实现收入 27.76 亿元。

表 10：2018 年公司土地整理及补偿计划

项目名称	2018
土地整理面积（亩）	472.35
预计投入（亿元）	18.85
土地出让面积（亩）	862.50
土地出让金额（亿元）	55.52
预计可实现收入（亿元）	27.76

资料来源：公司提供

公司还配合土地整理从事一些配套基础设施建设。截至 2017 年末，公司主要在建基础设施建设项目有 19 个，均为道路建设项目，预计总投资为 17.34 亿元，已完成投资 3.50 亿元，未来面临一定的投资压力。

表 11：截至 2017 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）
贺桥村路	1.37	0.15
毛河泾路	0.5	0.11
北淀浦河路（318 国道~规划七路）	0.46	0.14
北淀浦河路（同三国道向西 183 米~318 国道）	0.85	0.05
黄泥娄路（新塘港路~海盈路）	0.88	0.35
新城四站污水总管及污水泵站	1.66	0.53
朱家角 B1、B2 地块配套道路（孟将堂路、沙淀环路）	0.63	0.11
南淀浦河路（崧潭路~崧涟二路）	0.49	0.04
崧泉路（秀源路~秀泾路）	0.33	0.09
观明路（海盈路~大盈浦路）	0.78	0.29
青泰路	2.94	1.03

沙淀二支路（沙淀北路~沙淀南路）	0.32	0.08
朱家角路（观明路~青浦大道）	0.81	0.25
崧涟一路（南淀浦河路~秀涓路）即（秀涓路~崧涟二路）	0.53	0.09
晨耘路（五浦路~盘龙浦路）	0.8	0.06
油敦港一路二期	0.44	0.04
观云路（观明路~大盈浦路）	0.94	0.02
西大盈港一路	1.17	0.05
淀惠路（大盈浦路~青浦大道）	1.44	0.02
合计	17.34	3.50

资料来源：公司提供

拟建基础设施项目方面，截至 2017 年末，公司主要有 4 条拟建道路，预计总投资额 8.84 亿元，均将于未来 1~2 年内投入。

表 12：截至 2017 年末公司主要拟建基础设施项目建设情况

拟建项目名称	总投资（亿元）	建设周期	资金来源
淀恩路（青浦大道~新塘港路）	0.88	1 年	区财政
三分荡路（青浦大道~西大盈港一路）	3.20	2 年	区财政
秀涓路（华浦路~G1501；华丝路~华青路）	0.94	1 年	区财政
新塘港路（珠溪路~港周路）	3.82	2 年	区财政
合计	8.84	--	--

资料来源：公司提供

此外，2015 年，根据《青浦区人民政府关于同意淀山湖新城公司吸收合并湖区公司重组方案的批复》（青府发[2015]36 号），公司吸收合并上海湖区建设开发有限公司（以下简称“湖区公司”²），并承接湖区公司原本负责的青西郊野公园项目表，该项目包括大莲湖周边水系（郊野公园一期）、生态保育区（原复垦与整治）和生态鱼塘垂钓区等子项目，项目计划总投资为 8.13 亿元，截至 2017 年末已投资 3.25 亿元。

表 13：截至 2017 年末青西郊野公园项目建设情况（亿元）

在建项目名称	总投资	已投资
大莲湖周边水系（郊野公园一期）	1.28	0.65
生态保育区（原复垦与整治）	0.03	0.19
生态鱼塘垂钓区	0.25	0.12
湿地示范区木栈道延伸	0.04	0.03

² 根据《上海青浦区人民政府关于同意新城公司等五家区属公司变动重组方案和有关事项的批复》（青府发[2010]31 号），湖区公司功能定位为整个湖泊地区开发总体规划、大观园公司资源整合和提升、环湖生态带的完善，首期选择若干湖泊进行整体投资开发。

郊野公园游客集散服务中心（新建配套服务区莲湖村）	0.69	0.45
旅游配套设施	0.03	0.02
郊野公园安全防护	0.03	0.02
郊野公园监控系统	0.01	0.01
郊野公园临时停车场	0.33	0.42
郊野公园启动区景观深化	0.05	0.03
游客集散中心和游客服务点污水管道	0.11	0.04
大莲湖湖上栈桥	0.03	0.01
零星服务点	0.05	0.01
郊野公园一期土地整治（原郊野公园核心区建设）	5.20	1.25
合计	8.13	3.25

资料来源：公司提供

总体来看，2017 年公司土地出让业务稳步进行，但由于当年清算的地块较少，导致 2017 年开发建设收入有所下降；区内基础设施建设项目稳步推进，未来仍有一定的投资压力。

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，由于绝大多数建设项目不需公司垫资，公司资金压力较小

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《青浦区人民政府办公室转发区发展改革委关于青浦区政府性投资项目“代建制”制度设计和配套政策的通知》（青府办发[2013]95 号）收取管理费，计入工程收入；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 14：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	2.55
1,001~5,000	2.04
5,001~10,000	1.70
10,001~50,000	1.36
50,001~100,000	0.85
100,001~200,000	0.34
200,000 以上	0.17

资料来源：按照《青浦区人民政府办公室转发区发展改革委关于青浦区政府性投资项目“代建制”制度设计和配套政策的通知》（青府办发[2013]95 号）整理

截至 2017 年末，公司在建公建配套项目主要

包括社区配套设施、养老院和养老设施等共 9 个项目，计划总投资金额 5.97 亿元，实际已投资金额 1.58 亿元。

表 15：截至 2017 年末公司在建公建配套项目情况

项目名称	投资总额 (亿元)	已完成投资额 (亿元)
社区配套设施	0.60	0.27
社区服务中心	0.10	0.09
社区卫生服务中心	0.50	0.21
社区文化活动中心	0.29	0.12
大社区 27A-10A 养老院	0.43	0.13
大社区 64A-02A 养老院	0.66	0.07
养老设施 13A-02A	0.89	0.26
新城一站大居派出所	0.46	0.14
大社区南侧高中 68A-06A	1.08	0.16
19A-05A 初中	0.96	0.13
合计	5.97	1.58

资料来源：公司提供

此外，在青浦区政府的支持下，公司未来拟投资建设新城一站大型社区 27A-03A 社区事务中心和漕盈路站社区配套设施，进一步完善淀山湖新城公共配套设施，上述两项配套项目计划总投资 0.57 亿元，预计 2018 年投资 0.08 亿元，投资压力不大。

表 16：截至 2017 年末公司拟建公建配套项目情况（亿元）

项目名称	总投资额	2018 年 拟投资金额
新城一站大型社区	0.30	0.03
27A-03A 社区事务中心	0.27	0.05
漕盈路站社区配套设施	0.27	0.05
合计	0.57	0.08

资料来源：公司提供

总体来看，公司代建的公共配套设施项目整体投资规模不大，且绝大多数建设项目不需公司垫资，公司资金压力较小。但代建项目的管理费率也较低，该业务盈利能力有限。

财务分析

表 17：2015~2017 年公司营业总收入情况分析

项目名称	2015		2016		2017	
	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）
开发建设收入	22.61	44.84	12.97	54.11	7.41	65.91
房屋销售收入	2.36	-111.78	6.49	-29.61	10.24	2.64
工程收入	0.92	5.62	1.12	6.60	1.25	4.29
劳务服务与物业管理收入	0.57	75.32	0.57	49.13	0.66	35.53

以下分析基于公司提供的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 2015~2017 年审计报告，各期财务报表均按照新会计准则编制。

合并范围方面，2017 年，公司出资设立上海青浦房屋管理有限公司，注册资本 2 亿元，公司出资 2 亿元，持股比例 100%，纳入当年公司合并范围。同年，根据《关于上海市青浦区公共租赁住房运营有限公司等公司股权无偿划拨的通知》（青浦国资委[2017]70 号），上海青浦公用事业投资有限公司持有的上海市青浦区公共租赁住房运营有限公司 100% 的股权无偿划拨至公司全资子公司上海青浦房屋管理有限公司。

盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入 19.91 亿元，较上年有所下降，其中：开发建设收入实现 7.41 亿元，较上年大幅下降，主要因为当年公司确认的土地出让返还收入较少所致；实现房屋销售收入 10.24 亿元，较上年大幅提高，主要由于前期建设的保障房陆续竣工结算并移交所致；实现工程收入 1.25 亿元，主要为上海大观园园林绿化工程有限公司等公司实现的业务收入。

毛利率方面，公司开发建设业务毛利率进一步增至 65.91%，主要由于近年来上海房地产市场行情较好，土地出让溢价较高；公司房屋销售业务毛利率由负转正，主要由于公司当年按照略高于成本的价格向街镇及区属城投公司销售了部分保障房所致；公司工程业务毛利率为 4.29%，较上年小幅下降；劳务服务与物业管理业务毛利率较上年小幅下降，主要是由于承接的工程施工项目利润率较低以及物业成本略有上升。2017 年，公司综合毛利率为 27.34%，较上年有所上升，主要是由于房屋销售毛利率由负转正所致。

其他	0.53	-1.85	0.25	18.05	0.36	1.81
合计/综合	26.99	29.55	21.40	25.68	19.91	27.34

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2017 年公司三费合计为 1.14 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，2017 年公司的三费收入占比为 5.72%，较上年有所上升，主要因为三费合计增加而营业收入减少所致。

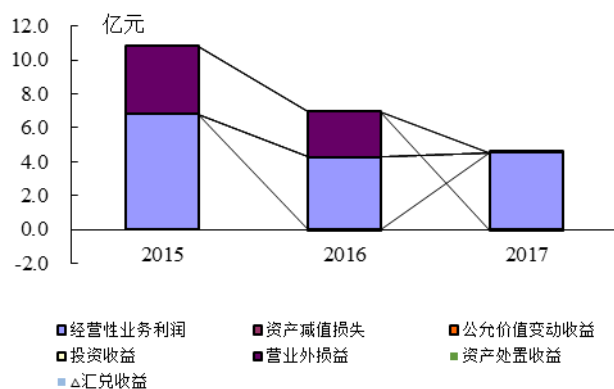
表 18：2015~2017 年公司三费分析

项目名称	2015	2016	2017
销售费用（亿元）	0.02	0.05	0.04
管理费用（亿元）	0.93	1.05	1.14
财务费用（亿元）	-0.02	-0.03	-0.05
三费合计（亿元）	0.93	1.07	1.14
营业总收入（亿元）	26.99	21.40	19.91
三费收入占比（%）	3.43	5.01	5.72

资料来源：公司财务报告

2017 年，公司实现利润总额 4.49 亿元，同比下降 35.47%，主要由于毛利率较高的开发建设收入以及政府补助较上年减少所致。2017 年，公司获得政府补助 0.40 亿元，较上年减少较多，主要系公司当年未确认政府保障房补贴所致。

图 1：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司财务报告

总体来看，2017 年公司由于清算的已出让地块较少，开发建设业务收入下降较多，但保障房项目陆续进入结算期，确认的销售收入大幅上升，公司整体经营性业务利润有所上升，但是由于当期公司未确认保障房补贴，使得公司利润总额同比下降。

中诚信国际将持续关注公司未来土地出让情况、保障房建设情况以及获得的政府补助情况。

偿债能力

截至 2017 年末，公司总资产为 184.65 亿元，较上年末增长 27.89%，主要来自存货和货币资金的增加；同期，公司总负债为 100.56 亿元，较上年有所上升，其中增加较多的科目为专项应付款，主要为专项应付款中的土地出让金、专项扶持金以及财政专项补贴增加所致。截至 2017 年末，公司所有者权益合计为 84.09 亿元，较上年末有所增加，主要为资本公积的增加，2017 年公司收到上海国资委无偿划转的上海市青浦区公共租赁住房运营有限公司 100% 股权，该划转为同一控制下企业合并，公司按照企业会计准则调整期初资本公积，增加资本公积 5.85 亿元，公司将收到青浦区国资委无偿划拨资金用于组建上海青浦房屋管理有限公司的投资款增加公司资本公积 2.00 亿元。截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 54.46% 和 19.72%，公司所有者权益的相对增加使得公司总资本化比率较上年有所下降，公司专项应付款的相对增加使得公司资产负债率较上年有所上升。

债务方面，截至 2017 年末，公司总债务为 20.66 亿元，较上年末下降 4.66%。从债务构成来看，截至 2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.49 倍，较上年有所下降。

经营活动现金流方面，2017 年，公司经营活动净现金流为 13.91 亿元，较上年大幅提升，同期，公司经营活动现金流入为 51.37 亿元，其中，销售商品、提供劳务收到的现金为 37.66 亿元，公司收到其他与经营活动有关的现金为 13.71 亿元，主要为公司与政府等单位的往来款，收现比较好且收到其他与经营活动有关的现金规模较大是公司经营活动净流入的主要原因。2017 年，公司投资

性活动净现金流为-0.61 亿元，公司筹资性活动净现金流为 1.20 亿元。

从偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 4.77 亿元，较上年下降幅度较大，EBITDA 对总债务的覆盖能力有所下降，总债务/EBITDA 为 4.33 倍，但由于总债务规模减少导致公司利息支出减少更快，EBITDA 利息倍数为 6.93 倍，较上年有所上升。2017 年，公司经营性净现金流为 13.91 亿元，表现较好，同时，总债务及利息支出的减少使得公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所上升，经营净现金流/总债务和经营净现金流/利息支出分别为 0.67 倍和 20.17 倍。

表 19：2015~2017 年公司偿债能力指标

项目名称	2015	2016	2017
总资产（亿元）	133.13	144.38	184.65
所有者权益合计（亿元）	64.77	71.84	84.09
长期债务（亿元）	24.33	13.80	13.88
总债务（亿元）	32.04	21.66	20.66
经营活动净现金流（亿元）	3.59	10.26	13.91
EBITDA（亿元）	11.02	7.15	4.77
资产负债率（%）	51.35	50.24	54.46
总资本化比率（%）	33.1	23.17	19.72
总债务/EBITDA（X）	2.91	3.03	4.33
经营活动净现金流/总债务（X）	0.11	0.47	0.67
EBITDA 利息倍数（X）	4.86	5.72	6.93
经营活动净现金流/利息支出（X）	1.58	8.21	20.17

资料来源：公司财务报告

债务到期方面，2018~2021 年公司到期债务分别为 3.65 亿元、3.25 亿元、4.35 亿元和 3.30 亿元，多数债务将于 2022 年及以后到期，公司债务规模较小，且到期年份分布较为均匀，偿债压力较小。

表 20：截至 2017 年末公司未来到期债务情况（万元）

项目名称	2018	2019	2020	2021	2022 及以后
到期金额	36,487	32,500	43,513	33,028	72,572

注：1、截至 2017 年末，公司与青浦区土储中心暂借款为 7.86 亿元，计入其他应付款的账面净额为 6.77 亿元，该部分借款计入短期债务，但实际上于 2018 年到期的暂借款为 3,987 万元；2、2018 年公司到期债务还包含了应付债券在 2018 年的到期本金。

资料来源：公司提供

公司债务纳入地方政府性债务方面，公司债务共计纳入地方政府性债务金额 8.76 亿元，全部为一类债务，截至 2017 年末全部置换完毕。

资产抵质押方面，截至 2017 年末，公司无使用权受限的资产。

或有负债方面，截至 2017 年末，公司对外担保金额为 14.92 亿元，占净资产的 17.74%，担保对象为上海西虹桥商务开发有限公司，为青浦区国资委下属企业，目前经营情况正常，公司对外担保代偿风险较小。

截至 2017 年末，公司银行授信额度共计 23.20 亿元，已经使用额度 0.05 亿元，尚未使用额度 23.15 亿元，流动性较为充裕。

表 21：截至 2017 年末公司银行授信情况（亿元）

银行名称	授信额度	已使用	未使用
国家开发银行银团	19.60	0.05	19.55
上海浦东发展银行股份有限公司	3.60	0.00	3.60
合计	23.20	0.05	23.15

资料来源：公司提供

过往债务履约情况

基于公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告，截至 2018 年 3 月 2 日，公司未出现延迟支付债务本金的情况。

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。

评级展望

2017 年以来，青浦区经济实力平稳发展，公司债务规模进一步下降，经营活动净现金流稳步增长。同时，中诚信国际也关注到公司当年确认的土地出让收入大幅下降，未来仍面临较大的投资压力

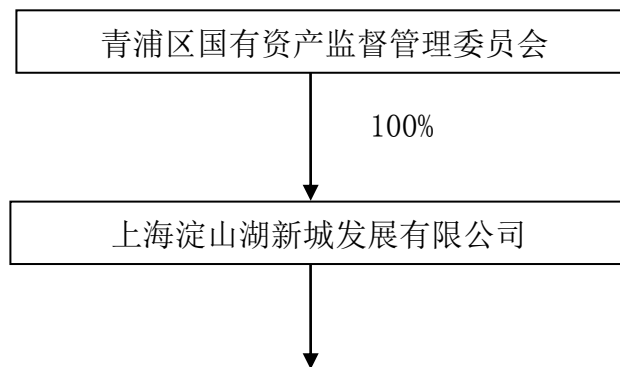
以及政府补助下降等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司在未来一段时期内信用水平将保持稳定。

结 论

综上，中诚信国际维持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；维持“15 淀山湖债/PR 淀山湖”债项信用等级为 **AA⁺**。

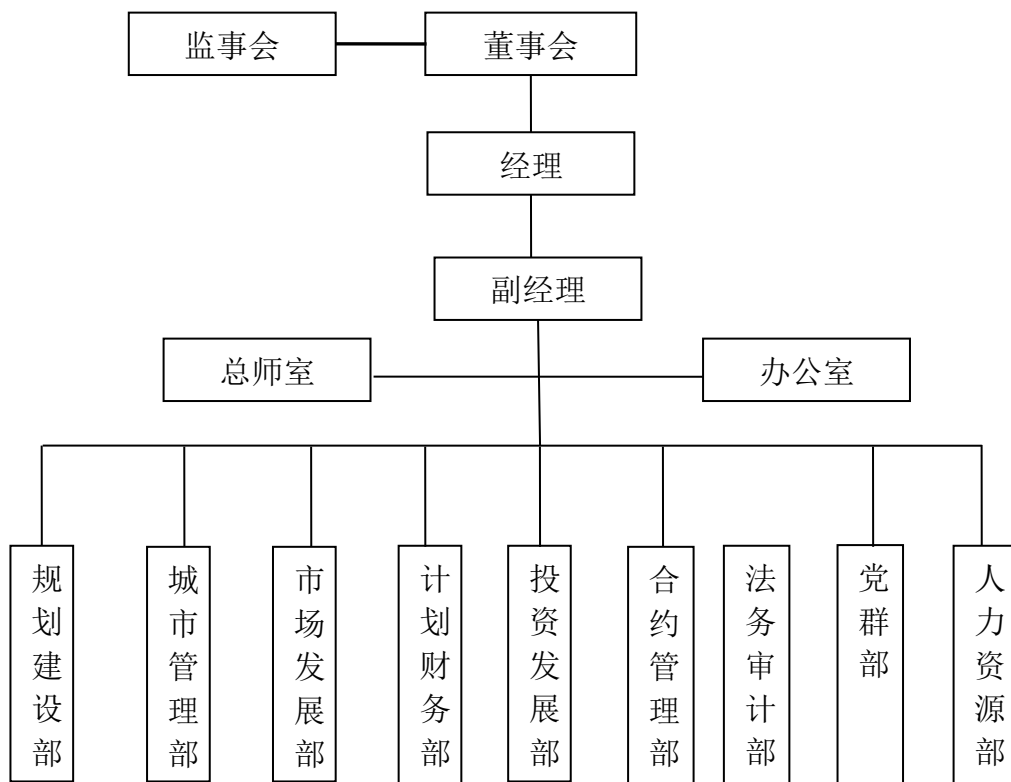
附一：上海淀山湖新城发展有限公司股权结构图（截至 2017 年末）



序号	企业名称	业务性质	实收资本（元）	直接和间接持股比例合计	子公司级次
1	上海盛青经济发展有限公司	招商服务	3,000,000.00	100%	一级子公司
2	上海角里资产经营有限公司	资产管理	30,000,000.00	100%	一级子公司
3	上海青浦新城区工程项目管理有限公司	工程管理咨询	5,000,000.00	100%	一级子公司
4	上海盛青工程咨询有限公司	工程咨询	5,000,000.00	100%	一级子公司
5	上海各利实业发展有限公司	项目管理	3,000,000.00	100%	一级子公司
6	上海湖区经济投资服务有限公司	招商服务	2,000,000.00	100%	一级子公司
7	上海大观园旅游发展有限公司	旅游开发	46,248,238.34	100%	一级子公司
8	上海青西投资发展有限公司	实业投资	4,000,000.00	80%	一级子公司
9	上海青浦房屋管理有限公司	房地产开发	200,000,000.00	100%	一级子公司

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 2017 年末）



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)	2015	2016	2017
货币资金	118,229.68	105,256.23	259,290.68
应收账款	687.03	4,856.10	12,657.97
其他应收款	201,138.71	222,452.37	208,107.20
存货	869,269.11	939,591.91	1,163,588.67
可供出售金融资产	3,140.10	3,140.10	3,140.10
长期股权投资	58,158.00	57,972.86	58,007.72
在建工程	0.75	231.56	6,780.64
无形资产	1,701.03	1,663.81	1,735.32
总资产	1,331,332.95	1,443,845.36	1,846,465.81
其他应付款	244,722.94	153,543.66	144,156.06
短期债务	77,081.82	78,690.91	67,709.37
长期债务	243,310.91	137,952.09	138,845.50
总债务	320,392.73	216,643.00	206,554.88
总负债	683,639.60	725,404.39	1,005,592.67
费用化利息支出	0.00	0.00	0.00
资本化利息支出	22,691.86	12,491.10	6,893.93
实收资本	165,000.00	165,000.00	165,000.00
少数股东权益	50.22	50.84	50.98
所有者权益合计	647,693.35	718,440.97	840,873.14
营业总收入	269,850.13	213,963.00	199,132.53
经营性业务利润	67,970.29	42,787.95	45,116.25
投资收益	69.14	-185.14	34.86
营业外收入	40,141.49	27,023.95	11.12
净利润	106,868.47	68,652.99	43,921.68
EBIT	108,064.93	69,509.80	44,851.98
EBITDA	110,228.58	71,504.39	47,741.91
销售商品、提供劳务收到的现金	308,575.58	348,078.23	376,572.18
收到其他与经营活动有关的现金	72,350.92	114,046.08	137,107.35
购买商品、接受劳务支付的现金	178,282.45	296,075.49	303,922.27
支付其他与经营活动有关的现金	156,600.51	47,894.59	52,496.69
吸收投资收到的现金	50.00	0.00	20,000.00
资本支出	255.29	1,246.19	3,173.36
经营活动产生现金净流量	35,933.33	102,579.43	139,067.75
投资活动产生现金净流量	19,288.26	-1,245.95	-6,050.54
筹资活动产生现金净流量	-7,888.47	-114,306.93	11,987.35
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	29.55	25.68	27.34
三费收入比 (%)	3.43	5.01	5.72
应收类款项/总资产 (%)	15.16	15.74	11.96
收现比 (X)	1.14	1.63	1.89
总资产收益率 (%)	8.51	5.01	2.67
流动比率 (X)	4.97	4.66	6.95
速动比率 (X)	1.41	1.36	2.12
资产负债率 (%)	51.35	50.24	54.46
总资本化比率 (%)	33.10	23.17	19.72
长短期债务比 (X)	0.32	0.57	0.49
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.11	0.47	0.67
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.47	1.30	2.05
经营活动净现金流/利息支出 (X)	1.58	8.21	20.17
总债务/EBITDA (X)	2.91	3.03	4.33
EBITDA/短期债务 (X)	1.43	0.91	0.71
货币资金/短期债务 (X)	1.53	1.34	3.83
EBITDA 利息倍数 (X)	4.86	5.72	6.93

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制；2、在计算债务时，中诚信国际将公司财务报表其他应付款中短期暂借款、其他应付款中长期暂借款、长期应付款中有息债务计入总债务核算。

附四：基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=（营业总收入-营业成本合计）/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

EBIT（息税前盈余）=利润总额+费用化利息支出

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

应收类款项/总资产=（应收账款+其他应收款+长期应收款）/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/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

现金比率=（货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据）/流动负债

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+所有者权益合计）

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA /（费用化利息支出+资本化利息支出）

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。

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。