

上海奉贤发展（集团）有限公司

2020年公开发行公司债券（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(2019)010906】

评级对象: 上海奉贤发展(集团)有限公司 2020 年公开发行公司债券(第一期)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2019 年 7 月 29 日

计划发行: 不超过 10.00 亿元

本次发行: 不超过 10.00 亿元

存续期限: 5 年,附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

增级安排: 无

发行目的: 偿还公司债券

偿还方式: 每年付息一次,到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位:人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	0.04	0.36	1.18	1.03
刚性债务	5.01	9.33	10.81	12.30
所有者权益	11.88	11.87	53.51	53.41
经营性现金净流入量	-4.98	-3.26	2.77	-1.55
合并数据及指标:				
总资产	87.23	92.65	167.09	180.41
总负债	73.45	78.22	97.83	103.85
刚性债务	38.87	49.46	46.88	58.26
所有者权益	13.78	14.43	69.27	76.56
营业收入	55.93	48.58	48.51	14.37
净利润	1.83	0.43	1.08	-0.65
经营性现金净流入量	-9.34	0.10	6.28	-8.51
EBITDA	5.49	2.31	3.15	-
资产负债率[%]	84.21	84.42	58.55	57.56
长短期债务比[%]	47.91	51.67	62.37	89.00
权益资本与刚性债务比率[%]	35.44	29.18	147.75	131.42
流动比率[%]	151.22	151.84	169.48	194.09
现金比率[%]	29.68	32.48	40.85	47.18
利息保障倍数[倍]	2.27	0.94	0.89	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.47	1.23	1.13	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.05	0.07	-

注:发行人数据根据奉贤发展经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

郭 燕 gy@shxsj.com

王静茹 wjr@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:

- **外部发展环境良好。**奉贤区位于上海市南部,全区工业基础较好,近年来经济实力不断增强,为奉贤发展提供了良好的外部发展环境。
- **业务地位突出。**奉贤发展主要从事工程建设、保障房建设与代建、房地产开发、市政服务、土地整理及租赁等业务,业务区域范围主要为奉贤区,是奉贤区主要城市建设主体之一,能获得政府相关部门在资产划入、补贴等方面的支持。
- **货币资金较充裕。**奉贤发展货币资金逐年增长,目前存量货币资金较充裕,即期偿债压力较小。

主要风险:

- **收入及盈利波动风险。**奉贤发展营业收入主要来源于工程建设、保障房建设与代建业务,房地产业务对营业收入形成补充。未来公司营业收入及盈利能力易受工程项目承接、保障房项目建设情况、商品房项目开发进度等因素影响而产生波动。
- **资本性支出压力。**奉贤发展在建道路、桥梁、保障房项目,拟建商品房项目投资规模较大,资金主要来源于自筹,公司面临较大的资本性支出压力。
- **债务偿付压力。**随工程建设、保障房建设与代建业务合计规模及合并范围扩大,奉贤发展负债总额持续增长。目前,公司已积累一定规模刚性债务,面临一定的债务偿付压力。
- **或有负债风险。**奉贤发展存在一定规模对外担保,涉及借款本金 3.63 亿元已违约,根据民事

判决书，公司在债权人抵押权、质权实现之外未受清偿部分债务承担连带清偿责任，存在或有负债风险。

➤ 未来展望

通过对奉贤发展及其发行的本次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；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海奉贤发展（集团）有限公司
2020 年公开发行公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

上海奉贤发展（集团）有限公司（简称“奉贤发展”，该公司或公司），成立于 2015 年 5 月，由上海市奉贤区国有资产监督管理委员会（以下简称“奉贤区国资委”）拨付其持有的上海奉贤建设发展（集团）有限公司（以下简称“建发集团”）、上海洁海环境建设发展有限公司、上海景奉绿化工程有限公司的股权（后变更出资方式为资本公积）出资成立，同时将上海市奉贤区征地事务管理所持有的上海建或企业发展有限公司¹100%股权、奉贤县（区）建设委员会持有的上海古华园林装潢工程有限公司²（以下简称“古华园林”）100%股权划入该公司，公司成立时注册资本为人民币 12.00 亿元，实收资本为 11.08 亿元。2018 年，根据《上海市奉贤区国有资产监督管理委员会关于同意上海奉贤发展（集团）有限公司增资的批复（奉国资委【2018】56 号）》，奉贤区国资委将其持有的上海奉房置业有限公司（以下简称“奉房置业”）和上海奉贤公共租赁住房投资运营有限公司（以下简称“公租房运营公司”）100%股权划入公司，两家公司净资产合计为 53.30 亿元（股权作价 40.36 亿元，12.95 亿元为拨付的公租房房源），其中 8.92 亿元作为资本金计入实收资本，43.12 亿元（扣除公租房运营公司净资产中的廉租房 1.26 亿元）计入资本公积。截至 2019 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 20.00 亿元，奉贤区国资委持有公司 100%股权，为公司唯一股东和实际控制人。

该公司为奉贤区国资委直属国有企业，是奉贤区主要的城市建设主体之一，主要从事道路、桥梁等工程建设，保障房建设与代建，房地产开发，市政服务，土地整理及租赁等业务，业务区域范围主要为奉贤区。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司拟公开发行不超过 10.00 亿元（含 10.00 亿元）公司债券，本次债券基础发行规模 1.00 亿元，可超额配售不超过 9.00 亿元，期限 5 年，附第 3

¹ 原名为上海能地建设工程有限公司，2015 年变更为现名。

² 原名为上海古华园林装潢工程队，2015 年变更为现名，2017 年已注销。

年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券募集资金拟用于偿还公司债务。

图表 1.拟发行的本次债券概况

债券名称:	上海奉贤发展（集团）有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）
总发行规模:	不超过人民币 10.00 亿元（含 10.00 亿元）
本次发行规模:	不超过人民币 10.00 亿元（含 10.00 亿元）
本次债券期限:	5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：奉贤发展

(2) 募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还该公司债务。截至 2019 年 3 月末，公司刚性债务余额为 58.26 亿元。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2019 年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等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；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。从短期看，我国宏观经济增长压力加大的同时，各类宏观政策正协同合力保持经济增长在目标区间内运行。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。

2019 年上半年，全球经济景气度持续下降，主要央行货币政策正在转向宽松；美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大，中东等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；我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。在主要发达经济体中，美国经济增长动能下降，就业及物价增速均在放缓，美联储降息预期上升且将停止缩表，美国对外贸易政策加剧全球贸易局势紧张；欧盟经济增长前景下行，制造业疲软、消费者信心不佳，欧洲央行将在更长时间内维持低利率且将推出第三轮定向长期再融资操作，英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素；日本

经济复苏不稳，物价水平增速持续位于低位，制造业增长乏力，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，物价上涨速度普遍加快，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，降息刺激经济的空间扩大；印度经济增长速度仍较快但有所放缓，印度央行多次降息，就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升及俄罗斯央行降息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；巴西经济复苏放缓，前期铁矿石价格的快速上升或将提供一定支撑；南非经济在衰退边缘反复，大选落定有利于前景改善，但面临的挑战依然很大。

我国就业情况良好、物价水平上涨有所加块，经济增长压力加大但依然位于目标区间内。我国消费新业态增长仍较快，在居民消费支出增长稳定情况下而实际消费增速持续探底，社会集团消费是后期消费能否企稳的关键；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明显放缓，专项债新政后基建投资节奏有望加快并稳定整体投资；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承压，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；工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓明显，存在经营风险上升的可能。房地产调控政策总基调不变，住房租赁市场发展机遇期较好，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国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。

国内经济增长压力加大的同时，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大，协同合力确保经济的稳定运行。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度加大且在逐步落实，对稳增长及促进经济结构调整发挥积极作用；地方政府债券发行提速和使用效率提升，专项债券可作为重大项目资本金使用，隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化的同时债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，央行持续降准并“精准滴灌”支持实体融资改善，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平。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、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率虽有波动但幅度不大，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。

我国拟进一步新设自由贸易试验区，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，我国对外开放力度加大且节奏加快。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压力加大，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。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。

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《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，依法依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

奉贤区位于上海市南部，定位为上海南部滨海城区、杭州湾北岸综合性服务型城区，全区工业基础较好，近年来经济实力不断增强。固定资产投资和消费对全区经济拉动作用明显，其中房地产投资为奉贤区固定资产投资增长提供较大助力。受上海市楼市调控及土地开发政策等因素影响，近年来奉贤区商品房销售及土地市场交易情况波动较大，2018 年全区商品房销售回暖，土地出让总价随住宅用地出让面积下降同比下滑。

奉贤区位于上海市南部，东与浦东新区接壤，西与金山区和松江区毗邻，北倚黄浦江，南临杭州湾，水路陆路交通较发达，公路设施总里程 1434.67 千米，公路密度为 1.99 千米/平方千米。该区下辖 8 个镇、5 个经济开发区，面积 720.44 平方公里，占上海市总面积的 11.36%。根据《上海市人民政府关于同意〈上海市奉贤区总体规划暨土地利用总体规划（2017-2035）〉》的批复（沪规划资源总【2019】82 号），上海市拟推动奉贤区建设成为上海南部滨海中心城区、杭州湾北岸综合性服务型城区。截至 2018 年末，全区常住人口 115.20 万人。

奉贤区工业基础较好，经济实力不断增强，现已形成了以生物医药、汽车配件、先进装备、新材料、智能电网、精细化工、新能源、电子信息等传统工业及新兴产业共同构成的工业经济体系。近年来奉贤区经济保持平稳增长，2016-2018 年，奉贤区地区生产总值分别为 729.3 亿元、779.3 亿元和 841.5 亿元，分别可比增长 5.5%、4.3%和 6.1%；其中，第二产业增加值分别为 396.6 亿元、419.9 亿元和 452.8 亿元，在区域经济发展中仍占据主导地位。同期，全区三产结构由 2016 年的 2.2:54.4:43.4 调整为 2018 年的 1.2:53.8:45.0，经济

结构有所优化。

工业经济方面，近年来奉贤区工业总产值增速提升，2016-2018年奉贤区分别完成工业总产值 1754.7 亿元、1799.3 亿元和 1981.6 亿元，同比分别增长 1.3%、7.3%和 9.7%，其中规模以上工业总产值分别为 1421.8 亿元、1565.4 亿元和 1724.0 亿元，占全区工业总产值的比重分别为 81.0%、87.0%和 87.0%。2018 年，奉贤区产值规模前百位的企业共实现规模以上产值 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。近年来，在上海市推进美丽健康产业发展的背景下（《关于推进上海美丽健康产业发展的若干意见》（沪府发〔2017〕67 号）），奉贤区大力推进美丽健康产业发展，打造东方美谷品牌³，带动工业经济转型升级。2016-2018 年，全区美丽健康产业企业分别完成产值 180.1 亿元、221.9 亿元和 251.5 亿元，同比分别增长 31.8%、41.3%和 15.6%。

图表 2. 2016 年以来奉贤区主要经济指标及增速⁴（单位：亿元）

指标	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	729.3	5.5%	779.3	4.3%	841.5	6.1%	200.6	6.0%
其中：第一产业	16.3	-11.6%	12.3	-23.0%	10.0	-21.6%	1.1	--
第二产业	396.6	4.2%	419.9	3.0%	452.8	6.1%	107.7	5.1%
第三产业	316.4	8.2%	347.1	7.2%	378.7	7.1%	91.8	7.4%
工业总产值	1754.7	1.3%	1799.3	7.3%	1981.6	9.7%	475.2	2.7%
全社会固定资产投资	300.6	3.0%	365.5	21.6%	440.5	20.5%	100.7	45.9%
社会消费品零售总额	490.3	10.0%	535.1	9.1%	580.2	8.4%	161.9	8.2%
进出口总额	644.2	-3.1%	750.1	16.5%	876.1	16.8%	202.2	-2.4%
三次产业结构	2.2:54.4:43.4		1.6:53.9:44.5		1.2:53.8:45.0		0.6:53.7:45.8	

资料来源：奉贤区国民经济和社会发展统计公报及奉贤区统计局网站

从经济增长动力来看，近年来奉贤区固定资产投资增速总体加快，社会消费品零售总额保持稳步增长。2016-2018 年，奉贤区分别完成固定资产投资 300.6 亿元、365.5 亿元和 440.5 亿元，同比分别增长 3.0%、21.6%和 20.5%，2017 年增速较上年提高 18.6 个百分点，主要系第三产业投资带动以及自 2017 年 11 月起市属在地项目纳入奉贤区固定资产投资统计所致，当年市属项目完成投资额 25.0 亿元。2018 年，奉贤区固定资产投资中完成市属项目投资 26.6 亿元，同比增长 6.3%；区属项目投资 413.9 亿元，同比增长 21.6%。区属项目投资领域方面，2018 年房地产业完成投资 227.2 亿元，同比增长 22.7%；工业完成投资 84.3 亿元，同比增长 9.8%；城市基础设施建设完成投资 63.1 亿元，同比增长 5.5%。整体看，房地产投资为奉贤区固定资产投资增长提供较大助力。消费方面，2016-2018 年全区社会消费品零售总额分别为 490.3 亿元、535.1 亿元和 580.2 亿元，同比分别增长 10.0%、9.1%和 8.4%，增速有所放缓。

³ 东方美谷品牌涉及产业包括日用化学、生物保健、医疗器械、运动装备、绿色食品和时尚创意等。

⁴ 地区生产总值、第一产业增加值、第二产业增加值、第三产业增加值增速为可比增速。

房地产市场方面，2016-2018 年奉贤区分别完成房地产开发投资 153.8 亿元、185.2 亿元和 227.2 亿元，同比分别增长 5.2%、20.4%和 15.1%，2018 年增速有所回落。全区商品房销售受楼市调控政策等因素影响，近年来波动较大。2017 年，受上海楼市政策逐步收紧影响，奉贤区商品房市场呈现量价齐跌态势，当年商品房销售面积为 66.3 万平方米，同比下降 29.2%，商品房销售额为 86.9 亿元，同比下降 46.9%。2018 年，奉贤区房地产市场热度回升，当年房屋新开工面积同比增长 92.4%至 307.2 万平方米，商品房销售面积和销售额止跌回升，同比分别增长 24.3%、124.2%至 82.4 万平方米和 194.8 亿元。

图表 3.2016 年以来奉贤区房屋建设、销售情况

指标	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速	数额	增速
房屋施工面积（万平方米）	945.2	17.0%	1061.3	12.3%	1221.0	15.1%	1161.3	26.6%
其中：新开工面积（万平方米）	351.2	89.8%	159.6	-54.5%	307.2	92.4%	79.7	--
房屋竣工面积（万平方米）	27.9	-71.6%	130.3	366.4%	106.3	-18.4%	28.5	-48.9%
商品房销售面积（万平方米）	93.7	-5.2%	66.3	-29.2%	82.4	24.3%	--	--
商品房销售额（亿元）	163.8	1.0%	86.9	-46.9%	194.8	124.2%	--	--

资料来源：奉贤区国民经济和社会发展统计公报及奉贤区统计局网站

2019 年第一季度，奉贤区实现地区生产总值 200.6 亿元，可比增长 6.0%。当期，全区工业总产值为 475.2 亿元，同比增长 2.7%，其中规模以上工业总产值为 413.4 亿元，同比增长 2.7%，美丽健康产业企业完成产值 15.6 亿元，同比增长 18.6%。同期，全区投资和消费保持较快增长，完成固定资产投资 100.7 亿元，同比增长 45.9%，实现社会消费品零售总额 161.9 亿元，同比增长 8.2%。房地产方面，2019 年第一季度奉贤区完成房地产开发投资 65.7 亿元，同比增长 50.3%，增速明显提升；当期，全区房屋施工面积为 1161.3 万平方米，其中新开工面积为 79.7 万平方米。

土地市场方面，近年来奉贤区土地出让总价主要来自住宅用地，全区住宅用地出让均价较为稳定，住宅用地出让面积受楼市调控政策及相关开发政策等影响波动较大。2016-2018 年，奉贤区土地出让总面积分别为 69.34 万平方米、149.37 万平方米和 51.74 万平方米，其中住宅用地出让面积分别为 42.54 万平方米、71.10 万平方米和 37.67 万平方米；同期，土地出让总价分别为 93.06 亿元、172.70 亿元和 80.24 亿元，其中住宅用地出让总价分别为 90.65 亿元、151.85 亿元和 78.69 亿元。2017 年，上海市成交住宅用地多位于外环区域，其中奉贤区土地成交量在上海市下属各区中排名靠前，得益于此，当年全区土地出让总价显著增长。2018 年，受楼市调控政策及相关开发政策等因素影响，全区土地出让面积下降，土地出让总价明显下滑。2019 年第一季度，奉贤区土地出让情况同比回升，当期土地出让面积为 33.58 万平方米，其中住宅用地出让面积为 30.58 万平方米；同期，实现土地出让总价 63.59 亿元，其中住宅用地出让总价为 63.13 亿元。

图表 4. 2016 年以来奉贤区土地市场交易情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
土地出让总面积（万平方米）	69.34	149.37	51.74	33.58
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	42.54	71.10	37.67	30.28
商办用地出让面积（万平方米）	0.61	21.23	0.81	--
工业用地出让面积（万平方米）	26.19	57.03	11.84	1.72
其他用地出让面积（万平方米）	--	--	1.42	1.59
土地出让总价（亿元）	93.06	172.70	80.24	63.59
其中：住宅用地出让总价（亿元）	90.65	151.85	78.69	63.13
商办用地出让总价（亿元）	0.29	14.32	0.62	--
工业用地出让总价（亿元）	2.12	6.54	0.59	0.07
其他用地出让总价（亿元）	--	--	0.34	0.38
土地出让均价（元/平方米）	13420.13	11562.37	15507.04	18935.29
其中：住宅用地出让均价（元/平方米）	21308.52	21355.40	20887.89	20851.24
商办用地出让均价（元/平方米）	4693.49	6745.81	7600.04	--
工业用地出让均价（元/平方米）	808.78	1145.97	494.09	450.29
其他用地出让均价（元/平方米）	--	--	2430.87	2370.64

资料来源：CREIS 中指数据（数据提取日 2019 年 5 月 30 日）

2. 业务运营⁵

该公司主要从事工程建设、保障房建设与代建、房地产开发、市政服务、土地整理及租赁等业务，业务区域范围主要为奉贤区，是奉贤区主要城市建设主体之一。近年来，公司营业收入主要来源于工程建设、保障房建设与代建业务，房地产业务对公司收入形成补充。主要受房地产销售收入集中于 2016 年确认，2017 年以来公司收入及毛利率水平总体下降。目前，公司在建道路、桥梁、保障房项目，拟建商品房项目投资规模较大，资金主要来源于自筹，面临较大的资本性支出压力。

该公司是奉贤区主要城市建设主体之一，主要从事工程建设、保障房建设与代建、房地产开发、市政服务、少量土地整理以及租赁等业务，业务区域范围以奉贤区为主。2016-2018 年，公司营业收入分别为 55.93 亿元、48.58 亿元和 48.51 亿元，主要来自工程建设、保障房建设与代建业务，近三年合计收入占营业收入的比重分别为 62.40%、89.37% 和 91.47%，占比逐年提高。同时，房地产业务收入对公司营业收入形成补充，近三年占营业收入的比重分别为 30.86%、3.29% 和 0.47%。公司房地产销售收入集中于 2016 年确认，2017-2018 年公司该业务收入来自停车位和尾盘房产销售，收入大幅下滑，同时由于前期成本沉淀较多分摊至当期，该业务出现亏损，主要受此影响，公司营业收入及毛利率下滑。2016-2018 年，公司综合毛利率分别为 22.12%、7.72% 和 7.35%。2019 年第一季度，公司营业收入为 14.37 亿元，由于道路、桥梁等工程项目集中于年底结算及市政服务项目结转收入较小，当期公司营业收入主要来自于保

⁵ 业务运营涉及项目投资数据为累计投资完成额。

障房项目金水苑五期本期结转收入，受金水苑五期毛利率较低，当期公司综合毛利率为 2.35%，处于较低水平。

图表 5. 2016 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务类型	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	55.93	100.00%	48.58	100.00%	48.51	100.00%	14.37	100.00%
工程建设与代建业务	34.90	62.40%	43.41	89.37%	44.37	91.47%	13.90	96.73%
房地产业务	17.26	30.86%	1.60	3.29%	0.23	0.47%	--	--
市政服务业务	2.00	3.58%	2.58	5.31%	2.71	5.59%	0.22	1.50%
租赁业务	0.11	0.20%	0.14	0.28%	0.46	0.94%	0.13	0.92%
土地整理业务	0.36	0.65%	0.36	0.74%	0.24	0.49%	--	--
商品销售业务	1.19	2.12%	0.38	0.79%	0.36	0.73%	0.10	0.71%
其他业务	0.10	0.18%	0.10	0.21%	0.15	0.31%	0.02	0.13%
毛利率	22.12%		7.72%		7.35%		2.35%	
工程建设与代建业务	6.63%		8.07%		6.01%		1.29%	
房地产业务	54.95%		-26.07%		-20.82%		--	
市政服务业务	3.33%		12.49%		11.30%		4.22%	
租赁业务	100.00%		87.80%		89.50%		94.24%	
土地整理业务	27.43%		22.84%		19.89%		--	
商品销售业务	22.65%		25.69%		35.23%		12.81%	
其他业务	21.56%		38.05%		38.05%		59.25%	

资料来源：奉贤发展

(1) 工程建设与代建业务

该公司工程建设业务主要包括道路、桥梁、管网等基础设施建设、园林绿化及房屋修缮等工程。道路、桥梁、管网等工程项目主要由一级子公司建发集团及其下属全资子公司上海奉贤建设发展集团市政公路工程有限公司（以下简称“市政公路公司”）、上海弘路建设发展有限公司（以下简称“弘路建设”）负责并具体施工；绿化、房屋修缮工程主要由建发集团及其下属全资子公司上海奉贤园林绿化工程有限公司（以下简称“园林绿化公司”）、上海新明绿化工程有限公司负责并具体施工。建发集团已获得《建筑业企业资质证书》，具备建筑工程施工总承包一级，市政公用工程总承包一级、公路路面工程专业承包一级、公路工程施工总承包二级、建筑装修装饰工程专业承包二级、公路路基工程专业承包二级、建筑机电安装工程专业承包三级、河湖整治工程专业承包三级资质。

该公司施工业务来源以奉贤区内国有企事业单位为主，包括奉贤区政府部门、乡镇政府单位、国有企业等，同时公司也承接上海市部分奉贤区外以及外省市工程项目，但数量相对较少。项目资金主要由公司自筹，对于基础设施建设项目，一般由业务对象预付 20% 工程款，完工结算后有 5%-10% 比例的工程款作为质保金，在工程验收后 2 年支付。绿化及房屋修缮项目一般情况为合同签订后预付合同总价的 30%-40%，项目竣工后支付合同总价的 30%-40%。建设过程中，上述项目按照施工进度结算成本并确认收入。2016 年以来至 2019

年 3 月末，公司已完工道路、桥梁、管网项目主要包括浦星公路（丰南路-环城北路）改建工程、贤浦路（南奉公路-南行港路）道路新建工程、金海公路（平庄西路-规划 G228）改建工程、浦卫公路（闵浦三桥-南亭公路）改建工程 -（闵浦三桥-大叶公路）、运河北路-泽丰路综合改造一期下穿地道工程，总投资合计 11.68 亿元，实际投资 11.52 亿元，截至 2019 年 3 月末累计回款 8.93 亿元。

截至 2019 年 3 月末，该公司主要道路、桥梁在建项目总投资合计 20.61 亿元，主要绿化、房屋修缮在建项目总投资合计 2.63 亿元，已累计完成投资 12.03 亿元，未来尚需投资 11.21 亿元。同期末，公司主要拟建工程建设项目包括奉贤区金汇镇明星路（沿钱公路-明星港桥）等 18 个路段农村道路改造工程、大叶公路奉贤段（沪杭公路改线-环城东路）改建工程、东百春路（望园路-南港路）道路新建工程，总投资合计 3.55 亿元。

图表 6.截至 2019 年 3 月末公司主要在建桥梁、道路项目（单位：亿元）⁶

项目名称	建设期间	发包人	总投资	已投资
大叶公路奉贤段（新奉公路-浦东区界）改建工程	2017.04-2020.08	上海奉贤交通能源（集团）有限公司	3.53	0.58
金海公路（大叶公路-浦南运河）改建工程	2017.04-2019.06		4.53	2.70
金海公路（浦南运河-平庄西路）改建工程	2017.04-2019.09		2.84	1.15
奉贤区金庄公路（金海公路-现状金钱公路）道路新建工程	2017.01-2019.12		2.55	1.53
奉贤区民乐路（奉炮公路-浦星公路）道路新建工程	2017.05-2019.09		1.78	0.94
奉浦大道（金海路-林海公路）道路新建工程 2 标（浦星公路-林海公路）	2017.07-2019.05	上海市奉贤区建设和管理委员会	2.70	1.54
G228 公路（颍鲤泾-海湾路以东）新建工程（FXI-1 标）	2016.12-2019.06	上海公路投资建设发展有限公司	1.61	1.37
G228 公路（颍鲤泾-海湾路以东）新建工程 FXI-3 标段	2017.05-2019.09		1.07	0.22
合计	--	--	20.61	10.03

资料来源：奉贤发展

图表 7.截至 2019 年 3 月末公司主要在建绿化、房屋修缮项目（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
奉贤轨交 5 号线南延伸段（沿江路~航南公路）景观绿化项目	0.69	0.56
设计施工一体化合同-奉贤新城“上海之鱼”环湖绿化景观工程	0.51	0.21
奉贤区奉城镇中心公园新建工程	0.50	0.48
奉贤区四团镇公园新建工程	0.49	0.43
奉贤区金汇镇达令港公园新建工程	0.44	0.32
合计	2.63	2.00

资料来源：奉贤发展

该公司保障房建设与代建由一级子公司上海奉贤城乡建设投资开发有限公司（以下简称“城乡建设公司”）及其下属全资子公司上海高屋置业有限公司（以下简称“高屋置业”）、上海协城建设开发有限公司（以下简称“协城建设”）等负责，城乡建设公司具有房地产开发企业二级资质。公司保障房项目包括市

⁶ 总投资为该公司提供的预计数，已投资为累计实际发生成本。

属动迁安置房、市属经济适用房、区属动迁安置房等。保障房建设模式主要包括代建管理、代建回购和对外销售。其中区属动迁安置房采用代建管理模式，在此模式下，公司负责资金筹措，委托方将项目对应土地拨给公司，公司将项目进行发包，项目完工后移交给项目委托方，公司按照项目的建筑面积收取项目管理费（一般为 200 元/平方米），每年末与委托方确认工程进度及当年结算金额。市属动迁安置房采用代建回购模式，在此模式下，公司以总承包模式承接项目（合同总包价格由政府委派的投资监理核算确定）并支付土地出让金，委托方以总包价格按完工进度进行回购，年底统一结算。市属经济适用房项目采用对外销售模式，根据上海市政府指定的销售价格，向符合条件的购房人销售，销售一年之后的剩余房源由政府指定机构回购。

2016 年以来至 2019 年 3 月末，该公司完工保障房项目包括 15-38A-04A 地块（汇港苑）、四团镇“三线”宅基地置换项目、柘林镇 F8 安置基地 03-01 地块和金水苑五期项目，实际投资合计 59.18 亿元，截至 2019 年 3 月末上述项目已累计回款 43.89 亿元，其中金水苑五期项目尚有未结转成本 0.45 亿元，体现在存货-开发成本科目。

截至 2019 年 3 月末，该公司主要在建保障房项目包括金汇镇区 21-02、22-01 地块配套动迁安置房、奉贤区南桥基地大型社区市属共有产权保障住房 12-21A-05A 地块、奉贤区南桥基地大型社区市属共有产权保障住房 15-24A-01A 地块等，预计项目总投资合计 68.28 亿元，累计已投资 25.97 亿元。

图表 8.截至 2019 年 3 月末公司主要在建保障房项目（单位：亿元）

项目	建设期间	业务模式	预计总投资	已投资 ⁷
金汇镇区 21-02、22-01 地块配套动迁安置房	2018.05-2019.09	代建回购	3.72	1.49
奉贤区南桥基地大型社区市属共有产权保障住房	2018.08-2020.02	对外销售	9.62	2.97
奉贤区南桥基地大型社区市属共有产权保障住房	2018.08-2020.02	对外销售	7.72	2.14
奉贤区南桥基地大型居住社区 15-19A-05A 地块项目	2018.01-2019.12	对外销售	6.57	2.87
奉贤区南桥基地大型居住社区 14-17A-01A 地块项目	2018.08-2020.04	对外销售	7.50	2.47
柘林镇 F8 安置基地 02-01 地块	2018.12-2021.05	代建回购	22.07	4.05
金吴丽苑一期动迁安置房项目	2016.11-2020.06	代建回购	11.08	9.98
合计	--	--	68.28	25.97

资料来源：奉贤发展

截至 2019 年 3 月末，该公司拟建保障房项目包括九华丽苑五期、海港 65-01 地块区域项目、柘林镇 F8 安置基地 15-02 地块项目和金碧汇虹苑，总投资合计 46.22 亿元，拟采用代建回购及对外出租的经营模式。目前，公司保障房项目土地储备为奉贤区海港开发区 65-01 地块，已缴纳土地出让金 2.66 亿元。

图表 9.截至 2019 年 3 月末公司主要拟建保障房项目（单位：亿元）

项目名称	拟采用业务模式	拟投资金额	未来三年投资计划		
			2019 年	2020 年	2021 年
九华丽苑五期	代建回购	9.21	1.60	2.00	2.50

⁷ 包括已结转成本。

项目名称	拟采用业务模式	拟投资金额	未来三年投资计划		
			2019年	2020年	2021年
海港 65-01 地块区域项目	租赁 ⁸	18.00	0.00	5.00	5.00
柘林镇 F8 安置基地 15-02 地块项目	代建回购	9.21	3.39	3.00	2.83
金碧汇虹苑	代建回购	9.80	1.95	1.84	2.70
合计	--	46.22	6.94	11.84	13.03

资料来源：奉贤发展

2016-2018 年，该公司工程建设、保障房建设与代建业务合计年执行合同个数分别为 309 个、311 个和 423 个，对应工程建设与代建收入分别为 34.90 亿元、43.41 亿元和 44.37 亿元。同期，业务毛利率分别为 6.63%、8.07% 和 6.01%，受结转项目不同影响，业务毛利率有所波动。2019 年第一季度，公司工程建设与代建业务收入为 13.90 亿元，同期业务毛利率为 1.29%，由于公司道路、桥梁等工程项目主要于年底集中结算，当期工程建设与代建业务收入主要来自于保障房项目金水苑五期结转收入，毛利率较低。整体看，公司工程建设、保障房代建项目成本结转周期相对较短，且回款方主要为政府单位及国有企业，业务回款有一定保障。目前，公司有一定规模在建、拟建项目，未来投资规模较大且资金主要来源于公司自筹，面临较大的资本性支出压力。

(2) 房地产业务

该公司房地产业务主要由一级子公司城乡建设公司下属全资子公司上海贝能房地产开发有限公司（以下简称“贝能房地产”）、全资项目公司西宁申宁房地产开发有限公司（以下简称“申宁房地产”）负责⁹。2016 年以来，公司销售的商品房项目为周浦镇繁荣华庭项目和西宁宏达花苑项目。截至 2018 年末，周浦镇繁荣华庭项目和西宁宏达花苑项目已基本销售完毕，尚未结转的成本分别为 0.64 亿元和 0.04 亿元，计入“库存商品”科目。

2016-2018 年，该公司分别实现房地产业务收入 17.26 亿元、1.60 亿元和 0.23 亿元，同期公司房地产业务毛利率分别为 54.95%、-27.44% 和 -20.82%。2016 年公司房地产业务收入规模较大，系当年集中销售周浦镇繁荣华庭项目商品房并确认收入所致。2017 以来，周浦镇繁荣华庭项目以停车位销售为主，同时西宁宏达花苑项目主要销售尾盘房产，公司房地产业务出现亏损。2019 年第一季度，受房地产项目基本销售完毕，当期未确认相关收入及成本。

图表 10. 2016-2018 年公司主要在售商品房项目情况（单位：亿元）

项目名称	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本
周浦镇繁荣华庭	16.27	7.37	1.24	1.86	0.13	0.23
西宁宏达花苑	0.99	0.41	0.36	0.16	0.10	0.05
合计	17.26	7.78	1.60	2.02	0.23	0.28

资料来源：奉贤发展

⁸ 该项目由一级子公司上海奉港置业有限公司负责（简称“奉港置业”），主要为建设长期租赁住房。

⁹ 西宁宏达花苑项目完结后，该项目公司拟注销。

截至 2019 年 3 月末，该公司拟建商品房项目为奉贤区南桥新城 16 单元 29-01 地块项目和南桥新城 10 单元 01D-03 区域地块项目。其中，奉贤区南桥新城 16 单元 29-01 地块项目由农工商房地产集团奉发（上海）置业有限公司（城乡建设公司对其持股 45.00%，农工商房地产（集团）有限公司对其持股 55.00%）负责，项目总投资 20.00 亿元，公司需按照股权比例进行投资，同期末项目已投资 1.11 亿元，主要为购地款。南桥新城 10 单元 01D-03 区域地块项目由一级子公司城乡建设公司下属全资子公司高屋置业负责，同期末已投资 19.07 亿元，主要为购地支出及手续费、可研费等前期费用。

图表 11. 截至 2019 年 3 月末公司主要拟建商品房项目（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资
奉贤区南桥新城 16 单元 29-01 地块	20.00	1.11
南桥新城 10 单元 01D-03 区域地块	28.00	19.07
合计	48.00	20.18

资料来源：奉贤发展

除上述项目外，该公司在建项目还包括东方美谷大酒店项目，属于公司自建自营项目，预计未来用于直接经营、整体出租或者出售，项目总投资 9.90 亿元，截至 2019 年 3 月末已累计投资 2.46 亿元，项目预计于 2020 年 5 月完工。

(3) 市政服务

该公司市政服务业务主要为道路养护，主要由一级子公司建发集团下属全资子公司弘路建设、上海奉祥公路工程养护有限公司（以下简称“奉祥公司”）负责。业务内容包括道路日常养护与专项养护工程，具体包括道路整治、新建排水沟、拆违整平、路面抢修、完善设施等。业务模式上，公司与委托方签订业务合同，后根据项目情况选择自行施工或劳务分包的方式进行施工，工程款结算方式依照合同约定，一般情况下日常养护类项目为按季度结算，专项养护工程按工程进度结算。公司市政服务业务的委托方较多，主要包括奉贤区市政管理所等国有企事业单位，同时公司也受上海市路政局、浦东新区城市道路管理事务中心委托，承接部分浦东新区等奉贤区外道路养护项目。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司市政服务收入分别为 2.00 亿元、2.58 亿元、2.71 亿元和 0.22 亿元，业务毛利率分别为 3.33%、12.49%、11.30%和 4.22%。2016 年受集中结转以前年度道路养护成本影响，当期业务毛利率较低。2019 年第一季度，受结转收入较少影响，公司市政服务业务收入规模较小；当期该业务毛利率较低。

截至 2019 年 3 月末，该公司拟建市政服务项目包括 2019 年三林城管署综合养护 1 标、2019 年奉贤区公路日常养护工程（一、二、四、五标段）、2019 年奉贤区新城景观公路绿化养护工程（北部）、2019 年南奉公路养护维修及运行管理项目和 2019 年南亭公路养护维修及运行管理项目，总投资 1.35 亿元，规模较小。

(4) 租赁业务

该公司租赁收入主要来自于公租房租赁、自有物业经营及古华山庄整体出租。2018 年以来，公司新增公租房出租收入，主要系当年公租房运营公司股权划入所致。公司名下的公租房均为商品住宅项目配建的保障性住房，根据《上海市奉贤区人民政府关于印发奉贤区公共租赁住房管理办法的通知》（沪奉府规【2018】19 号），公租房租金由专业房地产评估公司进行评估得出市场化租金，并在此基础上按照一定比例（一般为 8 折）计算公共租赁住房的租金标准，报区住房保障部门备案，并向社会公布。公共租赁住房租金标准应根据市场租金变化情况定期调整，租赁价格在合同期内保持不变，合同期满续租时按照届时租赁价格签订租赁合同。同时，如果有部分长期闲置的公租房，公司经区政府批准后可对外进行销售。截至 2019 年 3 月末，公司公租房合计 1862 套，其中达到出租条件的 1513 套，已出租 1431 套，出租率为 94.58%。

2016-2018 年及 2019 年第一季度，该公司租赁业务收入分别为 0.11 亿元、0.14 亿元、0.46 亿元和 0.13 亿元。2018 年，受公租房运营公司纳入合并范围，公司租赁业务收入同比大幅增长。同期，公司租赁业务毛利率分别为 100.00%、87.80%、89.50% 和 94.24%，均处于较高水平。其中，2016 年未确认业务成本主要系古华山庄进行整体租赁且当年没有物业维修支出发生所致。

(5) 土地整理

为配合奉贤区规划和自然资源局土地整理，该公司受奉贤区政府单位委托进行区内土地收储前的平整复垦工作，业务主体为子公司上海建或企业发展有限公司（以下简称“建或发展”）。公司土地整理业务合同价通常为 1 万元/亩-1.40 万元/亩，业主方主要为上海市奉贤区丰城农业服务中心、上海海港综合经济开发区红庄经济合作社及上海市奉贤区金汇镇城市网络化综合管理中心等，工程验收竣工后由业主方统一支付合同金额。

2016-2018 年，该公司土地整理业务收入分别为 0.36 亿元、0.36 亿元和 0.24 亿元，业务毛利率分别为 27.43%、22.84% 和 19.89%，近年来受人工及材料成本上升影响，毛利率有所下滑。2019 年第一季度，受未进行项目结转影响，公司未确认土地整理收入及成本。

(6) 其他

该公司其他业务主要包括彩色沥青销售、景区经营及咨询服务。其中，彩色沥青主要用于满足公司承接项目建设，少部分对外出售。公司拥有混凝土色粉添加装置专利，近年来该业务毛利率相对较高。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司商品销售收入分别为 1.19 亿元、0.38 亿元、0.36 亿元和 0.10 亿元，2017 年以来，公司工程建设、保障房建设与代建业务合计规模扩张，为配合项目建设，彩色沥青对外销售量下降，销售收入下滑；同期，该业务毛利率分别为 22.65%、25.69%、35.23% 和 12.81%。2019 年第一季度，受成本上升影响，该业务毛利率下滑。

除上述业务外，该公司景区经营收入来自于古华公园的商铺及游乐设施经营收入；咨询服务收入来自于工程项目咨询服务。2016-2018 年及 2019 年第一季度，上述两项业务收入合计分别为 0.07 亿元、0.06 亿元、0.13 亿元和 0.02 亿元，对公司收入的贡献有限。其中 2018 年收入增加主要系咨询服务收入大幅增加 0.07 亿元所致。

管理

该公司唯一股东为奉贤区国资委，产权结构清晰。公司设置了必要的法人治理结构，建立起较为完善的内控体系和职能部门，基本能够满足日常经营管理需要。公司关联交易主要体现为关联方之间的资金往来，目前规模较小。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司唯一股东和实际控制人为奉贤区国资委，公司产权结构清晰。公司产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

该公司依照《公司法》、《企业国有资产法》等制定了公司章程。公司不设股东大会，由奉贤区国资委履行出资人职责。公司设董事会，由 5 名董事（包括 1 名外部董事）组成，包括 1 名职工董事，非职工董事由奉贤区国资委委派，职工董事由公司职工代表大会选举产生，公司董事长由奉贤区国资委在董事会成员中指定；董事每届任期为三年，获得连续委派或者连续当选可以连任，外部董事的任期根据有关法律、法规、规章及规范性文件的规定执行。公司设监事会，由 5 名监事组成，包括 2 名职工监事，非职工监事由奉贤区国资委委派，职工监事由公司职工代表大会选举产生，监事会主席由奉贤区国资委在监事成员中指定；监事任期每届三年。目前，公司董事及监事成员均已到位。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司关联交易主要体现为与联营企业上海建耘建设工程检测有限公司（以下简称“建耘检测”）、上海贤苑置业有限公司（以下简称“贤苑置业”）之间的往来款，以及与奉贤区国资委下属的上海奉浦实业有限公司（以下简称“奉浦实业”）¹⁰之间的往来款。2016-2018 年末，公司其他应收款中应收建耘检测的往来款均为 0.07 亿元。2018 年末，公司其他应付款中应付奉浦实业的往来款为 1.06 亿元；当年末，其他应收款中应收贤苑置业往来款为 1.94 万元，

¹⁰ 奉浦实业为该公司下属子公司股东，持股公司子公司奉港置业 49.00% 股权。

其他应付款中应付贤苑置业往来款为 0.04 亿元。整体看，公司关联资金往来规模较小，相关风险可控。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

根据业务发展需要，该公司设立了办公室、财务管理中心、技术中心、工程管理部、经营部、投资融资部和房管事业部等。各部门职责分工明确，可满足公司日常经营管理需要。公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

该公司制定了较为完善的内部管理制度，订立了《关于：“三重一大”项决策制度的实施细则》，融资管理制度、对外担保制度及子公司管理制度。

大额度资金使用决策方面，由该公司有关职能部门提出资金使用的年度计划或预算外资金使用意向、额度。由分管领导负责，对资金使用情况进行审核，提出具体意见。由党委会或董事会、总经理办公会议进行集体决策。

重大项目安排决策方面，由该公司有关部门、分管领导或党政主要负责人提出。由公司有关部门组织调研，进行可行性研究与论证。分管领导听取有关部门调研和可行性论证情况汇报，并提出具体意见。由董事会或党委会、总经理办公会进行集体决策。

投融资方面，该公司投融资部是公司融资的主管部门。原则上要求投融资部对 5 家金融机构进行书面询价，将形成的融资方案交公司总经理办公会议集体讨论。公司的银行帐户实行统一管理，资金使用统一调配。

对外担保方面，奉贤区国资委和董事会是该公司对外担保的决策机构，公司一切对外担保行为必须按程序经奉贤区国资委和董事会批准。子公司原则上不得对外提供担保，确实因业务需要对外提供担保的，必须由子公司进行审查并提出申请报告，经公司总经理同意后，报董事会和奉贤区国资委审批同意并公告。

子公司管理方面，该公司主要通过参与子公司董事会及监事会对其行使监督、管理职责。子公司实施改制改组、收购兼并、投融资、资产处置、收益分配、对外担保等重大事项，须事先报告公司；未经公司批准，不得对外出借资金和进行任何形式的担保、抵押和质押。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的本部、主要承债一级子公司城乡建设公司和建发集团 2019 年 6 月份的《企业基本信用信息报告》，公司本部及上述一级子公司无不良欠息记录。根据国家企业信用信息公示系统、国家税务总局——重大税收违法案件信息公布栏、中国执行信息公开网、证券期货市场失信记录查询

平台查询结果，截至 2019 年 6 月末公司本部及一级子公司建发集团不存在重大异常情况；城乡建设公司因对外担保对应借款违约、承担连带清偿责任被列为综合被执行人（（2019）沪 01 执 582 号），除此之外，城乡建设公司不存在其他重大异常情况。

3. 发展战略

根据该公司三年行动计划，基础设施投融资板块在 2020 年实现投资规模 88 亿元；投资开发板块，做好安置房项目的开发工作；建筑设计施工一体化板块，围绕政府正式投资及储备项目、市政公路大中修、社会民生工程、生态园林项目等，持续提升专项施工技术能力；城市服务板块，加强国有直管公房、国有直管住房、公租房、廉租房的管理，巩固土整和测绘业务。资产经营管理板块，在区委、区政府的统筹部署下，做好国有资产的划转归并、不良资产的整合重组及新兴产业的投资，实现国有资产的保值增值。

财务

随工程建设、保障房建设与代建业务合计规模及合并范围扩大，该公司负债总额持续增长。2018 年末，得益于股权划入，公司资本实力显著增强，负债经营程度明显下降。目前，公司已积累一定规模刚性债务，面临一定的债务偿付压力。2017 年以来，主要随房地产业务收入大幅下降，公司盈利能力下降至较弱水平，净利润对政府补贴有一定依赖。近年来，公司经营性现金流波动较大，无法对债务形成稳定保障。公司资产中存货、投资性房地产规模较大，流动性一般。此外，公司对外担保对应借款违约，承担连带清偿责任，存在或有负债风险。

1. 公司财务质量

中兴华会计师事务所(特殊普通合伙)会计师事务所对该公司的 2016-2018 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。公司执行财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定。2018 年 6 月 15 日，根据财政部发布《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），公司对该项会计政策变更涉及的报表科目采用追溯调整法。

近年来，该公司合并范围有所变化。2016 年，奉贤区国资委将奉贤区卫生和计划生育委员会持有的上海奉贤置业（集团）有限公司（以下简称“奉贤置业”）股权划入公司，目前公司持有奉贤置业 100% 股权，奉贤置业为一级子公司；同年，公司购买申宁房地产 100% 股权，股权取得成本为 0.10 亿元，目前申宁房地产为二级子公司。2017 年，公司投资设立上海协德建设开发有限公司（以下简称“协德建设”）、上海协卓置业有限公司（以下简称“协卓置

业”)和南桥源建设,持股比例均为 100%,初始注册资本分别为 0.10 亿元、4.40 亿元和 1.00 亿元,目前注册资本分别为 0.10 亿元、4.40 亿元和 6.00 亿元,主营业务均为房地产经营,其中南桥源建设为一级子公司,协卓置业为二级子公司,协德建设为三级子公司;同年,公司注销 5 家子公司,分别为一级子公司古华园林,二级子公司上海韶城企业管理咨询有限公司和上海奉贤南宏建筑工程有限公司,三级子公司上海园庄建筑装饰有限公司和上海奉绿园林养护有限公司。

2018 年,该公司新增 14 家子公司,包括一级子公司 3 家,二级子公司 3 家,三级子公司 7 家,四级子公司 1 家,其中一级子公司包括上海西渡农艺公园有限公司(以下简称“西渡农艺”,目前注册资本 1.00 亿元,公司持股 55%,主营农业科技领域内的技术开发、咨询与服务等业务)、奉港置业(目前注册资本 0.50 亿元,公司持股 51%,主营物业管理和房地产开发经营等业务)和上海威声实业有限公司(以下简称“威声实业”,目前注册资本 495.00 万元,公司持股 100%,主营业务为医疗器械、钢材、日用百货等批发零售,建筑装饰装修,建设工程施工等),其中西渡农艺和奉港置业为公司投资设立,威声实业由奉贤县卫生局无偿划入;二级子公司包括上海协勇置业有限公司(以下简称“协勇置业”)、奉房置业和公租房运营公司,其中协勇置业系投资设立,奉房置业和公租房运营公司系奉贤区国资委无偿划入后转为二级子公司,现并入奉贤置业;三级子公司包括上海建瀚置业有限公司(以下简称“建瀚置业”)、上海镇海置业有限公司、上海城申置业有限公司、上海奉佳置业有限公司、上海佳煜置业有限公司、上海全信房地产开发有限公司和上海贤鹏房地产开发有限公司,除建瀚置业系投资设立,其余三级子公司系随奉房置业划入;四级子公司为上海煜全置业有限公司,系随丰房置业划入。2019 年 3 月末,公司纳入合并范围的一级子公司共 11 家。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

A. 债务结构

近年来,随工程建设、保障房建设与代建业务合计规模及合并范围扩大,该公司负债规模持续增长,2016-2018 年末公司负债总额分别为 73.45 亿元、78.22 亿元和 97.83 亿元,同期末资产负债率分别为 84.21%、84.42%和 58.55%。2018 年末,主要得益于奉房置业、公租房运营公司划入,公司资本实力显著增强,负债率较上年末下降 25.88 个百分点。2019 年 3 月末,公司负债总额较 2018 年末增长 6.16%至 103.85 亿元;同期末,得益于奉贤区国资委划入公租房资产,公司资本实力增强,资产负债率为 57.56%,较 2018 年末略微下降。

债务期限结构方面,2016-2018 年末该公司长短期债务比分别为 47.91%、51.67%和 62.37%。公司流动负债集中于短期借款、应付账款、预收款项、其

他应付款和一年内到期的非流动负债。2018年末，公司流动负债余额为60.25亿元，较上年末增长16.82%。当年末，公司短期借款余额为3.20亿元（全部为保证借款），较上年末下降73.31%；应付账款余额为3.41亿元，主要为应付工程款、货款、劳务款等，受部分工程暂未结算影响，较上年末增长70.91%；预收款项余额为22.57亿元，主要为预收道路、桥梁等工程项目建设款项和预收保障房项目款项，由于公司建设项目业主较多，公司预收对象较为分散，当年末公司预收工程款余额为10.79亿元，较上年末下降21.34%，预收房款余额为11.77亿元，主要应收对象为上海奉贤南桥新城建设发展有限公司（以下简称“南桥新城”）¹¹、奉贤土储中心、上海市住房建设发展中心，较上年末增加9.89亿元，主要系当期预收南桥新城支付的金水苑五期项目保障房购房款所致；其他应付款（不含应付利息）余额为14.00亿元，主要为往来款9.50亿元和收到的保障房动迁安置款3.46亿元，较上年末增长45.99%，主要系新增与奉浦实业¹²、上海市奉贤区金汇镇财政所和上海市住宅建设发展中心的往来款1.06亿元、1.20亿元和1.02亿元所致；一年内到期的非流动负债余额为16.37亿元，全部为一年内到期的长期借款，随部分长期债务即将到期，较上年末增长47.00%。

该公非流动负债主要集中于长期借款和专项应付款。2018年末，公司非流动负债余额为37.58亿元，较上年末增长41.03%。当年末，长期借款余额为27.28亿元，主要为抵押借款，较上年末增长3.73%；专项应付款余额为9.57亿元，较上年末增加9.52亿元，主要为奉贤区财政局拨付的基建项目款项、奉贤区土储中心拨付的土地补偿款及上海奉泽经济发展有限公司支付的动迁补偿款等。

2019年3月末，该公司负债总额为103.85亿元，较2018年末增长6.16%，主要系外部筹资规模扩张、其他应付款增加、部分预收购房款结转收入综合影响所致。当期末，公司短期借款余额5.00亿元，较2018年末增加1.80亿元；一年内到期的非流动负债余额14.56亿元，较2018年末下降1.81亿元；长期借款余额为38.62亿元，较2018年末增加11.34亿元，主要系抵押借款增加所致，整体看公司外部筹资规模扩张。同期末，公司预收款项较2018年末下降35.51%至14.55亿元，主要系预收金水苑五期项目购房款结转工程建设与代建收入所致；其他应付款（不含应付利息）较2018年末增长29.56%至18.14亿元，主要系新增与上海奉贤交通能源（集团）有限公司往来款3.00亿元和预收上海市住宅建设发展中心保障房回购款1.02亿元所致。除上述科目外，当期末其他负债科目余额较2018年末变化不大。

B. 刚性债务

2016-2018年末及2019年3月末，该公司刚性债务余额分别为38.87亿元、49.46亿元、46.88亿元和58.26亿元，刚性债务占负债比重分别为52.92%、63.23%、47.92%和56.10%。公司刚性债务主要集中于银行借款，

¹¹ 实际控制人为奉贤区国资委。

¹² 实际控制人为奉贤区国资委。

2018年末公司银行借款余额为46.85亿元，以抵押借款和担保借款为主，其中担保借款主要通过集团内部担保取得，抵押借款对应抵押物主要为在建工程及土地资产。同期末，公司股东权益与刚性债务比率分别为35.44%、29.18%、147.75%和131.42%，净资产对刚性债务的覆盖程度大幅提升，但仍处于一般水平；短期刚性债务余额分别为15.18亿元、23.16亿元、19.60亿元和19.64亿元，同期末短期刚性债务现金覆盖率分别为97.08%、72.32%、125.55%和131.98%，即期偿债压力较小。根据公司提供的借款明细，公司刚性债务集中于未来三年到期，2019-2021年公司需偿还的刚性债务本息余额分别为16.59亿元、24.06亿元和6.88亿元。

图表 12.截至 2019 年 3 月末公司银行借款情况（单位：亿元）

借款性质	短期借款	长期借款（含一年内到期部分）	借款余额
信用借款	--	5.00	5.00
保证借款	5.00	9.74	14.74
抵押+保证借款	--	38.44	38.44
合计	5.00	53.18	58.18

资料来源：奉贤发展

C. 或有负债

截至2019年3月末，该公司对外担保余额为3.63亿元，系一级子公司城乡建设公司对参股公司上海鹿都房地产开发有限公司（以下简称“鹿都公司”，自然人控股，城乡建设公司持股比例14.50%；2018年末公司账面对其投资成本290万元，计入“可供出售金融资产”科目）银行借款提供的担保，占同期末所有者权益的4.74%。目前鹿都公司被法院纳入失信被执行人名单，公司对外担保涉及的借款本金3.39亿元以及截至2018年6月21日的利息、逾期利息、复利共计0.24亿元已违约。鹿都公司2014年2月与中国建设银行股份有限公司上海浦东分行（简称“建行浦东分行”或“债权人”）签订借款合同，鹿都公司为该笔借款提供应收账款质押和抵押担保，2016年8月该笔借款延期，后因鹿都公司实控人涉及重大诉讼且出现在失信被执行人名单上，该笔借款提前到期，鹿都公司未按时偿付借款本金及利息，建行浦东分行提出诉讼，法院于2018年3月19日立案受理。

根据2018年12月18日上海市高级人民法院（2018）沪民初17号《民事判决书》判定，鹿都公司应于判决生效之日起十日内归还建行浦东分行贷款本息3.63亿元及自2018年6月22日起至借款实际清偿之日止的逾期利息¹³，如届期不履行，建行浦东分行可以与鹿都公司协议，以鹿都公司抵押的房产（坐落于上海市松江区松汇中路）折价或者以拍卖、变卖所得价款优先受偿，以项目租金的应收账款优先受偿；城乡建设公司对上述债务在抵押权、质权实现之外未受清偿部分债务承担连带清偿责任，承担担保责任后，有权向鹿都公司追偿。2019年4月22日，上海市第一中级人民法院作出（2019）沪01执582号《执行通知书》，要求被告鹿都公司及其实际控制人、城乡建设公司等被告

¹³ 逾期利息以欠款本金人民币3.39亿元为基数，利率按贷款利率上浮50%计算。

方直接履行给付 3.63 亿元义务。城乡建设公司认为《执行通知书》未明确城乡建设公司被执行顺序在建行浦东分行行使抵押权、质押权之后，与（2018）沪民初 17 号《民事判决书》不符，并且“未受清偿部分债务”的金额还未确定，依法不应强制执行，因此提出异议，目前仍处于沟通阶段。

根据该公司反馈，目前上述借款涉及的抵押房产已在拍卖。考虑到上述借款本息尚未偿付完毕，公司存在或有负债风险。

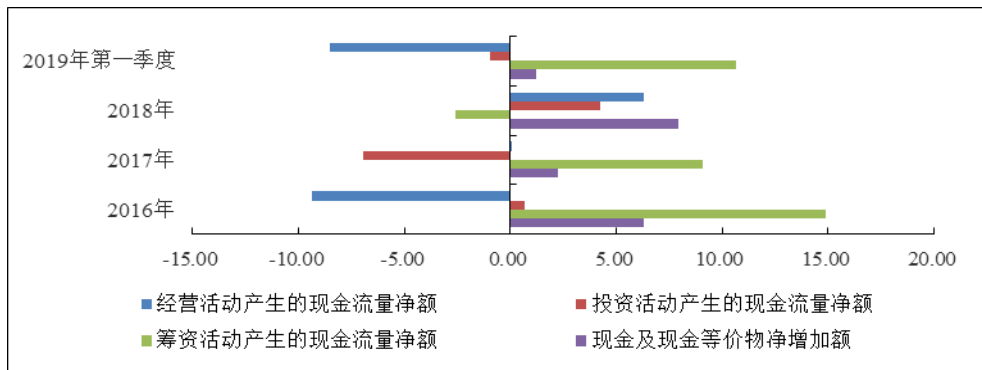
（2）现金流分析

该公司营业收入主要来自于工程建设、保障房建设与代建业务，结算周期总体较短，近年来主业回款情况总体较好。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 78.90%、96.38%、120.91%和 32.32%。主要受金水苑五期项目部分购房款于 2018 年预收，2019 年第一季度公司营业收入现金率大幅下降。除主业回款外，往来款收支亦对公司经营性现金流产生一定影响。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-9.34 亿元、0.10 亿元、6.28 亿元和-8.51 亿元。2016 年净流出主要系往来款较大规模净流出所致。2018 年，得益于往来款净流入和主业回款情况提升，公司经营性现金流净流入规模相对较大。2019 年第一季度，主要受主业回款较差影响，公司经营活动产生的现金流呈现为净流出。

近年来，该公司投资活动现金流主要核算与理财产品相关的现金收支，2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 0.71 亿元、-6.94 亿元、4.26 亿元和-0.93 亿元。2017 年，受购买 19.91 亿元理财产品、当年收回理财产品本息 13.46 亿元影响，公司投资性现金流呈净流出状态。2018 年，公司购买理财产品支出 6.42 亿元，当年收回全部理财产品本息 13.61 亿元，主要受此影响，投资性现金流转为较大规模净流入状态；当年，除理财产品收支外，受建设东方美谷酒店及购置办公楼影响，公司产生现金流出 3.28 亿元。2019 年第一季度，公司无投资活动现金流入，当期投资活动现金流出主要为购建固定资产和在建项目投入支出。

该公司外部筹资主要依赖于银行借款。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司取得借款收到的现金分别为 35.69 亿元、28.05 亿元、23.50 亿元和 16.72 亿元，同期偿还债务支付的现金分别为 18.81 亿元、17.47 亿元、26.07 亿元和 5.39 亿元。近三年一期，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 14.90 亿元、9.08 亿元、-2.60 亿元和 10.68 亿元。2018 年，受偿还较大规模到期债务影响，公司筹资性现金流转为小额净流出状态。

图表 13.公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：奉贤发展

该公司 EBITDA 主要来源于利润总额和费用化利息支出，2016-2018 年分别为 5.49 亿元、2.31 亿元和 3.15 亿元。同期，公司 EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数分别为 0.14 倍、0.05 倍和 0.07 倍；对利息支出的覆盖倍数分别为 2.47 倍、1.23 倍和 1.13 倍，均处于较低水平。受往来款等因素影响，近年来公司经营活动产生的现金流量净额波动较大，无法对债务偿付形成稳定保障。

图表 14. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/利息支出(倍)	2.47	1.23	1.13
EBITDA/刚性债务(倍)	0.14	0.05	0.07
经营性现金流净额(亿元)	-9.34	0.10	6.28
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-18.80	0.19	11.23
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-12.71	0.13	7.13

资料来源：奉贤发展

(3) 资产质量分析

近年来，得益于资产划拨、自身经营积累等，该公司资本实力不断增强。2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 13.78 亿元、14.43 亿元、69.27 亿元和 76.56 亿元。2018 年，主要得益于奉贤区国资委将奉房置业、公租房运营公司 100% 股权划入公司、增加净资产 53.30 亿元（其中 44.38 亿元计入资本公积，8.92 亿元计入实收资本），公司资本实力显著增强。2019 年 3 月末，得益于奉贤区国资委拨入公租房资产，当期末公司资本公积余额较 2018 年末增长 17.48% 至 53.43 亿元，带动所有者权益增长。2016-2018 年及 2019 年 3 月末，公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，合计占所有者权益的比重分别为 84.51%、80.77%、94.54% 和 95.91%，资本结构较稳定。

2016-2018 年末，该公司资产总额分别为 87.23 亿元、92.65 亿元和 167.09 亿元。得益于合并范围扩大，2018 年末公司资产总额较上年末大幅增长 80.35%。资产结构方面，公司资产以流动资产为主，近三年末流动资产占资产总额的比重分别为 86.09%、84.52% 和 61.11%。公司流动资产主要集中于货

币资金、应收账款、其他应收款和存货。2018 年末，公司流动资产余额为 102.11 亿元，较上年末增长 30.39%，主要系货币资金及存货增加所致。当年末，公司货币资金余额为 24.61 亿元（受限货币资产金额为 0.10 亿元，为保证金存款），较上年末增长 46.92%，现金比率为 40.85%，公司货币资金较为充裕；应收账款余额为 10.32 亿元，主要为应收奉贤区建设和管理委员会工程项目款项 2.68 亿元，应收奉贤区拓林财政所和奉贤区拓林镇人民政府保障房项目款项 2.43 亿元和 2.14 亿元，较上年末下降 23.34%，主要系收到部分工程款所致；其他应收款余额为 9.66 亿元，主要为应收拆借款和往来款，较上年末增长 1.06%，其中应收 5 家民营企业上海盛临置业有限公司、上海聚联投资有限公司、上海邦富餐饮娱乐有限公司、上海华沪实业有限公司和上海邦富实业有限公司款项分别为 1.92 亿元、1.26 亿元、0.72 亿元、0.57 亿元和 0.24 亿元¹⁴，均已全额计提坏账准备，除上述款项外，当年末公司应收上海达贤实业有限公司往来款 2.57 亿元，应收上海申隆生态园有限公司往来款 2.03 亿元，应收上海奉贤区国有资产经营有限公司往来款 1.29 亿元，上述 3 家企业均为奉贤区国企，实际控制人均为奉贤区国资委；同年末，公司存货余额为 53.32 亿元，主要为保障房建设成本和商品房购地支出，随保障房项目陆续推进以及购地支出增加，较上年末增长 77.62%。其他流动资产主要为理财产品、增值税进项税及预缴税金，受赎回全部理财产品影响，较上年末下降 78.34%至 1.83 亿元。

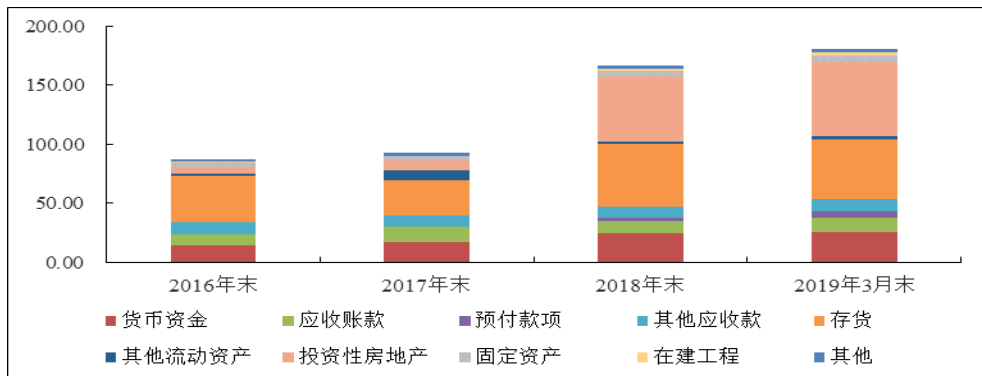
该公司非流动资产主要集中在投资性房地产、固定资产和在建工程。2018 年末，公司非流动资产余额为 64.98 亿元，较上年末增长 353.15%，主要系投资性房地产增加所致。当年末，公司投资性房地产余额为 54.82 亿元，较上年末增加 47.19 亿元，主要系奉房置业和公租房运营公司纳入合并报表所致，当期末，公司公租房资产余额为 47.10 亿元，古华山庄酒店资产余额为 5.82 亿元，商铺资产余额为 1.89 亿元；固定资产余额为 4.66 亿元，主要为公司名下的办公楼，较上年末增长 12.05%，主要系合并范围扩大所致；在建工程余额为 2.59 亿元，较上年末增加 2.25 亿元，主要系新增东方美谷论坛酒店项目所致。

2019 年 3 月末，该公司资产总额为 180.41 亿元，较 2018 年末增长 7.97%，主要系预付款项和投资性房地产增加所致。当期末，公司预付款项 5.66 亿元，主要为预付土地款和工程款，较 2018 年末增长 139.05%，主要系预付奉贤区财政局土地款增加所致，当期末公司预付奉贤区财政局款项为 5.53 亿元；同期末，公司投资性房地产余额为 62.77 亿元，较 2018 年末增长 14.50%，系奉贤区国资委拨入公租房资产所致。2019 年 3 月末，公司确认收入结转部分项目成本，同时随项目持续投入综合影响，存货余额较 2018 年末下降 4.69%至 50.82 亿元；同期末，受部分主业回款尚未收到，应收账款较 2018 年末增长 16.60%至 12.04 亿元。当期末，公司货币资金余额为 25.92 亿元，较 2018 年末增长 5.32%。除上述科目外，公司其他资产科目余额较 2018

¹⁴ 以上公司均为民营企业，该公司以前年度在奉贤区建交委协调下以借款、投资款、工程保证金等形式出借给上述公司的款项及相应利息，为历史遗留问题，至今尚未收回。

年末变动不大。

图表 15. 2016-2018 年末及 2019 年 3 月末公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：奉贤发展

(4) 流动性/短期因素

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司流动比率分别为 151.22%、151.84%、169.48% 和 194.09%，速动比率分别为 72.59%、93.49%、77.05% 和 91.30%，资产流动性一般。截至 2019 年 3 月末，公司受限资产余额为 10.02 亿元，其中受限安置房（计入“存货科目”）9.84 亿元¹⁵，全部用于抵押贷款，受限货币资金 0.18 亿元，全部为保证金，当年末受限资产余额占总资产的比重为 5.55%，占净资产的比重为 13.09%，资产受限程度较低。

图表 16. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	151.22	151.84	169.48	194.09
速动比率 (%)	72.59	93.49	77.05	91.30
现金比率 (%)	29.68	32.48	40.85	47.18

资料来源：奉贤发展

3. 公司盈利能力

2017 年以来，受商品房仅进行车位和尾盘房产销售影响，该公司营业收入及业务毛利出现下滑。2016-2018 年，公司营业收入分别为 55.93 亿元、48.58 亿元和 48.51 亿元，同期公司营业毛利分别为 12.37 亿元、3.75 亿元和 3.56 亿元。2019 年第一季度，公司营业收入为 14.37 亿元，受当期工程建设与代建业务毛利率偏低影响，公司营业毛利为 0.34 亿元，规模较小。

该公司期间费用较高，对利润形成一定侵蚀。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司期间费用分别为 4.13 亿元、2.78 亿元、2.97 亿元和 0.94 亿元，其中管理费用分别为 2.02 亿元、1.88 亿元、2.29 亿元和 0.74 亿元，财务费用分别为 1.48 亿元、0.67 亿元、0.58 亿元和 0.19 亿元，2016 年受费用化利息规模较大影响，公司期间费用规模较大。近三年一期，公司期间费用率分别为

¹⁵ 该公司受限资产余额相对抵押贷款余额规模较小，主要系受限的保障房项目按照工程进度进行结转所致。

7.39%、5.72%、6.12%和 6.56%。

2016 年，该公司资产减值损失为 3.29 亿元，全部为计提的坏账损失，对当年净利润产生较大影响。2016-2018 年，公司投资净收益分别为 0.19 亿元、0.22 亿元和 0.25 亿元，主要为理财产品投资收益以及投资上海东石塘再生能源有限公司¹⁶的分红收益；同期，公司投资性房地产公允价值变动收益分别为 0.13 亿元、0.23 亿元和 0.26 亿元，获得的政府补助分别为 0.73 亿元、0.55 亿元和 0.66 亿元¹⁷，对利润形成一定补充。近三年，公司净利润分别为 1.83 亿元、0.43 亿元和 1.08 亿元；同期，公司净资产收益率分别为 13.29%、3.03%和 2.58%，随房地产收入下降，公司盈利能力降至较弱水平。2019 年第一季度，公司未产生公允价值变动收益，投资收益为-79.31 万元，获得的政府补助为 0.04 亿元，当期净利润为-0.65 亿元，经营亏损主要系当期营业毛利规模较小所致。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司主要从事工程建设、保障房建设与代建、房地产开发、市政服务、土地整理及租赁等业务，业务区域范围主要为奉贤区，是奉贤区主要城市建设主体之一。近年来，公司营业收入主要来源于工程建设、保障房建设与代建业务，房地产业务对公司收入形成补充。主要受房地产销售收入集中于 2016 年确认，2017 年以来公司收入及毛利率水平总体下降。目前，公司在建道路、桥梁、保障房项目，拟建商品房项目投资规模较大，资金主要来源于自筹，面临较大的资本性支出压力。

随工程建设、保障房建设与代建业务合计规模及合并范围扩大，该公司负债总额持续增长。2018 年末，得益于股权划入，公司资本实力显著增强，负债经营程度明显下降。目前，公司已积累一定规模刚性债务，面临一定的债务偿付压力。2017 年以来，主要随房地产业务收入大幅下降，公司盈利能力下降至较弱水平，净利润对政府补贴有一定依赖。近年来，公司经营性现金流波动较大，无法对债务形成稳定保障。公司资产中存货、投资性房地产规模较大，流动性一般。此外，公司对外担保对应借款违约，承担连带清偿责任，存在或有负债风险。

2. 外部支持因素

该公司自成立以来，获得奉贤区国资委在资产划拨、财政补贴等方面的支持。2017-2018 年及 2019 年第一季度，公司分别获得政府补助 0.73 亿元、

¹⁶ 2018 年末，该公司对其投资账面价值为 0.32 亿元，持股比例为 20%，计入“可供出售金融资产”科目。

¹⁷ 包括计入“其他收益”和“营业外收入”科目中的政府补助。

0.55 亿元、0.66 亿元和 0.04 亿元。2018 年，奉贤区国资委将奉房置业、公租房运营公司划入公司，公司资产规模和资本实力显著提升。2019 年第一季度，得益于公租房资产划入，公司资本实力进一步增强。截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益为 76.56 亿元，较 2016 年末增加 62.78 亿元。

目前，该公司已与建设银行、中国银行、农业银行、工商银行、上海银行等多家银行建立合作关系，截至 2019 年 3 月末尚未使用的授信余额为 46.47 亿元，可为业务发展与资金周转提供一定支持。

本次债券偿付保障分析

该公司是奉贤区主要城市建设主体之一，在业务发展、资产注入、财政补贴等方面获得奉贤区国资委的持续支持。2016-2018 年，公司每年可产生一定规模利润。同时，公司融资渠道畅通，以上因素均可对本次债券本息偿付提供支持。

评级结论

奉贤区位于上海市南部，定位为上海南部滨海城区、杭州湾北岸综合性服务型城区，全区工业基础较好，近年来经济实力不断增强。固定资产投资和消费对全区经济拉动作用明显，其中房地产投资为奉贤区固定资产投资增长提供较大助力。受上海市楼市调控及土地开发政策等因素影响，近年来奉贤区商品房销售及土地市场交易情况波动较大，2018 年全区商品房销售回暖，土地出让总价随住宅用地出让面积下降同比下滑。

该公司唯一股东为奉贤区国资委，产权结构清晰，主要从事工程建设、保障房建设与代建、房地产开发、市政服务、土地整理及租赁等业务，业务区域范围主要为奉贤区，是奉贤区主要城市建设主体之一。公司设置了必要的法人治理结构，建立起较为完善的内控体系和职能部门，基本能够满足日常经营管理需要。公司关联交易主要体现为关联方之间的资金往来，目前规模较小。近年来，公司营业收入主要来源于工程建设、保障房建设与代建业务，房地产业务对公司收入形成补充。主要受房地产销售收入集中于 2016 年确认，2017 年以来公司收入及毛利率水平总体下降。目前，公司在建、拟建项目投资规模较大，资金主要来源于自筹，面临较大的资本性支出压力。

随工程建设、保障房建设与代建业务合计规模及合并范围扩大，该公司负债总额持续增长。2018 年末，得益于股权划入，公司资本实力显著增强，负债经营程度明显下降。目前，公司已积累一定规模刚性债务，面临一定的债务偿付压力。2017 年以来，主要随房地产业务收入大幅下降，公司盈利能力下降至较弱水平，净利润对政府补贴有一定依赖。近年来，公司经营性现金流波动较大，无法对债务形成稳定保障。公司资产中存货、投资性房地产规模较大，流动性一般。此外，公司对外担保对应借款违约，承担连带清偿

责任，存在或有负债风险。

该公司在业务发展、资产注入、财政补贴等方面获得奉贤区国资委的持续支持。2016-2018 年，公司每年可产生一定规模利润。同时融资渠道畅通，以上因素均可为本次债券本息偿付提供支持。

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，在本次公司债存续期（本次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。

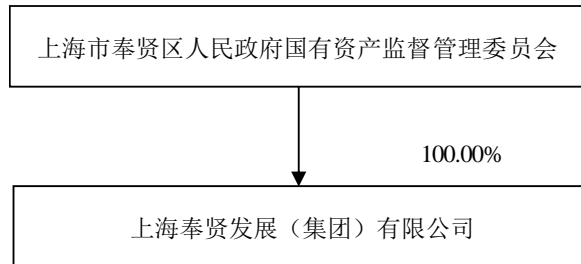
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

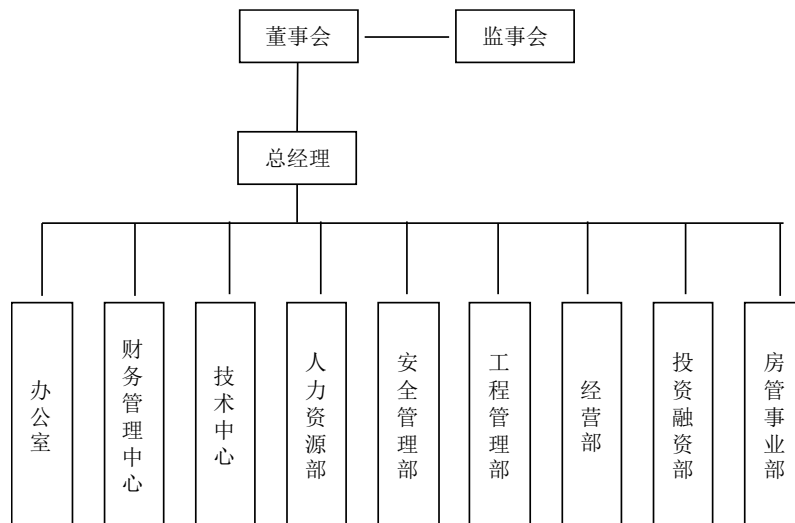
公司与实际控制人关系图



注：根据奉贤发展提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据奉贤发展提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况¹⁸

全称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018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
上海奉贤发展(集团)有限公司	公司本部	房地产开发经营、市政公用建设、工程施工、绿化养护、投资管理等	10.80	53.51	0.00	0.02
上海奉贤置业(集团)有限公司	100.00	房地产经营, 建筑建设工程施工, 物业管理, 住房租赁经营等	-	52.46	1.17	0.27
上海奉贤建设发展(集团)有限公司	100.00	房地产开发经营, 建筑建设工程施工, 建筑装饰装修, 建设工程设计与施工等	7.17	13.55	37.28	1.16
上海奉贤城乡建设投资开发有限公司	100.00	房地产开发经营, 建筑建设工程施工, 公路建设工程施工等	28.90	6.42	19.85	-0.20
上海奉贤南桥源建设发展有限公司	100.00	房地产开发经营, 市政公用建设工程施工, 公路路面建设工程专业施工等	-	1.63	-	-0.01
上海奉港置业有限公司	51.00	物业管理, 房地产开发经营, 建筑建设工程施工, 建筑装饰装修建设工程设计施工一体化等	-	0.50	-	-
上海洁海环境建设发展有限公司	100.00	市容环卫基础设施选址、设计、建设, 建筑物拆迁及修复等	-	0.32	0.16	0.06
上海建瓴企业发展有限公司	100.00	房屋建设工程施工, 公路建设工程施工, 市政公用建设工程施工等	-	0.28	0.34	0.01
上海古华公园发展有限公司	80.00	公园管理, 园林绿化工程施工, 园林古建筑建设工程专业施工等	-	0.26	0.06	-
上海西渡农艺公园有限公司	55.00	农业科技领域内的技术开发、技术咨询、技术服务等	-	0.20	-	-
上海景奉绿化工程有限公司	100.00	绿化工程施工, 市政公用建设工程施工, 园林古建筑建设工程专业施工等	-	0.05	0.02	-
上海威声实业有限公司	100.00	一类医疗器械、钢材、金属材料、建筑材料批发、零售等	-	0.01	-	-0.02

注：根据奉贤发展提供资料整理、计算

¹⁸ 下表列示经营主体为该公司一级子公司，财务数据为未合并抵消前数据，子公司现金流数据未获取。

附录四：

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	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	87.23	92.65	167.09	180.41
货币资金 [亿元]	14.74	16.75	24.61	25.92
刚性债务[亿元]	38.87	49.46	46.88	58.26
所有者权益 [亿元]	13.78	14.43	69.27	76.56
营业收入[亿元]	55.93	48.58	48.51	14.37
净利润 [亿元]	1.83	0.43	1.08	-0.65
EBITDA[亿元]	5.49	2.31	3.15	-
经营性现金净流量[亿元]	-9.34	0.10	6.28	-8.51
投资性现金净流量[亿元]	0.71	-6.94	4.26	-0.93
资产负债率[%]	84.21	84.42	58.55	57.56
长短期债务比[%]	47.91	51.67	62.37	89.00
权益资本与刚性债务比率[%]	35.44	29.18	147.75	131.42
流动比率[%]	151.22	151.84	169.48	194.09
速动比率 [%]	72.59	93.49	77.05	91.30
现金比率[%]	29.68	32.48	40.85	47.18
利息保障倍数[倍]	2.27	0.94	0.89	-
有形净值债务率[%]	573.30	583.32	144.85	-
担保比率[%]	-	-	-	4.74
毛利率[%]	22.12	7.72	7.35	2.35
营业利润率[%]	4.22	1.69	3.22	-4.46
总资产报酬率[%]	5.78	1.95	1.91	-
净资产收益率[%]	13.29	3.03	2.58	-
净资产收益率*[%]	13.38	3.07	2.58	-
营业收入现金率[%]	78.90	96.38	120.91	32.32
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	-18.80	0.19	11.23	-
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	-12.71	0.13	7.13	-
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-17.38	-13.52	18.84	-
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-11.75	-9.03	11.97	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.47	1.23	1.13	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.05	0.07	-

注 1：表中数据根据奉贤发展经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

注 2：奉贤发展 2016-2018 年末对外担保数据未获取。

附录五：

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)
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%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×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%
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实地调查和诚信义务，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次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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。