

上海淀山湖新城发展有限公司

2020 年度跟踪评级报告

项目负责人：刘艳美 ymliu@ccxi.com.cn

项目组成员：宋敬慈 jcsong@ccxi.com.cn

杨 成 chyang@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 6 月 29 日

声 明

■ 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。

■ 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。

■ 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 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。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 2103号

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

二零二零年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持上海淀山湖新城发展有限公司（以下简称“淀山湖发展”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”的信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了青浦区经济实力不断提升，政府支持力度较大等因素对公司整体信用实力提供了有力支持；同时，中诚信国际也关注到公司资产流动性较差，土地出让收入稳定性欠佳等因素对公司未来整体信用状况的影响。

概况数据

淀山湖发展（合并口径）	2017	2018	2019
总资产（亿元）	184.65	223.01	251.89
所有者权益合计（亿元）	84.09	88.65	102.08
总负债（亿元）	100.56	134.36	149.80
总债务（亿元）	20.66	18.13	14.90
营业总收入（亿元）	19.91	18.94	13.62
经营性业务利润（亿元）	4.51	2.66	4.37
净利润（亿元）	4.39	2.57	4.31
EBITDA（亿元）	4.77	2.86	6.43
经营活动净现金流（亿元）	13.91	2.11	4.68
收现比(X)	1.89	0.93	0.74
营业毛利率(%)	27.34	13.97	38.67
应收类款项/总资产(%)	11.96	11.03	7.37
资产负债率(%)	54.46	60.25	59.47
总资本化比率(%)	19.72	16.98	12.74
总债务/EBITDA(X)	4.33	6.33	2.32
EBITDA 利息倍数(X)	6.93	5.90	5.57

注：1、公司所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、长期应付款及其他应付款中的有息债务已调整至相应长期债务及短期债务。

正 面

■ **青浦区经济保持平稳增长。**2019 年，青浦区实现地区生产总值为 1,166.25 亿元，同比增长 5.8%，区域经济的平稳增长为企业的发展提供了良好的外部环境。

■ **政府支持力度较大。**跟踪期内，公司得到了政府及相关部门在资产注入、政府补贴等方面的大力支持，提高了公司的

同行业比较

2019 年上海市部分基础设施投融资企业主要指标对比表

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
上海淀山湖新城发展有限公司	251.89	102.08	59.47	13.62	4.32	4.68
上海奉贤发展(集团)有限公司	190.12	81.25	57.26	53.78	1.86	0.32
上海闵行城市建设投资开发有限公司	801.20	671.71	16.16	0.06	0.10	-0.17
上海嘉定新城发展有限公司	177.56	86.00	51.56	0.46	0.73	-4.71
上海大宁资产经营(集团)有限公司	184.18	78.58	57.34	7.45	0.61	-3.24
上海奉贤新城建设发展有限公司	219.64	86.37	60.68	1.95	1.36	3.15

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
15 淀山湖债/PR 淀山湖	AA ⁺	AA ⁺	13.00	3.25	2015/01/30-2021/01/30

资本实力及经营能力。

■ **债务规模较小。**截至 2019 年末，公司总债务为 14.90 亿元，总资本化比率下降至 15.10%，整体债务压力不大。

关 注

■ **存货资产占总资产比重较大，公司整体资产流动性较差。**截至 2019 年末，公司存货资产 177.32 亿元，主要系保障房、基础设施等项目的开发成本，占总资产比重为 70.40%，占总资产比重较大，资产流动性较差。

■ **土地出让收入稳定性还需关注。**公司土地出让收入受土地市场行情和政府出让规划影响，收入稳定性欠佳，中诚信持续关注收入稳定性。

评级展望

中诚信国际认为，上海淀山湖新城发展有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**青浦区经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

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。截至 2019 年末，募集资金已按照原定募集资金用途全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部

因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有的冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅

速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

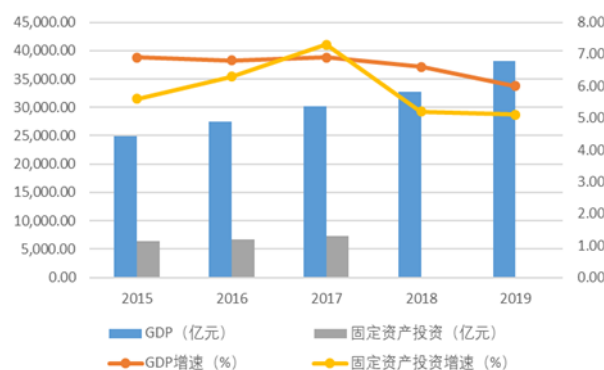
近期关注

上海市经济始终保持较快发展势头，综合竞争实力位于全国前列，其良好的产业结构为未来的持续稳定发展奠定了基础，亦为地方企业的发展提供了较好的环境

近年来，上海市经济保持稳定增长，但增速略有放缓。2019 年上海市实现生产总值（GDP）38,155.32 亿元，比上年增长 6.00%。其中，第一产业增加值 103.88 亿元，下降 5.0%；第二产业增加值 10,299.16 亿元，增长 0.5%；第三产业增加值 27,752.28 亿元，增长 8.2%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 72.7%，比上年提高 1.8 个百分点。按常住人口计算的上海市人均生产总值为 15.73 万元，在全国各省区市中继续保持领先水平。

2019 年上海市完成全社会固定资产投资总额较上年增长 5.10%。其中，第一产业投资额同比增长 90.4%，第二产业同比增长 11.6%，第三产业同比增长 3.80%。

图 1：2015~2019 年上海市主要经济指标及其增速情况



资料来源：公开数据，中诚信国际整理

2019 年上海市实现工业增加值 9,670.68 亿元，比上年增长 0.4%。全年完成工业总产值 35,487.05 亿元，下降 0.3%。其中，规模以上工业总产值 34,427.17 亿元，下降 0.3%。在规模以上工业总产值中，国有控股企业总产值 13,501.66 亿元，增长 1.3%。全年节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备、新能源、新能源汽车、新材料等战略性新兴产业完成工业总产值 11,163.86 亿元，比上年增长 3.3%，占全市规模以上工业总产值比重达到 32.4%。

随着经济的稳定增长，上海市财政实力持续增强，但增速有所下降。2019 年，上海市一般公共预算收入 7,165.10 亿元，比上年增长 0.8%。其中，税收收入为 6,216.30 亿元，同比下降 1.09%。税收收入是上海市公共财政预算收入的主要构成，近年来占比均在 70%以上。2019 年政府性基金收入为 2,418.10 亿元，较 2018 年增长 15.4%。

表 1：上海市 2017~2019 年主要财政收支指标（亿元、%）

项目	2017	2018	2019
公共财政预算收入	6,642.30	7,108.10	7,165.10
其中：税收收入	5,865.50	6,285.00	6,216.30
政府性基金收入	1,960.60	2,095.40	2,418.10
公共财政预算支出	7,547.60	8,351.50	8,179.30
政府性基金支出	2,044.90	2,351.90	2,580.00
公共财政平衡率	88.01	85.11	87.60

资料来源：公开数据，中诚信国际整理

2019 年，上海市一般公共预算支出 8,179.30 亿元，同比下降 2.1%。地方公共财政预算支出的构成中，用于社会保障和就业、教育、一般公共服务、

医疗卫生与计划生育等民生方面的开支相对较多。同期，全市政府性基金支出 2,580.00 亿元，同比增长 9.7%。

从收支平衡来看，2019 年上海市财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）为 87.60%，财政自给率较高。

青浦区经济实力稳步增强，产业结构不断优化，为公司的发展提供了良好的外部环境

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 2019 年末，青浦区常住人口总量为 123.31 万人，户籍人口 49.61 万人，其中非农人口 37.42 万人。

青浦区的经济保持平稳发展，2019 年，青浦区实现地区生产总值为 1,166.25 亿元，同比增长 5.8%。其中，第一产业增加值 7.6 亿元，同比下降 14.6%；第二产业增加值 433.69 亿元，同比下降 2.6%；第三产业增加值 724.96 亿元，同比增长 11.9%，三次产业比由上年的 0.8:43.6:55.6 调整为 0.6:37.2:62.2，以现代服务业为主的第三产业稳步发展，产业结构不断优化。按常住人口计算，青浦区 2019 年人均生产总值为 9.46 万元/人，比上年增长 7.37%。固定资产投资方面，2019 年，青浦区固定资产投资为 591.86 亿元，同比增长 2.1%，其中，房地产业投资 379.2 亿元，同比增长 3.5%，占全社会固定资产投资的 64.1%。

表 2：2017~2019 年青浦区主要经济指标

主要指标	2017	2018	2019
GDP（亿元）	1,009.2	1,074.3	1,166.25
同比增长（%）	7.4	6.4	5.8
固定资产投资总额（亿元）	515.7	579.8	591.86
同比增长（%）	32.6	12.4	2.1

资料来源：青浦区统计公报，中诚信国际整理

财政收入方面，2019 年青浦区全区一般公共预算收入为 207.19 亿元，同比增长 2.0%；其中税收收入为 179.66 亿元，税收占一般公共预算收入比重为 86.71%。同期，青浦区全区一般公共预算支出为 339.91 亿元，同比增长 1.9%，一般公共预算平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 60.95%，财政自给能力较强。

政府性基金收支方面，2019 年青浦区政府性基金收入为 140.75 亿元，其中国有土地使用权出让收入 134.21 亿元；同期，青浦区政府性基金支出为 85.86 亿元。

截至 2019 年末，青浦区政府债务限额为 135.40 亿元，债务余额为 74.43 亿元，政府债务管控能力较好。

表 3：2017~2019 青浦区地方财政收支情况（亿元、%）

项目	2017	2018	2019
一般公共预算收入	188.01	203.10	207.19
其中：税收收入	158.51	174.89	179.66
一般公共预算支出	383.95	333.54	339.91
政府性基金收入	103.69	79.17	140.75
政府性基金支出	122.69	73.10	85.86
一般公共预算平衡率	52.27	60.89	60.95

资料来源：青浦区统计公报，中诚信国际整理

总体来看，青浦区经济及财政水平不断提高，经济实力稳步增强，产业结构不断优化，为公司的发展提供了良好的外部环境。

2019 年，上海浦西房地产开发有限公司（以下简称“浦西房产”）和上海民惠佳苑建设开发有限公司（以下简称“民惠佳苑”）纳入公司合并范围，公司在售保障房项目规模有所增加

公司受青浦区人民政府的委托，从事保障房的建设与销售，公司自筹资金进行保障房建设，建设完毕后由财政确定保障房销售价格，公司按照该价格将保障房销售给安置户，销售价格未能使公司获得合理利润的均由财政补足，2018 年之前，公司将补足部分计入营业外收入，自 2018 年起，公司将补足部分计入营业收入。

保障房销售方面，受益于浦西房产及民惠佳苑纳入公司合并范围，公司在售保障房项目新增民乐一期、民乐二期、民乐三期、清河湾一期、清河湾二期、民惠三期、民惠四期、民惠一期（A13+A10）、民惠二期多层+别墅、A16、康浦景庭项目。截至2019

年末，公司累计已销售面积 207.60 万平方米，多数项目销售进度已超过 80%，累计销售额达 132.88 亿元，其中 2019 年，公司确认的保障房销售收入为 4.20 亿元，较 2018 年小幅上升 1.20%。

表 4：截至 2019 年末公司保障房项目销售情况（平方米、%、元/平方米、万元）

项目名称	建筑总面积	住宅可售面积	住宅已售面积	销售进度	均价	累计销售额
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	90,843.16	94.00	10,600.00	96,294.00
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	78,468.92	97.00	10,600.00	83,177.00
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	173,065.31	96.00	10,600.00	183,449.00
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	104,621.58	96.00	10,600.00	110,899.00
五浦汇一期 A 区	173,046.62	135,686.88	119,221.63	88.00	10,300.00	122,798.00
五浦汇一期 B 区	101,153.64	82,318.06	69,731.94	85.00	10,300.00	71,824.00
五浦汇一期 C 区	150,708.68	119,085.38	103,496.59	87.00	10,300.00	106,601.00
贺桥公寓	130,948.32	106,283.81	90,920.50	86.00	10,300.00	93,648.00
双桥国际花园二期	38,688.12	28,282.82	27,000.42	95.00	10,300.00	27,810.00
浩泽家园三期 B 区	22,749.15	19,136.89	13,850.47	72.00	10,300.00	14,266.00
民乐一期	162,353.00	161,931.64	156,916.83	97.00	1,751.18	27,479.00
民乐二期	227,940.37	226,917.94	221,516.69	98.00	2,422.83	53,670.00
民乐三期	69,093.78	62,700.22	62,185.96	99.00	2,360.39	14,678.00
清河湾一期	58,393.79	43,933.76	43,280.84	99.00	6,320.47	27,356.00
清河湾二期	84,478.77	65,492.02	64,840.20	99.00	5,785.17	37,511.00
民惠三期	106,925.69	76,584.68	70,299.40	92.00	5,630.09	39,579.00
民惠四期	96,309.32	74,651.32	69,650.37	93.00	4,810.46	33,505.00
民惠一期（A13+A10）	275,000.00	248,583.16	241,240.99	97.00	4,132.28	99,688.00
民惠二期多层+别墅	214,615.00	148,213.30	144,379.56	97.00	3,405.08	49,162.00
A16	84,557.00	80,171.23	73,274.50	91.00	4,832.97	35,413.00
康浦景庭	71,704.60	59,275.48	57,158.69	96.00	4,997.85	28,567.00
合计	2,692,491.78	2,206,004.86	2,075,964.55	-	-	1,328,807.00

注：已销售面积按照实际销售面积统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司在建保障房项目合计用地 567.83 亩，建筑面积 98.90 万平方米，总投资 86.24 亿元，已投资 24.68 亿元，尚需投资 61.56 亿元。其中，五浦汇 D 区、五浦汇 E 区、社会租赁房项目及夏阳街道农民解困安置基地商业部分资金

由公司自筹，公司自筹部分总投资额约 33.5 亿元，已投资约 12.1 亿元，未来资本支出压力尚可。截至 2019 年末，公司有拟建保障房项目 1 个，系华为人才公寓项目，该项目用地面积 75 亩，总投资约 11.33 亿元。

表 5：截至 2018 年末公司在建保障房（亩、万平方米、套、亿元）

项目名称	占地面积	总建筑面积	套数	总投资	已投资	资金来源	计划建设周期
五浦汇 D 区	62.58	11.60	948	11.53	4.71	暂定自筹，后由区财政确认	2018.1~2020.12
五浦汇 E 区	79.96	15.76	1180	14.00	5.36	暂定自筹，后由区财政确认	2018.12~2021.7
金泽华为研发中心（金泽镇西岑社	143.50	25.40	1526	20.06	4.41	区财政拨款	2019.8~

区)							2021.8
夏阳街道农民解困安置基地	79.69	15.64	1200	13.07	0.60	商业部分自筹, 其余区财政拨款	2019.12~2021.10
社会租赁房	33.64	6.69	745	7.90	2.09	公司自筹	2019.8~2021.8
清河湾三期	107.24	13.39	1050	11.80	4.17	财政拨款	2019.9~2021.9
民惠五期	61.22	10.42	878	7.88	2.96	财政拨款	2017.1~2018.12
合计	567.83	98.90	7527	86.24	24.68	--	--

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

土地购置方面, 2019 年, 公司购置民惠三期(二标)地块, 该地块 49.68 亩, 拿地成本为 1,315.52 元/平方米, 总投入约 4,357.02 万元。

跟踪期内, 公司仅实现一块土地出让, 土地出让收入有所下降; 但公司基础设施建设项目稳步推进, 建设资金均来自青浦区政府, 未来资本支出压力不大

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。相关地块出让后, 获得的出让金返还留存区级财政, 区财政将公司土地整理成本及一定比例利润返还至

公司, 出让金清算完毕的地块确认为当年的土地开发相关收入。

2019 年, 公司实现 1 块地出让, 系西一单元淀惠路北侧 37-02 地块, 该地块用地面积 46 亩, 为居住用地, 建筑面积合计 6.15 万平方米, 成交总价 19.13 亿元, 同比上升 29.96%, 2019 年土地成交总价较 2018 年大幅上升, 主要系土地行情回暖, 土地出让单价上升所致, 但公司实际收到的土地返还收入由成本及溢价部分组成, 溢价部分需按一定比例扣除区财政计提规费, 由于公司本年度出让地块较少, 公司实际收到的土地返还收入较 2018 年有所下降, 2019 年公司实现土地返还收入 7.26 亿元, 同比下降 33.27%, 整体来看, 由于公司 2019 年出让地块较少, 实现土地返还收入有所减少, 但受益于土地行情回暖, 土地出让价格上升, 使该板块毛利率有所上升。

表 6: 2019 年公司土地实际出让情况 (亩、平方米、万元、元/平方米)

地块名	用地面积	建筑面积	用地性质	成交总价	成交楼板价
西一单元淀惠路北侧 37-02 地块	46	61,459	居住	191,300	31,127

注: 按公司实际土地出让情况统计。

资料来源: 公司提供

2020 年, 公司拟完成土地整理 198.3 亩, 拟出让土地 191.6 亩, 预计投入 7.91 亿元, 公司预计可实现收入 11.81 亿元。

公司还配合土地整理从事一些配套基础设施建设, 如道路、绿地等基础设施建设, 相应成本与土地整理成本一同计入开发建设成本。2019 年, 公司完工的基础设施建设项目有 11 个, 总投资 6.81 亿元; 主要在建基础设施建设项目有 6 个, 预计总投资为 11.66 亿元, 已完成投资 2.93 亿元; 拟建项

目 2 个, 预计总投资 1.59 亿元, 计划于 2020 年 6 月开工, 近年来, 公司所负责的基建项目资金来源均为青浦区财政, 采取财政直付和财政预付两种支付方式, 资金压力不大。

表 7: 2019 年公司主要已完工项目情况 (亿元)

完工项目名称	总投资
黄家埭路(盛家埭路-港周路)及周边配套道路	1.16
秀涇路(G1501~汇金路)新建工程	0.53
秀涇路(华浦路-G1501; 华丝路-华青路)新建工程	0.56
外青松公路站配套道路	1.26
俞家埭路(五浦路~盘龙浦路)(即西大盈港一路)	0.34

晨耘路（五浦路~盘龙浦路）	0.64
观明路（大盈浦路-淀惠路）	0.21
朱家角路（观明路-观云路）	0.37
沙淀北环路（沙淀二支路-沙淀中路）	0.26
观云路（观明路-大盈浦路）	0.93
南淀浦河路（崧潭路-同三国道）	0.55
合计	6.81

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2019 年末公司主要在建项目情况（亿元）

在建项目名称	总投资	已投资额
新塘港路（珠溪路~港周路）	3.63	1.5
淀恩路（青浦大道~新塘港路）	0.87	0.2
三分荡路（青浦大道-西大盈港一路）	2.64	1.14
朱家角华为人才公寓动迁基地配套道路青顺路（青浦大道~淀山湖大道）、淀惠路（青顺路~青浦大道）新建工程	1.24	0.03
朱家角华为人才公寓规划一路、规划二路新建工程	2.49	0.05
海盈路（漕港南路-城中西路）	0.79	0.01
合计	11.66	2.93

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：截至 2019 年末公司主要拟建项目情况（亿元）

拟建项目名称	总投资	建设周期
盈福路（漕港路至淀湖路）	0.81	2020.06-2021.06
华浦路上达河桥	0.78	2020.06-2021.12
合计	1.59	-

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¹”），并承接湖区公司原本负责的青西郊野公园项目，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，资金来源均为青浦区财政，项目计划总投资为 8.13 亿元，截至 2019 年末已投资 3.25 亿元。

表 10：截至 2019 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	0.67
生态保育区（原复垦与整治）	0.03	0.22
生态鱼塘垂钓区	0.25	0.12
湿地示范区木栈道延伸	0.04	0.04

表 11：近年来公司收入及毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2017	2018	2019
------	------	------	------

¹ 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

郊野公园游客集散服务中心（新建配套服务区莲湖村）	0.69	0.54
旅游配套设施	0.03	0.03
郊野公园安全防护	0.03	0.02
郊野公园监控系统	0.01	0.02
郊野公园临时停车场	0.33	0.15
郊野公园启动区景观深化	0.05	0.04
游客集散中心和游客服务点污水管道	0.11	0.07
大莲湖湖上栈桥	0.03	0.02
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	1.27
合计	8.13	3.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

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 2017~2019 年审计报告，其中 2017 年数据使用 2017 年审计报告期末数，2018 年数据使用 2019 年审计报告期初数，2019 年数据使用 2019 年审计报告期末数，公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

跟踪期内，公司毛利率水平有所提升，但主营业务收入有所下降，未来还需持续关注公司土地出让和保障房建设收入的稳定性和可持续性

2019 年，公司营业总收入为 13.04 亿元，同比下降 22.93%，主要系开发建设收入下降所致。2019 年公司收入主要由开发建设收入及房屋销售收入组成，其中，开发建设业务收入即土地出让收入，为 7.26 亿元，较 2018 年下降 33.25%，主要系土地出让收入减少所致；房屋销售收入为 4.20 亿元，较 2018 年变化不大。

2019 年，公司综合毛利率为 38.07%，较 2018 年有所上升，主要系开发建设业务毛利率上升所致。2019 年，公司开发建设毛利率为 73.19%，较上年大幅上升，主要系土地出让价格波动所致。

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。

	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
开发建设	7.41	65.91	10.88	22.69	7.26	73.19
房屋销售	10.24	2.64	4.15	7.63	4.20	5.79
工程	1.25	4.29	0.63	-44.41	0.59	-27.83
劳务服务与物业管理	0.66	35.53	0.77	14.66	0.78	11.59
其他	0.36	1.81	0.49	-4.32	0.20	-260.37
合计	19.91	27.34	16.92	15.29	13.04	38.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年公司期间费用合计为 1.99 亿元，其中管理费用为 1.48 亿元，较上年略有上升。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，因此费用化利息较少。从期间收入占比来看，2019 年公司的期间收入占比为 14.65%，较上年有所上升，主要系管理费用增加的同时营业总收入减少所致。

2019 年，公司实现利润总额 4.43 亿元，同比上升 73.81%，主要系公司综合毛利率的提升，使本年度利润上升所致。2019 年，公司获得政府补助 1.25 亿元，较上年小幅减少。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

项目名称	2017	2018	2019
销售费用	0.04	0.03	0.60
管理费用	1.14	1.33	1.48
研发费用	-	-	-
财务费用	-0.05	-0.12	-0.09
期间费用合计	1.14	1.23	1.99
营业总收入	19.91	18.94	13.62
期间费用收入占比	5.72	6.51	14.65
经营性业务利润	4.51	2.66	4.37
其中：其他收益	0.40	1.37	1.25
利润总额	4.49	2.55	4.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

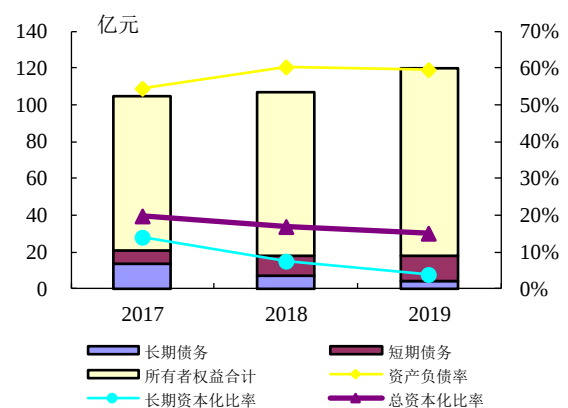
公司资本实力不断夯实，资产规模大幅增长，资本结构趋于稳健；但存货占总资产比重较大，资产流动性较弱

跟踪期内，受益于新增子公司的划入，公司资本实力进一步夯实，资产规模进一步增长，截至 2019 年末公司总资产为 251.89 亿元，较上年末增加 28.88 亿元，主要系货币资金及存货增加所致；所有者权益合计为 102.08 亿元，同比增加 13.43 亿元，其中资本公积同比增加 9.16 亿元，主要系根据

青浦区国有资产管理委员会青国资委【2019】27 号、59 号关于《增加本公司资本金》的批复文件，公司资本公积增加 9.00 亿元及青浦区住房保障和房屋管理局无偿交付给公司保障性公租房约 0.16 亿元所致。负债方面，截至 2019 年末，公司总负债为 149.80 亿元，同比增长 11.50%，主要系专项应付款增加所致。

杠杆水平方面，公司资产负债率及总资本化比率均有所下降，处于合理水平。2019 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 59.47%和 15.10%，分别较上年下降 0.77 个百分点及下降 1.88 个百分点。

图 2：近年来公司资产结构图



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产构成方面，公司资产以流动资产为主，截至 2019 年末，公司流动资产为 230.58 亿元，占总资产比重为 91.54%，主要系存货、货币资金及其他应收款。截至 2019 年末，公司存货为 177.32 亿元，同比增加 27.67 亿元，主要系在建项目投入增加所致；截至 2019 年末，公司货币资金为 32.01 亿元，

主要系银行存款，货币资金中不存在受限资产；同期，公司其他应收款为 15.04 亿元，较 2018 年下降 5.16 亿元，主要系对区域内国有企业及政府机关的往来款。

表 13：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目名称	2017	2018	2019
货币资金	25.93	24.37	32.01
存货	116.36	149.65	177.32
其他应收款	20.81	20.21	15.04
总资产	184.65	223.01	251.89

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，公司负债主要系非流动负债，截至 2019 年末，公司非流动负债为 103.90 亿元，占总负债比重为 69.36%，主要系长期应付款，截至 2019 年末，公司长期应付款为 100.61 亿元，其中专项应付款为 99.58 亿元，主要系公司收到的土地出让及基础设施等财政专项补贴；此外，公司流动负债主要系其他应付款，截至 2019 年末，公司其他应付款为 32.55 亿元，较 2018 年末变化不大，主要系对区域内国有企业的应付款项，其中有息部分为 7.46 亿元，系对土储中心借款。

跟踪期内，公司总债务规模进一步下降，截至 2019 年末，公司总债务为 14.90 亿元；同期，公司短期债务为 3.85 亿元，较 2018 年减少 6.86 亿元，公司整体偿债压力不大。

跟踪期内，受益于利润总额及财政专项补贴的增加，公司 EBITDA 和经营性净现金流对债务本息的覆盖能力有所上升，偿债能力较好

现金流方面，得益于财政专项补贴的增加，2019 年，公司经营活动净现金流较上年有所增加，为 4.68 亿元。获现能力方面，受益于利润总额的增加，2019 年公司 EBITDA 大幅增加 3.57 亿元至 6.43 亿元。

偿债能力指标方面，EBITDA 对债务利息的覆盖能力较好，但对债务本金的覆盖能力仍有待提高，当期总债务/EBITDA 及 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.82 倍和 5.57 倍；同期，公司经营活动净

现金流/总债务为 0.31 倍，经营活动净现金流利息倍数为 4.05 倍。2019 年末，公司货币资金/短期债务为 8.31 倍，货币资金能有效覆盖短期债务本金。

表 14：公司现金流及偿债指标情况

项目名称	2017	2018	2019
短期债务（亿元）	6.77	10.71	3.85
长期债务（亿元）	13.88	7.42	11.05
总债务（亿元）	20.66	18.13	14.90
货币资金/短期债务（X）	3.83	2.27	8.31
经营活动净现金流（亿元）	13.91	2.11	4.68
经营活动净现金流/利息支出（X）	20.17	4.35	4.05
经营活动净现金流/总债务（X）	0.67	0.12	0.31
EBITDA（亿元）	4.77	2.86	6.43
总债务/EBITDA（X）	4.33	6.33	2.32
EBITDA 利息倍数（X）	6.93	5.90	5.57

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

到期债务方面，公司 2020~2022 年到期债务分别为 3.85 亿元、3.79 亿元和 0.60 亿元，债务结构较为分散，整体偿债压力不大。

表 15：截至 2019 年末公司债务到期分布情况（亿元）

项目名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
到期债务本金	3.85	3.79	0.60	6.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2019 年末，公司拥有银行授信总额 500.00 万元，其中未使用授信余额 0.00 万元，受区政府债务管控影响，公司授信额度到期后未申请新增授信，备用流动性较差。

截至 2019 年末，公司无对外担保及受限资产。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2020 年 3 月 20 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

跟踪期内，公司得到了政府及相关部门在资产注入、政府补贴及业务发展等方面的大力支持

跟踪期内，根据青浦区国有资产管理委员会青

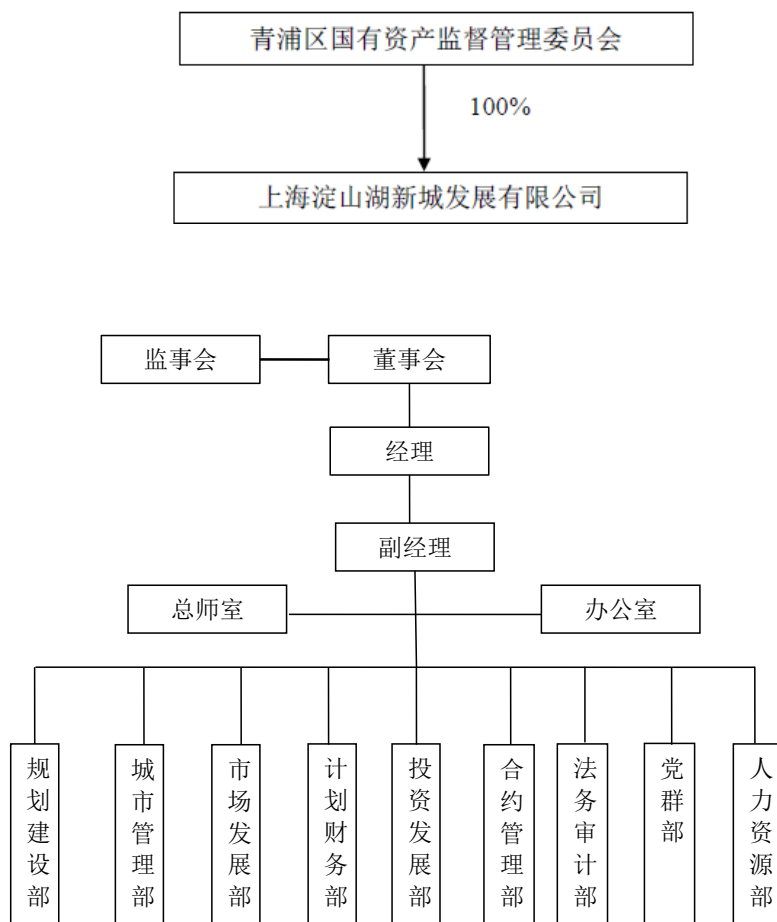
国资委【2019】27号、59号关于《增加本公司资本金》的批复文件，公司资本公积增加9.00亿元；此外，青浦区住房保障和房屋管理局无偿交付给公司保障性公租房约0.16亿元，上述资本注入进一步增加了公司资本实力。此外，跟踪季内，浦西房产及民惠佳苑纳入公司合并范围，浦西房产及民惠佳苑下保障房项目纳入公司资产，公司业务规模进一步增加。

政府补助方面，2018~2019年，公司分别收到政府补助1.37亿元及1.25亿元，提高了公司的持续经营能力。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海淀山湖新城发展有限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⁺**。

附一：上海淀山湖新城发展有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2019 年末)



资料来源：公司提供

附二：上海淀山湖新城发展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	259,290.68	243,657.39	320,148.88
应收账款	12,657.97	43,854.77	35,266.30
其他应收款	208,107.20	202,054.70	150,425.88
存货	1,163,588.67	1,496,484.74	1,773,211.31
长期投资	61,147.82	65,806.46	65,962.13
在建工程	6,780.64	11,276.62	21,522.45
无形资产	1,735.32	1,713.82	1,799.49
总资产	1,846,465.81	2,230,084.52	2,518,854.19
其他应付款	144,156.06	324,072.52	325,481.09
短期债务	67,709.37	107,113.00	38,513.00
长期债务	138,845.50	74,157.98	110,475.28
总债务	206,554.88	181,270.98	148,988.28
总负债	1,005,592.67	1,343,570.32	1,498,047.03
费用化利息支出	0.00	0.00	0.00
资本化利息支出	6,893.93	4,853.73	11,554.82
实收资本	165,000.00	165,000.00	165,000.00
少数股东权益	50.98	51.02	54.49
所有者权益合计	840,873.14	886,514.20	1,020,807.16
营业总收入	199,132.53	189,434.80	136,186.48
经营性业务利润	45,116.25	26,563.17	43,715.94
投资收益	34.86	-1,041.36	155.67
净利润	43,921.68	25,679.36	43,131.37
EBIT	44,851.98	25,462.91	55,812.37
EBITDA	47,741.91	28,615.00	64,334.29
销售商品、提供劳务收到的现金	376,572.18	175,472.24	100,495.28
收到其他与经营活动有关的现金	137,107.35	170,980.83	173,226.60
购买商品、接受劳务支付的现金	303,922.27	250,488.70	187,822.33
支付其他与经营活动有关的现金	52,496.69	43,763.83	21,744.55
吸收投资收到的现金	20,000.00	--	90,000.00
资本支出	3,173.36	5,225.21	21,638.66
经营活动产生现金净流量	139,067.75	21,113.74	46,818.18
投资活动产生现金净流量	-6,050.54	-10,928.18	-21,638.66
筹资活动产生现金净流量	11,987.35	-40,235.00	51,311.97
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	27.34	13.97	38.67
期间费用率(%)	5.72	6.51	14.65
应收类款项/总资产(%)	11.96	11.03	7.37
收现比(%)	1.89	0.93	0.74
总资产收益率(%)	2.67	1.25	2.35
资产负债率(%)	54.46	60.25	59.47
总资本化比率(%)	19.72	16.98	12.74
短期债务/总债务(%)	32.78	59.09	25.85
FFO/总债务(X)	0.23	0.16	0.35
FFO 利息倍数(X)	6.79	6.16	4.46
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	20.17	4.35	4.05
总债务/EBITDA(X)	4.33	6.33	2.32
EBITDA/短期债务(X)	0.71	0.27	1.67
货币资金/短期债务(X)	3.83	2.27	8.31
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	6.93	5.90	5.57

1、公司所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、长期应付款及其他应付款中的有息债务已调整至相应长期债务及短期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
偿债能力	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
	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
偿债能力	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。