

上海奉贤发展(集团)有限公司

2020 年公开发行公司债券(面向合格投资者)(第一期)

跟踪评级报告



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

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪[2020]100569】

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(面向合格投资者)(第一期)

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪：	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2020 年 6 月 24 日
首次评级：	AA ⁺	稳定	AA ⁺	2019 年 7 月 29 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
发行人母公司数据：				
货币资金	0.36	1.18	0.95	1.97
刚性债务	9.33	10.81	14.16	27.62
所有者权益	11.87	53.51	53.63	53.47
经营性现金净流入量	-3.26	2.77	-3.43	-12.01
发行人合并数据及指标：				
总资产	92.65	167.09	190.12	195.59
总负债	78.22	97.83	108.87	113.80
刚性债务	49.46	46.88	61.52	68.67
所有者权益	14.43	69.27	81.25	81.78
营业收入	48.58	48.51	53.78	0.27
净利润	0.43	1.08	1.86	-0.96
经营性现金净流入量	0.10	6.28	0.32	-5.28
EBITDA	2.31	3.15	4.36	—
资产负债率[%]	84.42	58.55	57.26	58.19
长短期债务比[%]	51.67	62.37	88.65	146.20
营业利润率[%]	1.69	3.22	4.78	-338.04
短期刚性债务现金覆盖率[%]	72.32	125.55	104.67	180.30
营业收入现金率[%]	96.38	120.91	92.54	1654.21
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-15.50	21.87	-22.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.23	1.19	1.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.07	0.08	—

注：发行人数据根据奉贤发展经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 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

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对上海奉贤发展(集团)有限公司(简称“奉贤发展”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 2020 年公开发行公司债券(面向合格投资者)(第一期)的跟踪评级反映了 2019 年以来奉贤发展在外部环境、业务地位等方面保持优势,同时也反映了公司在收入及盈利稳定性、资本性支出、债务偿付及或有损失等方面继续面临压力。

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,跟踪期内经济实力增强,土地出让总价回升,为奉贤发展提供了良好的外部发展环境。
- **业务地位突出。**跟踪期内,奉贤发展仍主要从事工程建设、保障房建设与代建、房地产开发、市政服务、土地复垦及租赁等业务,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。

主要风险：

- **收入及盈利波动风险。**跟踪期内,奉贤发展营业收入仍主要来源于工程建设与代建业务。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。**跟踪期内,随项目建设推进,奉贤发展负债规模扩张。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。



- 或有损失风险。奉贤发展存在一定规模对外担保，涉及借款本息已逾期，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，存在或有损失风险。

➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

上海奉贤发展（集团）有限公司

2020 年公开发行公司债券(面向合格投资者)(第一期)

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海奉贤发展（集团）有限公司 2020 年公开发行公司债券(面向合格投资者)(第一期)（简称“20 奉发 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据奉贤发展提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对奉贤发展的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2020 年 1 月公开发行 20 奉发 01，募集资金 10.00 亿元，全部用于偿还公司银行借款，发行期限 5 年，附第三年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率 3.75%。截至 2020 年 5 月末，本期债券募集资金已全部使用。

截至 2020 年 6 月 17 日，该公司已发行债券总额 30.00 亿元，均尚未到偿付期。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额（亿元）	期限（天/年）	发行利率（%）	发行时间	本息兑付情况
20 奉贤发展 MTN003	6.00	3+2 年	3.30	2020-6-18	尚未到期
20 奉贤发展 MTN002	4.00	3+2 年	3.30	2020-06-15	尚未到期
20 奉贤发展 MTN001	10.00	3+2 年	2.95	2020-05-26	尚未到期
20 奉发 01	10.00	3+2 年	3.75	2020-01-13	尚未到期

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继 43 号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，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 年至 2018 年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018 年下半年以来，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。2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

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

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》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，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。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，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，是我国城镇化建设的重要力量。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了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，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，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，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。

2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。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。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020 年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，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。2019 年，奉贤区经济保持平稳增长，同年全区商品房销售及土地市场出让情况较好，土地出让总价回升。2020 年第一季度，新冠肺炎疫情对奉贤区经济运行带来较大冲击，当期土地出让情况同比大幅回落。

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 2019 年末，全区常住人口 115.78 万人，较上年末增长 0.50%。

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。2019 年，奉贤区经济保持平稳增长，全区地区生产总值为 1173.2 亿元，可比增长 5.2%，其中第一产业增加值为 11.31 亿元，可比下降 15.4%；第二产业增加值为 748.25 亿元，可比增长 2.3%；第三产业增加值为 413.6 亿元，可比增长 12.1%；当年，三次产业结构比重为 1.0:63.8:35.2，第二产业在区域经济发展中仍占据主导地位。

工业经济方面，2019 年，奉贤区工业总产值增速有所回落，全区完成工业总产值 2100.4 亿元，同比增长 1.9%，增速较上年下降 7.8 个百分点。当年，奉贤区产值规模前百位的企业共实现规模以上产值 1047.7 亿元，同比增长 6.6%，占全部规模以上工业产值的比重达 57.3%，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¹，带动工业经济转型升级。2019 年，全区美丽健康产业规模以上企业完成产值 363.0 亿元，同比增长 8.3%。同年，战略新型企业完成工业总产值 583.2 亿元，可比增长 4.0%。

¹ 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。

图表 2. 2017 年以来奉贤区主要经济指标及增速²（单位：亿元）

指标	2017 年		2018 年		2019 年		2020 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	779.3	4.3%	841.5	6.1%	1173.2	5.2%	216.6	-9.7%
其中：第一产业	12.3	-23.0%	10.0	-21.6%	11.3	-15.4%	--	--
第二产业	419.9	3.0%	452.8	6.1%	748.3	2.3%	--	--
第三产业	347.1	7.2%	378.7	7.1%	413.6	12.1%	--	--
工业总产值	1799.3	7.3%	1981.6	9.7%	2100.4	1.9%	388.2	-19.8%
全社会固定资产投资	365.5	21.6%	440.5	20.5%	466.4	5.9%	59.9	-40.5%
社会消费品零售总额	535.1	9.1%	580.2	8.4%	622.5	7.3%	110.7	-19.9%
进出口总额	750.1	16.5%	876.1	16.8%	851.7	2.8%	187.0	-7.6%
三次产业结构	1.6:53.9:44.5		1.2:53.8:45.0		1.0:63.8:35.2		--	

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

从经济增长动力来看，2019 年，奉贤区固定资产投资和社会消费品零售总额仍保持稳步增长。当年，奉贤区完成固定资产投资 466.4 亿元，同比增长 5.9%，其中市属项目完成投资额 28.5 亿元，同比增长 7.4%。区属项目投资领域方面，基础设施投资 36.7 亿元，同比下降 51.4%；工业投资 91.0 亿元，同比增长 7.9%；房地产投资 278.7 亿元，同比增长 22.7%。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，2019 年受基础设施投资同比大幅下降影响，当年固定资产投资增速较上年下降 14.6 个百分点。2019 年，奉贤区房地产市场交易情况表现较好，商品房销售面积和销售额同比分别增长 25.4%、21.9%至 103.4 万平方米和 237.5 亿元。消费方面，2019 年全区社会消费品零售总额为 622.5 亿元，同比增长 7.3%，增速较上年回落 1.1 个百分点但仍保持较高水平。

图表 3. 2017 年以来奉贤区房屋建设、销售情况

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数额	增速	数额	增速	数额	增速
房屋施工面积（万平方米）	1061.3	12.3%	1221.0	15.1%	1337.6	9.5%
其中：新开工面积（万平方米）	159.6	-54.5%	307.2	92.4%	262.4	-14.6%
房屋竣工面积（万平方米）	130.3	366.4%	106.3	-18.4%	211.0	98.4%
商品房销售面积（万平方米）	66.3	-29.2%	82.4	24.3%	103.4	25.4%
商品房销售额（亿元）	86.9	-46.9%	194.8	124.2%	237.5	21.9%

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

2020 年第一季度，新冠肺炎疫情对奉贤区经济运行带来较大冲击，当期，奉贤区实现地区生产总值 216.6 亿元，同比下降 9.7%。全区工业总产值为 388.2 亿元，同比下降 19.8%，其中规模以上工业总产值为 337.7 亿元，同比下降 19.8%，美丽健康产业企业完成规模以上工业总产值 69.3 亿元，同比下降 11.1%。同期，全区固定资产投资下降明显，尤其是房地产开发投资由于疫情期间难以开工、房屋施工停滞同比下跌幅度较大，当期全区完成固定资产投资 59.9 亿元，同比下降 40.5%，其中房地产开发投资 39.6 亿元，同比下降 39.8%。由于疫情期间正值春节，消费市场受冲击较大，同时，货物贸易进出口受国内复工进度和海外疫情发展影响同比下降，当期，奉贤区实现社会消费品零售总额 110.7 亿元，同比下降 19.9%，完成进出口总额 187.0 亿元，同比下降 7.6%。

² 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。

土地市场方面，2019 年，奉贤区土地出让均价有所下滑，主要系部分出让住宅用地用于动迁安置房项目、成交均价较低所致；同年，各类用地出让面积明显增长，土地出让总价同比大幅回升。2019 年，全区土地出让总面积为 147.18 万平方米，同比增长 184.46%；其中住宅用地出让面积为 65.55 万平方米，同比增长 74.01%。当年，全区土地出让总价为 132.70 亿元，同比增长 65.37%，其中住宅用地出让总价为 111.18 亿元，同比增长 41.28%。2020 年第一季度，奉贤区土地出让面积较小，为 23.36 万平方米，同比下降 30.43%，实现土地出让总价 12.87 亿元，同比下降 79.76%；当期，住宅用地出让面积大部分用于动迁安置房项目，受此影响，住宅用地出让均价偏低。

图表 4. 2017 年以来奉贤区土地市场交易情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
土地出让总面积（万平方米）	149.37	51.74	147.18	23.36
其中：住宅用地出让面积（万平方米）	71.10	37.67	65.55	14.54
商办用地出让面积（万平方米）	21.23	0.81	15.63	5.64
工业用地出让面积（万平方米）	57.03	11.84	61.38	--
其他用地出让面积（万平方米）	--	1.42	4.62	3.19
土地出让总价（亿元）	172.70	80.24	132.70	12.87
其中：住宅用地出让总价（亿元）	151.85	78.69	111.18	7.59
商办用地出让总价（亿元）	14.32	0.62	11.51	4.42
工业用地出让总价（亿元）	6.54	0.59	8.81	--
其他用地出让总价（亿元）	--	0.34	1.20	0.86
土地出让均价（元/平方米）	11562.37	15507.04	9015.82	5510.13
其中：住宅用地出让均价（元/平方米）	21355.40	20887.89	16960.85	5221.59
商办用地出让均价（元/平方米）	6745.81	7600.04	7363.87	7843.46
工业用地出让均价（元/平方米）	1145.97	494.09	1435.96	--
其他用地出让均价（元/平方米）	--	2430.87	2587.05	2700.19

资料来源：CREIS 中指数据

2. 业务运营³

跟踪期内，该公司仍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、土地复垦及租赁等业务；公司营业收入仍主要来源于工程建设与代建业务，同时市政服务业务对营业收入形成一定补充。2019 年，主要得益于工程建设与代建业务收入规模扩大，公司营业收入同比增长；2020 年第一季度，公司未结算工程建设与代建业务收入，当期营业收入规模偏小，主业亏损。现阶段，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、少量土地复垦以及租赁等业务，业务区域范围以奉贤区为主。2019 年，公司营业收入为 53.78 亿元，较上年增长 10.87%，主要系自工程建设与代建业务收入增长所致，当期工程建设与代建业务收入为 48.83 亿元，较上年增长 10.05%，占营业收入的比重为 90.79%，仍是公司营业收入的最主要来源；当年，市政服务业务收入

³ 业务运营涉及项目投资数据为累计投资完成额。

较上年增长 25.08%至 3.39 亿元，对营业收入形成重要补充。2019 年，公司综合毛利率为 8.47%，随工程建设与代建业务、市政服务业务毛利率有所回升，较上年提高 1.12 个百分点。2020 年第一季度，公司未结算工程建设与代建业务收入，当期营业收入规模偏小，为 0.27 亿元，主要来自于市政服务及租赁业务；同期，公司主业亏损，综合毛利率为-12.08%。

图表 5. 2017 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	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	48.58	100.00%	48.51	100.00%	53.78	100.00%
工程建设与代建业务	43.41	89.37%	44.37	91.47%	48.83	90.79%
房地产业务	1.60	3.29%	0.23	0.47%	0.42	0.78%
市政服务业务	2.58	5.31%	2.71	5.59%	3.39	6.31%
租赁业务	0.14	0.28%	0.46	0.94%	0.48	0.89%
土地复垦业务	0.36	0.74%	0.24	0.49%	0.12	0.22%
商品销售业务	0.38	0.79%	0.36	0.73%	0.26	0.49%
其他业务	0.10	0.21%	0.15	0.31%	0.29	0.54%
毛利率	7.72%		7.35%		8.47%	
工程建设与代建业务	8.07%		6.01%		6.80%	
房地产业务	-26.07%		-20.82%		64.00%	
市政服务业务	12.49%		11.30%		13.80%	
租赁业务	87.80%		89.50%		46.45%	
土地复垦业务	22.84%		19.89%		20.80%	
商品销售业务	25.69%		35.23%		21.12%	
其他业务	38.05%		38.05%		68.42%	

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上海奉贤建设发展（集团）有限公司（以下简称“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、公路交通工程（公路安全设施）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、上海市排水管道养护维修二类、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等资质。

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、金海公路（大叶公路-浦南运河）改建工程、金海公路（浦南运河-平庄西路）改建工程、G228 公路（鳊鱼泾-海湾路以东）新建工程（FXI-1 标）、G228 公路（鳊鱼泾-海湾路以东）新建工程 FXI-3 标段等，总投资合计 21.91 亿元，截至 2019 年末累计回款 18.17 亿元。

截至 2019 年末，该公司主要道路、桥梁在建项目总投资合计 14.34 亿元，主要绿化、房屋修缮在建项目总投资合计 2.39 亿元，总计已累计完成投资 11.14 亿元，未来尚需投资 5.59 亿元。同年末，公司主要拟建工程建设项目总投资合计 2.38 亿元。

图表 6. 截至 2019 年末公司主要在建桥梁、道路项目（单位：亿元）⁴

项目名称	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	上海奉贤交通能源（集团）有限公司	3.99	2.29
奉贤区金庄公路（金海公路-现状金钱公路）道路新建工程		2.89	2.86
奉贤区民乐路（奉炮公路-浦星公路）道路新建工程		1.78	1.67
大叶公路奉贤段（沪杭公路改线-环城东路）改建工程		2.93	0.04
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）		2.75	2.56
合计	--	14.34	9.42

资料来源：奉贤发展

图表 7. 截至 2019 年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	0.66
南桥镇古华 A 区旧住房修缮工程	0.28	0.06
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	0.48
2018 年奉贤区大叶公路-浦星公路沿线生态廊道建设项目	0.43	0.04
合计	2.39	1.72

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

⁴ 总投资由预计总成本调整为总包合同签订金额，已投资为累计实际发生成本。

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。

2017 年以来至 2019 年末，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、金水苑五期项目和金昊丽苑一期，实际投资合计 68.57 亿元，截至 2019 年末上述项目已累计回款 54.02 亿元。

截至 2019 年末，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 66.41 亿元，累计已投资 27.14 亿元。

图表 8. 截至 2019 年末公司主要在建保障房项目（单位：亿元）

项目	业务模式	预计总投资	已投资 ⁵
金汇镇区 21-02、22-01 地块配套动迁安置房	代建回购	3.72	2.60
奉贤区南桥基地大型社区市属共有产权保障住房 12-21A-05A 地块项目	对外销售	9.62	3.83
奉贤区南桥基地大型社区市属共有产权保障住房 15-24A-01A 地块项目	对外销售	7.72	2.71
奉贤区南桥基地大型居住社区 15-19A-05A 地块项目	对外销售	6.57	4.27
奉贤区南桥基地大型居住社区 14-17A-01A 地块项目	对外销售	7.50	2.95
柘林镇 F8 安置基地 02-01 地块	代建回购	22.07	8.97
柘林镇 F8 安置基地 15-02 地块项目	代建回购	9.21	1.81
合计	--	66.41	27.14

资料来源：奉贤发展

截至 2019 年末，该公司拟建保障房项目包括九华丽苑五期、海港 65-01 地块区域项目和金碧汇虹苑，总投资合计 35.23 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
九华丽苑五期	代建回购	7.89
海港 65-01 地块区域项目	租赁 ⁶	17.80
金碧汇虹苑	代建回购	9.54
合计	--	35.23

资料来源：奉贤发展

2019 年，该公司工程建设与代建业务合计新签合同数量为 357 个。当年，公司工程建设与代建收入为 48.83 亿元，较上年增长 10.05%；同期，业务毛利率为 6.80%，较上年提高 0.79 个百分点。2020 年第一季度，公司未结算工程建设与代建业务收入。2019 年，公司工程建设、保障房代建项目收入稳定增长，项目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。

⁵ 包括已结转成本。

⁶ 该项目由一级子公司上海奉港置业有限公司（简称“奉港置业”）负责，主要为建设长期租赁用房。

(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⁷。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 2019 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。

2019 年，该公司实现房地产业务收入 0.42 亿元，主要来自于周浦镇繁荣华庭项目存量房和少量车位销售，同期公司房地产业务毛利率为 64.00%，毛利率较高主要系商品房成本集中于以前年度结转所致。2020 年第一季度未确认房地产业务收入。

图表 10. 2017-2019 年公司主要在售商品房项目情况（单位：亿元）

项目名称	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本
周浦镇繁荣华庭	1.24	1.86	0.13	0.23	0.41	0.15
西宁宏达花苑	0.36	0.16	0.10	0.05	0.01	0.002
合计	1.60	2.02	0.23	0.28	0.42	0.15

资料来源：奉贤发展

截至 2019 年末，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%，简称“农工商置业”）负责，项目总投资 20.00 亿元，公司需按照股权比例进行投资，同年末项目已投资 6.24 亿元，主要为购地支出。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，同年末已投资 19.07 亿元，主要为购地支出及手续费、可研费用等前期费用。

图表 11. 截至 2019 年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	6.24
南桥新城 10 单元 01D-03 区域地块	28.00	19.07
合计	48.00	25.31

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和南桥源城市更新改造项目。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 年末已累计投资 3.57 亿元，目前主体已基本完工，项目预计于 2020 年 11 月完工。南桥源城市更新改造项目东起环城东路，西至南桥路，南起解放路，北至浦南运河，面积约 900 亩，具体包括 8 个项目，预计总投资约 10 亿元，由奉贤区政府单位委托公司进行代建，截至 2019 年末，公司累计投资 6.66 亿元，同期末收到专项建设资金 6.35 亿元，收到拆迁安置房购房款 4.25 亿元⁸。

⁷ 西宁宏达花苑项目完结后，该项目公司拟注销。

⁸ 拆迁安置房购房款不计入项目总投资，由该公司代收代付。

(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。2019 年公司市政服务收入为 3.39 亿元，较上年增长 25.08%；同年，业务毛利率为 13.80%，较上年提高 2.50 个百分点。

该公司市政服务业务涉及的项目单个合同金额较小，截至 2019 年末，公司主要在在建的项目包括解放路（环城东路-沪杭公路）等 5 条区管道路综合整治项目、2019 年奉贤区公路中修养护项目（一期）和上海市内河跨航道市管桥梁防撞（护）工程（二期）工程二标段，总投资为 1.53 亿元，累计完成投资 1.07 亿元。

(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 年末，公司公租房合计 2981 套，其中达到出租条件的 2129 套，已出租 1975 套，出租率 92.8%。

2019 年，该公司租赁业务收入为 0.48 亿元，业务毛利率为 46.45%。当年，公司租赁业务收入较上年增长 4.19%，随着出租房源增加，公司相关维修支出及摊销费用增加，受此影响，公司租赁业务毛利率较上年下降 43.05 个百分点。

(5) 土地复垦

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瓴企业发展有限公司（以下简称“建瓴发展”）。公司土地复垦业务合同价通常为 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。

2019 年，该公司土地复垦业务收入为 0.12 亿元，业务毛利率为 20.80%，由于部分项目尚未开票，公司土地复垦业务确认的收入较上年下降 50.34%，同年，业务毛利率较上年提高 0.91 个百分点。

（6）其他

该公司其他业务主要包括彩色沥青销售、景区经营及管理服务。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。2019 年，公司商品销售收入为 0.26 亿元，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，受此影响，当年公司商品销售收入同比下降 26.43%，业务毛利率为 21.12%，受成本上升影响，业务毛利率有所下滑。

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，管理服务收入来自于保障房项目的管理费。2019 年，上述两项业务收入合计为 0.25 亿元，对公司收入的贡献有限。

管理

跟踪期内，该公司唯一股东及实际控制人仍是奉贤区国资委。公司董事、监事及高管发生变化，组织机构、管理方面未发生重大变化。

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，上海市奉贤区国有资产监督管理委员会（简称“奉贤区国资委”）仍是公司唯一出资人和实际控制人。跟踪期内，经奉贤区国资委批复，公司董事会成员由 5 人调整为 7 人，并对部分董事及监事人员进行调整，金拥军不再任公司董事，新增朱文中和陈晓雪为公司董事；陈播军不再任公司监事，改任公司董事，新增王娇和李燕为公司监事；黄联锋不再任公司总经理，由朱文中任公司总经理。

跟踪期内，该公司关联交易主要体现为与关联方之间的往来款。2019 年末，公司其他应收款中应收上海建耘工程检测有限公司的往来款为 0.06 亿元，新增对农工商置业其他应收款 5.01 亿元。同期末，公司其他应付款中应付上海奉浦实业有限公司（简称“奉浦实业”）⁹、苏州众鑫房地产发展有限公司、上海贤苑置业有限公司的往来款分别为 1.11 亿元、0.56 亿元和 0.04 亿元。整体看，公司关联资金往来规模相对较小，相关风险可控。

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 2020 年 5 月 8 日提供的《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 2020 年 5 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逾期、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。

⁹ 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。

财务

跟踪期内，随项目建设推进，该公司债务规模扩张；但主要得益于资产拨入，公司资本实力增强，负债经营程度得以维持。跟踪期内，公司资产获利能力仍较弱，经营活动产生的现金净流入规模较小，对债务偿付保障力度较弱。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。此外，公司对外担保对应借款逾期，承担连带清偿责任，存在或有损失风险。

1. 公司财务质量

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——基本准则》和具体企业会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。跟踪期内公司合并范围未发生变化，截至 2020 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

2019 年末，该公司负债总额为 108.87 亿元，资产负债率为 57.26%。受长期借款及专项应付款增加影响，公司负债总额较上年末增长 11.29%；同年末，得益于政府无偿划拨资产，公司所有者权益增加，资产负债率较上年末下降 1.27 个百分点。

债务期限结构方面，2019 年末该公司长短期债务比为 88.65%，较上年末提高 26.28 个百分点，公司债务期限结构有所改善。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。2019 年末，公司流动负债余额为 57.71 亿元，较上年末下降 4.21%。当年末，公司短期借款余额为 2.90 亿元（全部为担保借款），较上年末下降 9.38%；应付账款余额为 3.05 亿元，主要为应付工程款、货款、劳务款等，随项目结算，较上年末下降 10.52%；预收款项余额为 16.51 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，主要预收对象为上海奉贤南桥新城建设发展有限公司（简称“南桥新城”）、奉贤土储中心、上海市住房建设发展中心等，当年末公司预收工程款余额为 12.17 亿元，较上年末增加 1.38 亿元，预收房款余额为 4.32 亿元，较上年末减少 7.45 亿元，主要系结转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 13.73 亿元，主要为往来款 10.05 亿元和收到的保障房动迁安置款 2.73 亿元，应付对象主要为奉贤区土储中心、上海市奉贤区建设和交通委员会、奉浦实业等；一年内到期的非流动负债余额为 20.54 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 25.48%。

2019 年末，该公司非流动负债余额为 51.16 亿元，较上年末增长 36.14%。非流动负债主要集中于长期借款和专项应付款。当年末，长期借款余额为 38.02 亿元，主要为抵押借款，较上年末增长 39.37%；专项应付款余额为 12.32 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，较上年末增长 28.77%，主要系新增奉贤区政府拨付的南桥源城市更新项目款项所致。

2020 年 3 月末，该公司负债总额为 113.80 亿元，较 2019 年末增长 4.53%，长短期债务比调整为 146.20%，较 2019 年末提高 57.55 个百分点，主要系长期债务规模扩张、发行债券及偿付部分一年内到期的长期借款所致。当期末，公司一年内到期的非流动负债余额为 10.16 亿元，较 2019 年末下降 50.55%；长期借款余额为 44.54 亿元，较 2019 年末增长 17.16%；新增应付债券余额 9.90 亿元，系发行公司债“20 奉发 01”所致。同期末，短期借款较 2019 年末增长 34.48%至 3.90 亿元；应付账款较 2019 年末下降 26.05%至 2.26 亿元。除上述科目外，当期末其他负债科目余额较 2019 年末变化不大。

2019 年末，该公司刚性债务余额为 61.52 亿元，较上年末增长 31.23%，刚性债务占负债比重为 56.51%，较上年末提高 8.59 个百分点，主要系长期借款增加所致。当期末，公司刚性债务主要集中于银行借款，2019 年末公司银行借款余额为 61.46 亿元，较上年末增长 31.19%，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为 132.06%，较上年末下降 15.69 个百分点，净资产对刚性债务的覆盖程度一般；短期刚性债务余额为 23.51 亿元，较上年末增长 19.92%，主要系长期借款于一年内到期所致，同期末短期刚性债务现金覆盖率为 104.67%，较上年末下降 20.87 个百分点，仍处于较好水平。2020 年 3 月末，公司刚性债务余额为 68.67 亿元，较 2019 年末增长 11.61%，主要系长期借款增加及发行债券所致；同期末，公司股东权益与刚性债务比率为 119.10%，较 2019 年末下降 12.96 个百分点；其中，短期刚性债务余额为 14.22 亿元，较 2019 年末下降 39.49%，短期刚性债务现金覆盖率为 180.30%，较 2019 年末提高 75.63 个百分点，公司即期偿债压力较小。

图表 12. 截至 2019 年末公司银行借款情况（单位：亿元）

借款类别	短期借款	长期借款（含一年内到期部分）	合计
信用借款	--	6.83	6.83
担保借款	2.90	11.40	14.30
抵押借款	--	40.33	40.33
合计	2.90	58.56	61.46

资料来源：奉贤发展

截至 2019 年末，该公司对外担保余额 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%；2019 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 4.47%。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 亿元已逾期。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。2020 年 3 月末，公司对外担保余额未发生变化，担保比率为 4.44%。

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¹⁰，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，但尚无进展。考虑到上述借款本息尚未偿付完毕，公司存在或有损失风险。

（2）现金流分析

该公司营业收入主要来自于工程建设与代建业务。2019 年，公司营业收入现金率为 92.54%，同比下降 28.37 个百分点，主要受金水苑五期项目部分购房款于 2018 年预收所致。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。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.32 亿元，较上年下降 5.96 亿元，当期现金流净额规模较小，主要受主业回款同比下滑且往来款净流出所致。2020 年第一季度，公司营业收入规模偏小，经营活动产生的现金流量净额为-5.28 亿元。

2019 年，该公司投资活动产生的现金流量净额为-12.45 亿元，较上年下降 16.70 亿元。2018 年，公司购买理财产品支出 6.42 亿元，收回全部理财产品本息 13.61 亿元，投资性现金流呈净流入状态。2019 年，公司投资活动现金流入规模较小，为 0.12 亿元，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 11.89 亿元，投资性现金流转为净流出状态。2020 年第一季度，公司投资活动产生的现金流净额为-0.47 亿元，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。2019 年及 2020 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 12.03 亿元和 6.76 亿元，同期，公司取得借款收到的现金分别为 38.66 亿元和 20.13 亿元¹¹。

该公司 EBITDA 主要来源于利润总额和费用化利息支出，2019 年为 4.36 亿元，同比增长 38.40%。当年，EBITDA 对刚性债务的覆盖倍数为 0.08 倍，对利息支出的覆盖倍数为 1.68 倍，均处于较低水平。2019 年，公司经营活动产生的现金流净流入规模较小，无法对债务偿付形成有效保障。

¹⁰ 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。

¹¹ 包括 2020 年第一季度发行债券取得的现金。

(3) 资产质量分析

跟踪期内，得益于资产划拨，该公司资本实力有所增强。2019 年末及 2020 年 3 月末，公司所有者权益分别为 81.25 亿元和 81.78 亿元，同比分别增长 17.30%和 0.66%，分别系资本公积和少数股东权益增加所致。2019 年末，得益于奉贤区国资委拨入公租房资产 10.49 亿元及注入资本金 0.10 亿元，公司资本公积较上年末增长 23.29%至 56.08 亿元；2020 年 3 月末，受奉港置业少数股东增资影响，公司少数股东权益较 2019 年末增长 316.78%至 1.97 亿元；当期末，受一季度主业亏损影响，未分配利润较 2019 年末下降 23.39%至 3.16 亿元。2019 年末及 2020 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，同期末公司实收资本均为 20.00 亿元，较 2018 年末未发生变动，实收资本与资本公积合计占所有者权益的比重分别为 93.64%和 93.02%，资本结构较稳定。

2019 年末，该公司资产总额为 190.12 亿元，较上年末大幅增长 13.78%。资产结构方面，公司资产以流动资产为主，当年末流动资产占资产总额的比重为 53.79%，较上年末下降 7.32 个百分点；同年末，公司流动资产余额为 102.27 亿元，较上年末略增长 0.16%。2019 年末，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。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 0.20 亿元，为保证金存款），与上年末基本持平，现金比率为 42.64%，较上年末提高 1.79 个百分点，公司货币资金较为充裕；应收账款余额为 12.16 亿元，主要为应收海奉贤新城建设发展有限公司、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 5.44 亿元、2.24 亿元和 2.43 亿元，较上年末增长 17.80%；其他应收款余额为 14.75 亿元，主要为应收拆借款和往来款，较上年末增长 52.69%，主要系新增应收农工商置业往来款 5.01 亿元所致，当年末应收 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（简称“聚联公司”）、上海邦富餐饮娱乐有限公司、上海华沪实业有限公司（简称“华沪公司”）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¹²，均已全额计提坏账准备，除上述款项外，公司应收上海达贤实业有限公司（简称“贤达实业”）往来款 2.57 亿元，应收上海申隆生态园有限公司（简称“申隆公司”）往来款 2.03 亿元，应收上海奉贤区国有资产经营有限公司（简称“公有资产”）往来款 1.29 亿元，贤达实业、申隆公司和公有资产均为奉贤区国企，实际控制人均为奉贤区国资委；同年末，公司存货余额为 48.37 亿元，主要为保障房建设成本和商品房购地支出，随项目结转，较上年末下降 9.28%。此外，公司预付款项余额为 0.23 亿元，较上年末下降 90.42%，主要系预付的土地款转入无形资产所致。

2019 年末，该公司非流动资产余额为 87.85 亿元，较上年末增长 35.19%，主要系投资性房地产及在建工程增加所致。当年末，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。公司投资性房地产余额为 65.91 亿元，主要为公租房资产、古华山庄酒店资产和商铺等，较上年末增长 20.23%，主要系奉贤区国资委拨入公租房资产 10.49 亿元所致；固定资产余额为 5.31 亿元，主要为公司名下的办公楼，较上年末增长 13.89%，系外购所致；在建工程余额为 10.72 亿元，较上年末增长 314.26%，主要系新

¹² 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。公司对聚联公司、华沪公司、盛临置业的应收本金 1.26 亿元、0.57 亿元和 0.91 亿元及应收利息 1.02 亿元，系公司与上海富纯投资管理有限公司、聚联公司、申隆公司三家民营企业及担保方华沪公司和姚建国发生债务纠纷产生所致，相关司法程序已完结，判决被告上海富纯投资管理有限公司、申隆公司和姚建国承担偿还本息或相应的担保责任，目前案件司法程序已完结，被告尚未履行相关义务。

增东方美谷论坛酒店项目和南桥源城市更新改造项目所致；同年末，无形资产余额 3.24 亿元，主要为土地使用权，较上年末增加 2.63 亿元。

2020 年 3 月末，该公司资产总额为 190.12 亿元，较 2019 年末增长 2.88%，主要系存货增加所致。当期末，公司存货余额为 56.85 亿元，较 2019 年末增长 17.54%，系项目投资增加及部分计入在建工程科目的项目重分类至存货所致。当期末，公司在建工程余额为 7.43 亿元，较 2019 年末下降 30.65%。当期末，公司货币资金余额为 25.65 亿元，较 2019 年末增长 4.23%。除上述科目外，公司其他资产科目余额较 2019 年末变动不大。

（4）流动性/短期因素

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司流动比率分别为 177.21%和 240.51%；现金比率分别为 42.64%和 55.48%；短期刚性债务现金覆盖率分别为 104.67%和 180.30%，公司即期偿债压力较小。截至 2020 年 3 月末，公司受限资产余额为 17.25 亿元，其中受限安置房（计入“存货科目”）17.03 亿元¹³，全部用于抵押贷款，受限货币资金 0.21 亿元，全部为保证金，当期末受限资产余额占总资产的比重为 8.82%，占净资产的比重为 21.09%。

3. 公司盈利能力

2019 年，该公司营业收入为 53.78 亿元，同比增长 10.87%，营业毛利为 4.55 亿元，同比增长 27.77%。2020 年第一季度，公司营业收入为 0.27 亿元，营业毛利为-0.03 亿元，由于工程建设与代建项目未进行结算，当期营业收入规模偏小，主业经营亏损。

该公司期间费用较高，对利润形成一定影响。2019 年及 2020 年第一季度，公司期间费用分别为 3.07 亿元和 0.92 亿元，其中管理费用分别为 2.36 亿元和 0.72 亿元，财务费用分别为 0.53 亿元和 0.16 亿元。2019 年，公司期间费用规模同比增长 3.24%。近一年及一期，公司期间费用率分别为 5.70%和 335.74%，2020 年第一季度，受营业收入规模偏小影响，期间费用率高。

2019 年，该公司投资净收益为 0.16 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¹⁴的分红收益；当年，公司投资性房地产公允价值变动收益为 0.60 亿元，获得的政府补助为 0.90 亿元¹⁵，对利润形成一定补充。同年，公司净利润为 1.86 亿元，同比增长 72.80%。2019 年，公司净资产收益率为 2.48%，同比下降 0.10 个百分点，公司盈利能力仍较弱。2020 年第一季度，公司未产生公允价值变动收益，投资收益为-0.03 亿元，获得的政府补助为 0.06 亿元，当期净利润为-0.96 亿元。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍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、土地复垦及租赁等业务；公司营业收入仍主要来

¹³ 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。

¹⁴ 2019 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。

¹⁵ 包括计入“其他收益”和“营业外收入”科目中的政府补助。

源于工程建设与代建业务，同时市政服务业务对营业收入形成一定补充。2019 年，主要得益于工程建设与代建业务收入规模扩大，公司营业收入同比增长；2020 年第一季度，公司未结算工程建设与代建业务收入，当期营业收入规模偏小，主业亏损。现阶段，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。

跟踪期内，随项目建设推进，该公司债务规模扩张；但主要得益于资产拨入，公司资本实力增强，负债经营程度得以维持。跟踪期内，公司资产获利能力仍较弱，经营活动产生的现金净流入规模较小，对债务偿付保障力度较弱。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。此外，公司对外担保对应借款逾期，承担连带清偿责任，存在或有损失风险。

2. 外部支持因素

跟踪期内，得益于公租房资产划入和子公司少数股东增资，该公司资本实力增强。截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 81.78 亿元，较 2018 年末增长 18.07%。

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 年末尚未使用的授信余额为 33.89 元，可为业务发展与资金周转提供一定支持。

跟踪评级结论

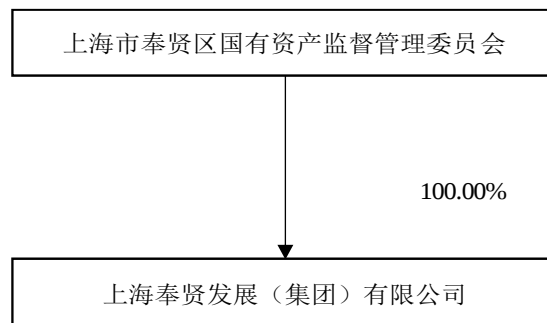
奉贤区位于上海市南部，定位为上海南部滨海城区、杭州湾北岸综合性服务型城区，全区工业基础较好。2019 年，奉贤区经济保持平稳增长，同年全区商品房销售及土地市场出让情况较好，土地出让总价回升。2020 年第一季度，新冠肺炎疫情对奉贤区经济运行带来较大冲击，当期土地出让情况同比大幅回落。

跟踪期内，该公司唯一股东及实际控制人仍是奉贤区国资委。公司董事、监事及高管发生变化，组织机构、管理方面未发生重大变化。跟踪期内，公司仍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、土地复垦及租赁等业务；公司营业收入仍主要来源于工程建设与代建业务，同时市政服务业务对营业收入形成一定补充。2019 年，主要得益于工程建设与代建业务收入规模扩大，公司营业收入同比增长；2020 年第一季度，公司未结算工程建设与代建业务收入，当期营业收入规模偏小，主业亏损。现阶段，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。

跟踪期内，随项目建设推进，该公司债务规模扩张；但主要得益于资产拨入，公司资本实力增强，负债经营程度得以维持。跟踪期内，公司资产获利能力仍较弱，经营活动产生的现金净流入规模较小，对债务偿付保障力度较弱。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。此外，公司对外担保对应借款逾期，承担连带清偿责任，存在或有损失风险。

附录一：

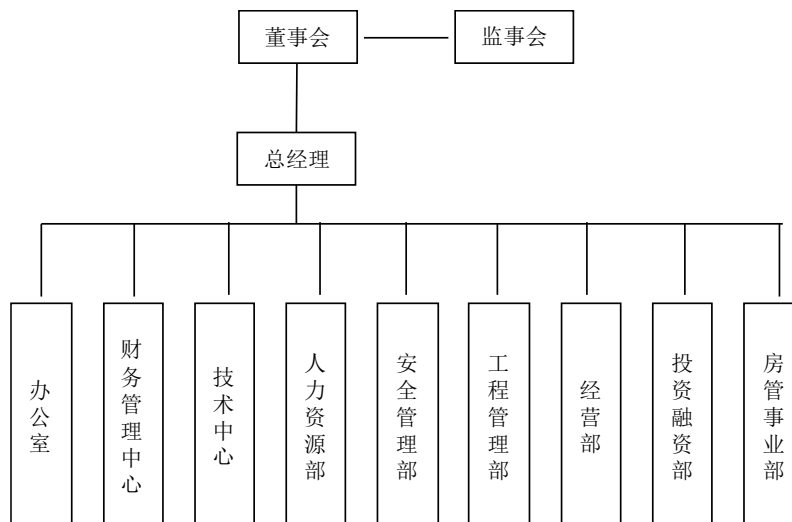
公司股权结构图



注：根据奉贤发展提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 年 3 月末）

附录三：
发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	92.65	167.09	190.12	195.59
货币资金 [亿元]	16.75	24.61	24.61	25.65
刚性债务[亿元]	49.46	46.88	61.52	68.67
所有者权益 [亿元]	14.43	69.27	81.25	81.78
营业收入[亿元]	48.58	48.51	53.78	0.27
净利润 [亿元]	0.43	1.08	1.86	-0.96
EBITDA[亿元]	2.31	3.15	4.36	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.10	6.28	0.32	-5.28
投资性现金净流入量[亿元]	-6.94	4.26	-12.45	-0.47
资产负债率[%]	84.42	58.55	57.26	58.19
长短期债务比[%]	51.67	62.37	88.65	146.20
权益资本与刚性债务比率[%]	29.18	147.75	132.06	119.10
流动比率[%]	151.84	169.48	177.21	240.51
速动比率[%]	93.49	77.05	93.00	117.20
现金比率[%]	32.48	40.85	42.64	55.48
短期刚性债务现金覆盖率[%]	72.32	125.55	104.67	180.30
利息保障倍数[倍]	0.94	0.89	1.36	—
有形净值债务率[%]	583.32	144.85	141.14	146.54
担保比率[%]	-	-	4.47	4.44
毛利率[%]	7.72	7.35	8.47	-12.08
营业利润率[%]	1.69	3.22	4.78	-338.04
总资产报酬率[%]	1.95	1.91	1.98	—
净资产收益率[%]	3.03	2.58	2.48	—
净资产收益率*[%]	3.07	2.58	2.47	—
营业收入现金率[%]	96.38	120.91	92.54	1,654.21
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.19	11.23	0.55	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	0.22	13.04	0.60	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-13.52	18.84	-20.56	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-15.50	21.87	-22.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	1.23	1.13	1.68	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.07	0.08	—

注 1：表中数据根据奉贤发展经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、计算。

注 2：奉贤发展 2017-2018 年末对外担保数据未获取。

附录四：
各项财务指标的计算公式

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

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

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

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

评级声明

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

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

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

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

本次评级所依据的评级技术文件

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

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。