

上海松江城镇建设投资开发有限公司 2021 年 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：赵 敏 mzhao@ccxi.com.cn

项目组成员：宋 航 hsong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 5 月 20 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]3440D 号

上海松江城镇建设投资开发集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“上海松江城镇建设投资开发集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年五月二十日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
上海松江城镇建设投资建设集团有限公司	不超过 18 亿元 (含 18 亿元)	本期债券为 5 年期, 第三年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权	利息每年支付一次, 最后一期利息随本金一起支付	拟用于股权增资和补充流动资金

评级观点: 中诚信国际评定上海松江城镇建设投资建设集团有限公司(以下简称“松江城投”或“公司”)主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“上海松江城镇建设投资建设集团有限公司 2021 年公开发行公司债券(第一期)”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了良好的区域经济环境、公司战略地位突出及业务多元化且运营较为稳定等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到公司优质股权划出, 盈利能力减弱、资产流动性较弱以及经营活动净现金流波动较大等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

松江城投(合并口径)	2018	2019	2020
总资产(亿元)	383.53	377.98	403.49
所有者权益合计(亿元)	182.21	190.54	186.97
总负债(亿元)	201.31	187.44	216.52
总债务(亿元)	42.71	22.35	21.79
营业总收入(亿元)	38.17	37.13	32.55
经营性业务利润(亿元)	3.66	3.30	2.43
净利润(亿元)	4.24	5.24	3.33
EBITDA(亿元)	--	--	--
经营活动净现金流(亿元)	32.88	5.84	7.11
收现比(X)	1.33	1.03	1.09
营业毛利率(%)	21.65	21.63	21.32
应收类款项/总资产(%)	2.91	2.30	4.23
资产负债率(%)	52.49	49.59	53.66
总资本化比率(%)	18.99	10.50	10.44
总债务/EBITDA(X)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--

注: 1、中诚信国际根据 2017~2019 年三年连审审计报告及 2020 年审计报告整理; 2、所有者权益包含少数股东权益, 净利润包含少数股东损益; 3、企业未提供 2018~2020 年的现金流量补充表, 故相关指标无效。

正面

■ **良好的区域经济环境。**在 G60 科创走廊建设引领下, 近年来松江区经济平稳发展, 经济结构不断调整优化。2020 年, 松江区实现地区生产总值 1,637.11 亿元, 同比增长 3.9%, 稳定发展的区域经济为公司业务发展提供了良好的外部环境。

■ **战略地位突出。**作为松江区最重要的公用事业经营和市政建设平台, 公司负责核心区域基础设施建设, 水务和燃气业务在松江区处于垄断地位, 松江区政府在资金注入和财政补贴等方面给予有力支持。

■ **业务多元化且运营较为稳定。**公司业务涵盖松江区水务、燃气供应、道路工程、环境卫生及基础设施建设等多方面, 业务收入来源多元化。公司主营业务运营较为稳定, 且公用事业板块可以带来良好的现金流。

关注

■ **优质股权划出, 盈利能力减弱。**2018~2020 年, 公司分别实现投资收益 1.63 亿元、3.37 亿元和 1.59 亿元, 其中涉及兴业银行、上海银行、广发银行股权投资及城乾公司所投项目的分红收益。根据国资委相关安排, 公司已将城乾公司 100% 股权无偿划转至松江国投, 银行股权因暂未进行工商手续变更而未划出, 若后续银行股权划转则将进一步影响公司盈利能力。

■ **资产流动性较弱。**2020 年末, 公司存货规模为 202.33 亿元, 主要由工程施工(183.55 亿元)构成, 主要系公司本部代政府监管的基础设施建设业务施工投入, 公司存货占当期总资产的比重为 50.15%, 整体规模较大, 影响了公司的资产流动性。

■ **经营活动净现金流波动较大。**受经营性业务回款、往来款及业务支出规模影响, 公司经营活动净现金流波动较大。2018~2020 年, 公司经营活动净现金流分别为 32.88 亿元、5.84 亿元和 7.11 亿元。

评级展望

中诚信国际认为, 上海松江城镇建设投资建设集团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; 对子公司管控能力减弱; 发生重大资产划转; 债务压力升高, 偿债能力弱化。

同行业比较

2020 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 (%)	总债务 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流(亿元)
上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司	857.62	442.71	48.38	133.56	57.27	5.73	13.71
上海松江城镇建设投资建设集团有限公司	403.49	186.97	53.66	21.79	32.55	3.33	7.11

资料来源: 中诚信国际整理

发行主体概况

上海松江城镇建设投资有限公司（以下简称“松江区城投”或“公司”）成立于 1996 年 5 月 31 日，是松江区为加快城市基础设施建设、提高资金运作效率成立的国有控股公司。2015 年 8 月 5 日，根据《上海市松江区国有资产监督管理委员会关于调整上海松江城镇建设投资有限公司出资人的通知》（松国资委[2015]86 号），公司出资人由上海市松江区国有资产监督管理委员会（以下简称“松江区国资委”）变更为上海松江国有资产投资管理集团有限公司（以下简称“松江国投”）。截至 2020 年末，公司注册资本和实收资本均为 16.13 亿元，唯一股东系松江国投，实际控制人为松江区国资委。

松江区城投主要从事城市基础设施项目的投资和建设以及公用事业（天然气、自来水）的运营，业务涉及天然气、水务、基础设施建设、保障房建设、工程施工、园林环卫等多个领域。截至 2020 年末，纳入公司合并报表的一级子公司共 10 家。

表 1：松江区城投主要子公司

企业名称	持股比例
上海松江方松建设投资有限公司	100.00%
上海松江水业发展有限公司	100.00%
上海市凯达公路工程公司	100.00%
上海松江燃气有限公司	60.00%
上海净达环境卫生发展有限公司	100.00%
上海凯盛园林工程有限公司	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

本期债券发行规模为不超过 18 亿元（含 18 亿元）。本期债券为 5 年期，第三年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

本期债券按年付息、到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于股权增资和补充流动资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性或不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信

用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

行业及区域环境

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

上海位于中国东部，地处长江入海口，面向太平洋。上海是中国最大的经济中心、重要的国际航运中心，肩负着面向世界、推动长三角地区一体化和长江经济带发展的重任，在全国经济建设和社会发展中具有十分重要的地位和作用。截至 2020 年末，上海土地面积为 6,340.5 平方千米；截至 2019 年末，上海市常住人口 2,428.14 万人。

作为全国经济实力最雄厚和最发达的中心城市之一，近年来尽管面临着国内外经济发展趋缓的严峻挑战，但上海市经济始终保持较快的发展势头。2018~2020 年上海市实现地区生产总值（GDP）分别为 32,679.87 亿元、38,155.32 亿元和 38,700.58 亿元，同比增长 6.60%、6.0%和 1.7%。具体来看，2020 年上海市第一产业增加值 103.57 亿元，下降 8.2%；第二产业增加值 10,289.47 亿元，增长 1.3%；第三产业增加值 28,307.54 亿元，增长 1.8%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 73.1%，比上年提高 0.2 个百分点。按 2019 年常住人口计算的上海市人均生产总值为 15.94 万元，在全国各省区市中继续保持领先水平。

上海市战略性新兴产业 2020 年实现增加值 7,327.58 亿元，比上年增长 9.2%。其中，工业增加值 2,959.79 亿元，增长 9.6%；服务业增加值 4,367.79 亿元，增长 8.9%。

固定资产投资方面，2018~2020 年上海市固定资产投资总额比上年增长 5.2%、5.1%和 10.3%，其中，第一产业投资额同比增长 109.8%，第二产业同比增长 16.5%，第三产业同比增长 9.0%。

2020 年上海市实现工业增加值 9,656.51 亿元，比上年增长 1.4%。全年完成工业总产值 37,052.59 亿元，增长 1.6%。其中，规模以上工业总产值 34,830.97 亿元，增长 1.9%。在规模以上工业总产值中，国有控股企业总产值 12,904.24 亿元，下降

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、新材料等工业战略性新兴产业完成工业总产值 13,930.66 亿元，比上年增长 8.9%，占全市规模以上工业总产值比重达到 40.0%。

随着经济的稳定增长，上海市财政实力持续增强。2018~2020 年，上海市一般公共预算收入分别为 7,108.10 亿元、7,165.10 亿元和 7,046.30 亿元，分别同比增长 7.0%、0.8%和-1.7%，2020 年受新冠肺炎疫情、减税降费政策和深化增值税改革措施翘尾因素以及经济下行等影响有所下降。其中，税收收入分别为 6,285.00 亿元、6,216.30 亿元和 5,841.90 亿元，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。政府性基金收入方面，2018~2020 年，政府性基金收入分别为 2,095.40 亿元、2,418.10 亿元和 3,175.00 亿元。

财政支出方面，2018~2020 年，上海市一般公共预算支出分别为 8,351.50 亿元、8,179.30 亿元和 8,102.10 亿元，分别同比增长 10.70%、-2.1%和-3.0%。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。政府性基金支出方面，2018~2020 年，上海市政府性基金支出分别为 2,351.9 亿元、2,580.00 亿元和 3,697.80 亿元。

从收支平衡来看，2018~2020 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）分别为 85.11%、87.60%和 86.97%，财政自给率较高。

表 2：上海市 2018~2020 年主要财政收支指标（亿元）

项目	2018	2019	2020
公共财政预算收入	7,108.10	7,165.10	7,046.30
其中：税收收入	6,285.00	6,216.30	5,841.90
政府性基金收入	2,095.40	2,418.10	3,175.00
公共财政预算支出	8,351.50	8,179.30	8,102.10
政府性基金支出	2,351.90	2,580.00	3,697.80
公共财政平衡率	85.11%	87.60%	86.97%

资料来源：公开数据，中诚信国际整理

在 G60 科创走廊的引领下，近年来松江区经济运行

稳中有进，财政实力稳步增强，为公司业务的发展提供了良好的外部环境

松江区位于长江三角洲内上海市西南部，在黄浦江中上游。区内沪杭高铁、沪杭高速公路（G60 沪昆高速）、沪青平高速公路（G50 沪渝高速）、同三国道（G1501 上海绕城高速）、嘉金高速（G15 沈海高速）、机场高速（S32 申嘉湖高速）、轨道交通 9 号线、22 号线等干线形成了纵横交错的道路交通网，松江区是上海连接整个长三角、辐射长江流域的核心区域，日益成为上海西南的重要门户。截至 2020 年末，松江区辖有 11 个镇、6 个街道，境内有国家级上海松江经济技术开发区、国家级上海松江综合保税区和佘山国家旅游度假区；截至 2019 年末，全区常住人口 177.19 万人，同比增长 0.6%。目前松江区整体经济实力在上海市处于中游水平。

松江区坚持“一个目标、三大举措”战略布局，G60 科创走廊上升为长三角一体化国家战略的重要平台；松江、嘉兴、杭州、金华、苏州、湖州、宣城、芜湖、合肥九城市签署共建共享 G60 科创走廊战略合作协议；正式发布贯穿长三角三省一市的 G60 科创走廊总体发展规划 3.0 版，形成“一廊一核九城”总体空间布局。

在 G60 科创走廊建设引领下，近年来松江区经济保持平稳发展，经济结构不断调整优化。2018~2020 年，松江区分别实现地区生产总值 1,279.67 亿元、1,579.71 亿元和 1,637.11 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.0%、6.0%和 3.9%。其中 2019 年，松江区第一产业实现增加值 6.19 亿元，比上年增长 2.3%；第二产业实现增加值 802.64 亿元，比上年增长 4.5%；第三产业实现增加值 770.88 亿元，比上年增长 7.7%。全年三次产业增加值比重为 0.4:50.8:48.8。

近年来松江区工业发展整体平稳，行业结构持续优化，新兴动能持续增强，为打造新兴产业发展打下基础。2019 年全年实现工业增加值 766.81 亿元，比上年增长 4.0%；全区完成工业总产值 4,126.31 亿元，比上年增长 0.5%。战略性新兴产业（制造业

部分) 全年实现工业总产值 1,064.54 亿元, 比上年增长 5.7%, 占全区规上的比重提升至 28.6%。其中, 六大新兴产业实现工业总产值 732.42 亿元, 比上年增长 10.6%。

随着经济的持续增长, 松江区财政实力稳步增强。2018~2020 年, 松江区一般公共预算收入分别为 204.38 亿元、210.51 亿元和 220.62 亿元, 税收收入占比保持在 88.00% 以上的水平, 财政稳定性较好。基金预算收入方面, 2018~2020 年, 全区政府性基金预算收入分别为 109.28 亿元、116.37 亿元和 71.36 亿元, 2020 年明显下降。

表 3: 2018~2020 年松江区财政收支主要指标(亿元)

项目	2018	2019	2020
一般公共预算收入	204.38	210.51	220.62
其中: 税收收入	184.91	185.91	186.17
政府性基金预算收入	109.28	116.37	71.36
一般公共预算支出	345.09	339.41	319.01
政府性基金预算支出	140.38	95.64	148.16
公共财政平衡率	59.23%	62.02%	69.16%

资料来源: 公开资料, 中诚信国际整理

财政支出方面, 2018~2020 年, 松江区公共财政预算支出分别为 345.09 亿元、339.41 亿元和 319.01 亿元, 存在一定波动。其中, 2020 年同比降低 6.0%, 主要系政府一般债券额度减少及压减一般性支出所致。基金预算支出方面, 近年来政府性基金预算支出存在波动, 2020 年为 148.16 亿元, 比上

年增加 52.52 亿元, 主要系有国有土地出让金收入安排的支出增加所致。从收支平衡来看, 2018~2020 年松江区公共财政平衡率分别为 59.23%、62.02% 和 69.16%, 财政自给能力较弱。

松江区国资委下辖企业职能定位清晰, 业务分工较为明确

松江区国资委管辖重点企业以“1+6”方式布局, 由松江国投作为国资委的国有资产经营管理平台, 持有松江区其他平台公司的股权。松江国投旗下涵盖六大集团板块, 涉及基础设施、园区开发建设、交通投资运营、房地产、现代商业、文化旅游等方面, 并且在职能定位和业务分工上较为明确。具体来看, 松江城投主要负责松江区市政开发建设和公用事业运营; 上海松江商业发展集团有限公司主要以市场竞争方式参与商业地产开发以及粮油、消费品等贸易业务; 上海松江交通投资运营集团有限公司主要负责松江区交通项目建设和运营; 上海松江新城投资建设集团有限公司主要负责新城和其他部分区域的土地开发建设及市政配套; 上海新松江置业(集团)有限公司主要负责松江老城改造、公共租赁房、大型社区保障性住房的投资、建设及运营; 上海松江经济技术开发区建设集团有限公司主要负责松江区产业园区的开发建设。

表 4: 松江区国资委管辖重点企业业务职能情况

公司	职能定位	主要业务
上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司	作为上海市松江区国资委的国有资产经营管理平台, 持有松江区其他平台公司的股权	业务涵盖水务、燃气、公共交通、基建保障房、工程施工及非银金融服务等多元化业务
上海松江城镇建设投资有限公司	负责松江区市政开发建设和公用事业经营	业务包括天然气供应、道路工程、水务、环境卫生、基础设施建设和园林工程等
上海松江商业发展集团有限公司	以市场竞争方式参与商业地产的开发及贸易业务	业务涵盖商业地产的开发、经营和管理; 粮油购销、消费品营销、连锁经营; 健康医疗服务、不动产租赁、创业投资等
上海松江交通投资运营集团有限公司	主要负责松江区交通基础设施建设和公共交通运营	业务涵盖轨道交通和有轨电车投资建设、轨交沿线商业地产开发; 公共交通、有轨电车运营管理; 场站资产及商业物业经营管理
上海松江新城投资建设集团有限公司	定位于资源类综合经营性企业和产城融合实施载体, 以提升城市形态与能级	业务包括城市区域土地开发建设(新城、南部); 度假区旅游地产开发及市政配套; 资产经营管理; 参与街镇存量工业用地“二次开发”
上海新松江置业(集团)有限公司	服务民生安居、优化城市居住环境	主要参与松江老城改造、公共租赁房、大型社区保障性住房的投资、建设、运营, 公建配套、物业管理等
上海松江经济技术开发区建设集团有限公司	定位为集开发、建设、投资和管理为一体, 实现土地资本、科技资本与金融资本相融合, 具有核心竞	主营产业园区开发建设、工业地产开发运作、高新技术及战略性新兴产业股权投资等业务

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务运营

公司作为松江区公益性项目建设平台和公用事业经营管理平台，业务运营围绕城市建设与公用事业经营展开。2018~2020 年，公司分别实现营业收入 38.17 亿元、37.13 亿元和 32.55 亿元。公司

营业总收入主要来自天然气供应、道路工程、水务、环境卫生和园林工程业务，2020 年上述业务占营业总收入的比重分别为 29.07%、17.89%、17.50%、13.42%和 6.93%。2020 年公司其他收入为 3.49 亿元，占比 10.73%，主要系管道建设费等。

表 5：2018~2020 年，公司营业总收入构成（亿元）

项目名称	2018		2019		2020	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
天然气供应	9.22	24.17%	9.74	26.23%	9.46	29.07%
水务/集中供水收入	5.67	14.86%	5.67	15.27%	5.69	17.50%
基础设施建设	2.82	7.39%	2.81	7.57%	1.45	4.46%
园林工程	1.13	2.95%	1.58	4.27%	2.25	6.93%
环境卫生	4.25	11.15%	4.50	12.11%	4.37	13.42%
道路工程	10.26	26.89%	8.02	21.61%	5.82	17.89%
其他	4.81	12.60%	4.81	12.95%	3.49	10.73%
合计/综合	38.17	100.00%	37.13	100.00%	32.55	100.00%

注：1、部分合计数不等于加总数系计算过程中四舍五入所致；2、自来水工程业务收入计入基础设施建设收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司天然气业务在松江地区具有垄断优势，近年来营业收入稳步增长，随着松江区人口聚集度的不断增加，该业务板块收入预计仍有上升空间

公司天然气供应业务主要由子公司上海松江燃气有限公司（以下简称“松江燃气”）负责运营。松江燃气主要业务包括天然气、液化石油气的供应，燃气设施及厨房设备销售、安装、维修及相关工程的配套。2018~2020 年，松江燃气分别实现收入 11.58 亿元、11.93 亿元和 10.49 亿元，其中，管道天然气及瓶装液化石油气收入基本保持稳定，管道建设费收入受政策性因素影响¹，收入有所减少。

表 6：2018~2020 年松江燃气收入情况（亿元）

项目名称	2018	2019	2020
管道天然气	8.15	8.74	8.63
瓶装液化石油气	0.40	0.40	0.30
管道建设费 ²	2.35	2.19	1.03
表具、商品及其他	0.68	0.60	0.53
合计	11.58	11.93	10.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

管道天然气

管道天然气业务是松江燃气收入的重要来源，截至 2020 年末，松江燃气拥有地下管网 3,717.00 公里，拥有天然气居民用户 45.20 万户，工营事团用户 3,611 户。2019 年及 2020 年，松江燃气的天然气供应量为 2.82 亿立方米和 2.85 亿立方米。截至 2020 年末，松江燃气服务面积为 604.67 平方公里，在松江市场占有率为 100%，该业务具有区域垄断优势。

业务模式上，松江燃气一般与管道燃气居民用户签订协议，居民在专用的缴款卡上预存现金，在居民用气时，从缴款卡上扣款。当缴款卡余额不足时，将暂停居民用气，收款风险可控。企业用户先使用燃气，松江燃气再根据每月的抄表量与企业用户进行月结，收款风险较小。

燃气价格方面，近年来，居民用户天然气价格较为稳定，非居民用户价格有所下调。2019 年 5 月 1 日起，松江燃气管道天然气收费标准根据上海市

¹ 根据发改价格（2019）1131 号关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见，成本利润率不得超过 10%。

² 管道建设费收入归类为其他业务收入，未在燃气供应收入中体现。

物价局《关于调整本市非居民用户天然气价格的通知》（沪发改价管[2019]21号），对工业用户收费有所下调，其中，年用量在120万立方米以下部分按照3.82元/立方米收费，年用量在120万立方米到500万立方米部分按照3.65元/立方米收费，年用量超过500万立方米部分按照3.17元/立方米收费。

表7：截至2020年末，松江燃气管道天然气收费标准

业务名称	年用量	收费标准
居民用户	310立方米以下	3.00元/立方米
	310~520立方米	3.30元/立方米
	520立方米以上	4.20元/立方米
工业用户	120万立方米以下	3.82元/立方米
	120万~500万立方米	3.65元/立方米
	500万立方米以上	3.17元/立方米
营事团	--	3.82元/立方米
其中：享受居民价格的学校、福利院等		3.05元/立方米
享受优惠价格同类行业		3.43元/立方米

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从管道天然气的供销情况来看，近年来，松江燃气的燃气采购及销售呈增长趋势。受益于销售量的稳步增长，松江燃气管道天然气销售收入不断增加，2018~2020年分别为8.15亿元、8.74亿元和8.63亿元。采购价格方面，松江燃气每年与上海燃气（集团）有限公司签署采购协议，近年来采购价格略有波动。

表8：2018~2020年，松江燃气管道天然气业务情况

项目名称	2018	2019	2020
采购数量（万立方米）	26,644.63	28,207.51	28,450.45
平均采购价格（元/立方米）	2.41	2.48	2.30
销售数量（万立方米）	26,286.10	27,324.47	27,521.88
平均销售价格（元/立方米）	3.10	3.20	3.13
管道天然气销售收入（亿元）	8.15	8.74	8.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

瓶装液化石油气

瓶装液化石油气的销售以零售为主，随着天然气的普及，市场需求量整体减少。2018~2020年，松江燃气分别实现瓶装液化石油气收入0.40亿元、

0.40亿元和0.30亿元，其中，分别实现零售瓶装液化石油气收入0.40亿元、0.40亿元和0.30亿元。

表9：2018~2020年，松江燃气瓶装液化石油气业务情况

项目名称	2018	2019	2020
采购数量（吨）	9,653.02	7,527.29	5,946.11
平均采购价（万元/吨）	0.42	0.36	0.31
零售销售数量（吨）	7,159.12	5,705.48	6,146.45
零售平均销售价格（万元/吨）	0.56	0.54	0.48
零售实现瓶装液化石油气收入（亿元）	0.40	0.40	0.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，在新建小区内，松江燃气还通过装卸燃气设备等产生部分燃气设施费、燃气配套费和工程排管收入以及燃气灶具销售收入等其他收入。2018~2020年，公司管道建设费、管道安装、表具等业务共实现收入分别为3.03亿元、2.79亿元和1.56亿元，2020年收入规模较小，主要系受政策性因素影响收费标准降低所致。

水业公司是整个松江区水务业务的独家经营主体，在松江区具有垄断地位，供水收入较为稳定，自来水工程业务收入呈现稳定上升趋势

公司水务业务由下属子公司上海松江水业发展有限公司（以下简称“水业公司”）负责运营，水业公司是整个松江区水务业务的独家经营主体，在松江区具有垄断地位。公司水务业务包括自来水供应和污水处理业务，供水量和污水处理量占全区总供水量和总污水处理量的95%以上。其中水业公司本部负责松江区自来水供应业务，水业公司下属子公司上海松申水环境净化有限公司、上海松江污水处理厂有限公司、上海松东水环境净化有限公司和上海松江西部水环境净化有限公司负责松江区污水处理业务。

截至2020年末，水业公司拥有3座在运营水厂，分别为松江自来水有限公司、松江西部自来水有限公司、松江东部自来水有限公司。公司日制水能力66万立方米，供应人口约为140万人。2018~2020年，水业公司供水量分别为16,437.81万立方米、16,340.85万立方米和16,260.34万立方米。

近三年管网漏损率较为平稳，2020 年管网漏损率略有下降。2018~2020 年，水业公司供水收入分别为 3.24 亿元、3.14 亿元和 3.06 亿元，2020 年供水收入略有降低主要系受新冠疫情影响，上半年企业及学校等复工复产较晚，用水量有所减少。

表 10：2018~2020 年，水业公司供水业务情况

项目名称	2018	2019	2020
设计日供水量 (万立方米/日)	66	66	66
供水量(万立方米)	16,437.81	16,340.85	16,260.34
销售量(万立方米)	13,675.42	13,595.10	13,128.63

表 11：截至 2020 年末，松江区水价情况表

项目	自来水价格(元/立方米)	排水价格(元/立方米)	综合水价(元/立方米)
生活	1.92 (0~220)	1.70 (0~220)	3.45 (0~220)
	3.30 (220~300)	1.70 (220~300)	4.83 (220~300)
	4.30 (300 以上)	1.70 (300 以上)	5.83 (300 以上)
行政事业	2.89	2.24	4.90
工商业	2.89	2.34	5.00
桑拿浴场	11.49/16.49	2.34	13.60/18.60
洗车行业	6.49	2.34	8.60
饮料生产	3.99	2.34	6.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水业公司自 2016 年起开展污水处理业务，截至 2020 年末，水业公司拥有四座在运营污水处理厂，日污水处理能力 47.80 万立方米，平均日污水处理量 47.64 万立方米。2018~2020 年，水业公司分别实现污水处理收入 2.43 亿元、2.52 亿元和 2.64 亿元。

污水处理价格方面，对于居民用户，按照用水量的 90%收取，单价为 1.7 元/立方米；对于非居民用户，均按照实际用水量收取，行政事业单位单价为 2.24 元/立方米，工、商业单位单价为 2.34 元/立方米，此外，针对重点污染单位，按照实际用水量，在原定价的基础上加收 0.8 元/立方米的污水处理费。

截至 2020 年末，水业公司在建污水处理厂项目共计 4 个，项目建设资金全部由区财政拨付，项目总投资 37.10 亿元，已投资 7.20 亿元，建成后预计增加公司日污水处理能力 25.70 万立方米。

截至 2020 年末，水业公司暂无拟建项目。

管网漏损率(%)	16.81	16.80	15.04
----------	-------	-------	-------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水源方面，松江区水源为金泽水库，取水段较好，在一定程度上保证了水业公司供水水质的稳定性。水价方面，松江区逐步建立了符合地方市场情况的水价形成机制与管理机制。2014 年 11 月，松江区对各行业水价进行上调。其中，居民用水实施三阶水价，分别为 1.92 元/立方米、3.30 元/立方米和 4.30 元/立方米；行政事业、商业、工业用水均由原来的 2.00 元/立方米上调为 2.89 元/立方米。

表 12：截至 2020 年末，公司在建污水处理厂（万立方米/日、亿元）

项目名称	污水处理能力	总投资	已投资
松江污水厂第四期改扩建	6.20	8.56	3.24
西部污水处理厂三期改扩建工程	9.50	8.10	2.36
松申污水处理厂三期扩建	6.00	12.49	1.13
松东污水处理厂改扩建	4.00	7.95	0.47
合计	25.70	37.10	7.20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，水业公司还提供给排水工程建设服务，2018~2020 年，水业公司自来水工程业务收入为 2.31 亿元、2.63 亿元和 1.31 亿元。2020 年自来水工程业务收入同比有所降低，主要系受疫情影响工程量有所减少以及区域内业务量基本饱和所致。2021 年 3 月，给排水工程收费政策取消，目前政府补贴政策尚在讨论中，该业务板块收入规模后续或将下降。

表 13：2018~2020 年，水业公司自来水工程收入构成（万元）

项目	2018	2019	2020
接水工程款	1,085.28	5,764.91	2,725.83

排管工程	18,254.65	16,289.04	7,516.52
排水费用	-	-	-
消防栓工程	27.89	152.79	42.17
装表接水工程	3,684.94	4,122.96	2,772.89
合计	23,052.76	26,329.70	13,057.41

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司市属动迁安置房项目已和各区政府单位签订供应协议，回款较有保证；2021 年车墩镇安置房项目由政府回购，目前尚未收到回款，中诚信国际将对此保持关注

公司负责松江区部分保障房建设任务，该业务运营主体为上海松江方松建设投资有限公司（以下简称“方松公司”）。对于区内由方松公司负责开发的保障房，方松公司已按照应分摊的金额和比例将市政配套费用及相关成本计入了保障房建设的总投资。

方松公司承担了较多的市属动迁安置房项目建设。截至 2020 年末，方松公司在建保障房项目共 4 个，项目总投资 47.06 亿元，已投资 30.89 亿元。

具体项目来看，佘山北大型居住社区项目为市属动迁安置房，建筑面积 29.66 万平方米。截至 2020 年末，项目总投资 25.68 亿元，已投资 21.42 亿元。方松公司以“招拍挂”形式获得区内对应土地使用权，并与市、区住房保障房屋管理局签订《项目建设协议书》，待房源供应关系确定后，方松公司与各区置地公司和房屋旧改征收工作指挥部等单位签订《供应协议》，以上单位明确按“计划预定 5%、

开始搭桥 30%、取得预售 55%、交付使用 10%”的节点要求付款。

九里亭 SJP00101 单元 07A-07A 地块项目通过委托代建方式开展，建筑面积 10.08 万平方米。截至 2020 年末，项目总投资 10.04 亿元，已投资 4.08 亿元。方松公司与上海市松江区九里亭街道办事处签订项目回购协议书，由方松公司通过“招拍挂”形式获得建设用地，并在 46 个月内完成小区的全部建设。回购总费用包括开发建设成本、建安配套费和开发管理费用等，回购资金按项目建设进度支付，公司不需要垫付建设资金。依据协议约定，方松公司可获得 1,776.08 万元的开发管理费用。

SJC10027 单元 30-01 号动迁安置房地块和 SJC10027 单元 31-01 号动迁安置房地块项目位于松江区车墩镇，系公司依据政府开发规划投资建设，预计于 2021 年 3 月完工。上述安置房项目建筑面积合计 11.44 万平方米，项目总投资 11.34 亿元，截至 2020 年末已投资 5.39 亿元。公司通过银行借款筹集资金，经“招拍挂”购买土地并进行项目建设。2021 年 3 月，因车墩镇战略规划调整，上述两个项目按照投入成本加成 6%共计 5.87 亿元由车墩镇政府进行回购，2021 年 6 月 21 日前车墩镇政府支付约 1.01 亿元，2021 年 12 月 21 日前车墩镇政府支付约 4.87 亿元及其利息，需关注后续款项回收情况。

表 14：截至 2020 年末，方松公司在建保障房项目情况（亩、万平方米、亿元）

项目名称	用地面积	建筑面积	建设周期	总投资	已完成投资	资金来源
佘山北大型居住社区	175.20	29.66	2011.7-2018.9 ³	25.68	21.42	财政拨款
九里亭 SJP00101 单元 07A-07A 地块	47.22	10.08	2020.1-2022.6	10.04	4.08	财政拨款
SJC10027 单元 31-01 号动迁安置房地块项目	58.14	7.29	2017-2021	7.22	3.08	银行借款
SJC10027 单元 30-01 号动迁安置房地块项目	32.40	4.15	2017-2021	4.12	2.31	银行借款
合计	312.96	51.18	-	47.06	30.89	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程施工业务资质优良，展业范围主要集中于松江区，项目储备充足，发展前景良好

工程施工业务主要是由子公司上海市凯达公

路工程公司（以下简称“凯达公司”）负责经营。凯达公司成立于 2000 年，注册资本 8,000 万元，主要负责市政公用工程、公路工程、房屋建筑工程的施

³部分项目暂未完成竣工决算。

工、园林绿化工程以及绿化养护等业务，拥有市政公用总承包一级、公路总承包二级、园林绿化三级以及建筑工程三级资质，在松江区施工单位中较有优势。2018~2020 年，公司道路工程业务收入分别为 10.26 亿元、8.02 亿元和 5.82 亿元，近年来收入有所降低主要系承接业务量下降所致。

凯达公司业务主要集中在松江区，经过多年的发展，具有一定的市场竞争优势。2018~2020 年，凯达公司签订工程合同金额分别为 6.18 亿元、3.76 亿元和 6.83 亿元。2019 年以来，凯达公司重点消化清理原有存量工程，加快推进工程施工进度。在建项目方面，截至 2020 年末，凯达公司主要在建项目包括松江区玉阳大道（白宁路-车香路）新建工程和叶新-大叶公路（新工路-老黄桥港）道路改建工程 C03 标项目，总投资 6.43 亿元，已投资 0.47 亿元，尚需投资 5.96 亿元。

拟建项目方面，截至 2020 年末，凯达公司拟建项目为叶新-大叶公路（老黄桥港-叶榭镇界）道路改建工程（四标），合同金额 1.25 亿元。

表 15：截至 2020 年末，凯达公司主要在建道路工程项目（亿元、%）

工程名称	建设周期	总投资	已投资	工程进度
松江区玉阳大道（白宁路-车香路）新建工程	2019.5-2021.12	4.26	0.31	35
叶新-大叶公路（新工路-老黄桥港）道路改建工程 C03 标	2019.12-2021.12	2.17	0.16	35
合计	-	6.43	0.47	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

除余山项目外，公司不再承担其他政府性基础设施建设业务的融资职能，大大降低了融资压力

作为松江区重要的基础设施建设主体，松江城投承担了松江区较多基础设施建设的监管职能。2014 年底前，松江城投承担着松江区政府相关基础设施建设管理、运营及投融资职能，除获得轨道交通周边土地开发补贴收入之外，无实际收入。2015 年以来，随着国家对地方政府平台债务梳理，松江城投已将本部所有此类不产生收入的基础设施建

设业务的融资职能剥离，不再承担该类项目的融资，但仍继续履行政府项目的监管职能，所有建设投入资金均由财政统一安排并拨付。原有存量基础设施项目融资均纳入地方政府一类债务并通过发行地方政府债券进行最终置换，新增项目全部资金投入均由松江区财政划拨，截至目前，债务置换工作均已完成。截至 2020 年末，由松江城投承担监管职能的在建政府项目共 112 个，总投资额 281.29 亿元，已累计投资 133.79 亿元，尚有 147.50 亿元未支付。

公司目前实际基础设施建设任务承担者主要系子公司水业公司和方松公司，其中水业公司主要承接松江区内居民、企业和政府单位部门的排水工程、污水管网等建设服务；方松公司则主要承接佘山北大型居住社区的配套基础设施建设项目。2018~2020 年，公司基础设施建设业务收入分别为 2.82 亿元、2.81 亿元和 1.45 亿元，2020 年基础设施建设业务收入有所减少主要系水业公司排水工程业务量明显减少。

表 16：2018~2020 年，基础设施建设收入构成（万元）

经营主体	2018	2019	2020
方松公司	5,166.90	1,776.86	1,097.22
水业公司	23,052.76	26,329.70	13,424.73
合计	28,219.66	28,106.56	14,521.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

方松公司目前在建基础设施建设项目为佘山北大型居住社区的配套基础设施建设项目（以下简称“佘山项目”），方松公司按照市政、公建配套项目投入 3%的管理费和 2%的利润率的净额确认基础设施建设收入。根据佘山项目整体规划，佘山项目区域内需投资建设市政、公用、公建配套项目，匡算总投资 64.12 亿元。截至 2020 年末，佘山项目区域内的基础设施项目已投资 26.04 亿元，资金来源方面，4.08 亿元来自银行融资，14.88 亿元为收取的配套费及财政拨入配套资金，7.08 亿元为方松公司自有资金。资金回流方面，建设资金主要通过资本金注入及向土地摘牌企业收取的区内市政公建配套设施建设费用收回。

公司园林工程 and 环境卫生业务稳步发展，一定程度

上充实了公司业务收入来源

松江城投下属子公司上海凯盛园林工程有限公司（以下简称“凯盛园林”）是一家集园林绿化工程施工、养护管理、市政道路施工养护的国有公司，具有上海市城市园林绿化企业施工二级资质、上海市养护能力认定书（养护资质）、上海市园林绿化行业协会会员、上海市园林理事会会员、上海市市政工程行业协会会员，目前负责松江城区 356.21 万平方米绿地养护工作。二十多年来，凯盛园林先后承接了松江区人民政府绿化工程、松江体育中心绿化工程、松江第二水厂绿化工程、佘山欧罗巴乐园绿化工程等。

凯盛园林收入来源于园林工程项目和日常的绿化养护费。园林工程项目中既包括了大型项目的园林工程，也包括小区和个人在布置景观时，购买的花木树苗等。2018~2020 年，公司分别实现园林工程收入 1.13 亿元、1.58 亿元和 2.25 亿元，2020 年园林工程收入有所增长主要来自于新改建绿化工程。

松江城投下属子公司上海净达环境卫生发展有限公司（以下简称“净达环保”）主要承担松江区五个街道、一个开发区及部分乡镇道路保洁面积 745.9 万平方米、公厕（倒桶点、小便池）保洁 140 座和 200 余个生活居民小区的生活垃圾和建筑垃圾等垃圾清运以及黄浦江 1,024 万平方米、内河水域 244 万平方米水域保洁。松江区的餐饮公司、单位食堂等餐厨垃圾的收运工作。净达环保环境收入主要来源于市政环卫作业收入、建筑工程渣土清理收入和日常垃圾清理收入。其中，市政道路的环卫费用由政府部门直接拨付，其他居民的环卫费用由政府代收后拨付给公司。由于市政环卫工作为城市日常运营维持所必需，公司环境卫生业务的营业收入呈现稳定增长趋势。2018~2020 年，公司环境卫生板块的收入分别为 4.25 亿元、4.50 亿元和 4.37 亿元，略有波动，主要为市政环卫收入和垃圾处置收入。

战略规划及管理

公司作为最重要的公用事业经营平台，紧扣建设现代化新松江的总体目标，提升民生保障水平，优化营商环境，项目建设实现新突破

作为松江区最重要的公用事业经营平台，公司统筹推进疫情防控和企业经济发展，紧扣建设“科创、人文、生态”的现代化新松江的总体目标，全力推动集团各项工作。

一是提升民生保障水平。公司全力抗击新冠肺炎疫情，实行居民用水、用气欠费不停供以及确保垃圾运输保障安全，助力松江创全迎检冲刺和保障道路绿化美观，改善佘北大居百姓生活质量，提升民生服务便捷度。

二是优化营商环境。公司保障 G60 科创走廊重大产业项目落地投产，完成比亚迪二期、AST 上海、复宏汉霖等重大燃气配套项目，持续推进接入服务改革，燃气公司参与新安装项目无人干预自动办理试点，积极融入城市“一网通办、一网统管”建设。

三是项目建设新突破。生态环保建设方面，实施 3 个市级生态廊道建设项目，湿垃圾资源化处理项目于 2020 年 8 月份投入运营，污水处理厂四期、西部污水处理厂三期扩建工作计划明年竣工；代建项目方面，九里亭街道养老院及社区卫生服务中心新建工程计划明年竣工。

公司已建立了基本的法人治理结构，初步形成了符合自身发展的组织机构，为公司日常经营管理活动的正常运行提供了保障和支持

公司具有独立的企业法人资格，已按照《中华人民共和国公司法》及《公司章程》建立了较为完善治理体系。公司不设股东会，下设董事会、监事会，经营层下设办公室、财务管理部、人力资源部、审计监察部和资产管理部等职能部门，法人治理结构较为完善。

内部管理制度方面，公司制订了一整套内部管理和控制制度，包括《城投公司政府投资项目暂行管理办法》、《上海松江城镇建设投资开发有限公司

领导班子贯彻落实“三重一大”决策制度的实施办法》等。

在市政项目建设与代建方面，公司紧紧围绕“安全、质量、工期、投资”四大目标，采取全过程、全方位、全要素的管理方法。一是强化事前控制，做好前期准备、设计把关、项目招标等环节；二是强化过程管理，依托两个抓手（财务监理、工程监理）、落实三项会议（工程例会、区联席会议、区府专题会议），坚持项目现场 AB 角负责制，确保工程有序可控；三是强化结算功能，创新中间结算、动态控制等环节，确保资金利用效率最大化。

公司财务制度采用财务总监制度，财务总监参与公司重大经营决策，管理和监控企业日常财务活动。公司对各部门经济指标、管理效率进行综合考核，与部门个人业绩相挂钩。总体上，松江城投财务体系建立相对规范，能够有效防范和控制财务风险。

财务分析

以下分析基于公司提供的经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2017~2019 年三年连审的合并财务报表审计报告和 2020 年度合并财务报表审计报告，各期财务报表均按新会计准则编制。各期财务数据均使用期末数。

盈利能力

公司水务以及天然气板块的运营具有区域垄断性，收入稳中有升；公司利润总额逐年提高，盈利能力较强，但随着城乾公司和银行股权的划出，投资收

益将大幅减少，对公司盈利能力产生一定影响

2018~2020 年，公司实现营业收入分别为 38.17 亿元、37.13 亿元和 32.55 亿元，近年来有所下降，主要系道路工程施工业务规模有所减小。其中，天然气收入、水务收入以及道路工程施工收入是公司收入最重要的来源，2020 年以上各项业务收入分别为 9.46 亿元、5.69 亿元和 5.82 亿元。

分板块来看，涉及民生的天然气和水务板块运营较为稳定；公司道路工程收入近年来有所降低主要系承接业务量下降所致；环境卫生收入略有波动；近年来基础设施建设收入有所下降主要系水业公司排水工程业务量明显减少；园林工程收入有所上升主要系新改建绿化工程收入增长。

毛利率方面，2018~2020 年，公司综合毛利率分别为 21.65%、21.63%和 21.32%，较为稳定。其中，公司天然气供应业务毛利率受天然气价格影响略有波动；公司水务/集中供水业务毛利率有所提升，主要系维修成本减少所致；公司基础设施建设业务主要包括基础设施代建业务收入以及水业公司的自来水工程收入，其中代建收入系按项目投入 3% 的管理费和 2% 的利润率的净额确认收入，公司该项业务的毛利率波动主要受自来水工程业务影响，近年来稍有下滑，但整体水平尚可；园林工程业务方面，受分包费用及人工成本增加的影响，公司园林工程业务毛利率有所下降；受项目完工结算进度及市场行情影响，公司道路工程业务毛利率存在一定波动；近年来公司环境卫生业务的毛利率受人工成本变动的影响有所波动，其中 2020 年毛利率上升至 24.99%。

表 17：2018~2020 年，公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2018		2019		2020	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
天然气供应	9.22	21.30	9.74	21.80	9.46	23.71
水务/集中供水收入	5.67	14.82	5.67	16.52	5.69	16.37
基础设施建设	2.82	41.01	2.81	38.90	1.45	34.88
园林工程	1.13	13.81	1.58	12.72	2.25	8.17
环境卫生	4.25	21.58	4.50	21.28	4.37	24.99
道路工程	10.26	15.54	8.02	14.22	5.82	17.20
其他	4.81	33.90	4.81	32.82	3.49	28.03
合计/综合	38.17	21.65	37.13	21.63	32.55	21.32

注：自来水工程业务收入计入基础设施建设收入。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2018~2020 年，公司期间费用分别为 4.54 亿元、4.65 亿元和 4.44 亿元，以管理费用为主。公司工程项目、运输设备以及下属子公司员工数量较多，管理费用支出规模较大。公司债务规模较小，同时因对松江区部分重大基础设施项目履行资金使用监管职能，资金监管期间公司可获得部分利息收入，使得财务费用为负。同期，公司期间费用收入占比分别为 11.90%、12.52% 和 13.65%，期间费用控制能力有待提高。

从利润总额构成来看，2018~2020 年，公司利润总额分别为 5.37 亿元、6.71 亿元和 4.24 亿元，主要由经营性业务利润和投资收益构成。股权划转以及分红情况差异导致每年的投资收益有所差异，因而公司经营性业务利润存在一定波动。此外，公司所获得的计入其他收益的政府补助规模较小。同期，公司分别实现投资收益 1.63 亿元、3.37 亿元和 1.59 亿元，主要为兴业银行、上海银行、广发银行分红及基金分红等。2019 年投资收益增幅较大主要系公司出售上海银行股权投资以及其他一些可供出售金融资产获得投资收益 2.20 亿元。

根据上海市松江区国资委相关安排⁴，公司将持有的上海银行、兴业银行和广发银行三家股权投资无偿转让给松江国投。截至划转基准日 2020 年 5 月 31 日，以上三家银行股权账面投资成本 0.89 亿元，公允价值 6.78 亿元，截至报告出具日股权变更尚未完成。

此外，公司无偿划转上海松江城乾投资有限公司（以下简称“城乾公司”）100%股权至松江国投，城乾公司持有厦门国际银行及上海金浦信诚移动互联股权投资基金等优质项目，截至划转基准日 2020 年 6 月 30 日，城乾公司资产总计 15.79 亿元，所有者权益总计 6.24 亿元，截至报告出具日股权变更已经完成。

公司持有的上海银行、兴业银行和广发银行等

股权因工商手续未变更而尚未划出，未来银行股权的划出或将导致公司投资收益大幅减少，对盈利能力产生进一步影响。

表 18：近年来公司盈利能力相关指标(亿元、%)

项目名称	2018	2019	2020
销售费用	1.75	1.77	1.84
管理费用	3.63	3.91	3.62
研发费用	-	-	-
财务费用	-0.84	-1.03	-1.02
期间费用合计	4.54	4.65	4.44
营业总收入	38.17	37.13	32.55
期间费用收入占比	11.90	12.52	13.65
利润总额	5.37	6.71	4.24
投资收益	1.63	3.37	1.59
经营性业务利润	3.66	3.30	2.43
其中：其他收益	0.26	0.12	0.13

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产质量

随着业务规模的扩张及政府项目建设资本的拨入，公司所有者权益有所增长；公司存货规模较大，影响了整体的资产流动性；公司债务规模较小，债务期限结构和业务特点相匹配，财务杠杆不高

近年来公司资产规模存在一定波动，2019 年减少主要系公司减少理财产品和结构性存款规模所致。从资产结构来看，公司总资产以流动资产为主，截至 2020 年末，流动资产 278.55 亿元，占总资产比重为 69.04%，主要由货币资金和存货构成。具体来看，公司货币资金主要为银行存款，截至 2020 年末受限货币资金 1.52 亿元；公司存货主要系集团本部监管的基础设施建设业务施工投入（138.90 亿元）和子公司方松公司的余山项目开发成本以及燃气和水务工程等。近年来存货规模逐年增长，主要系公司基础设施建设项目和余山项目等投入增加，同时部分完工基础设施项目暂未完成竣工结算和存货结转。

⁴ 根据《上海市松江区国有资产监督管理委员会关于整建制无偿划转上海松江城乾投资有限公司股权的通知》（松国

资企[2020]19 号）。

表 19：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目	2018	2019	2020
货币资金	43.95	40.05	45.37
存货	182.81	190.89	202.32
流动资产	264.78	251.82	278.55
可供出售金融资产	15.81	15.29	8.52
固定资产	74.33	75.44	77.69
在建工程	18.86	21.45	23.25
非流动资产	118.74	126.16	124.94
总资产	383.53	377.98	403.49

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

非流动资产方面，截至 2020 年末公司非流动资产 124.94 亿元，占总资产的 30.96%，主要由可供出售金融资产、固定资产和在建工程构成。具体来看，公司可供出售金融资产主要系持有的兴业银行、上海银行、广发银行等公司的股权，2020 年可供出售金融资产明显下降主要系城乾公司股权划出所导致；公司固定资产主要系市政基础设施建设、管网设备、公司自用的房屋及建筑物等，其中市政资产规模较大，截至 2020 年末市政资产为 46.56 亿元，系政府无偿划入或受政府委托出资建设形成，在完成建设且财政资金到位后结转至固定资产；公司在建工程主要为在建水务工程和燃气工程，截至 2020 年末，公司在建工程包括水务工程 20.35 亿元和燃气管网工程 2.73 亿元。

表 20：公司按公允价值计量的可供出售金融资产明细情况（万元）

项目	2020
上海石化股权投资	309.60
兴业银行股权投资	31,305.12
上海银行股权投资	44,409.65
合计	76,024.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 21：公司按成本法计量的可供出售金融资产明细情况（万元）

项目	2019	2020
上海市松江民生村镇银行股份有限公司股权投资	2,000.00	2,000.00
上海星盟置业有限公司股权投资	92.70	92.70
广发银行股权投资	7,865.08	6,665.08
上海天马再生能源有限公司股权投资	148.38	148.38
上海健生实业股份有限公司股权投资	210.00	210.00
上海可南电子技术有限公司股权投资	46.50	46.50
上海国嘉实业股份有限公司股权投资	3.36	3.36
厦门国际银行股权投资	30,000.00	--

金浦信诚移动互联投资基金企业股权投资	18,592.71	--
上海金浦欣成投资管理有限公司股权投资	85.23	--
上海金浦临港科技股权投资	1,900.00	--
上海城明置业有限公司	250.00	--
合计	61,193.97	9,166.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

负债结构方面，公司负债以流动负债为主，占负债总额的 70.20%。截至 2020 年末，流动负债为 151.99 亿元，主要由预收账款和其他应付款构成。其中，公司预收账款主要系各级财政拨付项目建设款 71.66 亿元、余北大居预收配套费 16.56 亿元、余北大居搭桥房款 21.19 亿元等；公司其他应付款近年来持续增长，主要为煤气排管工程款、煤气配套费和钢瓶押金等。

表 22：近年来公司主要负债和所有者权益情况（亿元、%）

	2018	2019	2020
预收款项	107.00	105.84	111.01
其他应付款	15.54	19.15	24.21
流动负债合计	142.20	136.19	151.99
长期借款	16.83	7.82	3.84
应付债券	12.79	11.43	9.95
长期应付款	20.63	21.14	38.60
递延收益	6.73	8.77	10.43
非流动负债合计	59.11	51.24	64.52
负债合计	201.31	187.44	216.52
资本公积	140.98	144.10	144.14
所有者权益	182.21	190.54	186.97
短期债务	13.08	3.10	8.01
长期债务	29.63	19.25	13.79
总债务	42.71	22.35	21.79
资产负债率	52.49	49.59	53.66
总资本化比率	18.99	10.50	10.44

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

非流动负债方面，截至 2020 年末，公司非流动负债为 64.52 亿元，主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延收益构成。其中，公司长期借款主要系抵押借款，长期借款的利率区间为 1.20%~4.66%，借款期限为 3 年至 20 年不等。2018~2020 年，随着银行借款的偿还长期借款规模不断降低；截至 2020 年末，公司应付债券全部为发行的资产证券化产品；公司长期应付款主要系松江区财政局债务置换和偿债资金等，截至 2020 年末，

长期应付款包含财政局债务置换资金 10.63 亿元、财政局偿债资金 6.30 亿元和水业公司收各级补贴 19.02 亿元；公司递延收益主要为燃气工程配套费，近年来有所增长。

净资产方面，2018~2020 年末，公司所有者权益分别为 182.21 亿元、190.54 亿元和 186.97 亿元。2018 年及 2019 年受财政拨付建设资金增加、政府债券置换款、无偿资产划拨以及利润累积等因素影响，公司所有者权益有所增长，2020 年所有者权益略有下降主要系抛售部分兴业银行股份以及年末上海银行和兴业银行公允价值调整所导致的其他综合收益减少。

近年来公司财务杠杆略有波动，处于较低水平。受益于利润累积及外部支持，公司净资产有所增长，2019 年有息债务规模下降，财务杠杆进一步降低。从债务结构来看，公司债务主要以长期债务为主，2018~2020 年末，公司短期债务占总债务的比例分别为 30.63%、13.86%和 36.74%，2020 年短期债务占比提高主要系短期借款增加以及部分长期借款面临一年内到期所致，整体来看公司债务期限结构较为合理。

现金流及偿债能力

近年来公司经营活动净现金流波动较大，难以为债务本息的偿还提供稳定的保障；但公司到期债务分布较为均匀，受限资产规模较小，且具有一定的财务弹性

现金流方面，2018~2020 年，公司经营活动净现金流分别为 32.88 亿元、5.84 亿元和 7.11 亿元，波动较大，部分政府建设项目支出和政府回款以及政府项目补贴的拨付之间存在一定的周期。其中，2018 年公司经营活动现金流的净流入规模较大，主要系当年度收到项目回款所致。近年来偿债指标波动较大，2018~2020 年，经营活动净现金流对债务利息有一定的覆盖能力。

表 23：近年来公司偿债能力分析（亿元、倍）

指标	2018	2019	2020
总债务	42.71	22.35	21.79

短期债务	13.08	3.10	8.01
货币资金/短期债务	3.36	12.92	5.67
经营活动净现金流	32.88	5.84	7.11
经营活动净现金/总债务	0.77	0.26	0.33
经营活动净现金流利息覆盖倍数	12.69	3.71	6.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

到期债务方面，公司 2021~2024 年末到期债务分别为 8.16 亿元、3.98 亿元、2.63 亿元和 1.97 亿元，偿付压力相对较小。

表 24：截至 2020 年末，公司有息债务到期情况（亿元）

项目名称	2021	2022	2023	2024
到期债务	8.16	3.98	2.63	1.97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2020 年末，受限资产账面价值共计 4.10 亿元，系因保证金及长期借款抵押受限的货币资金及存货，占总资产的比例为 1.02%，受限资产规模很小。

或有负债方面，截至 2020 年末，公司无对外担保。

授信方面，截至 2020 年末，公司获得银行授信额度共计 61.82 亿元，已使用 30.06 亿元，未使用 31.76 亿元，财务弹性较好。

过往债务履约情况：根据公司提供的由中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2021 年 2 月 23 日，公司无未结清不良信贷信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

外部支持

作为松江区最重要的公用事业经营平台，公司在资本注入和财政补贴等多方面获得了当地政府的有力支持

作为松江区最重要的公用事业经营和城市建设平台，公司负责松江核心区域基础设施建设，水务和燃气业务在松江区处于垄断地位。公司战略地位较为突出，政府也从资本注入和财政补贴等多方面给予重要支持。

基于公司特殊的经营职能，自成立以来松江区政府不断给予公司各项优惠政策支持和直接资本注入。公司每年均可获得一定规模的项目建设资本金、专项资金支持等，2018~2020 年末，公司资本公积分别为 140.98 亿元、144.10 亿元和 144.14 亿元，资本实力不断增强。同时，公司以市政开发建设、自来水、燃气等公共服务产品供给为主业，2018~2020 年，公司获得计入其他收益的政府补助分别为 0.26 亿元、0.12 亿元和 0.13 亿元，为公司盈利带来补充。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定上海松江城镇建设投资开发集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“上海松江城镇建设投资开发集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于上海松江城镇建设投资开发集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

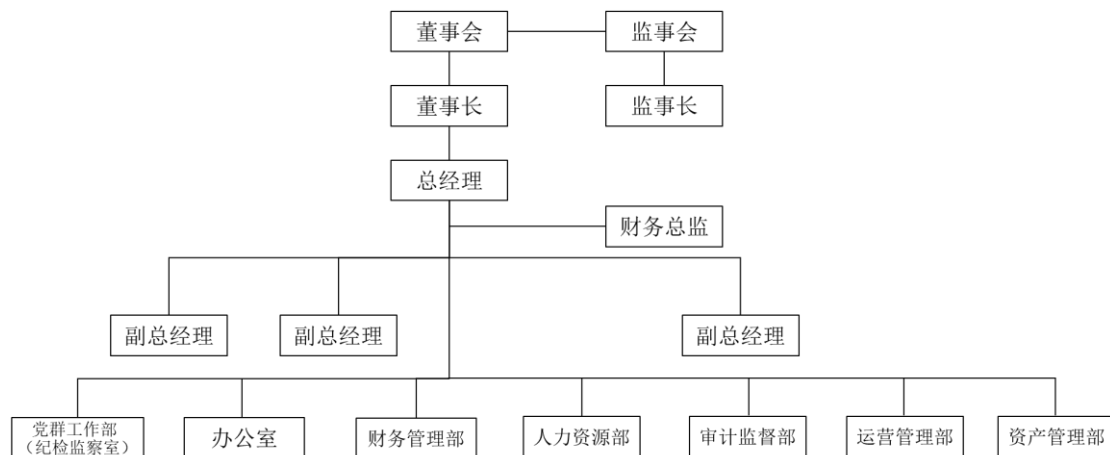
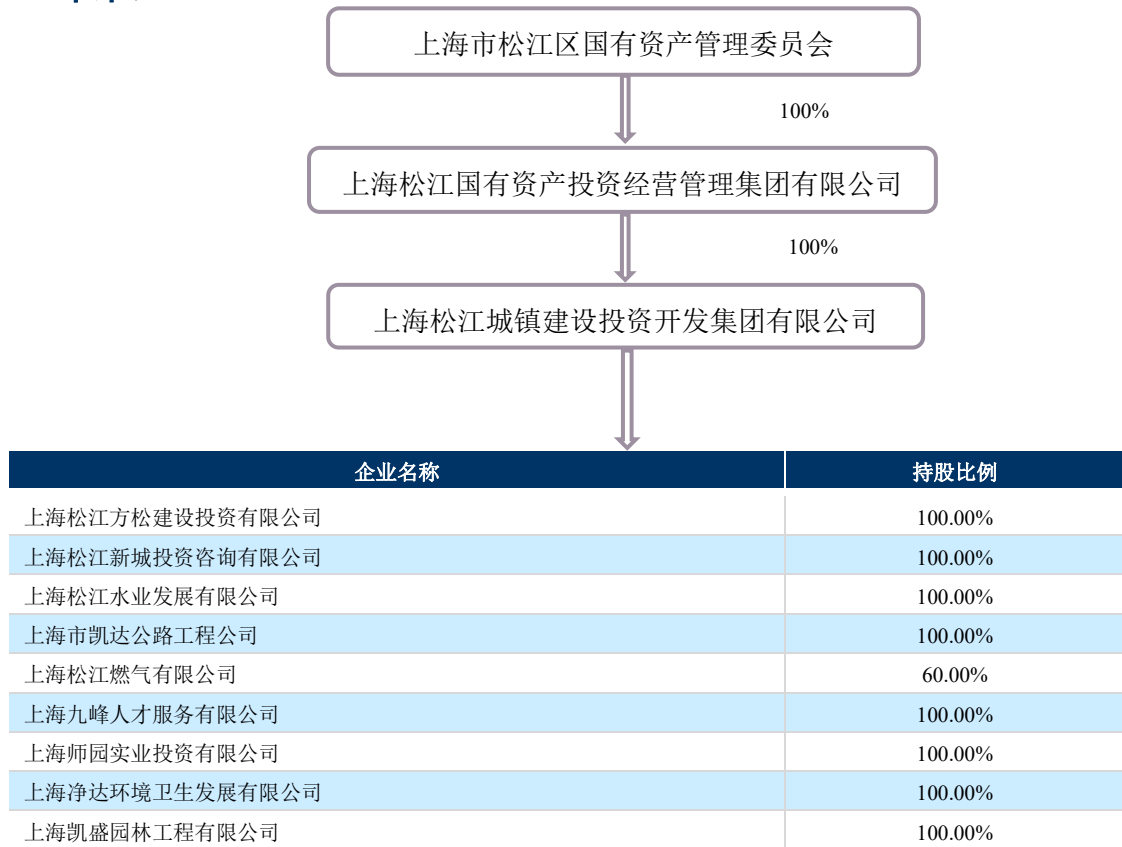
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 5 月 20 日

附一：上海松江城镇建设投资开发集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



资料来源：公司提供

附二：上海松江城镇建设投资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）	2018	2019	2020
货币资金	439,512.17	400,463.04	453,697.06
应收账款	28,741.51	33,919.12	27,004.59
其他应收款	82,962.42	52,869.18	143,858.33
存货	1,828,117.23	1,908,870.14	2,023,231.21
长期投资	191,449.76	189,252.26	124,092.55
在建工程	188,573.83	214,489.00	232,527.30
无形资产	8,801.90	8,812.98	8,510.93
总资产	3,835,258.51	3,779,781.92	4,034,861.59
其他应付款	155,441.34	191,543.59	247,698.05
短期债务	130,846.77	30,986.71	80,061.18
长期债务	296,272.53	192,542.71	137,861.01
总债务	427,119.30	223,529.42	217,922.19
总负债	2,013,122.60	1,874,353.86	2,165,156.81
费用化利息支出	12,882.48	9,209.11	7,959.35
资本化利息支出	13,035.90	6,528.30	3,691.42
实收资本	161,270.00	161,270.00	161,270.00
少数股东权益	104,721.23	125,150.00	100,275.31
所有者权益合计	1,822,135.91	1,905,428.06	1,869,704.76
营业总收入	381,663.96	371,348.17	325,473.87
经营性业务利润	36,606.48	32,978.99	24,261.83
投资收益	16,320.26	33,697.41	15,887.93
净利润	42,442.53	52,360.57	33,259.15
EBIT	66,537.58	76,344.55	50,396.59
EBITDA	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	507,326.41	381,693.15	356,363.55
收到其他与经营活动有关的现金	448,475.22	433,082.57	221,497.63
购买商品、接受劳务支付的现金	348,121.39	326,100.59	303,702.03
支付其他与经营活动有关的现金	178,811.98	329,604.56	114,057.80
吸收投资收到的现金	--	8,575.92	104.62
资本支出	181,997.58	166,537.52	133,638.41
经营活动产生现金净流量	328,814.73	58,374.28	71,082.06
投资活动产生现金净流量	-236,251.63	55,591.05	-180,303.03
筹资活动产生现金净流量	48,303.88	-144,494.47	158,081.07

财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	21.65	21.63	21.32
期间费用率(%)	11.90	12.52	13.65
应收类款项/总资产(%)	2.91	2.30	4.23
收现比(X)	1.33	1.03	1.09
总资产收益率(%)	1.84	2.01	1.27
资产负债率(%)	52.49	49.59	53.66
总资本化比率(%)	18.99	10.50	10.44
短期债务/总债务(%)	30.63	13.86	0.37
FFO/总债务(X)	--	--	--
FFO 利息倍数(X)	--	--	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	12.69	3.71	6.10
总债务/EBITDA(X)	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--
货币资金/短期债务(X)	3.36	12.92	5.67
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	--

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年连续审计报告及 2020 年审计报告整理；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；3、企业未提供 2018~2020 年现金流量补充表，故相关指标无效。

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。