

上海松江城镇建设投资开发集团有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：张 卡 kzhang01@ccxi.com.cn

项目组成员：宋丹丹 ddsong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 2413号

上海松江城镇建设投资开发有限公司：

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 **AAA**，并将其撤出信用评级观察名单，评级展望为稳定；

维持“21 松建 01”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

二零二二年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持上海松江城镇建设投资有限公司（以下简称“松江城投”或“公司”）主体信用等级为 **AAA**，并将其撤出信用评级观察名单，评级展望为稳定；维持上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司（以下简称“松江国投”）主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 松建 01”的债项信用等级为 **AAA**，上述债项级别考虑了松江国投提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。此次将松江城投撤出信用评级观察名单的主要考量因素为：良好的区域经济环境、公司战略地位突出，能够获得政府的大力支持及业务多元化且获现能力较好等方面的优势。同时，中诚信国际关注到公司部分子公司股权划出，致资产规模大幅下降，职能定位和经营板块发生变动、优质股权未来或将划出，预计会对公司资产质量产生一定影响、资产流动性较弱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）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	377.98	403.49	327.01
所有者权益合计（亿元）	190.54	186.97	153.36
总负债（亿元）	187.44	216.52	173.65
总债务（亿元）	22.35	21.79	29.33
营业总收入（亿元）	37.13	32.55	33.58
经营性业务利润（亿元）	3.30	2.43	0.35
净利润（亿元）	5.24	3.33	0.73
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营活动净现金流（亿元）	5.84	7.11	10.50
收现比(X)	1.03	1.09	0.91
营业毛利率(%)	21.63	21.32	17.74
应收类款项/总资产(%)	2.30	4.23	7.21
资产负债率(%)	49.59	53.66	53.10
总资本化比率(%)	10.50	10.44	16.05
总债务/EBITDA(X)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年连续审计报告及 2020~2021 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 2019~2021 年现金流量补充表，故相关指标无效。

松江国投（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	807.04	863.80	926.48
所有者权益合计（亿元）	429.23	447.00	452.13
总负债（亿元）	377.81	416.80	474.35
总债务（亿元）	123.44	121.60	132.98
营业总收入（亿元）	64.18	57.46	71.33
经营性业务利润（亿元）	8.01	4.15	5.00
净利润（亿元）	10.46	5.70	6.81
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营活动净现金流（亿元）	10.31	13.69	36.90
收现比(X)	1.06	1.14	1.13
营业毛利率(%)	22.18	12.39	9.99
应收类款项/总资产(%)	8.41	8.47	8.83
资产负债率(%)	46.81	48.25	51.20
总资本化比率(%)	22.34	21.39	22.73
总债务/EBITDA(X)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--

注：1、中诚信国际根据 2020 年~2021 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、公司总债务数据包括“其他应付款”、“长期应付款”和“专项应付款”科目中的带息债务部分；4、企业未提供 2019~2021 年现金流量补充表，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。2021 年，松江区实现地区生产总值 1,782.28 亿元，同比增长 6.5%，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，能够获得政府的大力支持。**作为松江区最重要的公用事业经营平台，公司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了公司有力支持。

■ **业务多元化且获现能力较好。**公司业务涵盖松江区水务、燃气供应、环境卫生及园林工程等多方面，业务收入来源多元化。公司公用事业板块运营较为稳定，可以带来良好的现金流。

■ **担保方实力强，能为债券提供有效担保措施。**松江国投作为上海市松江区国资委的国有资产经营管理平台，综合实力雄厚，本次债券由松江国投提供全额、无条件、不可撤销的连带责任保证担保，该担保措施对债券的还本付息起到了很强的保障作用。

关 注

■ **部分子公司股权划出，致公司资产规模大幅下降，职能定位和经营板块发生变动。**2021 年，公司先后划出三家子公司，导致总资产规模及净资产规模均大幅下降。截至 2021 年末，公司总资产和净资产规模分别为 327.01 亿元和 153.36 亿元，同比分别下降 18.96%和 17.98%。同时，公司不再承担松江区区域内的市政公用等工程施工、佘山北大型居住社区的配套基础设施建设和保障房建设职能，经营板块发生一定变动。

■ **优质股权未来或将划出，预计会对公司资产质量产生一定影响。**根据上海市松江区国有资产监督管理委员会相关安排，公司所持的上海银行、兴业银行和广发银行三家银行股权（截至 2021 年末账面价值 8.00 亿元）未来或将划转至松江国投，或将对公司资产流动性、收益性以及权益规模产生一定影响。

■ **资产流动性较弱。**截至 2021 年末，公司存货规模为 142.45 亿元，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 43.56%，整体规模较大，影响了公司的资产流动性。

评级展望

中诚信国际认为，上海松江城镇建设投资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

2021 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)
上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司	926.48	452.13	51.20	71.33	7.72	36.90
上海松江城镇建设投资开发集团有限公司	327.01	153.36	53.10	33.58	0.73	10.50

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	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 松建 01	AAA	AAA	2022/03/09	18.00	18.00	2021/06/09~2026/06/09	回售、票面利率选择权

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

“21 松建 01”募集资金 18.00 亿元，用于股权增资和补充流动资金，截至 2022 年 3 月末，募集资金已按照原定募集资金用途使用 17.11 亿元，剩余 0.89 亿元尚未使用完毕。

重大事项说明

2021 年 6 月 22 日，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”）出具《上海市松江区国有资产监督管理委员会关于划转上海松江新城投资咨询有限公司股权的通知》和《上海市松江区国有资产监督管理委员会关于划转上海市凯达公路工程公司股权的通知》，将公司持有的上海松江新城投资咨询有限公司（以下简称“咨询公司”）及上海市凯达公路工程公司（以下简称“凯达公司”）全部股权无偿划转至松江国投子公司上海新松江置业（集团）有限公司（以下简称“新松江置业”），股权划拨基准日均为 2021 年 6 月 30 日。其中，咨询公司已于 2021 年 7 月 26 日完成股权划转工商信息变更，凯达公司已于 2021 年 7 月 30 日完成股权划转工商信息变更。此次资产划转后，公司工程施工板块进行整体剥离。截至 2020 年末，咨询公司、凯达公司占公司同期末总资产比例分别为 0.03%、2.76%，占公司同期末净资产比例分别为 0.07%、2.39%，占公司营业收入比例分别为 0.23%、17.91%。

2021 年 8 月 31 日，松江区国资委于出具《上海市松江区国有资产监督管理委员会关于划转上海松江方松建设投资有限公司股权的通知》，将公司持有的上海松江方松建设投资有限公司（以下简称“方松公司”）全部股权无偿划转至新松江置业，股权划拨基准日为 2021 年 8 月 31 日。截至报告出

具日，方松公司股权划转尚未完成工商信息变更。此次资产划转后，公司基础设施建设和保障房建设板块进行整体剥离。截至 2021 年 8 月末，方松公司占公司同期末总资产比例为 21.13%，占公司同期末净资产比例为 16.11%，占公司营业收入比例为 1.09%。

公司原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、自来水等）的运营。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，全部来自于凯达公司；同期，来自方松公司的基础设施建设收入分别为 0.52 亿元、0.18 亿元和 0.11 亿元。无偿划转咨询公司、凯达公司、方松公司股权后，公司继续开展燃气业务、水务业务等公用事业的运营和基础设施监管业务，将不再承担松江区区域内的市政公用等工程施工、佘山北大型居住社区的配套基础设施建设和保障房建设职能。以上股权划转事项将导致公司经营板块发生一定变动，对公司的职能定位及战略规划产生一定影响。

此外，根据上海市松江区国资委相关安排¹，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，划转基准日为 2020 年 5 月 31 日。截至 2021 年末，以上三家银行股权账面投资成本 0.89 亿元，公允价值 8.00 亿元，截至报告出具日股权变更尚未完成，上述资产仍保留在公司账面上，未来银行股权的划出或将对公司盈利能力产生一定影响。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会

¹ 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乾投资有限公司股权的通知》（松国资企[2020]19 号）。

加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

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

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。

作为全国经济实力最雄厚和最发达的中心城市之一，近年来上海市经济发展态势良好。2021年，上海市地区生产总值为43,214.85亿元，较上年增长8.1%。其中，第一产业增加值99.97亿元，同比下降6.5%；第二产业增加值11,449.32亿元，同比增长9.4%；第三产业增加值31,665.56亿元，同比增长7.6%。

工业生产方面，2021年全市规模以上工业总产值39,498.54亿元，同比增长10.3%；工业战略性新兴产业总产值16,055.82亿元，比上年增长14.6%；其中，新能源汽车、新能源和生物产值同比增速分别为1.9倍、16.1%和12.1%。固定资产投资方面，2021年，上海市全社会固定资产投资总额比去年同期增长8.1%。分领域看，工业投资同比增长8.2%，房地产开发投资同比增长7.2%，基础设施投资同比增长5.8%，民间投资同比增长10.3%。

随着经济的稳定增长，上海市财政实力持续增强。2021年，上海市一般公共预算收入为7,771.8亿元，同比增长10.3%。上海市一般公共预算收入以税收收入为主，2021年税收收入占比为85.01%，较上年增长2.10个百分点，收入结构较为稳定。同期，政府性基金收入为3,769.0亿元，同比增长18.7%，随土地市场回暖呈增长态势。

财政支出方面，2021年，上海市一般公共预算支出为8,430.9亿元，同比增长4.1%。同期，政府性基金支出为3,568.5亿元，同比下降3.5%。2021年，上海市公共财政平衡率为92.18%，较上年增长5.21个百分点，财政自给能力较强。

截至2021年末，上海市政府债务余额为7,356.8亿元，其中一般债务余额3,120.3亿元，专项债务余额4,236.5亿元；上海市政府债务限额为10,603.1

亿元，其中一般债务限额为4,639.5亿元，专项债务限额为5,963.6亿元，债务规模适度，风险总体可控。

表1：上海市2019~2021年主要财政收支指标（亿元）

项目	2019	2020	2021
公共财政预算收入	7,165.1	7,046.3	7,771.8
其中：税收收入	6,216.3	5,841.9	6,606.7
政府性基金收入	2,418.1	3,175.0	3,769.0
公共财政预算支出	8,179.3	8,102.1	8,430.9
政府性基金支出	2,580.0	3,697.8	3,568.5
公共财政平衡率	87.60%	86.97%	92.18%

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，跟踪期内，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。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；根据第七次全国人口普查数据，截至2020年11月1日，松江区常住人口190.97万人。

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。2021年，长三角G60科创走廊被纳入国家和上海市“十四五”规划《纲要》；“松江G60科创走廊数字经济创新型产业集群”成为全国数字经济领域首个纳入国家试点（培育）的创新

型产业集群。

跟踪期内，松江区经济发展韧性不断增强，发展态势持续向好。全区全年实现地区生产总值 1,782.28 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.5%。其中，第一产业实现增加值 6.03 亿元，比上年增长 1.3%；第二产业实现增加值 908.96 亿元，比上年增长 8.3%；第三产业实现增加值 867.28 亿元，比上年增长 4.6%。全年三次产业增加值比重为 0.3：51.0：48.7。

跟踪期内，松江区工业经济持续稳定发展，总量创历年新高，发展质量不断提升，制造业核心竞争力不断增强。全区全年实现工业增加值 875.07 亿元，比上年增长 8.6%，完成工业总产值 4,868.31 亿元，比上年增长 7.5%。三大优势产业全年实现工业总产值 3,418.59 亿元，占全区规上的比重为 77.0%。其中，电子信息业实现产值 1,846.91 亿元；现代装备业实现产值 1,274.35 亿元；都市型工业实现产值 297.32 亿元。战略性新兴产业（制造业部分）全年实现工业总产值 2,826.75 亿元，比上年增长 4.3%，占全区规上的比重提升至 63.6%。其中，六大新兴产业实现工业总产值 969.20 亿元，比上年增长 3.8%。

随着经济的持续增长，松江区财政实力稳步增强。2021 年，松江区一般公共预算收入为 250.10 亿元，同比增长 13.36%；其中，税收收入为 200.75 亿元，同比增长 7.83%。基金预算收入方面，2021 年，全区政府性基金预算收入为 153.39 亿元，由于 2020 年政府性基金收入下降较多，故 2021 年较上年大幅增长 114.95%。

表 2：2019~2021 年松江区财政收支主要指标(亿元)

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	210.51	220.62	250.10
其中：税收收入	185.91	186.17	200.75
政府性基金预算收入	116.37	71.36	153.39
一般公共预算支出	339.41	319.01	354.68
政府性基金预算支出	95.64	148.16	154.44
公共财政平衡率	62.02%	69.16%	70.52%

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

财政支出方面，2021 年，松江区公共财政预算

支出为 354.68 亿元，同比增长 11.18%。同期，政府性基金预算支出为 154.44 亿元，比上年增长 4.24%，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，2021 年松江区公共财政平衡率为 70.52%，较上年增长 1.36 个百分点，但整体财政自给能力仍较弱。

截至 2021 年末，松江区政府债务限额为 271.30 亿元，其中：一般债务限额 134.10 亿元，专项债务限额 137.20 亿元。政府债务余额为 158.29 亿元，其中：一般债券 79.99 亿元，专项债券 78.30 亿元。

跟踪期内，公司股东及实控人不变，三家子公司无偿划出，公司治理结构维持不变

跟踪期内，公司唯一股东及实际控制人仍为上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司，下属子公司咨询公司、凯达公司及方松公司无偿划出。跟踪期内，公司治理结构未发生变化，公司组织结构完善，内部管理制度健全，日常经营正常运转。

公司天然气业务在松江地区具有垄断优势，跟踪期内，营业收入有所增长，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。2021 年，松江燃气实现收入 11.68 亿元，较上年增长 11.34%，主要系受管道天然气收入增长影响。

表 3：2019~2021 年松江燃气收入情况（亿元）

项目名称	2019	2020	2021
管道天然气	8.74	8.63	9.74
瓶装液化石油气	0.40	0.30	0.34
管道建设费 ²	2.19	1.03	0.98
表具、商品及其他	0.60	0.53	0.62
合计	11.93	10.49	11.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

管道天然气

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。

管道天然气业务是松江燃气收入的重要来源，截至 2021 年末，松江燃气拥有地下管网 3,397.00 公里，拥有天然气居民用户 48.59 万户，工营事团用户 3,889 户。2021 年，松江燃气的天然气供应量为 3.14 亿立方米。截至 2021 年末，松江燃气服务面积为 604 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，松江燃气管道天然气收费价格根据上海市物价局统一标准而定。跟踪期内，居民用户天然气价格较为稳定，非居民用户平均价格有所增长。其中，非居民用户年用量在 120 万立方米以下部分收费从 3.82 元/立方米增长至 3.95 元/立方米，年用量在 120 万立方米到 500 万立方米部分收费从 3.65 元/立方米增长至 3.78 元/立方米，年用量超过 500 万立方米部分收费从 3.17 元/立方米增长至 3.30 元/立方米。此外，跟踪期内，松江燃气对营事团收费平均价格从 3.82 元/立方米增长至 3.95 元/立方米；同时，享受优惠价格同类行业收费平均价格从 3.43 元/立方米下调至 3.05 元/立方米。根据上海市发展和改革委员会《关于调整本市非居民用户天然气价格的通知》（沪发改价管〔2021〕62 号），2022 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 31 日，上海市一般非居民用户天然气销售基准价格提高 0.6 元/立方米，同时自 2022 年 1 月 1 日起取消季节性价差。根据上海市发展和改革委员会《关于本市非居民用户天然气销售价格的通知》（沪发改价管〔2022〕10 号），上述价格标准于 2022 年 3 月 31 日后继续执行。2022 年以来，针对非居民用户天然气销售基准价格的提高或将带动公司管道天然气收入进一步增长。

表 4：2021 年松江燃气管道天然气平均收费标准

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	3.95 元/立方米
	120 万~500 万立方米	3.78 元/立方米
	500 万立方米以上	3.30 元/立方米
营事团	--	3.95 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		3.05 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，跟踪期内，松江燃气的燃气采购及销售均呈增长趋势。受益于销售量及销售价格的增加，松江燃气管道天然气销售收入亦有所增加，2021 年实现管道天然气收入 9.74 亿元，较上年增长 12.86%。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，每年采购价格略有波动，跟踪期内采购价格较上年度略有增长。

表 5：2019~2021 年，松江燃气管道天然气业务情况

项目名称	2019	2020	2021
采购数量（万立方米）	28,207.51	28,450.45	31,439.00
平均采购价格（元/立方米）	2.48	2.30	2.49
销售数量（万立方米）	27,324.47	27,521.88	30,281.64
平均销售价格（元/立方米）	3.20	3.13	3.22
管道天然气销售收入（亿元）	8.74	8.63	9.74

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，跟踪期内，随着天然气的普及，市场需求量整体减少。2021 年，松江燃气实现瓶装液化石油气收入 0.34 亿元，较上年同比增长 13.33%，均为零售收入。

表 6：2019~2021 年，松江燃气瓶装液化石油气业务情况

项目名称	2019	2020	2021
采购数量（吨）	7,527.29	5,946.11	5,788.36
平均采购价（万元/吨）	0.36	0.31	0.44
零售销售数量（吨）	5,705.48	6,146.45	5,981.85
零售平均销售价格（万元/吨）	0.54	0.48	0.57
零售实现瓶装液化石油气收入（亿元）	0.40	0.30	0.34

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。2021年，公司管道建设费、管道安装、表具等业务共实现收入1.60亿元，较上年小幅增长2.56%。

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，跟踪期内，供水收入及自来水工程业务收入均有所增长，给排水工程收费政策取消对公司收入的影响需关注

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。其中水业公司下属子公司上海市松江自来水有限公司、上海市松江东部自来水有限公司和上海市松江西部自来水有限公司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2021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。2021年，水业公司供水量为17,097.50万立方米，管网漏损率下降1.79个百分点至13.25%。2021年，水业公司供水收入为3.29亿元，较上年增长7.52%。

表7：2019~2021年，水业公司供水业务情况

项目名称	2019	2020	2021
设计日供水量（万立方米/日）	66	66	66
供水量（万立方米）	16,340.85	16,260.34	17,097.50
销售量（万立方米）	13,595.10	13,128.63	13,903.07
管网漏损率（%）	16.80	15.04	13.25
供水收入（亿元）	3.14	3.06	3.29

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8：截至2021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2021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46.01万立方米。2021年，水业公司实现污水处理收入2.86亿元，较上年增长8.33%。

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2021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 15.52 亿元，建成后预计增加公司日污水处理能力 25.70 万立方米。

表 9：截至 2021 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	4.85
西部污水处理厂三期改扩建工程	9.50	8.10	4.79
松申污水处理厂三期扩建	6.00	12.49	3.72
松东污水处理厂改扩建	4.00	7.95	2.16
合计	25.70	37.10	15.52

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，2021 年，水业公司自来水工程业务收入为 1.78 亿元，较上年增长 36.00%，主要系 2020 年因受疫情影响当年工程量大幅减少，故 2021 年度增幅相对较大。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 10：2019~2021 年，水业公司自来水工程收入构成（万元）

项目	2019	2020	2021
接水工程款	5,764.91	2,725.83	6,761.15
排管工程	16,289.04	7,516.52	8,582.28
排水费费用	-	-	-
消防栓工程	152.79	42.17	20.37
装表接水工程	4,122.96	2,772.89	2,394.90
合计	26,329.70	13,057.41	17,758.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司本部主要承担基础设施建设的监管职能，水业公司的基础设施建设项目建设资金主要来自于政府资金，公司自身不承担融资职能，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，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 2021 年末，由松江城投承担监管职能的在建政府项目共 103 个，总投资额 267.14 亿元，已累计投资 134.98 亿元，尚有 132.16 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，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，项目建设资金主要来自于政府拨付的国有资本金或财政资金。2021 年，水业公司基础设施建设业务收入为 1.57 亿元，较上年增长 17.16%。截至 2021 年末，水业公司在建的基础设施建设项目主要系前述四个污水厂改扩建项目及松江自来水车墩水厂扩建 16 万 T（新车墩水厂）项目，在建项目计划总投资 41.21 亿元，已投资 19.02 亿元，后续尚需投入 22.19 亿元。截至 2021 年末，水业公司暂无拟建的基础设施建设项目。

跟踪期内，公司环境卫生业务稳步发展，环卫收入小幅增长，为公司整体业务收入提供了支撑

公司环境卫生业务由下属子公司上海净达环境卫生发展有限公司（以下简称“净达环境”）负责运营。净达环境主要承担松江区 7 个街镇和 1 个开发区的道路、公厕、水域保洁、垃圾清运工作及 13 座垃圾房、7 个中转站、1 个填埋场封场后的管理。截至 2021 年末，净达环境拥有环卫作业车辆 255 辆、业务+公务车辆 26 辆、铲车 19 辆。净达环境负责的道路保洁面积为 621.90 万平方米（内含废物箱保洁 1,149 个），公厕及倒桶点保洁 123 个，建筑垃圾公共设点清运 150 个，生活垃圾公共设点清运 305 个（小区 225 个，其他 80 个）。此外，净达环境还负责黄浦江 951.40 万平方米、内河水域 237.70 万平方米水域保洁及松江区的餐饮公司、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，跟踪期内，公司环境卫生业务的营业收入呈现增长趋势。2021 年，公司环境卫生板块的收入为 4.63 亿元，较上年增长 5.95%。

此外，净达环境投资参股了建筑垃圾末端处置项目、湿垃圾末端处置项目及危废处置项目 3 个项目，持股比例分别为 30%、30%及 22%。其中，危废处置项目目前仍在立项阶段，预计净达环境将投资 220 万元。建筑垃圾末端处置项目及湿垃圾末端处置项目预计总投资 16.00 亿元，其中，净达环境投资额为 1.44 亿元，已实缴到位；截至 2021 年末，两项目均已投产，其中，湿垃圾末端处置项目于 2020 年 10 月试运营，累计已实现运营收入 1.35 亿元，建筑垃圾末端处置项目于 2021 年 9 月试运营，累计已实现运营收入 2,134.56 万元，由于项目尚处于运营前期，故尚未进行分红。

跟踪期内，公司园林工程业务新承接项目较少，业务收入相对上年有所下降

公司园林工程业务由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”）负责运营，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。凯盛园林通过招标与松江区各街道签订合同，进行区内绿化工作，合同每年签订一次，合同金额根据园林项目具体的地理位置、绿化面积及处理难易程度而定。凯盛园林将部分绿地劳务分包，按季支付绿化劳务成本，每年年末根据当年的绿化及养护考核情况向劳务公司支付相关费用。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。2021 年，凯盛园林实现园林工程收入 1.90 亿元，较上年下降 15.56%，主要系当年新承接的项目量较少所致。

表 11：2019~2021 年，凯盛园林承做园林工程项目情况（亿元）

年份	2019	2020	2021
新承接项目量	2.91	2.12	0.73
实现园林工程收入	1.58	2.25	1.90

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 2020~2021 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。

跟踪期内，公司整体毛利率有所下降，加之期间费用的侵蚀，盈利空间有所收窄；但公司水务及天然气板块的运营具有区域垄断性，收入规模稳定增长，为公司营业总收入提供了一定支撑

2021 年，公司实现营业收入为 33.58 亿元，较上年末同比增长 3.16%，其中包含凯达公司 2021 年 1~6 月的营业收入 3.50 亿元及方松公司 2021 年 1~8 月的营业收入 0.21 亿元。跟踪期内，公司收入增长主要来自于天然气供应业务及水务业务收入的稳定增长，此外，公司将部分与业务相关的政府补贴计入其他业务收入，为营业总收入提供了补充。具体来看，天然气收入、水务收入以及环境卫生收入是公司收入最重要的来源，2021 年以上各项业务收入分别为 10.70 亿元、6.15 亿元和 4.63 亿元，同比分别增长 13.11%、8.08%和 5.95%。此外，2021 年，公司道路工程收入为 3.41 亿元，较上年末大幅下降 41.41%，主要系因方松公司划出，其 2021 年

下半年的营业收入不再计入公司合并范围所致；同期，公司园林工程收入为 1.90 亿元，同比下降 15.56%，主要系当年新承接的项目量减少所致；同期，公司基础设施建设收入为 1.78 亿元，较上年稍有增长。此外，公司其他业务收入主要系燃气排污工程收入、人才服务收入、食堂配菜收入及试卷印刷收入等，跟踪期内有所增长。

毛利率方面，2021 年，公司综合毛利率为 17.74%，较上年下降 3.58 个百分点，主要系受环境卫生及道路工程业务毛利率下降影响。具体来看，2021 年，公司天然气供应业务毛利率为 22.94%，较上年稍有下降；水务/集中供水业务毛利率为 16.47%，与上年基本持平；同期，公司环境卫生业

务毛利率为 13.09%，同比下降 11.9 个百分点，主要系当年人工成本有所增加所致；同期，公司道路工程业务毛利率为 10.58%，较上年下降 6.62 个百分点，主要系受项目完工结算进度及市场行情影响；园林工程业务方面，受分包费用及人工成本增加的影响，2021 年，公司园林工程业务毛利率为 3.22%，同比下降 4.95 个百分点；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，2021 年，该业务毛利率为 27.34%，同比下降 7.54 个百分点。

表 12：2019~2021 年，公司营业总收入构成及毛利率情况（亿元、%）

项目名称	2019		2020		2021	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
天然气供应	9.74	21.80	9.46	23.71	10.70	22.94
水务/集中供水收入	5.67	16.52	5.69	16.37	6.15	16.47
基础设施建设	2.81	38.90	1.45	34.88	1.78	27.34
园林工程	1.58	12.72	2.25	8.17	1.90	3.22
环境卫生	4.50	21.28	4.37	24.99	4.63	13.09
道路工程	8.02	14.22	5.82	17.20	3.41	10.58
其他	4.81	32.82	3.49	28.03	5.02	19.44
合计/综合	37.13	21.63	32.55	21.32	33.58	17.74

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，2021 年，公司期间费用为 5.57 亿元，较上年同比增长 25.31%，以管理费用和销售费用为主。跟踪期内，公司期间费用增长主要系方松公司部分项目产生的利息支出从项目成本转至财务费用，导致当年财务费用大幅增长所致。2021 年，公司管理费用为 3.32 亿元，同比下降 8.25%，主要系公司合并口径部分子公司划出，工程管理费用、职工薪酬支出减少所致；同期，销售费用为 2.02 亿元，较上年增长 9.50%。同期，公司期间费用率为 16.58%，同比增长 2.93 个百分点，公司期间费用控制能力有待提高。

从利润总额构成来看，2021 年，公司利润总额为 1.28 亿元，较上年大幅下降 69.81%，主要系受子公司划出影响，利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。跟踪期内，公司所获得的计入其

他收益的政府补助规模较小，同时公司营业毛利率下降，加之期间费用的侵蚀，导致经营性业务利润大幅下降 85.60%至 0.35 亿元。2021 年，公司实现投资收益 0.52 亿元，同比下降 67.30%，主要系公司于 2019 年及 2020 年抛售部分银行股权，当期取得收益规模相对较多，且 2021 年公司持有的银行股权相对减少，故当年银行股权分红减少所致。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标(亿元、%)

项目名称	2019	2020	2021
销售费用	1.77	1.84	2.02
管理费用	3.91	3.62	3.32
研发费用	-	-	-
财务费用	-1.03	-1.02	0.23
期间费用合计	4.65	4.44	5.57
营业总收入	37.13	32.55	33.58
期间费用率	12.52	13.65	16.58
利润总额	6.71	4.24	1.28

投资收益	3.37	1.59	0.52
经营性业务利润	3.30	2.43	0.35
其中：其他收益	0.12	0.13	0.15

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着部分子公司的划出，公司总资产、总负债及所有者权益规模均有所下降；跟踪期内，公司存货规模仍较大，影响了公司整体的资产流动性；公司整体债务规模仍较小，债务期限结构和业务特点相匹配，财务杠杆水平不高

随着部分子公司的划出，跟踪期内公司总资产规模及总负债规模均有所下降，截至 2021 年末，公司总资产规模为 327.01 亿元，较上年末同比下降 18.95%；总负债规模为 173.65 亿元，同比下降 19.80%。同期末，公司所有者权益为 153.36 亿元，同比下降 17.98%，主要由实收资本和资本公积构成。跟踪期内，公司实收资本保持稳定，资本公积因股权注入及收到政府拨入的基本建设资金和工程资本金等而增加 5.41 亿元，同时因子公司划出及政府工程核销等减少 30.11 亿元，故 2021 年末较上年末下降 16.62%至 120.19 亿元。

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，截至 2021 年末，流动资产为 219.58 亿元，同比下降 21.17%；占总资产比重为 67.15%，同比下降 1.89 个百分点。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。具体来看，公司货币资金主要为银行存款，截至 2021 年末，货币资金为 40.85 亿元，较上年末下降 9.96%，其中受限的货币资金为 0.02 亿元；同期末，公司其他应收款为 21.56 亿元，较上年大幅增长 50.24%，主要系当年新增业务往来款较多所致；同期末，公司存货为 142.45 亿元，同比下降 29.59%，主要系子公司方松公司划出，对应的工程项目开发成本不再计入合并范围所致。截至 2021 年末，公司存货主要包括集团本部监管的基础设施建设业务施工投入（134.98 亿元）及燃气和水务公司的工程投入。

非流动资产方面，截至 2021 年末公司非流动资产为 107.42 亿元，同比下降 14.02%；占总资产的比重为 32.85%，同比增长 1.89 个百分点。公司

非流动资产主要由其他权益工具投资、固定资产和在建工程构成。具体来看，公司自 2021 年起实行新金融工具准则，将“可供出售金融资产”及“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”重分类至“其他权益工具投资”，截至 2021 年末，公司其他权益工具投资为 8.29 亿元，主要系持有的兴业银行股权 2.86 亿元、上海银行股权 4.04 亿元及广发银行股权 1.11 亿元；同期末，公司固定资产为 57.00 亿元，较上年末下降 26.63%，主要系子公司划出，部分市政基础设施资产减少所致。公司固定资产主要系市政基础设施、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 2021 年末，市政资产为 21.22 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，收到的政府拨付资金已计入资本公积，未来该部分资产移交对公司权益的影响需关注；同期末，公司在建工程为 28.48 亿元，较上年末增长 22.49%，主要为在建水务工程和燃气工程投入增加所致。截至 2021 年末，公司在建工程包括水务工程 25.97 亿元和燃气管网工程 2.51 亿元。

表 14：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目	2019	2020	2021
货币资金	40.05	45.37	40.85
其他应收款	5.29	14.35	21.56
存货	190.89	202.32	142.45
流动资产	251.82	278.55	219.58
可供出售金融资产	15.29	8.52	-
其他权益工具投资	-	-	8.29
固定资产	75.44	77.69	57.00
在建工程	21.45	23.25	28.48
非流动资产	126.16	124.94	107.42
总资产	377.98	403.49	327.01

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，截至 2021 年末，流动负债为 94.79 亿元，同比下降 37.63%；占负债总额的比重为 54.59%，同比下降 15.61 个百分点。公司流动负债主要由预收账款、其他应付款和合同负债构成。截至 2021 年末，公司预收账款为 74.09 亿元，较上年末下降 33.26%，主要系各级财政拨付项目建设款。2021 年末规模下

降主要系由于方松公司划出，部分项目预收配套费及搭桥房款不再纳入合并范围所致；公司其他应付款主要为煤气排管工程款、煤气配套费和钢瓶押金等，2021 年末较上年末大幅下降 69.43%，主要系受子公司划出影响，同时公司自 2021 年起实行新收入准则，将“其他应付款”和“预收账款”部分重分类至“合同负债”所致；同期末，公司合同负债为 6.77 亿元。

非流动负债方面，截至 2021 年末，公司非流动负债为 78.86 亿元，较上年末增长 22.23%，主要由应付债券、长期应付款和递延收益构成。截至 2021 年末，公司应付债券为 26.30 亿元，较上年末大幅增长 164.32%，主要系公司发行的公司债及资产证券化产品，跟踪期内大幅增长主要系公司于 2021 年 6 月发行了“21 松建 01”所致，发行规模为 18.00 亿元，期限为 5 年，票面利率为 3.49%；同期末，长期应付款为 37.28 亿元，较上年末小幅下降，主要包含财政局债务置换资金 10.63 亿元、财政局偿债资金 5.44 亿元和水业公司收到的各级补贴 14.52 亿元；同期末，公司递延收益为 12.17 亿元，同比增长 16.68%，主要为燃气工程配套费增长所致。

表 15：近年来公司主要负债和所有者权益情况（亿元、%）

	2019	2020	2021
预收款项	105.84	111.01	74.09
其他应付款	19.15	24.77	7.40
合同负债	-	-	6.77
流动负债合计	136.19	151.99	94.79
应付债券	11.43	9.95	26.30
长期应付款	21.14	38.60	37.28
递延收益	8.77	10.43	12.17
非流动负债合计	51.24	64.52	78.86
负债合计	187.44	216.52	173.65
实收资本	16.13	16.13	16.13
资本公积	144.10	144.14	120.19
所有者权益	190.54	186.97	153.36
短期债务	3.10	8.01	1.58
长期债务	19.25	13.79	27.75
总债务	22.35	21.79	29.34
资产负债率	49.59	53.66	53.10
总资本化比率	10.50	10.44	16.05

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司资产负债率为 53.20%，较上年末略有下降；总资本化比率为 16.05%，较上

年末增长 5.62 个百分点。跟踪期内，公司财务杠杆仍处于较合理水平。截至 2021 年末，公司总债务为 29.34 亿元，同比增长 34.65%，仍主要以长期债务为主。同期末，公司长期债务占总债务的比例为 94.61%，同比增长 31.33 个百分点，整体来看公司债务期限结构较为合理。

跟踪期内，公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均有所增强，且公司到期债务分布较为均匀，债务压力相对较小

现金流方面，2021 年，公司经营活动净现金流为 10.50 亿元，较上年增长 47.68%，主要系当年度收到其他与经营活动有关的现金较多所致。同期，公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金流利息覆盖倍数分别为 0.36 倍和 20.67 倍，较上年增长 0.03 倍和 14.57 倍，跟踪期内，公司经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力均有所增强。

表 16：近年来公司偿债能力分析（亿元、倍）

指标	2019	2020	2021
总债务	22.35	21.79	29.34
短期债务	3.10	8.01	1.58
货币资金/短期债务	12.92	5.67	25.86
经营活动净现金流	5.84	7.11	10.50
经营活动净现金/总债务	0.26	0.33	0.36
经营活动净现金流利息覆盖倍数	3.71	6.10	20.67

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

到期债务方面，公司 2022~2025 年和 2026 年及以后到期的债务规模分别为 1.58 亿元、2.39 亿元、1.81 亿元、1.92 亿元和 21.63 亿元，债务主要集中在 2026 年及以后到期，公司短期债务偿付压力相对较小。

表 17：截至 2021 年末，公司有息债务到期情况（亿元）

项目名称	2022	2023	2024	2025	2026 及以后
到期债务	1.58	2.39	1.81	1.92	21.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司受限资产及对外担保规模较小，但剩余授信额度不足，财务弹性有待提高

受限资产方面，截至 2021 年末，受限资产账面价值共计 0.02 亿元，系因保证金受限的货币资金，

受限资产规模很小。

或有负债方面，截至 2021 年末，公司对外担保余额为 7.55 亿元，占同期末净资产的比重为 4.92%，全部为对上海松江区车墩经济联合社控制下的上海城东投资开发有限公司的担保。

授信方面，截至 2021 年末，公司获得银行授信额度共计 21.66 亿元，已使用授信额度为 19.45 亿元，剩余授信额度较小，财务弹性有待提高。

截至 2021 年末，公司不存在重大未决诉讼事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 4 月 12 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

跟踪期内，公司作为松江区最重要的公用事业经营平台，水务和燃气业务在松江区仍处于垄断地位。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，2021 年，公司及子公司收到政府拨入的基本建设资金和工程资本金增加资本公积 3.41 亿元。同年，松江区国资委将上海市松江区建设投资开发总公司注入公司，增加资本公积 1.36 亿元。

此外，2021 年，公司获得计入“其他收益”的政府补助为 0.15 亿元，获得计入“营业外收入”的政府补助为 0.13 亿元，为公司盈利带来补充。

偿债保障措施

“21 松建 01”本息的到期兑付由松江国投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

松江国投系于 1998 年 9 月 4 日由松江区国资委出资组建的国有独资有限责任公司，初始注册资本为 7.00 亿元。2018 年 7 月，根据《关于同意上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司增加注册资本》（松国资委[2018]59 号）的批复，松江国投增加注册资本 1.00 亿元。2020 年 8 月，根据《关于增加上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司注册资本金的通知》（松国资企〔2020〕27 号）的批复，松江国投增加注册资本 2.10 亿元。截至 2021 年末，松江国投注册资本和实收资本均为 10.10 亿元，其唯一股东及实际控制人为松江区国资委。

2021 年，松江国投合并报表范围增加一级子公司 1 家，系上海长三角 G60 科创经济发展集团有限公司（以下简称“G60 科创集团”）。G60 科创集团成立于 2021 年 6 月 23 日，是由上海市松江区政府与上海临港经济发展(集团)有限公司（以下简称“临港集团”）共同发起设立，注册资本 30.00 亿元，其中临港集团子公司上海临港控股股份有限公司持股 50%、松江国投持股 40%、上海新闵资产经营有限公司持股 10%，由松江区国资委实际控制，故纳入松江国投合并范围。G60 科创集团定位为新桥马塘片区产城融合及招商引资，主要负责新桥马塘片区的开发建设及高新技术企业的招商引资业务。

作为松江区投融资建设主体和国有资产经营管理主体，松江国投主要从事区域内城市开发、公共事业运营、非银金融服务、商品销售、商业物业开发、工业区开发服务、旅游度假服务以及资产租赁等业务。

如上所述，松江国投的天然气供应业务及水务业务主要由松江城投的子公司松江燃气和水业公司负责运营，运营情况详见上文。

保障房建设业务稳步推进，业务持续性较好；部分项目与各级政府签订供应协议，建设资金来源较有

保障；但另有部分项目资金平衡方式暂未确认，中诚信国际对此表示关注

松江国投负责松江区保障房建设任务，该业务运营主体主要为孙公司方松公司、子公司新城公司及子公司新松江置业。2021 年，松江国投实现房屋销售 4.87 亿元，主要来自于新松江置业公司已完工的龙潭南苑、茸北苑项目及新城公司泗泾洞泾大居保障房项目。

方松公司承担了较多的市属动迁安置房项目建设。截至 2021 年末，方松公司在建保障房项目共 2 个，项目总投资 35.73 亿元，已投资 26.67 亿元。其中，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 2021 年末，项目总投资 25.68 亿元，已投资 21.47 元。方松公司与市、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 2021 年末，项目总投资 10.05 亿元，已投资 5.25 亿元。依据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约定，方松公司可获得 1,776.08 万元的开发管理费用。

此外，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，原系方松公司依据政府开发规划投资建设。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，根据计划，车墩镇政府应于 2021 年 6 月 21 日前支付约 1.01 亿元，2021 年 12 月 21 日前支付约 4.87 亿元及其利息；截至 2021 年末，方松公司仅收到车墩镇政府支付的 0.1 亿元，需关注后续款项收回情况。

新城公司主要承担松江区大型社区保障房建设、南部新城、郊野公园等区域的开发和项目建设。

新城公司与区土储中心签订了《房屋建设和回购协议》，负责保障房项目的建设和销售。新城公司依据工程金额 2% 的建设管理费、3% 的利润及 1% 的销售管理费确认收入。截至 2021 年末，新城公司重点项目为松江南站大型居住社区动迁安置房项目，规划总投资 10.80 亿元，已投资 5.36 亿元，建设资金来源为财政拨款。

新松江置业主要负责运营松江区内公租房业务，新松江置业通过收购房屋、无偿划拨、新建方式取得房源，然后通过改建装饰，对不符合公租房要求的房源进行面积、水电等配套的改建，家具家电配置，将其改造成符合公租房要求的房屋。达到出租条件后，新松江置业下属子公司上海松江公共租赁住房投资运营有限公司委托专业评估机构依据同一区域、相同地块租房租金水平，在此基础上按略低于市场价租金的原则确定公租房租金价格，并在区房管部门完成备案手续，进行房屋出租。

此外，新松江置业负责安置房项目及城中村改造项目建设。安置房项目属于政府回购类项目，其所需土地由新松江置业招拍挂取得，建设资金来自于自筹，施工方建设完成后，房屋由政府按照协议价格回购并委托街道分配给动迁户，新松江置业仅负责办理房屋销售手续等，销售完毕后政府统一进行资金结算。城中村改造项目建设则属于新松江置业自行开发和自行销售项目，其建设资金来自于自筹和银行借款。其中，沪松路 50 弄项目全部系动迁安置房，目前正处于项目建设阶段，因土地成本有所上升，销售价格及项目收益暂时无法确定；戴家浜、大涨泾前期阶段项目则包含动迁安置房和商品房，动迁安置房部分由新松江置业直接销售给安置户，多为略微亏损，商品房部分则根据实际情况自行对外出售，并用该部分销售款平衡整个项目的建设资金，目前项目正处于动拆迁阶段，销售价格及项目收益暂时无法确定。

截至 2021 年末，新松江置业主要在建项目计划总投资合计为 47.86 亿元，累计完成投资 7.99 亿元。拟建项目方面，截至 2021 年末，新松江置业拟建项目为车墩 28-01 地块公租房项目，截至目前

尚未竞拍土地，开工时间暂定为 2022 年 10 月，项目总投资 1.50 亿元，资金来源为自筹。

表 18：截至 2021 年末松江国投在建保障房项目情况（亩、万平方米、亿元）

项目名称	运营主体	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	方松公司	175.20	29.66	2011.7-2018.9	25.68	21.47	财政拨款
九里亭 SJP00101 单元 07A-07A 地块	方松公司	3.14	10.08	2020.1-2022.6	10.05	5.25	财政拨款
松江南站大型居住社区 c18-28-01 地块动迁安置房项目	新城公司	73.60	12.96	2018.6~2022.6	10.80	5.36	财政拨款
松江区岳阳街道 SJC10012 单元 28A-06 号地块动迁安置房项目	新松江置业	39.31	8.67	2019.9~2024.12	8.51	2.98	自筹及银行贷款
沪松路 50 弄（城中村改造项目）	新松江置业	11.95	1.85	2019.1~2022.12	1.49	1.11	自筹及银行贷款
戴家浜、大港泾前期阶段（城中村改造项目）	新松江置业	221.76	15.61	2020.1~2025.12	30.66	0.97	自筹及银行贷款
工业区 SJC10024 单元 09-10 号地块租赁住房新建工程项目	新松江置业	33.52	6.43	2020.6~2023.01	7.20	2.93	自筹及银行贷款
合计		558.48	85.26	-	94.39	40.07	-

注：佘山北大型居住社区项目超期，主要系其中部分项目暂未完成竣工决算所致。

资料来源：松江国投提供，中诚信国际整理

资料来源：松江国投提供，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，跟踪期内松江国投工程施工业务收入大幅增长

工程施工业务主要是由新松江置业的子公司凯达公司负责经营。凯达公司主要负责市政公用工程、公路工程、房屋建筑工程的施工、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、公路总承包二级以及建筑工程三级资质。2021 年，公司实现道路工程业务收入 10.27 亿元，同比增长 76.35%，主要系工程承接量及完工量增加所致。

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。2021 年凯达公司签订工程合同金额 7.56 亿元。在建项目方面，截至 2021 年末，凯达公司主要在建项目共计 4 个，总投资 8.35 亿元，已投资 3.65 亿元，尚需投资 4.70 亿元。

表 19：截至 2021 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
松江区玉阳大道（白宁路-车香路）新建工程	2019.5-2022.12	4.26	1.93
叶新-大叶公路（新工路-老黄桥港）道路改建工程 C03 标	2020.3-2022.12	2.17	0.61
石湖荡社区卫生服务中心及松江区院前急救石湖荡 分站工程	2021.1-2022.12	1.26	0.52
泖港镇黄桥村乡村振兴示范村配套工程	2021.6-2022.12	0.66	0.59
合计	-	8.35	3.65

拟建项目方面，截至 2021 年末，凯达公司拟建项目包括叶新-大叶公路（老黄桥港-叶榭镇界）道路改建工程（四标）、G320 公路（松江金山区界-北松公路）改建工程 SJ-2 标段等，合同金额共计 3.63 亿元。

表 20：截至 2021 年末凯达公司主要拟建道路工程项目

工程名称	总投资
叶新-大叶公路（老黄桥港-叶榭镇界）道路改建工程（四标）	1.25
G320 公路（松江金山区界-北松公路）改建工程 SJ-2 标段	2.38
合计	3.63

资料来源：松江国投提供，中诚信国际整理

松江国投作为松江区重要的基础设施建设主体，承担了松江区的基础设施建设任务，承担政府监管职能的项目由财政资金统一安排，目前松江国投主要从事排水工程、市政工程以及社区配套基础设施建设

公司目前实际基础设施建设任务承担者主要系水业公司、方松公司和新城公司，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；新城公司则主要从事市政基础设施工程，暂未产生收入。2021 年，松江国投基础设施建设业务板块实

现收入 1.78 亿元，较上年平稳增长。此外，作为松江区重要的基础设施建设主体，松江区城投承担了松江区较多基础设施建设的监管职能。截至 2021 年末，由松江区城投承担监管职能的在建政府项目共 103 个，总投资额 267.14 亿元，已累计投资 134.98 亿元，尚有 132.16 亿元未支付。

方松公司目前在建基础设施建设项目为佘山北大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 2021 年末，佘山项目区域内的基础设施项目已投资 26.16 亿元，资金来源方面，1.56 亿元来自松江区大型社区推进办，6.40 亿元来自松江区住房保障中心，14.88 亿元为收取的配套费及财政拨入配套资金，3.32 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。

新城公司主要在建市政基础设施工程包括松南郊野公园和广富林郊野公园项目等，上述项目计划总投资合计 56.18 亿元，截至 2021 年末，新城公司已完成投资 30.14 亿元。由于新城公司在建项目建设资金大部分来源于松江区财政局，未来资本支出压力不大。截至 2021 年末，新城公司暂无拟建项目。

表 21：截至 2021 年末新城公司在建项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资	资金来源
松南郊野公园	29.00	16.20	松江区财政局
广富林郊野公园	27.18	13.94	松江区财政局
合计	56.18	30.14	--

资料来源：松江国投提供，中诚信国际整理

松江国投公交业务在松江地区具有垄断地位，该业务公益属性较强，可持续获得政府运营补贴；轨道交通建设资金全部来源于财政，投资压力较小，且目前有轨电车已进入试运营阶段，未来有望增加松江国投营业收入

公共交通业务由松江国投下属子公司上海松江交通投资运营集团有限公司（以下简称“松江交投”）负责经营，主要包括轨道交通建设和公交业务。2021 年，松江交投实现公交运输收入 1.18 亿元，同比增长 40.79%，主要系 2020 年度受疫情影响客运数明显减少，2021 年有所恢复。

有轨电车投资建设运营方面，松江交投主要负责松江地区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。在建项目方面，截至 2021 年末，松江交投在建项目主要为有轨电车 T1、T2 示范线、交之影大厦（一期）项目等，计划总投资 44.78 亿元，已完成投资 38.14 亿元。松江交投项目建设资金来源主要为财政拨款，投资压力较小。截至 2021 年末，松江交投暂无拟建项目。

表 22：截至 2021 年末松江交投在建项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资	资金来源
有轨电车 T1、T2 线	36.83	35.05	财政
交之影大厦（一期）	6.47	2.65	自有
泗泾站泗安路	0.49	0.01	自有
泗泾站外婆泾路	0.22	0.01	自筹
9 号线松江醉白池站配套管理用房二期工程	0.62	0.30	自筹
大学城临时停车场	0.07	0.07	自筹
九里亭临时公交枢纽配套设施项目	0.08	0.05	自筹
合计	44.78	38.14	-

资料来源：松江国投提供，中诚信国际整理

公交业务方面，松江交投承担了松江地区的公共运输职能，在松江区具有垄断地位。截至 2021 年末，松江交投拥有公交线路 127 条，拥有公交车辆 855 辆。2021 年，松江交投客运人数 7,399.85 万人，完成里程数 4,687.64 万公里。

表 23：2019~2021 年公交业务运营情况

项目名称	2019	2020	2021
车辆数（辆）	854	880	855
公交线路数（条）	127	128	127
客运数（万人）	10,556	6,501	7,399.85
里程（万公里）	4,794	4,506	4,687.64

资料来源：松江国投提供，中诚信国际整理

松江交投公共交通业务盈利能力较差，主要依靠政府补贴来保持运营，2021 年松江交投获得政府

补助 6.79 亿元，其中运营补贴 5.39 亿元，呈逐年增加趋势。

表 24：2019~2021 年补贴情况（万元）

项目名称	2019	2020	2021
购车补贴	3,225	0.00	4,235
运营补贴	42,414	43,414	53,850
其他补贴	7,386	9,075	9,833
合计	53,025	52,489	67,918

资料来源：松江国投提供，中诚信国际整理

松江国投经营性资产面积较大、出租率较高，随着新建物业的投入使用，未来该板块收入有望进一步增长

松江国投房屋管理租赁业务涉及的房产主要

表 25：松江国投主要的可供出租资产情况（平方米、元/平米/每天）

物业名称	可供出租面积	出租率(%)	平均租金水平
华亭新家苑一期、二期公租房	51,387.94	96.00	1.10
茸城新业苑公租房	22,072.77	98.00	1.22
休闲绿地一期、二期公租房	6,235.62	99.00	1.27、1.52
中山中路 831 弄公租房	1,313.98	98.00	1.22
万科梦想派公租房	7,355.28	96.00	1.86
信达蓝爵公租房	6,664.96	99.00	1.68
万科云间传奇公租房	4,316.20	89.00	1.40
上坤红树湾	1,882.87	100.00	1.67
合景天悦	6,342.30	99.00	1.86
廉租住房并轨房源（新置业）	4,015.37	98.00	1.1
绿地松江名苑	2,985.57	100.00	1.38
金地艺境苑	5,267.63	99.00	1.10
首创锦悦	5,793.48	99.00	1.32
雅居乐星徽	6,590.08	46.00	1.28
新城水云间	1,954.64	79.00	1.01
上坤旭辉墅	3,182.76	-	1.20
翡丽华庭	6,908.98	100.00	1.63
松江颐景园	5,182.27	100.00	1.17
麓源	2,007.12	92.00	0.79
新城云间锦院	1,371.45	33.00	0.97
佘山院子	2,829.83	100.00	0.98
林肯公园	4,900.76	100.00	1.48
信达蓝尊	4,853.50	100.00	1.60
建发玫瑰湾	3,838.95	97.00	1.64
丰源大厦 5-20 楼	11,642.08	100.00	1.80
通波路 50 号	8,030.70	100.00	0.33
余北商铺	16,982.82	100.00	5.51
建设大厦	16,978.13	100.00	1.03
松汇东路 25 号城东汽车站	27,764.90	100.00	0.22
松通停车场	7,259.00	100.00	2.78
城通大楼	6,174.48	100.00	1.42
松汇东路 25 号（开心公寓）	3,047.00	100.00	0.46
九峰路地下车库	2,889.46	100.00	1.86
西林北路 333 号	2,501.37	100.00	2.54

为住房、商铺和办公楼等。截至 2021 年末，松江国投主要出租资产可供出租面积 101.51 万平方米。出租率方面，办公大楼出租率通常比较高；公租房受地理位置等因素的影响出租率有所不同，此外，新城水云间、雅居乐星徽、新城云间锦院及上坤旭辉墅等房源于本年度投入使用出租率较低。签约方式方面，住房类一般 2 年一签，办公大楼合同期限通常为 1~3 年，公安大楼签约时间为 10 年。2021 年，松江国投实现租赁业务收入分别为 6.78 亿元，增长 54.85%，主要系 2020 年因疫情减免了 3 个月租金且本年度公租房新房源投入运营等因素所致。

乐都路 437-445 号	1,918.00	100.00	0.93
九峰源广场	340.70	100.00	10.66
城通大楼	6,174.48	100.00	1.42
新飞园	102,425.55	90.08	0.47-1.2
锦昔园	61,238.11	86.98	0.62-1.25
晨星二期	52,991.88	97.50	0.89
书慧园二期	45,536.82	95.48	0.7-1.1
书慧园一期	40,915.99	100.00	0.8-1.2
公安大楼	50,704.44	100.00	1.62
南乐路园区	19,611.50	100.00	0.82
云城大厦	11,900.00	100.00	1.20
新城公司所属资产	147540.82	92.71	1.02
大学城公司所属资产	24215.15	94.97	1.86
学雅公司所属资产	44,325.00	97.07	1.13
工程服务公司所属资产	54,009.87	83.02	0.67
新城投资集团所属资产	14,476.13	100.00	3.45
三辰苑	21,769.33	100.00	0.51
启源集团	18,661.12	100.00	0.59
烟草大楼	9,260.60	100.00	1.88
胡氏公司	8,592.92	100.00	2.42
云间商厦	3,326.92	94.26	1.00
戴家浜农贸市场	1,625.00	100.00	1.52
小商品市场	1,014.47	100.00	1.08
合计	1,015,099.05	-	-

资料来源：松江国投提供，中诚信国际整理

松江国投经营业务范围较为多元，跟踪期内，商品销售、环保业务和非银金融服务等业务收入保持平稳增长，对松江国投营业收入形成良好补充

除天然气、水务、保障房、公共交通、基础设施和工程施工等业务外，松江国投还有商品销售业务、房屋租赁、环保业务和非银金融服务等业务。

松江国投商品销售业务主要包括百货零售、粮油销售及医疗器械销售，业务的经营主体均为商发集团的下属子公司。医疗器械销售主要面向松江区各医疗卫生单位，经营范围覆盖各种一、二、三类医疗器械的批发、零售以及危险化学品等批发业务，办公用品批发。百货、粮油零售业务主要针对松江本地消费群体。截至 2021 年末，商发集团总资产为 33.54 亿元，净资产为 21.56 亿元。2021 年，商发集团实现营业收入 13.60 亿元，实现净利润 2.35 亿元，经营活动产生的现金流量净额 1.47 亿元。商发集团 2021 年末资产和权益较上年末平稳增长，收入和利润较 2020 年有所增加，经营活动净现金流由负转正。

松江国投环保业务主要由松江区城投下属子公司净达环境负责。截至 2021 年末，净达环境主要承担松江区 8 个街镇和 1 个开发区道路保洁面积 633 万平方米、公厕保洁 134 座、建筑垃圾公共设点清运 150 个、生活垃圾公共设点清运 305 个、河道保洁 1,190 万平方米，以及大型垃圾房、中转站和松江区填埋场封场后的管理。净达环境环卫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净达环境。由于市政环卫工作为城市日常运营维持所必需，净达环境环境卫生业务收入呈现稳定增长趋势。2021 年，净达环境环境卫生板块实现收入 4.63 亿元。

松江国投非银金融服务业务主要由云城租赁和良辰投资负责。其中，云城租赁是经商务部和国税总局批准的全国第十三批内资融资租赁试点企业，由松江国投出资设立，是上海市首家由区县国资公司投资设立的融资租赁企业，注册资本 5 亿元。云城租赁以售后回租业务为主，截至 2021 年末，

云城租赁回租和直租业务金额分别为 11.28 亿元和 10.47 亿元，占比分别为 51.29%和 47.60%。2021 年，云城租赁实现融资租赁业务收入 2.18 亿元，较上年有所增长。

良辰投资成立于 2005 年 3 月，良辰投资以 FOF 作为投资模式，原则上只投资基金。截至 2021 年末，良辰投资已对外投资 1.87 亿元，收回投资 2.30 亿元，撬动资金 30.71 余亿元，投资的 107 个项目中，投资阶段包括天使轮、VC、PRE-IPO 等，投资领域涵盖大健康、教育、医疗以及高端制造业等新兴产业，行业分散度较好。

松江国投还参股了部分商业银行，如上海松江民生村镇银行股份有限公司、兴业银行、上海银行、广发银行及厦门国际银行，截至 2021 年末，松江国投共持有银行股份账面金额合计 15.14 亿元，每年可为松江国投贡献较为可观的投资收益，对松江国投利润形成一定补充。

表 26：截至 2021 年末松江国投持有银行股份情况（亿元）

项目名称	持股金额
上海松江民生村镇银行股份有限公司	1.60
兴业银行	2.86
上海银行	4.04
广发银行	1.59
厦门国际银行	5.05
合计	15.14

资料来源：松江国投提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于松江国投提供的经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年和 2021 年审计报告，其中，2019 年及 2020 年财务数据采用审计报告期初数，2021 年财务数据采用审计报告期末数据，松江国投各期财务报告按照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

跟踪期内，松江国投利润总额平稳增长，期间费用率进一步下降；但松江国投自身盈利能力较弱，利润对政府补助的依赖性仍较大

2021 年松江国投实现营业收入 71.33 亿元，较

2020 年增长 24.12%。细分板块来看，除园林工程收入小幅下降外，其他各板块收入均实现不同程度增长。毛利率方面，2021 年松江国投业务综合毛利率为 9.99%，较 2020 年同比减少 2.4 个百分点，其中燃气、供水业务毛利率相对稳定；环境卫生、园林工程业务毛利率有所下降主要系当年人工成本有所增加所致；融资租赁毛利率平稳增长；房屋销售毛利率同比下降 9.11 个百分点主要系当年销售的动迁安置房项目利润较低所致；公交运输收入因业务具有公益性质，仍呈现亏损状态。

表 27：近年来松江国投营业收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
燃气供应	9.92	9.59	10.70
集中供水	5.67	5.69	6.15
环境卫生	4.50	3.28	4.63
公交运输	1.46	0.84	1.18
租赁业务	5.28	4.38	6.78
融资租赁	2.34	1.72	2.18
房屋销售	3.56	4.37	4.87
道路工程	8.02	5.82	10.27
园林工程	1.58	2.32	1.90
商品销售	9.42	9.21	11.45
基础设施建设	2.81	1.45	1.78
其他	9.61	7.70	9.45
合计	64.18	57.46	71.33
毛利率	2019	2020	2021
燃气供应	22.39	24.20	22.94
集中供水	16.52	16.37	16.47
环境卫生	21.28	24.99	13.09
公交运输	-323.46	-713.69	-564.01
租赁业务	129.51	42.01	44.33
融资租赁	32.88	49.76	63.48
房屋销售	20.54	11.43	2.32
道路工程	14.13	17.13	11.60
园林工程	12.72	10.24	3.22
商品销售	6.35	8.63	7.78
基础设施建设	38.90	34.88	27.34
其他	36.33	29.25	27.48
综合毛利率	22.18	12.39	9.99

注：松江国投其他收入主要包含旅游饮食服务业收入、资金占用费收入、广富林运营收入以及地块开发收入等。

资料来源：松江国投提供，中诚信国际整理

松江国投期间费用主要由管理费用构成。2021 年松江国投期间费用增加 2.23 亿元至 15.72 亿元，其中管理费用稳步推升，财务费用增长明显，主要系财务性利息支出增加所致。但受益于营业收入的

增长，松江国投期间费用率较 2020 年小幅下降。整体来看，松江国投期间费用率近年来虽有所下降，但仍处于较高水平，需进一步加强对期间费用的管理。

表 28：近年来松江国投盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021
销售费用	2.63	2.68	2.76
管理费用	14.02	10.75	11.54
研发费用	--	--	--
财务费用	-0.18	0.06	1.41
期间费用合计	16.47	13.50	15.72
期间费用收入占比	25.67%	23.49%	22.04%
利润总额	14.42	8.14	9.41
经营性业务利润	8.01	4.15	5.00
其中：其他收益	11.44	12.16	14.70
投资收益	3.90	2.65	2.57

资料来源：松江国投财务报表，中诚信国际整理

松江国投利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。松江国投经营性业务利润主要由计入其他收益的政府补助构成。2021 年松江国投利润总额平稳增长，利润对政府补助的依赖仍较大。此外，2021 年松江国投投资收益主要来自于交易性金融资产持有期间产生的投资收益。

随着业务的不断推进，松江国投资产规模、资本实力、债务规模均进一步增长，财务杠杆仍处于适中水平；同时，松江国投对斐讯公司的投资款及借款金额相对较大，中诚信国际对相关款项回收情况保持关注

随着股东的支持力度不断增强以及多元化业务逐渐推进，松江国投资产规模持续增长，资产以流动资产为主，2021 年末流动资产占比为 59.75%。松江国投流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、其他应收款及存货构成，其中货币资金同比增长 42.55%，主要得益于松江国投自身业务开展产生的现金流入以及股东方资金拨入等因素，截至 2021 年末松江国投受限货币资金余额为 1.10 亿元。松江国投交易性金融资产全部系权益投资工具，同比增长 64.04%，主要系新增购买金融资产。松江国投其他应收款呈稳步增长趋势，截至 2021 年末，其他应收款中包括应收上海斐讯数据通讯技术有限公

司（以下简称“斐讯公司”）8.53 亿元，主要系往来借款，借款利率为 6%，斐讯公司日常生产经营尚未完全恢复，目前正在推进相关战略重组，中诚信国际将对斐讯公司的生产经营恢复状况及公司款项回收情况保持持续关注；应收中达建设集团股份有限公司款项 2.82 亿元，该公司于 2019 年 12 月被纳入失信被执行人名单，松江国投与其的应收款项在法院诉讼中已胜诉，尚在执行过程中，已全额计提坏账准备。截至 2021 年末，松江国投其他应收款（不含应收利息和应收股利）账面余额为 46.13 亿元，计提坏账准备 3.02 亿元，期末账面价值为 43.11 亿元。松江国投存货主要由开发成本、开发产品、工程施工和合同履约成本构成，包括新城公司、新置业基建项目、松江交投站点、停车场等交通基础设施类项目成本支出、新城公司和经开集团物业项目、松江城投监管政府工程等，2021 年末同比下降 11.35%，主要系方松公司 2021 年出售合并范围内城东公司股权减少存货 22 亿元以及广富林商业项目从开发成本转入投资性房地产和固定资产金额分别为 12.51 亿元和 5.8 亿元所致。

2021 年末，松江国投非流动资产占比 40.25%，主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产及在建工程等科目构成。其中，投资性房地产同比增长 81.56%，增长幅度较大，主要系新松江置业下属公租房公司无偿接收 5%配建房投入运营，广富林商业项目从开发成本转入投资性房地产所致；长期股权投资系、固定资产和在建工程期末余额均平稳增长，整体变化不大。

表 29：截至 2021 年末松江国投金额重大的其他应收款（亿元、%）

债务人名称	账面金额	占比
上海斐讯数据通信技术有限公司	8.53	19.79
上海市松江区文化广播影视管理局	6.82	15.82
上海车墩资产经营有限公司	5.99	13.90
中达建设集团股份有限公司	2.82	6.55
松江区规划和自然资源局	1.47	3.42
合计	25.64	59.48

资料来源：松江国投财务报告，中诚信国际整理

表 30：近年来松江国投主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021
货币资金	93.07	101.55	144.75
交易性金融资产	0.02	24.95	40.93
其他应收款	34.65	38.99	44.11
存货	302.03	324.19	287.40
长期股权投资	9.21	46.20	46.28
投资性房地产	39.49	40.66	73.82
固定资产	125.92	128.21	129.47
在建工程	53.92	62.32	68.01
总资产	807.04	863.80	926.48

资料来源：松江国投财务报表，中诚信国际整理

随着业务的扩张，松江国投负债总额亦呈扩张态势。截至 2021 年末，松江国投负债总额主要由预收款项、合同负债、其他应付款、长期借款、应付债券和长期应付款构成。其中预收款项主要系各级财政拨付项目建设款、预收市政配套款、预收动迁安置房（搭桥房款）项目款等；合同负债增幅较大主要系新城公司及新置业公司预收的大居保障房项目配套费；其他应付款主要系应付松江区财政局以及松江区国资委等政府单位的往来款及动迁安置回购款等，2021 年末其他应付款有所下降主要系车墩镇政府回购项目公司上海城东投资开发有限公司股权，其应付松江区财政局款项不再并表所致；松江国投长期借款以信用借款为主，2021 年末长期借款同比下降 25.30%主要系抵押借款规模减少；应付债券大幅上升主要系公司新增发行 12.00 亿元的“21 松江国投 MTN001”、20.00 亿元的“21 松国 01”以及子公司松江城投发行的 18.00 亿元“21 松建 01”所致；长期应付款主要为政府债务置换资金、松江区财政局拨付的项目建设专项资金等，2021 年末长期应付款明显增加主要系广富林文化遗址财政拨款增加以及政府债务置换资金增加等所致。

表 31：近年来松江国投主要负债情况（亿元）

	2019	2020	2021
预收款项	131.00	132.07	118.81
合同负债	-	7.49	33.14
其他应付款	66.88	63.56	50.60
长期借款	58.65	44.76	33.44
应付债券	11.43	9.95	58.29
长期应付款	49.33	78.90	110.11
总负债	377.81	416.80	474.35

资料来源：松江国投财务报表，中诚信国际整理

所有者权益方面，受益于自身利润积累，2021 年末松江国投所有者权益规模进一步增长至 452.13 亿元。财务杠杆方面，2021 年末松江国投资产负债率和总资本化比率均小幅推升，分别为 51.20%和 22.73%，财务杠杆仍然维持在适中水平。

松江国投总债务规模进一步增长，但经营活动现金流能够对债务利息形成良好覆盖，且松江国投债务规模合理，短期债务压力不大，货币资金可覆盖短期债务，松江国投整体偿债能力极强

松江国投总债务规模呈增长态势，但债务结构有所优化，短期债务压力不大。2021 年末，松江国投总债务规模为 132.98 亿元，长短期债务比为 0.25。得益于短期债务规模的压降及货币资金的增长，松江国投货币资金对短期债务覆盖能力大幅提升，截至 2021 年末，松江国投货币资金/短期债务为 5.39 倍，短期偿债压力不大。

2021 年松江国投经营活动净现金流大幅增长，主要系子公司新城集团当期因松南郊野公园等项目建设收到的政府专项拨款较多所致。松江国投经营活动净现金流能够对债务利息形成良好覆盖。

表 32：近年来松江国投现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
短期债务	40.95	52.84	26.84
长期债务	82.49	68.76	106.14
总债务	123.44	121.60	132.98
货币资金/短期债务	2.27	1.92	5.39
经营活动净现金流	10.31	13.69	36.90
经营净现金流/总债务	0.08	0.11	0.28
经营活动净现金流/利息支出	2.39	2.70	8.25

资料来源：松江国投财务报表，中诚信国际整理

从债务到期期限来看，2022 年~2025 年，松江国投每年需偿还债务分别为 26.84 亿元、13.15 亿元、16.88 亿元、2.50 亿元，松江国投大部分债务于 2026 年及以后到期，短期偿债压力不大。

表 33：截至 2021 年末松江国投到期债务分布情况（亿元）

到期年份	2022	2023	2024	2025
到期金额	26.84	13.15	16.88	2.50

资料来源：松江国投提供，中诚信国际整理

松江国投外部授信充足，受限资产规模相对较小； 需继续关注对斐讯公司的担保可能面临的或有负 债风险

银行授信方面，截至 2021 年末，松江国投获得银行授信总额 128.41 亿元，已使用授信额度 61.00 亿元，未使用授信额度 67.41 亿元，财务弹性较好。

或有负债方面，截至 2021 年末，松江国投对外担保金额为 11.04 亿元，被担保方包括斐讯公司和上海城东投资开发有限公司等，对外担保金额占净资产的 2.44%。其中松江国投对斐讯公司担保 3.49 亿元，斐讯公司仍处于重组阶段，日常生产经营尚未完全恢复，松江国投存在一定的或有负债风险，中诚信国际对该事项保持持续关注。

受限资产方面，截至 2021 年末，受限资产账面价值共计 14.23 亿元，主要系因保证金及银行借款抵质押受限的货币资金、存货、固定资产、在建工程、投资性房地产以及其他流动资产等，占总资产的比例为 1.54%。

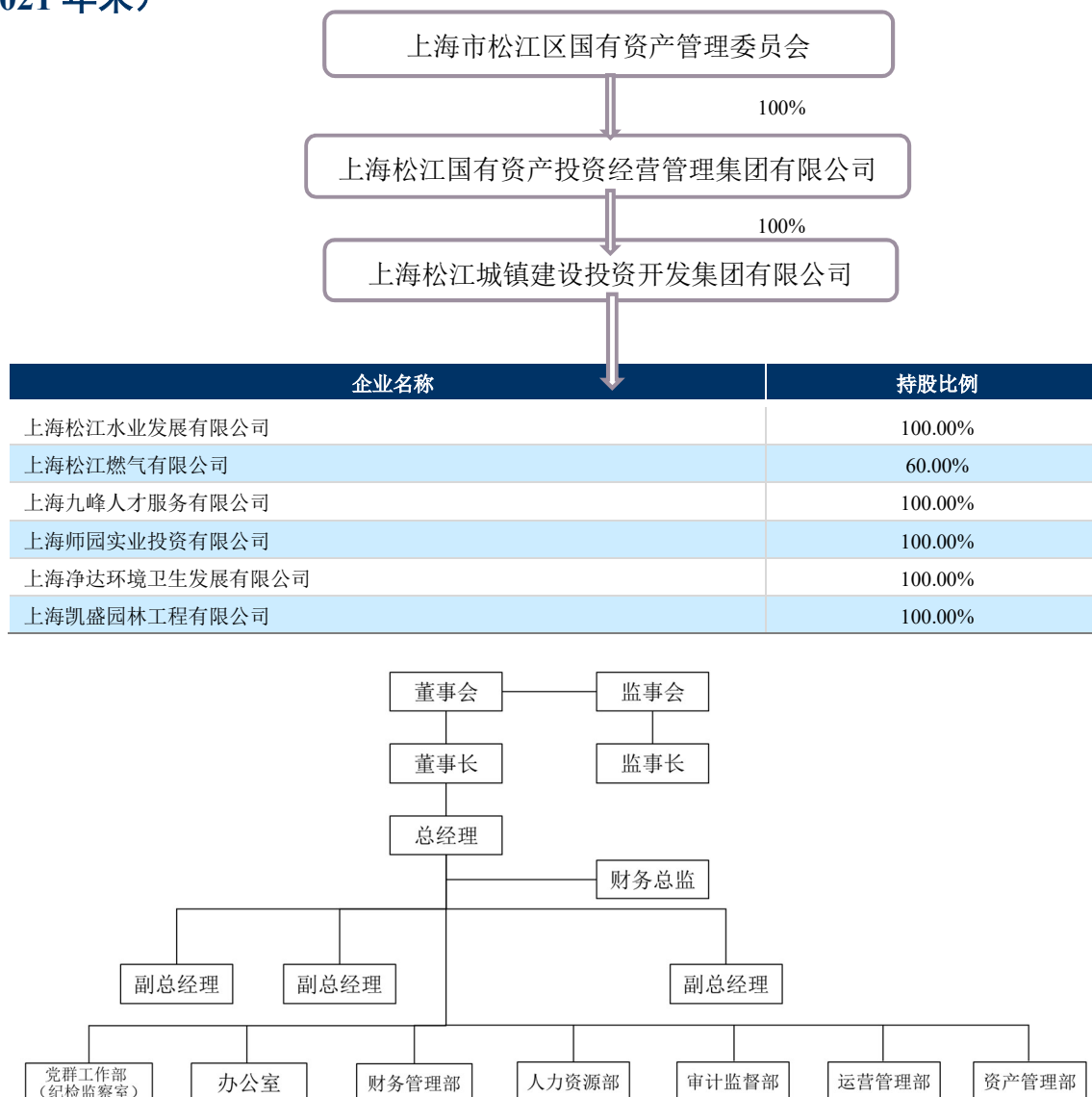
过往债务履约情况：根据松江国投提供的由中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2022 年 5 月 6 日，松江国投无未结清不良信贷信息记录，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

综上所述，中诚信国际维持松江国投的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为松江国投具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“21 松建 01”的按期偿还提供有力的保障。

评级结论

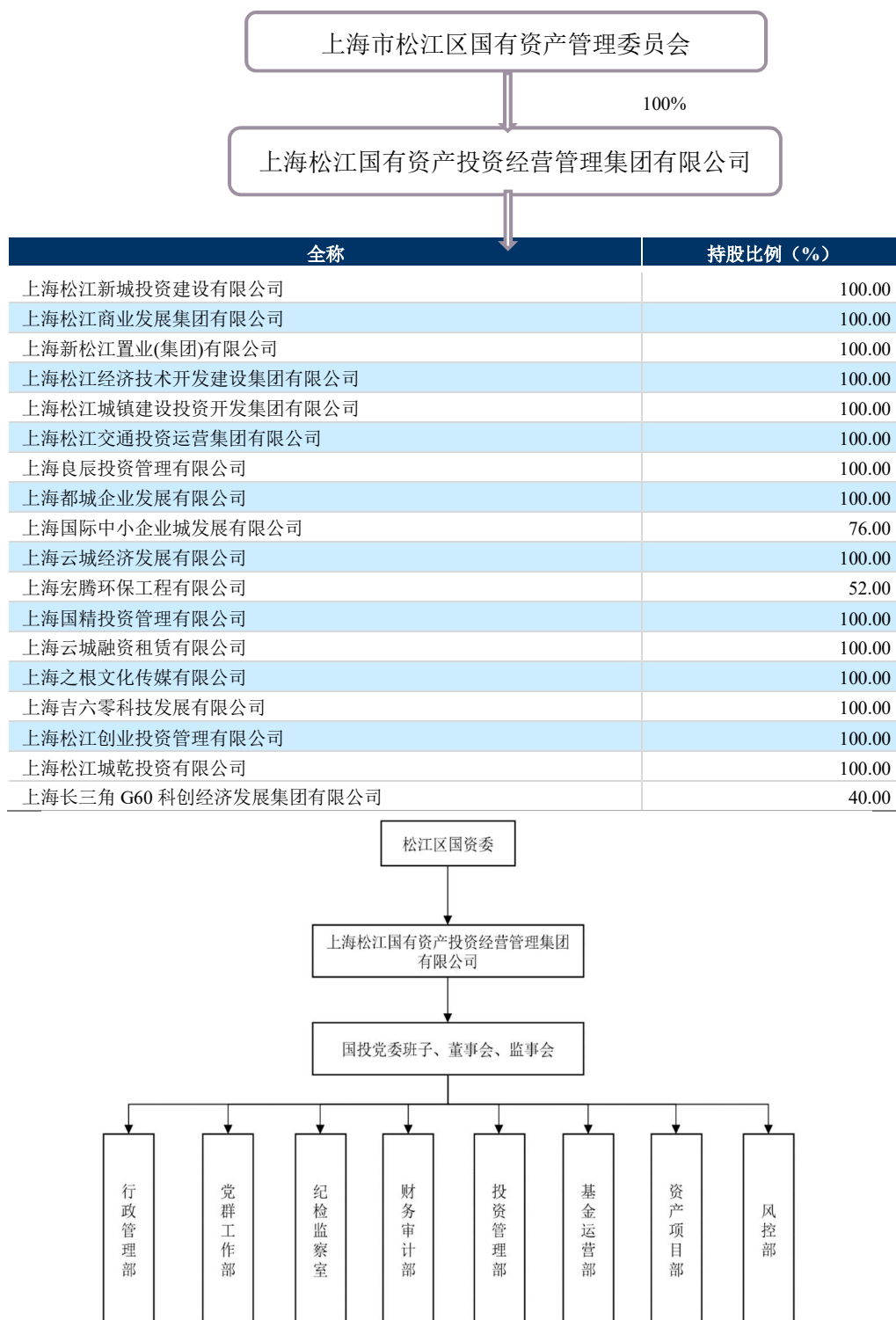
综上所述，中诚信国际维持上海松江城镇建设投资开发有限公司主体信用等级为 **AAA**，并将其撤出信用评级观察名单，评级展望为稳定；维持“21 松建 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2021 年末）



资料来源：公司提供

附二：上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司股权结构图及组织结构图 (截至 2021 年末)



资料来源：松江国投提供

附三：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）	2019	2020	2021
货币资金	400,463.04	453,697.06	408,454.28
应收账款	33,919.12	27,004.59	20,052.05
其他应收款	52,869.18	143,529.98	215,605.07
存货	1,908,870.14	2,023,231.21	1,424,463.86
长期投资	189,252.26	124,092.55	122,356.78
在建工程	214,489.00	232,527.30	284,829.83
无形资产	8,812.98	8,510.93	5,816.42
总资产	3,779,781.92	4,034,861.59	3,270,054.92
其他应付款	191,543.59	247,698.05	73,958.99
短期债务	30,986.71	80,061.18	15,794.21
长期债务	192,542.71	137,861.01	277,474.82
总债务	223,529.42	217,922.19	293,269.04
总负债	1,874,353.86	2,165,156.81	1,736,494.80
费用化利息支出	9,209.11	7,959.35	4,883.24
资本化利息支出	6,528.30	3,691.42	195.15
实收资本	161,270.00	161,270.00	161,270.00
少数股东权益	125,150.00	100,275.31	83,733.79
所有者权益合计	1,905,428.06	1,869,704.76	1,533,560.12
营业总收入	371,348.17	325,473.87	335,766.57
经营性业务利润	32,978.99	24,261.83	3,475.75
投资收益	33,697.41	15,887.93	5,203.02
净利润	52,360.57	33,259.15	7,287.47
EBIT	76,344.55	50,396.59	17,654.23
EBITDA	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金	381,693.15	356,363.55	306,736.30
收到其他与经营活动有关的现金	433,082.57	221,497.63	460,467.67
购买商品、接受劳务支付的现金	326,100.59	303,702.03	223,787.62
支付其他与经营活动有关的现金	329,604.56	114,057.80	361,173.12
吸收投资收到的现金	8,575.92	104.62	197,112.00
资本支出	166,537.52	133,638.41	231,244.23
经营活动产生现金净流量	58,374.28	71,082.06	104,960.40
投资活动产生现金净流量	55,591.05	-180,303.03	-297,649.35
筹资活动产生现金净流量	-144,494.47	158,081.07	162,446.49

财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	21.63	21.32	17.74
期间费用率(%)	12.52	13.65	16.58
应收类款项/总资产(%)	2.30	4.23	7.21
收现比(X)	1.03	1.09	0.91
总资产收益率(%)	2.01	1.27	0.48
资产负债率(%)	49.59	53.66	53.10
总资本化比率(%)	10.50	10.44	16.05
短期债务/总债务(%)	13.86	0.37	0.05
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)	3.71	6.10	20.67
总债务/EBITDA(X)	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--
货币资金/短期债务(X)	12.92	5.67	25.86
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 2020~2021 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 2019~2021 年现金流量补充表，故相关指标无效。

附四：上海松江国有资产投资经营管理集团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）	2019	2020	2021
货币资金	930,740.33	1,015,450.12	1,447,517.36
应收账款	81,169.48	69,118.41	109,672.66
其他应收款	346,538.09	389,925.14	441,076.49
存货	3,020,336.89	3,241,857.61	2,873,980.70
长期投资	785,414.31	624,913.23	606,972.37
在建工程	539,238.86	623,245.52	680,080.50
无形资产	35,023.10	36,390.14	30,579.16
总资产	8,070,427.10	8,637,989.04	9,264,770.15
其他应付款	668,793.68	635,601.92	506,009.80
短期债务	409,536.94	528,442.29	268,429.40
长期债务	824,866.48	687,584.28	1,061,393.91
总债务	1,234,403.42	1,216,026.56	1,329,823.31
总负债	3,778,082.96	4,168,032.14	4,743,466.80
费用化利息支出	25,190.21	28,971.58	37,852.17
资本化利息支出	17,999.54	21,761.12	6,872.45
实收资本	85,379.57	106,379.57	106,379.57
少数股东权益	261,244.30	226,648.23	232,670.51
所有者权益合计	4,292,344.14	4,469,956.90	4,521,303.35
营业总收入	641,791.64	574,637.09	713,265.87
经营性业务利润	80,134.14	41,513.62	49,981.03
投资收益	38,984.66	26,481.28	25,651.35
净利润	104,618.90	56,974.35	68,070.45
EBIT	169,382.65	110,348.41	131,988.36
EBITDA	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	679,395.50	655,445.93	803,748.71
收到其他与经营活动有关的现金	1,150,344.75	762,071.14	2,112,077.75
购买商品、接受劳务支付的现金	660,279.34	695,730.91	738,127.09
支付其他与经营活动有关的现金	839,468.49	365,377.48	1,579,894.93
吸收投资收到的现金	8,575.92	104.62	539,946.03
资本支出	234,246.85	203,344.92	305,269.13
经营活动产生现金净流量	103,136.96	136,887.05	369,033.98
投资活动产生现金净流量	-6,498.84	-216,155.92	-338,178.82
筹资活动产生现金净流量	-168,066.55	154,749.97	405,381.89
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	22.18	12.39	9.99
期间费用率(%)	25.67	23.49	22.04
应收类款项/总资产(%)	8.41	8.47	8.83
收现比(X)	1.06	1.14	1.13
总资产收益率(%)	2.10	1.32	1.47
资产负债率(%)	46.81	48.25	51.20
总资本化比率(%)	22.34	21.39	22.73
短期债务/总债务(X)	0.33	0.43	0.20
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)	2.39	2.70	8.25
总债务/EBITDA(X)	-	-	-
EBITDA/短期债务(X)	-	-	-
货币资金/短期债务(X)	2.27	1.92	5.39
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	-	-	-

注：1、中诚信国际根据 2020 年和 2021 年审计报告整理；2、公司总债务数据包括“其他应付款”、“长期应付款”和“专项应付款”科目中的带息债务部分；3、企业未提供 2019~2021 现金流量补充表，故相关指标无效。

附五：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”。

附六：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。