



上海松江城镇建设投资开发集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号:信评委函字[2023]跟踪 1275 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	上海松江城镇建设投资开发集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪担保主体及评级结果	上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 松建 01”	AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，该债项级别考虑了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”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际认为松江区经济及财政实力强，潜在的支持能力很强，上海松江城镇建设投资开发集团有限公司（以下简称“松江城投”或“公司”）是松江区最重要的公用事业经营平台，对松江区政府的重要性高，与松江区政府具有极高的关联度。同时，需关注资产流动性较弱、盈利能力减弱对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，上海松江城镇建设投资开发集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

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

正 面

- **区域经济实力强。**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，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。
- **区域战略地位重要，获得政府支持力度大。**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，提供有效的担保措施。**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。松江国投为“21松建01”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，该担保措施对本次跟踪债券的还本付息起到了很强的保障作用。

关 注

- **资产流动性较弱。**截至2022年末，公司存货及固定资产规模为197.07亿元，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和市政设施，公司存货及固定资产占当期总资产的比重为61.24%，整体规模较大，影响了公司的资产流动性。
- **盈利能力减弱。**跟踪期内，受外部环境因素影响，公司营业总收入及综合毛利率下降，进一步减弱公司盈利能力。

项目负责人：宋丹丹 ddsong@ccxi.com.cn

项目组成员：吴凯琳 klwu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021) 60330988

传真：(021) 60330991

财务概况

松江城投（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	403.97	327.01	321.81
经调整的所有者权益合计 ¹ （亿元）	165.60	131.38	105.81
负债合计（亿元）	216.73	173.65	162.72
总债务（亿元）	21.80	29.34	27.12
营业总收入（亿元）	32.55	33.58	27.62
经营性业务利润（亿元）	2.43	0.35	-0.44
净利润（亿元）	3.33	0.73	-0.23
EBITDA ² （亿元）	--	--	3.56
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	7.11	10.50	1.98
总资本化比率（%）	11.63	18.26	20.40
EBITDA 利息保障倍数（X）	--	--	3.79

注：1、中诚信国际根据松江城投提供的其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 2021 年审计报告、经公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告整理，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用 2022 年审计报告期末数；2、松江城投未提供 2020~2021 年现金流量补充表，故相关指标无效；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

担保主体概况数据

松江国投（合并口径）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	863.80	926.27	1,000.10
经调整的所有者权益合计 ³ （亿元）	417.97	423.64	397.14
负债合计（亿元）	416.80	474.50	527.22
总债务（亿元）	99.14	121.13	167.08
营业总收入（亿元）	57.46	71.25	61.10
经营性业务利润（亿元）	4.15	4.67	-0.59
净利润（亿元）	5.70	6.64	0.26
EBITDA（亿元）	--	--	16.48
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	13.69	36.87	-37.21
总资本化比率（%）	19.17	22.24	29.61
EBITDA 利息保障倍数（X）	--	--	3.36

注：1、中诚信国际根据松江国投提供的其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 2021 年审计报告、经公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告整理，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款的有息债务调整至长期债务；3、松江国投未提供 2020~2021 年现金流量补充表，故相关指标无效；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

同行业比较（2022 年数据）

项目	松江城投	松江国投	新静安
最新主体信用等级	AAA/稳定	AAA/稳定	AAA/稳定
地区	上海市-松江区	上海市-松江区	上海市-静安区
GDP（亿元）	1,750.12	1,750.12	2,627.97
一般公共预算收入（亿元）	221.31	221.31	279.42
经调整的所有者权益合计（亿元）	105.81	397.14	69.37
总资本化比率（%）	20.40	29.61	54.33
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	3.79	3.36	1.27

注：1、新静安系“上海新静安（集团）有限公司”的简称。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债等资本工具形成的其他权益工具和公益性资产投资或划转形成的实收资本或资本公积，松江城投 2020~2022 年末上述调整项金额分别为 21.63 亿元、21.97 亿元和 53.28 亿元，主要系资本公积科目的公益性资产。

² 除特别说明外，此处及报告中使用的 EBITDA 及相关指标均经调整营业外损益等非经常性损益。

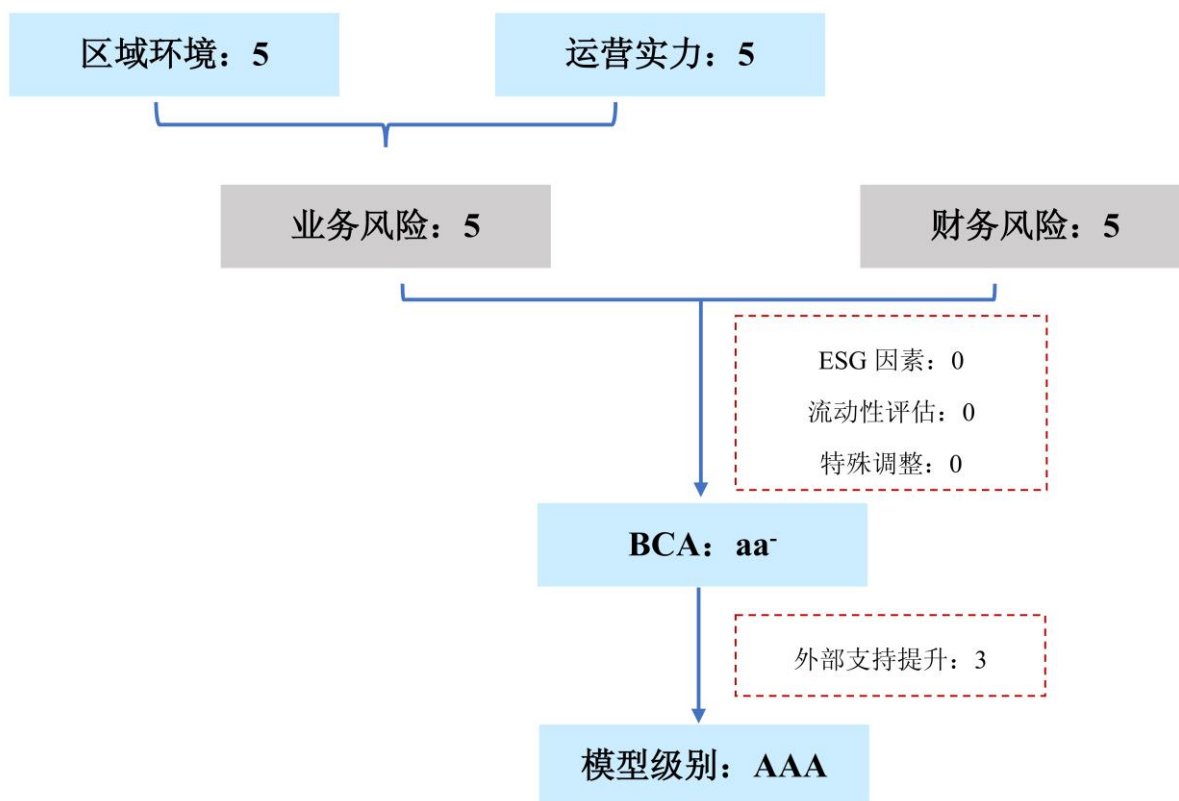
³ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债等资本工具形成的其他权益工具和公益性资产投资或划转形成的实收资本或资本公积，松江国投 2020~2022 年末上述调整项金额分别为 29.03 亿元、28.12 亿元和 75.74 亿元，主要系资本公积科目的公益性资产。

● 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 松建 01	AAA	AAA	2022/06/29	18.00	18.00	2021/06/09~2026/06/09 (3+2)	票面利率选择权、投资者回 售选择权

● 评级模型

上海松江城镇建设投资开发集团有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险：

中诚信国际认为，松江区经济及财政实力强，潜在的支持能力很强，松江城投业务多样性程度高且供热、燃气业务重要性突出，收入贡献度较高，同时具备较高的业务稳定性和持续性。但是，松江城投代政府监管的基础设施建设业务施工投入及市政设施的总资产占比较大，公司依托经营的资产价值一般。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，跟踪期内松江城投经调整的所有者权益有所下降，资产流动性偏弱，资本实力较弱；但公司总资本化比率很低，同时 EBITDA 利息保障倍数处于良好水平。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对松江城投个体基础信用等级无影响，松江城投具有 aa- 的个体基础信用评估等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，松江政府的支持能力很强，对公司有强的支持意愿，主要体现在松江区的区域地位，以及较强劲的经济财政实力和增长能力；松江城投系松江区最重要的公用事业经营平台及重要的基础设施监管平台，具备极高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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 元，扣除相关发行费用后，其中不超过 11.00 亿元用于股权增资，不超过 7.00 亿元用于补充公司本部及子公司日常生产经营所需流动资金，截至 2023 年 3 月末，募集资金已按照原定募集资金用途使用完毕。股权增资对象为全资子公司上海松江水业发展有限公司（以下简称“水业公司”），系整个松江区水务业务的独家经营主体。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性

发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

松江区位于长江三角洲内上海市西南部，是上海连接整个长三角、辐射长江流域的核心区域。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 2022 年末，松江区常住人口 195.45 万人，比上年增长 0.8%。

2022 年，松江区实现地区生产总值（GDP）1,750.12 亿元，比上年下降 4.3%。同年，松江区按 2021 年末常住人口计算的人均生产总值为 9.03 万元，在上海市下辖各区中居中下水平。2022 年，全区完成固定资产投资 523.91 亿元，比上年下降 14.6%。战略性新兴产业（制造业部分）2022 年实现工业总产值 2,969.71 亿元，比上年增长 0.1%，占全区规上的比重提升至 66.0%。

产业方面，松江区已成为世界著名跨国公司以及国内大型企业的重要集聚地，实现了以电子信息、现代装备、精细化工、新材料和生物医药为主的五大主导产业发展。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。

表 1：2022 年上海市下属区县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
上海市	44,652.80	-	17.99	-	7,608.19	-
浦东新区	16,013.40	1	27.70	4	1,192.49	1
黄浦区	3,023.05	2	59.53	1	273.95	4
闵行区	2,880.11	3	10.71	12	307.30	2
嘉定区	2,768.30	4	14.62	8	230.72	5
静安区	2,627.97	5	27.94	3	279.42	3
徐汇区	2,557.9	6	22.9	5	226.25	6
杨浦区	2,076.97	7	17.32	7	143.49	13
长宁区	1,922.19	8	28.08	2	155.60	12
宝山区	1,771.2	9	7.80	15	173.77	11
松江区	1,750.12	10	8.95	14	221.31	8
奉贤区	1,371.11	11	12.71	11	222.48	7

青浦区	1,334.45	12	10.54	13	217.14	9
虹口区	1260.13	13	19.46	6	181.88	10
普陀区	1,248.23	14	13.88	9	138.12	14
金山区	1,117.74	15	13.57	10	105.83	16
崇明区	404.16	16	6.04	16	121.88	15

注：1、徐汇区人均 GDP 系根据 2022 年 GDP 及 2021 年末常住人口测算而来，其他各区人均 GDP 系根据 2022 年末常住人口测算而来；
2、一般公共预算收入数据使用各区域 2022 年预算执行报告、2022 年 1~12 月统计数据或政府工作报告披露数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

跟踪期内，受留抵退税等减税降费因素影响，松江区一般公共预算收入规模下降 11.5%，财政平衡能力亦有所下降；税收收入占比有所下降，但仍在 75%以上，税收收入中占比最高的两类为增值税和企业所得税，非税收入主要以国有资源（资产）有偿使用收入为主。政府性基金收入是松江区地方政府财力的重要补充。2022 年，松江区政府性基金收入较上年大幅增长，主要系国有土地使用权出让收入增加所致。再融资环境方面，松江区广义债务率水平不高，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，整体再融资环境较好。

表 2：近年来松江区地方经济财政实力

项目名称	2020	2021	2022
GDP（亿元）	1,637.11	1,782.28	1,750.12
GDP 增速（%）	3.9	6.5	-4.3
人均 GDP（万元）	8.58	9.19	8.95
固定资产投资增速（%）	7.7	1.4	-14.6
一般公共预算收入（亿元）	220.62	250.10	221.31
政府性基金收入（亿元）	71.36	153.39	197.16
税收收入占比（%）	84.38	80.27	75.74
公共财政平衡率（%）	69.16	70.52	61.65

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；2、公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍为松江区最重要的公用事业经营平台，燃气供应及供水业务为公司核心业务，随着松江区人口及产业导入，燃气业务规模逐年提升、供水业务收入较为稳定；受外部环境因素影响，园林工程 and 环境卫生业务承接量下降，收入亦随之下降；基础设施建设和道路工程业务相关子公司于 2021 年划出，跟踪期内不再产生收入。

表 3：2020-2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
燃气供应	9.46	29.07	23.71	10.70	33.39	22.94	11.72	42.42	20.24
水务/集中供水收入	5.69	17.50	16.37	6.15	19.20	16.47	7.70	27.90	12.67
基础设施建设	1.45	4.46	34.88	1.78	5.54	27.34	--	--	--
园林工程	2.25	6.93	8.17	1.90	5.92	3.22	0.92	3.32	14.69
环境卫生	4.37	13.42	24.99	4.63	14.45	13.09	3.55	12.86	7.10
道路工程	5.82	17.89	17.20	3.41	10.64	10.58	--	--	--
其他	3.49	10.73	28.03	5.02	10.86	19.44	3.73	13.49	25.11
合计	32.55	100.00	21.32	33.58	100.00	17.74	27.62	100.00	16.91

注：1、2022 年（供水业务相关的）基础设施建设收入重新分类至“水务/集中供水收入”；2、基础设施建设、道路工程业务相关子公司于 2021 年划出，导致 2022 年营业收入为 0 元；3、四舍五入导致尾数差异；4、其他收入包含燃气供应业务的管道建设费及表具、商品及其他、接水工程等收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

燃气供应业务

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，随着松江区人口及产业聚集度不断提升，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。2022 年，松江燃气实现收入 12.96 亿元，较上年增长 10.96%，主要系受管道天然气收入增长影响。

表 4：近年来松江燃气业务收入情况（亿元）

项目名称	2020	2021	2022
管道天然气	8.63	9.74	11.06
瓶装液化石油气	0.30	0.34	0.32
管道建设费	1.03	0.98	1.24
表具、商品及其他	0.53	0.62	0.34
合计	10.49	11.68	12.96

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

管道天然气业务是松江燃气收入的重要来源，截至 2022 年末，松江燃气拥有地下管网 3,431.88 公里，拥有天然气居民用户 50.40 万户，工营事团用户 7,623 户。2022 年，松江燃气的天然气供应量为 3.24 亿立方米。截至 2022 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。

业务模式方面，跟踪期内松江燃气业务模式未发生变化。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。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。此后，上海市发展和改革委员会发布了《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），决定继续执行《关于调整本市非居民天然气销售基准价格的通知》（沪发改价管〔2021〕62 号）。

表 5：2022 年松江燃气管道天然气收费标准（亿元）

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	5.18 元/立方米
	120 万~500 万立方米	5.01 元/立方米
	500 万立方米以上	4.53 元/立方米
营事团	--	3.3~3.95 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，2022 年实现管道天然气收入 11.06 亿元，较上年增长 13.55%。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，跟踪期内平均采购价格较上年度有所增长。

表 6：近年来松江燃气管道天然气业务情况

项目名称	2020	2021	2022
采购数量（万立方米）	28,450.45	31,439.00	32,361.30
平均采购价格（元/立方米）	2.30	2.49	2.73
销售数量（万立方米）	27,521.88	30,281.64	31,344.86
平均销售价格（元/立方米）	3.13	3.22	3.53
管道天然气销售收入（亿元）	8.63	9.74	11.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。2022 年，松江燃气实现瓶装液化石油气收入 0.32 亿元，较上年略有下降，均为零售收入。

表 7：近年来松江燃气瓶装液化石油气业务情况

项目名称	2020	2021	2022
采购数量（吨）	5,946.11	5,788.36	4,559.70
平均采购价（万元/吨）	0.31	0.44	0.54
零售销售数量（吨）	6,146.45	5,981.85	4,670.94
零售平均销售价格（万元/吨）	0.48	0.57	0.68
零售实现瓶装液化石油气收入（亿元）	0.30	0.34	0.32

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。2022 年，公司管道建设费、管道安装、表具等业务共实现收入 1.58 亿元，与上年基本持平。

供水业务

公司供水业务运营主体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，受外部环境影响，供水收入及自来水工程业务收入均小幅下降。

公司水务业务由下属子公司水业公司负责运营，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 2022 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。2022 年，水业公司供水量为 16,903.63 万立方米，管网漏损率增加 0.32 个百分点至 13.57%。2022 年，水业公司供水收入为 3.22 亿元，较上年增长小幅下降。

表 8：近年来水业公司供水业务情况（亿元）

项目名称	2020	2021	2022
设计日供水量（万立方米/日）	66	66	66

供水量（万立方米）	16,260.34	17,097.50	16,903.63
销售量（万立方米）	13,128.63	13,903.07	13,978.40
管网漏损率（%）	15.04	13.25	13.57
供水收入（亿元）	3.06	3.29	3.22

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 9：截至 2022 年末松江区水价情况表（元/立方米）

项目名称	自来水价格	排水价格	综合水价
	1.92（0~220 立方米）	1.70（0~220 立方米）	3.45（0~220 立方米）
生活	3.30（220~300 立方米）	1.70（220~300 立方米）	4.83（220~300 立方米）
	4.30（300 以上立方米）	1.70（300 以上立方米）	5.83（300 以上立方米）
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 2022 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 54 万立方米，平均日污水处理量 48.62 万立方米，日污水处理能力及日均处理量均较上年有所提升。2022 年，水业公司实现污水处理收入 2.91 亿元，较上年小幅增长。

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 2022 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 37.12 亿元，已投资 22.60 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 10：截至 2022 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	8.57	6.32
西部污水处理厂三期改扩建工程	9.50	8.11	6.28
松申污水处理厂三期扩建	6.00	12.49	6.00
松东污水处理厂改扩建	4.00	7.95	4.00
合计	25.70	37.12	22.60

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，2022 年，水业公司自来水工程业务收入为 1.58 亿元，较上年下降 11.09%，主要系 2022 年因受外部环境影响工程进度放缓所致。

表 11：近年来水业公司自来水工程收入构成（万元）

项目	2020	2021	2022
接水工程款	2,725.83	6,761.15	15,655.59
排管工程	7,516.52	8,582.28	--

排水费费用	--	--	--
消防栓工程	42.17	20.37	132.99
装表接水工程	2,772.89	2,394.90	--
合计	13,057.41	17,758.70	15,788.58

注：2022 年起分类有变化，已经没有装表、排管，统一作为给水工程。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设监管业务

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，松江区城投承担了松江区较多基础设施建设的监管职能。2014 年底，松江区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，松江区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 2022 年末，由松江区城投承担监管职能的在建政府项目共 84 个，总投资额 192.84 亿元，已累计投资 110.80 亿元，尚有 82.04 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。截至 2022 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、松江自来水车墩水厂扩建 16 万 T（新车墩水厂）项目以及自来水管线工程等，在建项目计划总投资 45.29 亿元，已投资 28.56 亿元，后续尚需投入 16.73 亿元。截至 2022 年末，水业公司拟建项目为 2023 年老旧供水管网改造工程，计划总投资 383.72 万元。

园林工程

跟踪期内，受外部环境影响，公司园林工程业务新承接项目大幅减少，业务收入较上年大幅下降。

跟踪期内，公司园林工程的业务主体及业务模式未发生变动。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，具有上海市市政公用工程施工总承包三级、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、上海市市政工程行业协会会员，目前负责松江城区 393.83 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。

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。2022 年，凯盛园林实现园林工程收入 0.37 亿元，较上年大幅下降，主要系当年受外部环境影响新承接的项目量大幅减少所致。

环境卫生

跟踪期内，受外部环境影响，公司环卫业务业务量有所下降，收入随之减少。

跟踪期内，公司环境卫生的业务主体及业务模式未发生变动。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“净达环卫”）负责运营。净达环卫主要承担松江区 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、6 个中转站、1 个填埋场封场后的管理。截至 2022 年末，净达环卫拥有环卫作业车辆 247 辆、业务+公务车辆 25 辆、铲车 18 辆。净达环卫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，净达环卫还负责黄浦江 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。2022 年共清（转）运各类垃圾 39.47 万吨。

净达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，受外部环境因素影响，公司环境卫生业务的营业收入呈下降趋势，公司环卫业务的收入 3.55 亿元，较上年下降 23.27%。

此外，净达环卫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 14%。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 15.32 亿元，其中，净达环卫投资额为 1.44 亿元，已实缴到位；截至 2022 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，2022 年实现运营收入 1.13 亿元，建筑垃圾末端处置项目于 2021 年 9 月试运营，2022 年实现运营收入 0.74 亿元。危废处置正在建设中，预计总投资 3.10 亿元，净达环卫投资 140 万元，预计 2024 年二季度投入运营。

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，受公益性资产认定规模增加，跟踪期内公司经调整的所有者权益降低；公司资产收益性尚可，但存货规模及固定资产规模仍较大，影响了公司整体的资产流动性；整体债务规模仍较小，债务期限结构和业务特点相匹配，财务杠杆水平较低，同时经营获现能力尚可，EBITDA 及经营活动净现金对债务利息形成有效覆盖。

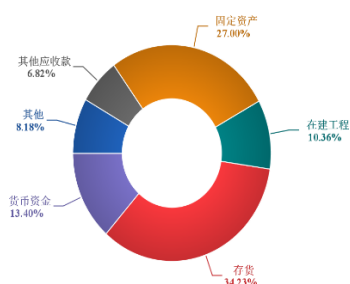
资本实力与结构

跟踪期内，公司债务规模下降带动资产规模小幅下降；公司燃气供应、供水等业务对收入贡献度较大、形成较为稳定的经营收益，公司资产收益性尚可，但以代政府监管的基础设施建设业务施工投入和市政设施为主要构成的资产流动性偏弱，整体资产质量一般；财务杠杆率处于较低水平，公司债务结构亦较为合理。

作为松江区最重要的公用事业经营平台，跟踪期内公司服务于松江区水务、燃气供应、环境卫生及园林工程等多方面，业务运营较为稳定，债务规模下降带动资产规模小幅下降，2022 年末公司资产总额同比减少 1.59%。

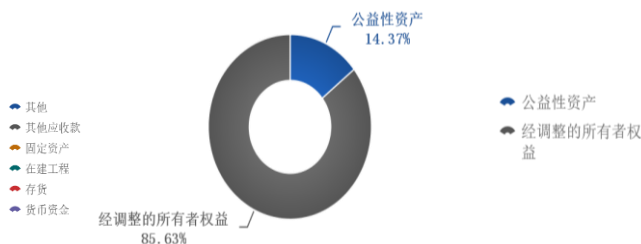
公司目前形成了以公用事业经营、基础设施建设监管及其他市场化业务为主的三大业务板块，资产主要由上述业务形成的存货、应收类款项、固定资产及在建工程等构成，并呈现以流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重接近 60%，且公司未来仍将保持这一业务布局，预计其资产结构将保持相对稳定。公司公用事业经营业务形成的固定资产及在建工程可产生较为稳定的运营收益，公司整体资产收益性尚可。但因基础设施建设监管任务，公司资产构成中工程施工成本规模较大、结算较慢，一定程度上削弱了公司资产流动性。同时，公司保有较大规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，其中仅约 0.02% 货币资金因用于保证金而使用受限。总体来看，公司资产收益性尚可，流动性较弱，资产质量一般。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，受益于政府工程转结及政府拨入工程资金，公司资本公积稳步增长，但跟踪期内因认定为公益性资产的权益端投入规模增加，经调整的所有者权益下降，财务杠杆水平小幅增长。从负债情况看，公司计入预收款项及长期应付款的的各级财政拨付建设款规模较大，实际债务负担较轻，且主营业务债务依存度较低，公司净债务预计继续保持现有规模，公司财务杠杆率预计仍将处于较低水平。

表 12：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
资产总额	403.97	327.01	321.81
非流动资产占比	31.01	32.85	43.91
经调整的所有者权益合计	165.60	131.38	105.81
资产负债率	53.65	53.10	50.56
总资本化比率	11.63	18.26	20.40

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

跟踪期内，公司收入质量尚可，公用事业经营业务运营稳定，但受外部环境因素影响，公司经营活动净现金流入规模有所减少；偿还到期债务增加了筹资活动产生的现金流出，经营发展对外部融资依赖度低。

跟踪期内，受外部环境因素影响，公司公用事业经营性收入整体较上年小幅下降，但业务回款情况较好，公司收入质量尚可。

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量仍呈净流入态势，但净流入规模有所减少，主要系往来款收支波动影响。

由于当期投资支付的现金大幅减少，跟踪期内投资活动产生的现金流量净额由负转正。

2022 年偿还到期债务增加了筹资活动产生的现金流出，受益于经营活动和筹资活动净现金流入，跟踪期内公司保持一定规模的现金及现金等价物净增加额。

表 13：2020~2022 年公司现金流情况（亿元）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	7.11	10.50	1.98
投资活动产生的现金流量净额	-18.03	-29.76	1.01
筹资活动产生的现金流量净额	15.81	16.24	-0.72
现金及现金等价物净增加额	4.89	-3.02	2.28
收现比（X）	1.09	0.91	1.07

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

跟踪期内，随着债务到期偿还，公司有息债务下降；债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；EBITDA 对债务利息覆盖能力较强，偿债指标表现仍较好。

跟踪期内公司债务规模有所下降，2022 年末债务较上年末下降约 7.59%，主要系公司公用事业经营业务稳步开展，经营回款增加用于偿还部分到期债务。公司债务以银行借款、发行债券为主；公司跟踪期内短期债务占比有所提高，但债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 14：截至 2022 年末公司债务本金到期分布情况（万元）

	类型	综合成本	金额	1 年内	1~2 年	2~3 年	3 年及以上
银行借款	长期借款	1.20%	4,950.00	1,650.00	1,650.00	1,650.00	--
债券融资	ABS 资产证券化	6.10%	83,713.53	83,713.53	--	--	--
债券融资	公司债券	3.49%	179,401.91	--	--	--	179,401.91
合计	--	--	268,065.44	85,363.53	1,650.00	1,650.00	179,401.91

注：上表不含租赁负债，故上表债务本金到期分布加总和本报告列示总债务数据间存在差异。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，公司 EBITDA 主要折旧和以财务费用为主的利息支出构成。跟踪期内，随着公司融资规模下降，公司偿债指标表现较好，EBITDA 对债务利息的覆盖能力较强。

此外，跟踪期内公司一年内到期 ABS 资产证券化产品增加令短期债务规模增长，但考虑到公司账面充足的货币资金、松江区良好的区域经济财力支撑、公司在金融市场具备良好的认可度，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，可通过经营回款、债券借新还旧等方式为偿债资金形成有力补充。

表 15：2020~2022 年公司偿债能力指标（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
总债务	21.80	29.34	27.12
短期债务占比	36.73	5.38	31.48
EBITDA	--	--	3.56
EBITDA 利息覆盖倍数	--	--	3.79
经营活动净现金流利息覆盖倍数	6.10	5.87	2.11

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

本次跟踪的“21 松建 01”附第 3 年末发行人票面利率选择权和投资者回售选择权，若在 2024 年投资者全部行使回售选择权，发行人偿债压力将有所提升。

其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司受限资产占当期末总资产的 0.26%，均为用作保证金的货币资金。或有负债方面，截至 2022 年末，公司无重大未决诉讼事项及对外担保事项。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 1 月，公司本部近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测⁴

假设

——2023 年公司仍作为松江区最重要的公用事业经营平台，没有显著规模的资产划入和划出，合并范围无重大变化。

——公司收入结构保持稳定，公用事业经营业务板块均按预算计划推进，整体盈利水平将较历史平均水平保持稳定。

——2023 年，公司项目投资建设规模预计在 5~15 亿元。

——公司债务规模基本保持不变。

预测

表 16：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	18.26	20.40	17.90~21.88
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.46	3.79	2.56~3.84

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

2022 年末公司可动用账面资金为 43.10 亿元，可为公司日常经营、投资支出及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末，公司银行授信总额为 34.09 亿元，尚未使用授信额度为 0 亿元，可用银行授信不足。此外，松江区区域经济、财政实力很强，区域净融资水平较好，为公司提供了良好的融资环境；作为松江区最重要的公用事业经营平台，可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于公用事业工程项目建设、对外投资及债务的还本付息。根据公司规模，

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

未来一年项目投资支出主要集中于燃气、水务工程建设，资金需求规模尚可。到期债务方面，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务 8.54 亿元，此外 2022 年公司利息支出仅 0.94 亿元，预计未来一年的利息支出或将保持稳定，公司到期债务主要依靠自有资金偿付。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司注重可持续发展和安全管理，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较优，内控制度完善。

环境方面，公司供水业务可能会面临一定环境风险，目前未受到监管处罚。截止目前，公司在资源管理、可持续发展等方面表现较好。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高。同时，公司在社会争议事件管理、社会贡献方面也表现较好。

治理方面，松江区投战略规划清晰，信息披露完善，内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。但 2021 年公司无偿划转上海松江新城投资咨询有限公司、上海市凯达公路工程有限公司和上海松江方松建设投资有限公司，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，需关注业务稳定性。

外部支持

中诚信国际认为，松江区政府支持能力很强，主要体现在以下方面：

松江区经济发展韧性不断增强，发展态势持续向好，区域内重点项目 G60 科创走廊已上升为长三角一体化国家战略的重要平台，为区域发展提供了良好基础。2022 年，松江区 GDP 在上海市 16 个区中排名第 10 位、一般公共预算收入在上海市 16 个区中排名第 8 位。同时，松江区政府融资规模在上海市下辖各区中排名较低，截至 2022 年末，松江区政府债务率（30.81%）低于国际 100% 警戒标准，债务风险相对可控。

同时，松江区政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性强：公司系松江区最重要的公用事业经营平台，业务覆盖松江区全域，承担着松江区基础设施建设监管任务及燃气、水务、环卫等民生业务，燃气、水务业务在松江区区域专营，公司具有重要的战略地位。
- 2) 与政府的关联度极高：母公司松江国投由松江区国资委直接控股，公司各项业务关系到国计民生的重点行业，股权结构和业务开展均与政府具有极高的关联性。
- 3) 过往支持力度较大：公司在资金注入、财政补贴等方面获得了松江区政府的大力支持。跟踪期内，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 11.91 亿元，获得政府补助及税收优惠 0.18 亿元。

表 17：松江区主要发债平台比较（2022 年数据期）（亿元、%）

⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
松江国投	松江区国资委 100.00%	松江区重要的国有资产经营管理平台，整合了松江区基础设施建设、公用事业及国有资产经营业务	1,000.10	472.88	52.72	61.10	0.26	87.20
松江城投	松江国投 100.00%	松江区最重要的公用事业经营平台及重要的基础设施建设监管主体	321.81	159.09	50.56	27.62	-0.23	18.00

注：1、债券融资余额为截至 2023 年 6 月 14 日上述企业本部公开市场存续境内信用债的债券本金余额。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，松江区政府很强的支持能力和对公司的强支持意愿可为公司带来强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，松江城投与松江国投、新静安等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支撑能力均很强，并对上述公司均具有强或极强支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，松江区与静安区行政层级均为直辖市行政区，上述区域经济水平、经济增长潜力、财政实力、区域债务压力和市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。松江城投与上述平台均为区国资委实际控制的重要的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对上述公司的支持意愿强或极强。

其次，松江城投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对它的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为多元化，在区域内战略地位显著。

然后，松江城投的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模处于比较组中游水平，总体资本实力较弱；且公司债务规模较低，总资本化比率较低且债务结构合理，EBITDA 对利息覆盖能力处于较高水平；债券融资规模较低，债券市场认可度较高，再融资能力较强。

表 18：2022 年同行业对比表

	松江城投	松江国投	新静安
最新主体信用等级	AAA/稳定	AAA/稳定	AAA/稳定
地区	上海市-松江区	上海市-松江区	上海市-静安区
GDP（亿元）	1,750.12	1,750.12	2,627.97
GDP 增速（%）	-4.3	-4.3	-1.50
人均 GDP（万元）	8.95	8.95	27.20
一般公共预算收入（亿元）	221.31	221.31	279.42
公共财政平衡率（%）	61.65	61.65	86.06
政府债务余额（亿元）	193.90	193.90	419.66
控股股东及持股比例	松江国投 100.00%	松江区国资委 100.00%	静安区国有资产监督管理委员会 100.00%
职能及地位	松江区最重要的公用事业经营平台及重要的基础设施建设监管主体	松江区重要的国有资产经营管理平台，整合了松江区基础设施建设、公用事业及国有资产经营业务	静安区重要的国有资产经营和城市更新开发建设主体，主要开展资产运营、城市更新和类金融等业务
核心业务及收入占比	燃气供应 42.42%、供水 27.90%、环卫 12.86%、园林工程 3.32%	燃气供应 19.37%、道路工程 12.53%、商品销售 24.11%、房屋租赁 9.08%、集中供	资产经营 50.50%、商品住宅销售 21.54%、酒店经营管理 21.31%

水 12.61%

总资产（亿元）	321.81	1,000.10	192.06
经调整的所有者权益合计（亿元）	105.81	397.14	69.37
总债务（亿元）	27.12	167.08	82.53
总资本化比率（%）	20.40	29.61	54.33
营业总收入（亿元）	27.62	61.10	5.7
净利润（亿元）	-0.23	0.26	1.97
EBITDA（亿元）	3.56	16.48	3.81
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	3.79	3.36	1.27
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.98	-37.21	1.49
可用银行授信余额（亿元）	0.00	109.05	15.92
债券融资余额（亿元）	18.00	87.20	57

注：1、债券融资余额为截至 2023 年 6 月 14 日上述企业本部公开市场存续境内信用债的债券本金余额。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

偿债保障措施

松江国投为本次跟踪债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

松江国投前身为上海松江资产经营置换有限公司，系 1998 年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”）出资设立，后经股权划转、多次增资及更名，截至 2022 年末，注册资本与实收资本均为 10.10 亿元，唯一股东和实际控制人均为松江区国资委。松江国投是松江区重要的国有资产经营管理平台，整合了松江区基础设施建设、公用事业及国有资产经营业务。

松江国投的业务状况较好，作为松江区唯一的国有资产经营管理平台，整合了松江区基础设施建设、公用事业及国有资产经营业务，业务覆盖松江区全域，承担着松江区重大基础设施建设任务及燃气、水务、环卫及公交等民生业务，在松江区具有垄断地位，具有极强的业务竞争力；同时，松江国投也在市场化领域进行了多元化探索，道路工程、融资租赁、商品销售等业务对松江国投收入和利润形成了良好补充，进一步丰富了收入结构；随着松江区城镇化进程的加速推进，松江国投业务规模或将持续增长。

松江国投财务杠杆处于合理水平，具备很强的资本实力，且受益于政府的支持，近年来所有者权益持续增长；此外，主营业务现金流情况较好，收入质量较高。但是，松江国投资产流动性不足；部分应收类款项对手方经营情况不佳，款项回收存在一定的不确定性；2022 年起松江国投债务规模虽增长较快，但债务结构有所优化，短期债务压力不大。

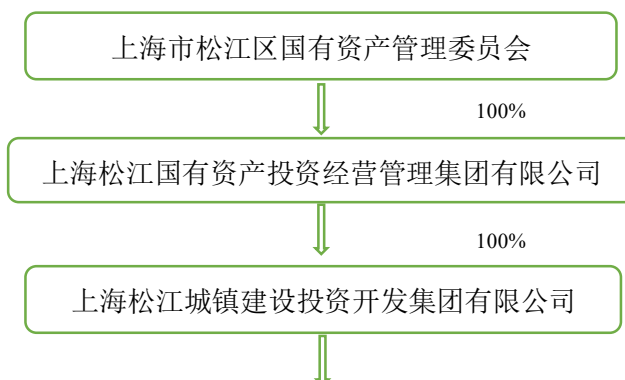
松江国投战略地位突出、业务具有多元性、资产规模将保持增长、再融资能力保持强劲等正面因素对松江国投整体经营及信用水平起到了有力的支撑作用。

综合来看，中诚信国际维持松江国投主体信用等级为 **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，能够为本次跟踪债券的按期偿还提供有力的保障。

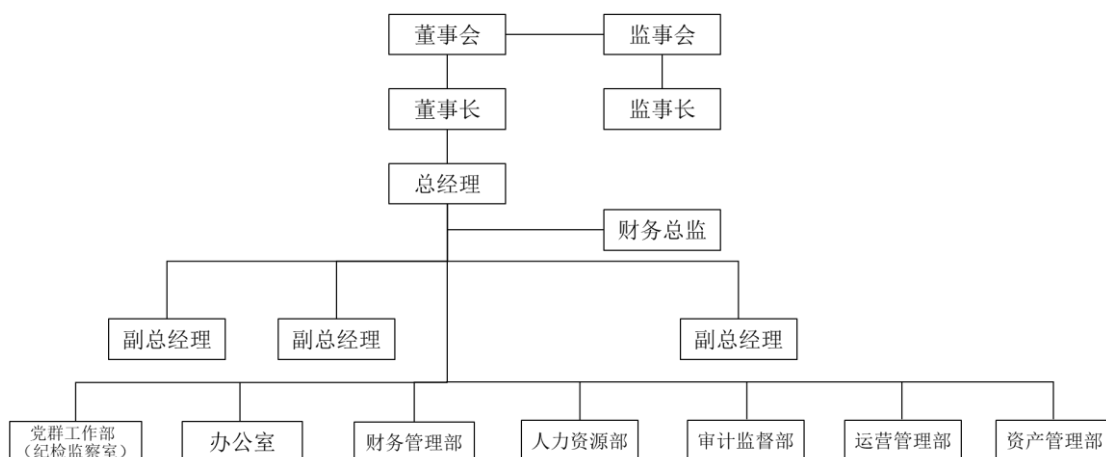
评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海松江城镇建设投资开发集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 松建 01”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 2022 年末）

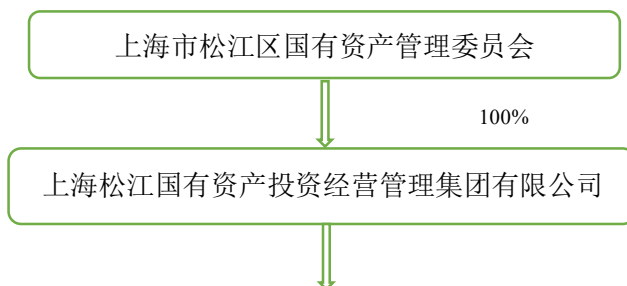


主要一级子公司名称	持股比例
上海松江水业发展有限公司	100.00%
上海松江燃气有限公司	60.00%
上海九峰人才服务有限公司	100.00%
上海师园实业投资有限公司	100.00%
上海净达环境卫生发展有限公司	100.00%
上海凯盛园林工程有限公司	100.00%

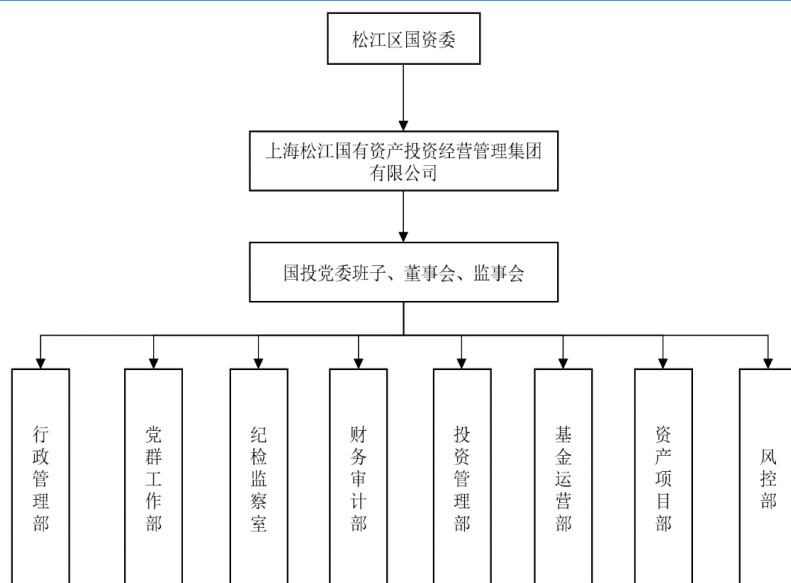


资料来源：公司提供

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 2022 年末）



主要子公司	持股比例（%）
上海松江城镇建设投资开发集团有限公司	100.00
上海松江交通投资运营集团有限公司	100.00
上海松江新城投资建设集团有限公司	100.00
上海松江经济技术开发区建设集团有限公司	100.00
上海松江商业发展集团有限公司	100.00
上海松江新城建设开发集团有限公司	100.00
上海长三角 G60 科创经济发展集团有限公司	90.00



资料来源：松江国投提供

附三：上海松江城镇建设投资开发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）	2020	2021	2022
货币资金	453,697.06	408,454.28	431,099.54
非受限货币资金	438,493.43	408,250.97	431,017.03
应收账款	27,004.59	20,052.05	26,310.42
其他应收款	140,972.79	215,605.07	219,625.96
存货	2,023,231.21	1,424,463.86	1,101,707.25
长期投资	127,624.08	122,356.78	112,027.27
在建工程	232,527.30	284,829.83	333,518.97
无形资产	8,510.93	5,816.42	5,631.28
资产总计	4,039,701.73	3,270,054.92	3,218,082.17
其他应付款	197,319.10	73,958.99	73,299.73
短期债务	80,061.18	15,794.21	85,363.53
长期债务	137,890.37	277,639.46	185,787.37
总债务	217,951.55	293,433.67	271,150.90
负债合计	2,167,349.01	1,736,494.80	1,627,170.24
利息支出	11,650.77	17,878.59	9,402.27
经调整的所有者权益合计	1,656,013.53	1,313,817.10	1,058,085.12
营业总收入	325,473.87	335,766.57	276,158.41
经营性业务利润	24,261.83	3,475.75	-4,381.90
其他收益	1,298.89	1,507.22	1,851.54
投资收益	15,887.93	5,203.02	4,779.51
营业外收入	2,479.97	1,595.30	1,299.81
净利润	33,259.15	7,287.47	-2,272.11
EBIT	47,784.76	26,153.05	9,233.06
EBITDA	--	--	35,612.05
销售商品、提供劳务收到的现金	356,363.55	306,736.30	294,740.90
收到其他与经营活动有关的现金	221,497.63	460,467.67	136,860.53
购买商品、接受劳务支付的现金	303,702.03	223,787.62	195,558.93
支付其他与经营活动有关的现金	114,057.80	361,173.12	144,606.96
吸收投资收到的现金	104.62	197,112.00	11,585.52
资本支出	133,638.41	231,244.23	112,709.12
经营活动产生的现金流量净额	71,082.06	104,960.40	19,821.40
投资活动产生的现金流量净额	-180,303.03	-297,649.35	10,095.92
筹资活动产生的现金流量净额	158,081.07	162,446.49	-7,151.26
现金及现金等价物净增加额	48,860.10	-30,242.46	22,766.06
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	21.32	17.74	16.91
期间费用率(%)	13.65	16.58	18.74
应收类款项/总资产(%)	4.16	7.21	7.64
收现比(X)	1.09	0.91	1.07
资产负债率(%)	53.65	53.10	50.56
总资本化比率(%)	11.63	18.26	20.40
短期债务/总债务(%)	36.73	5.38	31.48
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	6.10	5.87	2.11
总债务/EBITDA(X)	--	--	7.61
EBITDA/短期债务(X)	--	--	0.42
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	3.79

注：1、中诚信国际根据松江城投提供的其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 2021 年审计报告、经公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告整理，其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用 2022 年审计报告期末数；2、松江城投未提供 2020~2021 年现金流量补充表，故相关指标无效；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

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）	2020	2021	2022
货币资金	1,015,450.12	1,449,668.43	1,648,373.76
非受限货币资金	1,000,244.83	1,440,538.95	1,639,244.28
应收账款	69,118.41	105,945.87	124,576.13
其他应收款	389,925.14	441,551.25	433,230.49
存货	3,241,857.61	2,874,485.15	3,074,612.11
长期投资	624,913.23	605,267.49	593,025.00
在建工程	623,245.52	680,124.48	463,113.11
无形资产	36,390.14	30,508.51	29,681.75
资产总计	8,637,989.04	9,262,685.43	10,000,955.15
其他应付款	635,601.92	506,640.77	534,096.04
短期债务	438,442.29	266,929.40	272,248.57
长期债务	552,995.22	944,385.18	1,398,517.96
总债务	991,437.50	1,211,314.58	1,670,766.53
负债合计	4,168,032.14	4,745,022.76	5,272,191.84
利息支出	50,732.71	44,723.33	49,033.57
经调整的所有者权益合计	4,179,696.01	4,236,441.43	3,971,404.69
营业总收入	574,637.09	712,472.74	611,002.96
经营性业务利润	41,513.62	46,724.54	-5,932.75
其他收益	121,642.78	148,160.67	136,834.05
投资收益	26,481.28	25,856.47	35,806.20
营业外收入	16,289.40	19,721.08	12,192.44
净利润	56,974.35	66,367.21	2,596.15
EBIT	96,077.81	109,622.84	77,160.56
EBITDA	--	--	164,837.39
销售商品、提供劳务收到的现金	655,445.93	808,937.83	810,063.91
收到其他与经营活动有关的现金	762,071.14	2,146,974.58	995,358.77
购买商品、接受劳务支付的现金	695,730.91	739,569.53	1,202,347.05
支付其他与经营活动有关的现金	365,377.48	1,617,173.70	773,497.76
吸收投资收到的现金	104.62	52,267.31	676,519.92
资本支出	203,344.92	305,423.60	167,928.48
经营活动产生的现金流量净额	136,887.05	368,739.28	-372,123.95
投资活动产生的现金流量净额	-216,155.92	-330,677.51	-502,190.98
筹资活动产生的现金流量净额	154,749.97	402,627.31	1,076,406.74
现金及现金等价物净增加额	75,481.10	440,689.08	202,091.80
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	12.39	9.53	6.14
期间费用率(%)	23.49	22.21	27.96
应收类款项/总资产(%)	8.47	8.80	8.18
收现比(X)	1.14	1.14	1.33
资产负债率(%)	48.25	51.23	52.72
总资本化比率(%)	19.17	22.24	29.61
短期债务/总债务(%)	44.22	22.04	16.29
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.70	8.24	-7.59
总债务/EBITDA(X)	--	--	10.14
EBITDA/短期债务(X)	--	--	0.61
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	3.36

注：1、中诚信国际根据松江国投提供的其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 2021 年审计报告、经公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告整理，其中，2020、2021 年财务数据分别采用 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用 2022 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款的有息债务调整至长期债务。3、松江国投未提供 2020~2021 年现金流量补充表，故相关指标无效；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附六：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

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

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn