



内部编号:2023060441

西藏城市发展投资股份有限公司

及其发行的 20 藏城发与 22 藏城发

跟踪评级报告

分析师: 吴晓丽 wxl@shxsj.com
周文哲 zwz@shxsj.com

评级总监: 张明海
联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号:【新世纪跟踪(2023)100377】

评级对象: 西藏城市发展投资股份有限公司及其发行的 20 藏城发与 22 藏城发

	20 藏城发	22 藏城发
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AA/稳定/AA'/2023 年 6 月 26 日	AA/稳定/AA'/2023 年 6 月 26 日
前次跟踪:	AA/稳定/AA'/2022 年 6 月 21 日	-
首次评级:	AA/稳定/AA'/2020 年 7 月 24 日	AA/稳定/AA'/2022 年 7 月 14 日



跟踪评级观点

主要优势:

- 股东支持。西藏城投是上海市静安区国资委所属国有控股上市公司，能得到静安区国资委及其所属国有企业的支持。
- 融资渠道通畅。2022 年末西藏城投尚未使用的授信余额 21.36 亿元，尚有一定的融资空间。
- 担保增信。20 藏城发和 22 藏城发均由大宁资产提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，能够有效增强债券本息偿付的安全性。

主要风险:

- 主业易受房地产项目开发周期影响。西藏城投房地产规模体量相对较小，收入易受项目周期波动影响。
- 资金压力较大。西藏城投在开发项目较多，且部分项目为自持的酒店和商业地产项目，沉淀资金较多，未来资金状况易受到项目去化、行业调控政策、外部融资环境变化等因素影响。

未来展望

通过对西藏城投及其发行的 20 藏城发和 22 藏城发主要信用风险要素的分析与评估，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA+信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年
母公司口径数据:			
货币资金(亿元)	1.51	3.87	1.75
刚性债务(亿元)	21.07	24.38	21.23
所有者权益(亿元)	36.22	36.48	36.60
经营性现金净流入量(亿元)	-0.21	-0.41	-0.28
合并口径数据及指标:			
总资产(亿元)	145.18	145.87	139.45
总负债(亿元)	109.37	109.17	102.51
刚性债务(亿元)	60.78	63.22	51.70
所有者权益(亿元)	35.82	36.71	36.93
营业收入(亿元)	18.64	25.14	24.56
净利润(亿元)	1.06	1.11	0.48
经营性现金净流入量(亿元)	7.75	-2.65	10.24
EBITDA(亿元)	3.25	4.09	4.20
资产负债率[%]	75.33	74.84	73.52
权益资本与刚性债务比率[%]	58.93	58.05	71.44

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2015年6月9日	AA/稳定	余海微、欧莲珠	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	首次评级	2022年7月14日	AA/稳定	吴晓丽、吴凡	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(房地产开发) MX-GS020 (2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA/稳定	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发) FM-GS020 (2022.12)	-
债项评级 (20藏城发)	历史首次评级	2020年7月24日	AA ⁺	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(房地产开发) MX-GS020 (2019.8)	报告链接
	首次评级	2022年6月21日	AA ⁺	吴晓丽、吴凡	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(房地产开发) MX-GS020 (2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA ⁺	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法与模型(房地产开发) FM-GS020 (2022.12)	-
债项评级 (22藏城发)	历史首次评级	2022年7月14日	AA ⁺	吴晓丽、吴凡	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(房地产开发) MX-GS020 (2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA ⁺	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法与模型(房地产开发) FM-GS020 (2022.12)	-

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照西藏城市发展投资股份有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)及 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)（分别简称“20 藏城发”和“22 藏城发”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据西藏城投提供的经审计的 2022 年财务报表及相关经营数据，对西藏城投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2020 年 9 月 21 日经上海证券交易所审核同意获得无异议函批复并经中国证监会注册证监许可[2020]2294 号），该公司获准向专业投资者公开发行不超过 8 亿元（含 8 亿元）的公司债券。公司分别于 2020 年 11 月和 2022 年 9 月在上海证券交易所发行了 2 亿元公司债券“20 藏城发”和 6 亿元公司债券“22 藏城发”，期限均为 5 年，并附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，上述债券均由上海大宁资产经营（集团）有限公司（简称“大宁资产”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

截至 2023 年 5 月末，该公司债券市场待偿还债券本金余额共计 8 亿元。公司到期债券均按期兑付，未到期债券付息情况正常。

图表 1. 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项名称	发行金额	期限(年)	发行利率(%)	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
20 藏城发	2.00	3+2	4.50	2020/11/17	8 亿元/2020 年 9 月	按时付息
22 藏城发	6.00	3+2	3.75	2022/9/7		未到付息日

资料来源：公开资料（截至 2023 年 5 月末）

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电

力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

2022年我国房地产投资、融资与销售数据同比全面下行，土地市场呈现供需持续双缩。2022年第四季度以来房地产融资政策逐步放松，行业融资环境有较明显改善，行业内优质企业资金压力边际放缓，但销售端需求仍较为低迷。在销售端不确定性较大下，行业的总体流动性压力犹存。长期看我国房地产行业高速扩张期已过，需探索出新的发展模式，实现平稳过渡。

A. 行业概况

房地产业是国民经济的支柱性产业之一。2012-2022年我国房地产开发投资完成额从7.18万亿元升至13.29万亿元，其中住宅开发投资完成额从4.94万亿元升至10.06万亿元。近三年我国房地产开发投资完成额同比增速分别为7.0%、4.4%和-10%，放缓态势明显，2022年为近二十年来首次负增长。

图表2. 我国房地产投资情况（单位：亿元，%）

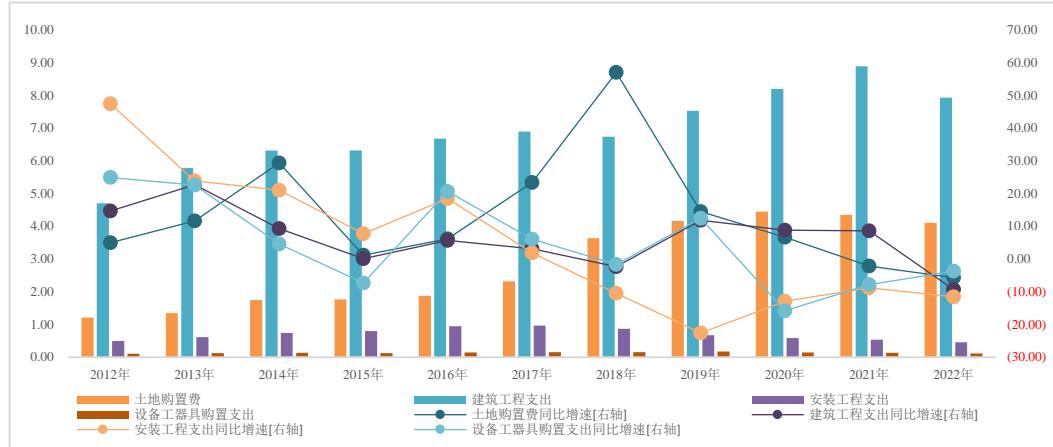


资料来源：Wind, 国家统计局

房地产开发投资主要由土地购置支出和建筑工程支出构成。2012年以来我国房地产行业土地购置支出连续多年保持增长，从1.21万亿元增长至2020年的4.45万亿元；2021-2022年趋势向下，土地购置支出分别为4.35万亿元和4.10万亿元。2012-2021年我国地产行业建筑工程支出由4.71万亿元增至

8.89 万亿元，其中 2021 年同比增长 8.55%，2022 年同比降至 7.93 万亿元。

图表 3. 我国商品房建设支出情况（单位：万亿元，%）



资料来源：Wind，国家统计局

2018 年以来我国商品房销售面积变动明显趋缓。2018-2021 年商品房销售面积分别为 17.17 亿平方米、17.16 亿平方米、17.61 亿平方米和 17.94 亿平方米，增速分别为 1.33%、-0.10%、2.60% 和 1.90%；同期商品房销售金额分别为 15.00 万亿元、15.97 万亿元、17.36 万亿元和 18.19 万亿元，增速分别为 12.17%、6.50%、8.69% 和 4.79%。在销售面积趋稳的情况下，销售金额增长相对较快，房价持续上涨但涨幅回落。同期我国商品房销售均价分别为 8,736.90 元/平方米、9,310.28 元/平方米、9,859.53 元/平方米和 10,139.13 元/平方米，涨幅分别为 10.70%、6.56%、5.90% 和 2.84%。2022 年经济下行压力加大，房产购置意愿趋弱，叠加行业风险事件频出，全年全国商品房销售面积、销售金额和均价分别为 13.58 亿平方米、13.33 万亿元和 9,813.82 元/平方米，同比分别下降 24.30%、26.70% 和 3.21%；其中商品住宅销售面积、销售金额和均价分别为 11.46 亿平方米、11.67 万亿元和 10,184.59 元/平方米，同比降幅分别为 26.80%、28.30% 和 2.03%。

图表 4. 我国商品房销售情况



资料来源：Wind，国家统计局

资金获取方面，2022 年我国房地产开发到位资金 14.90 万亿元，同比减少 25.90%。其中：国内贷款 1.74 万亿元，同比下降 25.4%；自筹资金 5.29 万亿元，同比下降 19.1%；定金及预收款 4.93 万亿元，同比下降 33.3%；个人按揭贷款 2.38 万亿元，同比下降 26.5%。根据中指数据库口径，2019-2022 年房金融资总量分别为 2.39 万亿元、2.27 万亿元、1.77 万亿元和 0.88 万亿元，2022 年同比下降 50.24%。

土地市场方面，2020 年二季度起大部分城市增加了优质土地供应并带动全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。2021 年受土地新政及融资收紧等因素影响，全年土地市场供需收缩，交易量下行。2022 年行业销售不畅，融资偏紧，房企拿地意愿低迷，加上集中供地政策持续，土地供需量继续

下滑。根据 CREIS 中指数据显示，2022 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 12.30 亿平方米，同比下降 9.90%，其中住宅类用地 3.51 亿平方米，同比下降 33.92%；全年各类建设用地成交 10.87 亿平方米，同比下降 3.65%，其中住宅建设用地成交 2.87 亿平方米，同比下降 28.48%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市推地 0.37 亿平方米，同比下降 21.66%，成交 0.35 亿平方米，同比下降 21.64%；二线城市推地 3.50 亿平方米，同比下降 23.12%，成交 3.14 平方米，同比下降 18.60%；三四线城市推地 8.43 平方米，同比下降 2.28%，成交 7.39 亿平方米，同比增长 5.73%。2022 年 300 城各类用地成交出让金为 4.14 万亿元，同比下降 27.53%；土地成交溢价率为 3.03%，持续回落。

图表 5. 近年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2020 年		2021 年		2022 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积（亿平方米）	14.91	8.76%	13.65	-8.45%	12.30	-9.90%
其中：住宅类用地推出面积（亿平方米）	5.97	4.95%	5.32	-10.96%	3.51	-33.92%
各类用地成交面积（亿平方米）	12.93	10.31%	11.29	-12.74%	10.87	-3.65%
其中：住宅类用地成交面积（亿平方米）	5.17	9.96%	4.02	-22.36%	2.87	-28.48%
各类用地成交出让金（万亿元）	6.15	17.57%	5.72	-6.94%	4.14	-27.53%
其中：住宅类用地出让金（万亿元）	5.23	18.63%	4.89	-6.54%	3.38	-30.97%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2516	5.71%	2747	9.18%	2166	-21.15%
住宅建设用地成交楼面均价（元/平方米）	4326	7.05%	5148	19.00%	5415	5.19%
各类用地成交溢价率	13.55%		9.83%		3.03%	
住宅建设用地成交溢价率	17.93%		11.61%		3.79%	

资料来源：CREIS

注：此处住宅类用地统计口径包括住宅用地与综合用地（含住宅）。

B. 政策环境

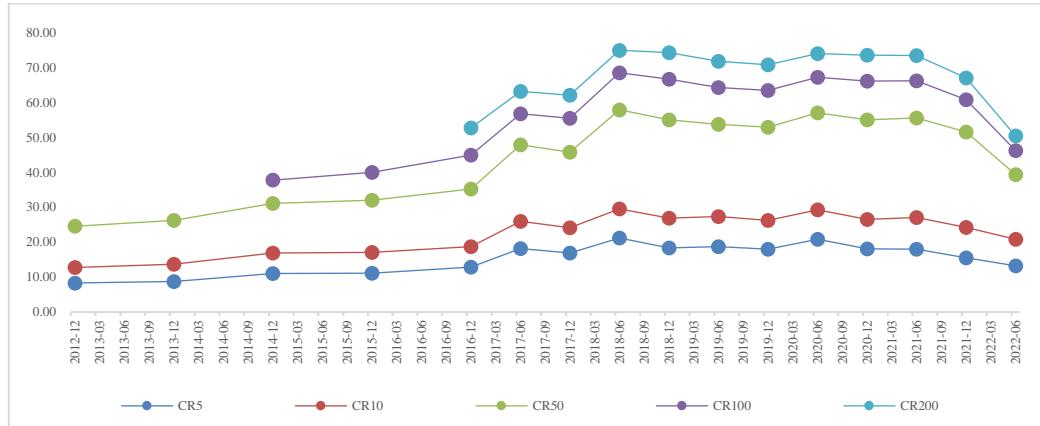
近年我国房地产行业调控政策保持“房住不炒”定位，同时强调“保交楼、保民生、保稳定”，稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制。严调控背景下房地产行业规模拐点显现，行业总体资金紧张，流动性承压。自 2021 年末以来调控政策逐步放松，但“房住不炒”下宽松幅度较为有限。2022 年 1-9 月，中央层面主要的调整措施包括两次降准、三次下调 5 年期以上 LPR 共 35BP、允许部分城市下调或取消住房贷款利率下限、下调首套住房贷款公积金利率以及房屋置换可减免个税等。地方层面则继续以“因城施策”为原则，多地限购、限售、限贷、限价政策松绑，部分高能级城市亦放松和鼓励落户。但从行业数据看，宽松政策对改善行业现金流的作用较为有限。9 月以来政策集中从金融机构部门发力，如指导政策性银行推出“保交楼”专项借款，以保证“保民生”的工作任务。11 月央行、银保监会出台“金融十六条”，信贷、债券及股权融资“三箭齐发”，政策从融资端加大支持力度，并体现出“保项目”与“保企业”并行的特征。2023 年 2 月自然资源部发布《关于进一步规范住宅用地供应信息公开工作的通知》（简称“《通知》”），对当前集中供地政策进行优化完善，该《通知》有利于降低同批次地块入市的竞争强度，缓解房企资金压力。当前行业政策较为宽松，以稳地价、稳房价，改善房企资产负债状况和修复市场信心为侧重点，保障房地产市场的平稳运行。

C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是资金密集型产业，债务融资依赖度高。受益于城市化进程及经济增长等长期因素，“高杠杆、高成本、快周转”模式获得有效支撑，偏高的财务杠杆及融资成本、土地成本等，通常都能够通过快速周转加以消化。众多民营企业也凭借相对更高的经营效率不断发展壮大，并在房地产这一支柱性产业中获得一席之地。但近年来随着限售、限贷、限购乃至强化预售资金监管等一系列政策的落实，“快周转”策略逐步失灵，“高杠杆、高成本”失去支撑，部分民营房地产开发企业信用风险暴露。随着市场环境的变化，尤其是部分民营房地产企业的逐步退出，未来行业竞争格局将发生深刻变化，能够低成本获得土地和资金的大型企业或地方企业，或将在竞争中获得一定优势。随着部分民营房企信用风险的渐次暴露，房地产行业销售金额（CR）集中度于 2018 年达到峰值，其后总体上趋于下滑，其中 2021 年以来下滑趋势更为明显。根据 Wind 数据，2022 年 6 月 CR5/CR10/CR50/CR100/CR200

比值由 2018 年 12 月的 18.35%/26.89%/55.10%/66.73%/74.35% 降至 13.26%/20.89%/39.34%/46.26%/50.43%。

图表 6. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

D. 风险关注

项目去化压力大。长期而言，房地产需求与经济发展水平及居民收入状况密切相关。我国在较短时间内完成了工业化与城市化进程的主要部分，房地产需求相应较集中释放，行业得以快速发展。随着经济增速的逐步放缓、人口增长趋缓以及房价的逐步高企，加之预期持有成本上升（房产税等），潜在需求或受到阶段性抑制。现阶段我国所处内外部环境较为复杂，经济发展面临多重挑战，居民就业与收入增长承压明显，房地产市场短期需求大幅回升的难度较大。以上市或发债的房地产企业存货占款数据¹看，2018-2022 年 9 月末存货余额合计数分别为 8.25 万亿元、10.01 万亿元、11.42 万亿元、11.95 万亿元和 12.14 万亿元，同比增幅分别为 31.54%、21.32%、14.09%、4.70% 和 6.63%；同期上述房企存货去化率²分别为 34.67%、31.81%、31.19%、34.50% 和 25.24%。

开发投资或放缓。2021 年国内房地产开发企业土地购置意愿趋弱，2022 年以来更是出现较大幅度下滑，土地成交量的减少将导致行业中短期内开工势能不足，行业增速或受限。2022 年行业内新购置土地的主体以国有企业为主，项目开发周期或将大幅度延长，很大程度上将影响行业的运行效率。一方面，融资成本控制能力对企业信用质量的重要性将进一步提升，另一方面，项目销售去化速度的整体放缓，又将对开发投资增长进一步形成约束。

流动性压力犹存。房地产行业资金驱动特征极其明显。2022 年第四季度以来行业融资环境得到大幅改善，部分经营相对稳健的优质房企得到一定资金救助，流动性压力有所缓解。但投资预期扭转下，项目销售压力仍存，随着大额债务的陆续到期，部分以往采用快周转开发模式的房地产开发企业仍然面临着流动性压力，部分出险民营开发商或将随着项目层面的风险缓慢出清而逐步退出市场。长期看，行业需探索出新的发展模式，实现平稳过渡。

2. 业务运营

该公司主要从事商品房开发业务，同时还涉及酒店管理和商场经营。公司业务规模较小，近三年房地产销售金额波动较大；公司在建和在售项目区域集中度较高，面临一定的区域市场风险。

该公司主营业务为房地产开发，同时涉及酒店管理和商场经营。公司业务范围集中于上海、福建泉州、陕西西安等区域，区域集中度较高。

除房地产开发主业外，该公司还通过联营企业西藏国能矿业发展有限公司（简称“国能矿业”）投

¹ 选取以房地产开发为主业的 A 股上市公司及发债企业共计 126 家。

² 存货去化率=当期销售额*（1-当期销售毛利率）/当期末存货*100%，2022 年 9 月末存货去化率分母采用 2022 年前三季度销售额/0.75 进行年化计算。当期销售额=当期末预收款项+当期末合同负债+当期营业收入-上期末预收款项-上期末合同负债。

资了西藏阿里龙木错和结则茶卡两个盐湖，合计碳酸锂储量 390 万吨（储量大型），氯化钾 2,800 万吨（储量中型），硼 330 万吨（储量中型），其中碳酸锂储量居世界前列。

图表 7. 公司主业基本情况

	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
房地产	上海/泉州/西安	资本/资产/品牌等

资料来源：西藏城投

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入合计	18.64	25.14	24.56
其中：核心业务营业收入	18.53	24.95	24.30
在营业收入中所占比重（%）	99.40	99.24	98.91
其中：（1）房地产开发	17.81	24.17	23.26
在营业收入中所占比重（%）	95.57	96.13	94.69
（2）商场经营	0.25	0.24	0.50
在营业收入中所占比重（%）	1.36	0.96	2.04
（3）客房餐饮	0.46	0.54	0.54
在营业收入中所占比重（%）	2.47	2.14	2.18
毛利率（%）	34.05	29.81	31.46
其中：（1）房地产开发（%）	32.10	27.81	28.71
（2）商场经营（%）	69.96	68.21	85.30
（3）客房餐饮（%）	88.33	90.38	88.68

资料来源：西藏城投

2020-2022 年该公司营业收入分别为 18.64 亿元、25.14 亿元和 24.56 亿元，受房地产项目结转情况有所波动；毛利率分别为 34.05%、29.81% 和 31.46%，2020 年因结转金额较大的余山和园项目毛利率相对较低且海宸尊域项目毛利率下降而拉低了综合毛利率；2021 年因余山和园项目和海宸尊域一期项目审价金额较原账面金额有所增加，毛利率进一步下降；2022 年主要结转项目余山和园和海宸尊域二期的毛利率有所提升，带动综合毛利率增长。公司核心业务包括房地产开发、商场经营和客房餐饮，房地产开发为公司最主要的收入和利润来源，商场经营与客房餐饮整体收入规模较小，对收入贡献相对有限。2022 年公司核心业务实现营业收入 24.30 亿元，占营业收入的 98.91%，其中房地产开发收入为 24.30 亿元，较上年略有下降，占营业收入的 94.69%；商场经营收入 0.50 亿元，有所增加；客房餐饮收入为 0.54 亿元，基本持平。

A. 房地产开发

该公司房地产业务目前涉及上海、福建泉州和陕西西安三个城市，其中上海项目基本已经去化；2014 年公司进入福建泉州市场，目前海宸尊域项目处滚动开发状态，一二期已经竣工，三期开始销售；2015 年公司收购西安和润置业有限公司（简称“西安和润”）进入陕西西安市场，2022 年底住宅项目已经启动预售；2017 年获得西安西咸新区地块，并于 2020 年陆续开工建设，即将开始预售。

图表 9. 公司近三年房地产业务开发和销售情况

指标	2020 年	2021 年	2022 年
新开工面积（万平方米）	17.37	26.24	23.15
竣工面积（万平方米）	39.81	40.73	1.33
合同销售面积（万平米）	11.54	3.81	11.72

指标	2020 年	2021 年	2022 年
合同销售金额（亿元）	25.83	15.31	29.50
销售回笼资金（亿元）	27.64	17.87	20.61
结转收入（亿元）	17.81	24.17	23.35

注：根据西藏城投提供的数据绘制

2020-2022 年公司新开工面积分别为 17.37 万平方米、26.24 万平方米和 23.15 万平方米，2020 年和 2021 年公司陆续开工世贸铭城和世贸馨城等项目，2022 年开工了世贸新都项目。2020-2022 年公司房地产销售面积分别为 11.54 万平方米、3.81 万平方米和 11.72 万平方米；结转收入分别为 17.81 亿元、24.17 亿元和 23.35 亿元，结转项目主要为海宸尊域和余山和园，其中海宸尊域结转金额分别为 7.39 亿元、11.31 亿元和 7.67 亿元，余山和园结转金额分别为 10.26 亿元、12.00 亿元和 15.40 亿元。由于房地产开发项目数量较少，销售与收入结转存在周期性，经营业绩波动较大。2021 年随着海宸尊域项目可售部分基本销售完毕，房地产销售面积大幅减少，2022 年海宸尊域三期开盘，加之余山和园的销售，当年销售面积大幅增加。

图表 10. 西藏城投主要商品房项目销售情况（单位：万平方米）

项目	所处区域	2020 年		2021 年		2022 年	
		销售面积	占比	销售面积	占比	销售面积	占比
海宸尊域	福建泉州	8.74	75.73%	0.91	23.93%	7.43	63.40%
余山和园	上海松江	2.49	21.57%	2.47	64.71%	3.28	28.03%
静安广场	陕西西安	0.23	2.00%	0.31	8.03%	0.05	0.44%
璟宸尊域府	陕西西安	-	-	-	-	0.85	7.22%
上述项目合计	-	11.46	99.29%	3.68	96.68%	11.61	99.09%

注：根据西藏城投提供的数据绘制

该公司房地产项目主要采取滚动开发模式，开发项目销售情况较好，资金回笼较为及时。2021 年海宸尊域一期和二期项目可售部分基本销售完毕，仅余山和园销售 2.47 万平方米，房地产销售面积大幅减少。2022 年主要销售项目为余山和园、海宸尊域三期和璟宸尊域府，其中后两者为当年新开盘项目，贡献了较大销售额。截至 2022 年末，合同负债为 18.79 亿元，主要包括尚未结转的海宸尊域项目（三期）和余山和园。

图表 11. 2022 年末已竣工项目情况（单位：亿元、万平方米）

竣工项目	地区	经营业态	总建筑面积	总投资额	已投资额	累计已售（含已预售）面积	年末剩余可售面积	累计销售金额
静安广场	陕西西安	商服	19.30	17.68	16.99	0.59	4.18	1.05
海宸尊域（一期）	福建泉州	商住	44.84	29.40	28.86	28.02	3.83	35.20
海宸尊域（二期）	福建泉州	商住	12.66	11.03	8.42	8.40	0.62	11.32
余山和园	上海松江	住宅	28.42	50.43	41.87	12.34	0.25	63.76
桥东二期商办楼	上海静安	商办	8.19	15.13	15.35	-	-	
徐家宅 110KV 变电站项目	上海静安	市政配套设施	0.58	1.06	1.05	-	-	
合计			113.99	124.73	112.54	49.36	8.88	111.33

资料来源：西藏城投

2020 年，该公司海宸尊域（一期）和余山和园竣工，2021 年静安广场、海宸尊域（二期）、桥东二期商办楼和徐家宅 110KV 变电站项目竣工，2022 年无新竣工项目。目前余山和园已基本去化完毕，年末可售面积尚余 0.25 万平方米；海宸尊域（一期）和海宸尊域（二期）项目住宅已销售完毕，酒店拟自持，商铺和 Soho 去化较慢，年末两项目可售面积分别为 3.83 万平方米和 0.62 万平方米；静安广场为商服项目，商场拟自持，正在销售的 Soho 去化率低；桥东二期商办楼为桥东二期旧改项目中的商业地产部分（保障房部分已于 2021 年竣工陆续销售完毕），计划部分出售部分自持；徐家宅 110KV 变电站项目为市政配套设施。整体来看，公司竣工项目住宅部分销售良好，但商铺和 Soho 去化慢。

图表 12. 2022 年末在建项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目	地区	业态	总投资额	已投资额	2022 年投资额	总建筑面积	在建建筑面积
世贸铭城项目 DK1	陕西西咸新区	住宅	13.48	2.48	0.86	22.03	7.32
世贸铭城项目 DK2	陕西西咸新区	住宅	13.60	3.52	1.05	22.98	22.98
世贸铭城项目 DK3	陕西西咸新区	住宅	13.36	2.52	0.88	22.71	6.80
世贸馨城项目 DK1	陕西西咸新区	住宅	11.67	2.13	0.61	17.02	5.05
世贸馨城项目 DK2	陕西西咸新区	住宅	9.90	2.74	1.02	16.91	8.24
世贸新都项目	陕西西咸新区	零售	22.61	0.87	0.87	16.36	16.36
璟宸尊域府	陕西西安	住宅	21.36	11.59	2.77	25.72	25.72
和源馨苑	陕西西安	商服	13.69	13.82	0.00	11.73	11.73
海宸尊域（三期）	福建泉州	商住	22.22	13.61	3.85	26.58	26.58
合计			141.87	53.28	11.91	182.06	130.79

资料来源：西藏城投

2021 年，该公司新开工西安世贸铭城 DK1、世贸铭城 DK3、世贸馨城 DK1 与和源馨苑项目，2022 年新开工世贸新都项目。截至 2022 年末公司在建房地产项目共 9 个，计划总投资 141.87 亿元，已投入 53.28 亿元，其中 2022 年投入 11.91 亿元。

该公司泉州海宸尊域项目计划建成集住宅、商场、酒店于一体的综合项目，合计建筑面积约 84.08 万平方米，分三期开发，其中一期和二期已完工，总投入 37.28 亿元，截至 2022 年末累计销售 36.42 万平方米，累计销售金额 46.52 亿元。三期 2021 年开工建设，规划计容建筑面积 18.15 万平方米，业态包括住宅和商场，其中商场拟自持，2022 年住宅项目开始预售，可供出售面积 7.67 万平方米，当年实现销售面积 7.12 万平方米。

该公司于 2015 年收购西安和润，获得其持有的标牌市场及周边棚户区改造项目。项目包括位于西安曲江大明宫遗址区的 DK1（璟宸尊域府）、DK2（安置房）和 DK3（静安广场）三个地块。上述地块已于 2017 年完成土地整理，公司于 2018 年 10 月以 4.34 亿元价格竞得。其中安置房已于 2019 年 8 月完工（计入土地成本，不计营业收入）。静安广场 2021 年已完工，其中自持商场 2022 年 3 月已开业，Soho 于 2020 年 3 月开始预售，截至 2022 年末已销售 0.59 万平方米，去化率为 12%，年末剩余可售面积为 4.18 万平方米。璟宸尊域府于 2019 年开工建设，为住宅项目，2022 年 11 月启动销售，可供出售面积 17.65 万平方米，当年实现销售面积 0.85 万平方米。

2017 年，该公司陆续竞拍取得陕西省咸阳市泾阳县等 6 个宗地的土地使用权，土地面积 34.75 万平方米，土地出让金合计 3.76 亿元。2020 年世贸铭城项目 DK2 和世贸馨城项目 DK2 动工，2021 年世贸铭城项目 DK1、世贸铭城项目 DK3、世贸馨城项目 DK1 动工，2022 年世贸新都项目动工。世贸铭城三个地块合计建筑面积 67.72 万平方米，业态为住宅，计划总投资 40.43 亿元，世贸馨城两个地块合计建筑面积 33.94 万平方米，业态为住宅，计划总投资 21.56 亿元。世贸新都项目计容建筑面积 14.31 万平方米，计划总投资 22.61 亿元，业态为零售。

B. 商场经营

该公司商场经营业务收入来自位于陕西西咸新区的静安荟奥莱公园和陕西西安静安荟生活奥莱项目。静安荟奥莱公园项目总投资 12.80 亿元，包括奥特莱斯及酒店，截至 2022 年末已投资 11.19 亿元，酒店部分尚未开工建设，奥特莱斯部分总建筑面积 10.78 万平方米，已于 2018 年 12 月竣工并开业。陕西西安静安荟生活奥莱项目总投资 10.48 亿元，于 2022 年 3 月开业。

2020-2022 年该公司商场经营收入分别为 0.25 亿元、0.24 亿元和 0.50 亿元，毛利率分别为 69.96% 和 68.21% 和 85.30%，2020 年主要根据新收入准则对收入进行调整，由总额法变更为净额法，收入下降而毛利率上升；2021 年收入和毛利率基本持平；2022 年因静安荟生活奥莱商场开业带动收入增加。

C. 酒店管理

该公司酒店业务运营载体为上海北方智选假日酒店（简称“假日酒店”），位于中兴路 1738 号，按

四星级标准建造。假日酒店于 2008 年 1 月开业，定位为中档商务型酒店，营业面积 30,450.82 平方米，目前共有 472 间房间，包括 44 间套房。假日酒店所处火车站北广场区域缺乏核心商圈的支撑，但其重视自身经营和品牌管理，入住率比较稳定。公司与洲际酒店集团旗下的六洲酒店管理（上海）有限公司签订管理合同，聘请其作为管理人负责酒店的日常经营。公司按照酒店每月总收入的一定比例支付管理费。目前公司对该酒店进行装修升级，暂停营业。

2020-2022 年，该公司客房餐饮业务收入分别为 0.46 亿元、0.54 亿元和 0.54 亿元，毛利率分别为 88.33%、90.38% 和 88.68%。

D. 矿业投资

该公司于 2010 年 11 月与关联方上海北方企业（集团）有限公司（简称“北方企业”）共同收购了西藏阿里圣拓矿业有限责任公司（现更名国能矿业）61% 的股权，其中公司、北方企业和原股东西藏金泰工贸有限责任公司（简称“西藏金泰”）持股比例分别为 41%、20% 和 39%。后又经历股权变更，目前公司、北方企业、西藏金泰和拉萨开发区东义资本创业投资合伙企业（有限合伙）持股比例分别为 41%、20%、34% 和 5%³。国能矿业为公司联营企业，公司对国能矿业投资成本为 2.49 亿元。

国能矿业持有阿里龙木错和结则茶卡两个盐湖，合计碳酸锂储量 390 万吨，氯化钾 2,800 万吨，硼 330 万吨，上述两个盐湖采矿权证有效期至 2012 年 6 月，国能矿业于 2012 年向当地国土资源局申请延期。2021 年 4 月 6 日，国能矿业获得结则茶卡盐湖矿区的采矿许可证，2022 年 5 月 6 日获得龙木错盐湖矿区的采矿许可证。

2021 年 6 月，国能矿业开始两湖提锂工艺的中试工作。2022 年 1 月，国能矿业与西安蓝晓科技新材料股份有限公司签订了《西藏结则茶卡盐湖万吨级氢氧化锂委托加工合同》，目前国能矿业正在推进该委托加工项目的矿区厂房选址、设计、设备选型等工作。2023 年 1 月 20 日，国能矿业收到西藏自治区生态环境厅《关于暂停审批西藏自治区日土县结则茶卡盐湖（改扩建）6 万吨锂盐矿业资源（3 万吨工业级氢氧化锂）开发利用项目环境影响评估书的通知》。2023 年 5 月 19 日，西藏自治区环境保护厅受理该项目⁴。

2020-2022 年，国能矿业营业收入分别为 0 元、589.42 万元和 2.51 亿元，主要来自碳酸锂的销售，净利润分别为 -0.38 亿元、-0.34 亿元和 0.26 亿元。

（2）盈利能力

图表 13. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据西藏城投所提供的数据绘制。

注：经营收益=营业收入-营业总成本

该公司经营收益主要来自于营业毛利，2020-2022 年营业毛利分别为 6.35 亿元、7.50 亿元和 7.73

³ 2023 年 4 月，该公司收到西藏金泰工贸有限责任公司及拉萨开发区东义资本创业投资合伙企业（有限合伙）的通知，上述两家股东拟向江苏藏青新能源产业发展基金合伙企业（有限合伙）分别转让其持有的国能矿业 34% 及 5% 股权，公司拟放弃上述股权的优先购买权。

⁴ 西藏自治区环境保护厅网站《关于 2023 年 3 月 9 日—2023 年 6 月 13 日建设项目环境影响评价文件受理情况的公示》。

亿元，毛利主要来自于海宸尊域和余山和园项目的结转。公司期间费用存在一定波动，其中销售费用随项目销售而呈现波动，管理费用有所增长，因多个项目完工其利息费用化，加之刚性债务保持增长，财务费用近两年亦增幅较大，2020-2022年，公司期间费用合计分别为2.47亿元、3.33亿元和4.24亿元，期间费用率分别为13.23%、13.25%和17.26%。同期，税金及附加分别为1.42亿元、1.33亿元和1.84亿元，主要为土地增值税。同期，公司经营收益分别为2.46亿元、2.83亿元和1.31亿元，2022年毛利略有下降，且期间费用增长较快，致经营收益明显下滑。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入（亿元）	18.64	25.14	24.56
营业毛利（亿元）	6.35	7.50	7.73
其中：房地产开发（亿元）	5.72	6.72	6.68
期间费用（亿元）	2.47	3.33	4.24
期间费用率（%）	13.23	13.25	17.26
全年利息支出总额（亿元）	2.55	3.39	3.33
其中：资本化利息数额（亿元）	2.04	2.25	1.53

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

该公司2020-2022年投资收益分别为-912.30万元、-1,585.11万元和2,164.91万元，2020-2021年主要因联营企业国能矿业亏损造成投资收益为负，2022年国能矿业实现净利润2,606.58万元，带动公司投资收益回正。2020-2022年公司资产减值损失和信用减值损失合计分别为2,848.99万元、3,779.19万元和3,354.48万元，主要为存货跌价损失及合同履约成本减值损失，主要是对奥特莱斯自营的库存商品计提存货跌价损失。同期，公司营业外净收入和其他收益合计分别为-618.87万元、-445.26万元和17.96万元，其中2020年营业外支出2,732.48万元，主要是对子公司陕西世贸之都建设开发有限公司（简称“世贸之都”）与赛特（上海）商业投资管理有限公司（简称“赛特商业”）的委托经营管理纠纷计提违约金2,100万元，致营业外净收入为负。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：万元）

影响公司盈利的其他因素	2020 年	2021 年	2022 年
资产减值损失及信用减值损失	2,848.99	3,779.19	3,354.48
投资净收益	-912.30	-1,585.11	2,164.91
营业外净收入及其他收益	-618.87	-445.26	17.96

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

近年来该公司投资收益不佳，减值损失和营业外支出亦对利润形成一定侵蚀，2020-2022年，该公司净利润分别为1.06亿元、1.11亿元和0.48亿元，净利润率分别为5.71%、4.43%和1.94%。

（3）运营规划/经营战略

该公将会继续围绕“创新驱动、转型发展”的战略方针，加强房地产业务的高质量发展，加快推进新能源、新材料产业投资的快速发展。

该公司加快现有房地产储备项目的开发进度，寻找合适的土地储备标的，加速发展奥特莱斯商业项目，提高酒店管理和服务水平，努力打造集商业、住宅、办公项目为一体的房地产开发综合体。继续以新能源、新材料投资为重点，拓展多元化经营，促进公司业务结构调整。

目前该公司在建项目为中国锂产业园（一期）项目，计划总投资额为7.98亿元，其中16栋科研楼项目已完工，截至2022年末已投资1.66亿元，该产业园主要作为孵化新材料项目的园区，因新材料项目仍处于研发阶段，该项目仍在建设中。

管理

跟踪期内，该公司控股股东和实际控制人仍为上海市静安区国资委。公司组织架构保持稳定。

截至 2022 年末，该公司控股股东和实际控制人仍为上海市静安区国有资产监督管理委员会（简称“静安区国资委”），持股 39,161.77 万股未发生变动，持股比例仍为 47.78%。截至 2022 年末，静安区国资委持有股份未进行质押。公司股权状况详见附录一。

该公司经营管理独立，治理结构规范合理，组织架构保持稳定。2023 年 3 月公司副总经理于隽隽先生因工作调整，提交书面辞职报告。

在关联交易方面，该公司与关联企业之间因业务往来产生了一定的关联交易和资金往来。购销环节方面，2022 年公司向关联方采购商品及接受劳务金额合计为 162.56 万元，无关联销售。关联租赁方面，公司作为出租方当年确认关联租赁收入 18.53 万元。资金往来方面，2022 年末，公司应付关联方款项 4.22 亿元，主要为应付北方企业 4.36 亿元；应收关联方款项账面余额为 227.40 万元，已全额计提坏账准备。

根据该公司提供的《企业信用报告》(2023 年 4 月 12 日)，近三年公司本部不存在借款违约及欠息事项。根据审计报告所载，2020 年公司产生一笔仲裁事项，2021 年 4 月，根据仲裁裁决，公司子公司世贸之都向赛特商业支付违约金人民币 2,100 万元（已于 2020 年计入营业外支出），并承担 70% 的仲裁费 26.01 万元。经查国家企业信用信息公示系统，近三年公司及主要核心子公司不存在行政处罚，亦未被列入经营异常及严重违法失信企业名单。

2022 年 12 月 30 日，该公司公告，收到西藏证监局警示函，警示函称，公司在 E 互动回复相关投资者问询时，未准确回应关于股东大会是否提出盐湖提锂项目产能规划的传闻，相关回复内容不准确，存在误导性，并造成公司股价异常上涨，违反了《上市公司信息披露管理办法》。上海交易所亦对公司及有关责任人予以监管警示。

财务

2022 年末，该公司刚性债务规模有所收缩，资产负债率下降；公司债务期限结构较为合理，以中长期刚性债务为主，加之公司房地产开发主要采取滚动开发模式，资金回笼状况比较好，可对债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

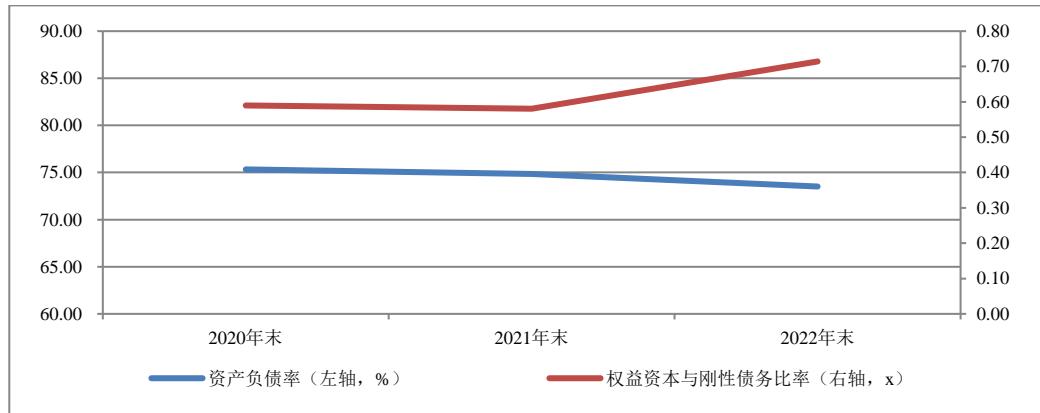
立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2020-2022 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》的披露规定编制财务报表。

2022 年，该公司合并报表范围无变化，年末共有 15 家子公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



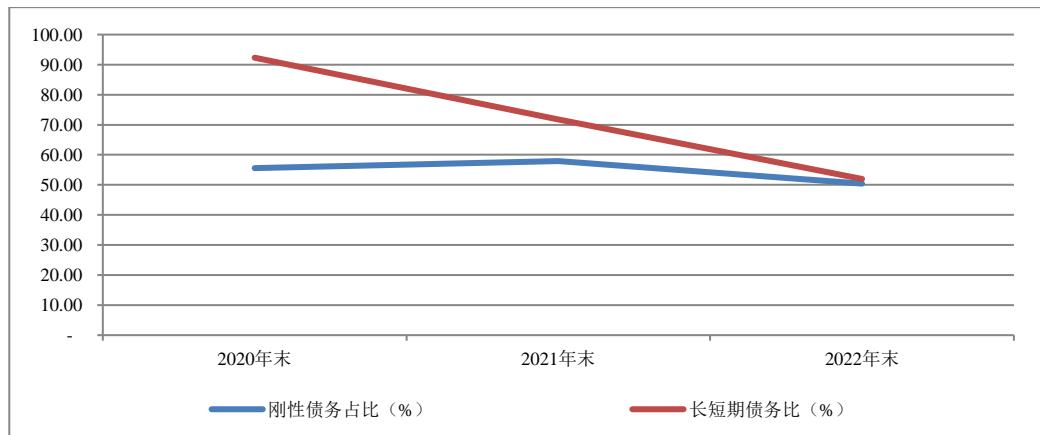
资料来源：根据西藏城投所提供数据绘制。

2020-2022 年末，该公司负债总额分别为 109.37 亿元、109.17 亿元和 102.51 亿元，因刚性债务缩减，2022 年末负债总额略有下降。同期末，资产负债率分别为 75.33%、74.84% 和 73.52%，亦有所下降，剔除预收款项和合同负债的资产负债率 70.72%、71.77% 和 69.38%。

通过经营积累，近年来该公司未分配利润稳步提高，权益资本保持增长，2020-2022 年末所有者权益分别为 35.82 亿元、36.71 亿元和 36.93 亿元，权益资本与刚性债务比率分别为 0.59、0.58 和 0.71。

(2) 债务结构

图表 17. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020 年末	2021 年末	2022 年末
刚性债务 (亿元)	60.78	63.22	51.70
应付账款 (亿元)	12.48	18.53	16.81
合同负债 (亿元)	22.83	15.80	18.79
其他应付款 (亿元)	8.80	8.13	9.38
刚性债务占比 (%)	55.57	57.91	50.43
应付账款占比 (%)	11.41	16.98	16.40
合同负债占比 (%)	20.88	14.47	18.33
其他应付款占比 (%)	8.05	7.45	9.15

资料来源：根据西藏城投所提供数据绘制。

该公司负债以非流动负债为主，与房地产主业开发周期匹配性较好。2020-2022 年末公司长短期债务比分别为 0.92、0.72 和 0.52，其中 2021 年末因一年内到期的应付债券转入流动负债，长短期债务比下降，2022 年末因一年内到期的长期借款转入流动负债，比率进一步下降。公司负债以刚性债务为主，2022 年末刚性债务占负债总额的比重为 50.43%。

除刚性债务外，该公司负债还分布于应付账款、合同负债和其他应付款。公司应付账款主要为应付工程款，2022 年末为 16.81 亿元，较上年末有所下降；合同负债 18.79 亿元，2022 年公司销售金额较大，带动合同负债增长；其他应付款 9.38 亿元，较上年末增加 1.24 亿元，其中应付往来款项 8.39 亿元，其中应付北方企业 4.19 亿元。

(3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末
短期刚性债务合计	8.60	17.88	16.88
其中：短期借款	3.00	1.00	-
一年内到期的长期借款	5.60	9.83	16.88
一年内到期的应付债券	-	7.05	-
中长期刚性债务合计	52.18	45.35	34.82
其中：长期借款	43.06	43.34	24.26
应付债券	9.12	2.00	8.06
融资租赁	-	-	2.51
综合融资成本（年化，%）	5.25	5.10	5.04

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理

2020-2022 年末，该公司刚性债务总额分别为 60.78 亿元、63.22 亿元和 51.70 亿元，随着债券和借款的到期偿付，2022 年末刚债规模下降。公司刚性债务以中长期为主，2022 年末中长期刚性债务合计 34.82 亿元，其中长期借款 24.26 亿元，因一年内到期转入流动负债而下降；应付债券 8.06 亿元，为“20 藏城发”和“22 藏城发”本金及利息；融资租赁 2.51 亿元；短期刚性债务 16.88 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

从融资渠道来看，该公司以间接融资为主，直接融资作为重要补充，2022 年末银行借款和应付债券占比分别为 79.57% 和 15.58%。2022 年末公司借款合计 41.14 亿元（本金 41.07 亿元，应付利息 0.06 亿元），其中信用借款 13.16 亿元，抵质押借款 27.92 亿元。

图表 19. 2022 年末公司借款类型构成（单位：亿元）

科目	类型	信用	抵押/质押	合计
一年内到期的长期借款		8.00	8.84	16.84
长期借款		5.16	19.07	24.23
合计		13.16	27.92	41.07

资料来源：西藏城投

图表 20. 公司 2022 年末刚性债务利率区间与期限结构（单位：亿元）

利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%~4%（不含 4%）	0.18	0.24	0.28	6.14	-
4%~5%（不含 5%）	8.03	4.00	2.00	-	6.10
5%~6%（不含 6%）	8.63	6.33	7.91	-	-
合计	16.84	10.57	10.19	6.14	6.10

资料来源：西藏城投

注：此处不含应付利息

3. 现金流量

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入现金率 (%)	148.95	75.59	119.82
业务现金收支净额 (亿元)	8.38	-1.35	11.09
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.64	-1.30	-0.85
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	7.75	-2.65	10.24
EBITDA (亿元)	3.25	4.09	4.20
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.05	0.07	0.07
EBITDA/全部利息支出 (倍)	1.28	1.21	1.26

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

因房地产业务销售资金回笼和结转收入不同步，该公司营业收入现金率呈现大幅波动状态，2020-2022年营业收入现金率分别为148.95%、75.59%和119.82%，2021年因结转金额远大于当年销售金额，致营业收入现金率大幅下降，2022年销售金额增加，营业收入现金率回升。同期，公司业务现金收支净额分别为8.38亿元、-1.35亿元和11.09亿元，2020年公司房地产业务销售资金回笼规模较大，业务现金收支呈净流入，2021年项目销售规模有所下降同时开工多个项目致现金支出增加，业务现金收支呈净流出，2022年余山和园和海宸尊域（三期）的销售使得资金回笼大幅增加，业务受收支呈净流入。其他因素现金收支金额较小，对经营性现金流影响较小。主要受业务现金流影响，2020-2022年公司经营活动现金流净额分别为7.75亿元、-2.65亿元和10.24亿元。

2020-2022年，该公司EBITDA分别为3.25亿元、4.09亿元和4.20亿元，其中利润总额和列入财务费用中的利息支出占比较大，2022年末两者占比分别为36.41%和42.95%。由于前期向三四线城市布局商品房项目，近年来刚性债务规模较大，EBITDA对刚性债务及利息支出的覆盖程度低，2022年对刚性债务及利息支出的覆盖倍数分别为0.07倍和1.26倍。

图表 22. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年
回收投资与投资支付净流入额	0.07	0.03	0.13
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-2.46	-0.27	-0.94
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.90	-	-
投资环节产生的现金流量净额	-1.49	-0.24	-0.81

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

该公司投资性现金流规模不大，近年来主要是静安荟奥莱公园的项目建设，2020-2022年投资环节产生的现金流量净额分别为-1.49亿元、-0.24亿元和-0.81亿元。

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年
权益类净融资额	-0.12	-0.08	-0.08
其中：现金股利	-0.12	-0.08	-0.08
债务类净融资额	-7.84	-0.69	-12.24
其中：现金利息	-3.55	-3.13	-3.39
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-1.01	-0.80	-
筹资环节产生的现金流量净额	-8.98	-1.57	-12.32

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

2020-2022 年，该公司筹资环节产生的现金流量净流出额分别为 8.98 亿元、1.57 亿元和 12.32 亿元，受债务类融资影响比较大，2021 年公司债务规模增幅不大，现金流受利息支出影响呈小额净流出；2022 年主要因偿还到期的长期借款、债券和利息，筹资性现金流呈较大额净流出。

4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末
流动资产（在总资产中占比%）	122.63	121.76	103.95
	84.47	83.47	74.54%
其中：货币资金	12.91	8.54	5.83
其他应收款	2.90	0.65	0.81
存货	102.79	109.93	93.37
其他流动资产	3.18	2.12	3.69
非流动资产（在总资产中占比%）	22.55	24.11	35.50
	15.53	16.53	25.46%
其中：投资性房地产	0.66	0.61	1.64
固定资产	14.25	14.01	24.20
在建工程	0.72	0.80	0.90
无形资产	2.35	2.28	2.21
其他非流动资产	-	1.82	1.86
长期股权投资	1.83	1.64	1.73
其中：所持上海闸北小额贷款股份有限公司股权	0.48	0.48	0.47
所持国能矿业股权	1.25	1.11	1.21
受限资产	75.52	73.38	73.11
受限资产账面金额/总资产 (%)	52.01	50.30	52.43

资料来源：根据西藏城投所提供的数据整理。

该公司资产以流动资产为主，2022 年末，公司资产总额为 139.45 亿元，其中流动资产为 103.95 亿元，占比为 74.54%。公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产。2022 年末公司货币资金主要因偿还到期债务较上年末减少 2.71 亿元至 5.83 亿元。其他应收款 0.81 亿元，主要因备用金、保证金及押金的增加而较上年末略有增加。作为房地产开发企业，公司存货规模大，2022 年末为 93.37 亿元，占资产总额的比例为 66.96%，其中开发成本和开发产品分别为 51.04 亿元（年末为 49.82 亿元）和 42.15 亿元（年末为 59.07 亿元），2022 年末随着项目结转，开发产品规模减少。其他流动资产 3.69 亿元，主要为预交及待抵扣税金。

2022 年末该公司非流动资产为 35.50 亿元，较上年末增加 11.38 亿元，主要包括固定资产和无形资产。2022 年末固定资产 24.20 亿元，较上年末增加 10.19 亿元，主要是陕西西安静安荟生活奥莱项目完工转入；长期股权投资 1.73 亿元，包括公司参股的合营、联营企业，其中上海闸北小额贷款股份有限公司每年均能实现稳定的收益，国能矿业 2022 年实现了扭亏为盈。

2022 年末，该公司受限资产账面价值合计 73.11 亿元，主要因融资抵押和保函而受限，受限资产比例为 52.43%，其中存货中受限金额为 48.43 亿元，占存货规模的 51.87%。

图表 25. 2022 年末公司受限资产明细（单位：亿元）

项目	账面价值	在科目中占比	受限原因
货币资金	0.30	5.20%	农民工工资保证金保函；人防车位监管户资金
存货	48.43	51.87%	抵押借款
固定资产	22.44	92.71%	抵押借款

项目	账面价值	在科目中占比	受限原因
无形资产	0.67	30.13%	抵押借款
投资性房地产	1.28	77.77%	抵押借款
受限资产合计	73.11	52.43%	

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末
流动比率（%）	215.63	191.60	154.10
速动比率（%）	34.44	17.99	15.54
现金比率（%）	22.70	13.44	8.65

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

作为房地产企业，该公司流动资产规模大，且刚性债务集中于长期，流动比率高。但是由于流动资产主要为存货，实际资产流动性较弱，2020-2022 年末速动比率分别为 34.44%、17.99% 和 15.54%。公司合并口径货币资金较为充足，可对即期债务的偿付提供一定的保障。

6. 表外事项

该公司为商品房承购人向银行申请按揭贷款提供阶段性保证担保。截至 2022 年末，银行按揭担保余额为 1.51 亿元，除此之外无其他对外担保事项。

根据审计报告所载，截至 2022 年末，该公司无未决诉讼事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

2020-2022 年末，该公司本部资产总额分别为 76.14 亿元、82.18 亿元和 85.11 亿元，以长期股权投资和其他应收款为主，主要是合并报表范围内的子公司股权和对其提供的资金支持。同时，本部承担着一定的融资职能，2020-2022 年末刚性债务总额分别为 21.07 亿元、24.38 亿元和 21.23 亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为 -0.21 亿元、-0.41 亿元和 -0.28 亿元。公司偿债资金主要来源于对子公司拆借款的回收。公司本部对下属子公司控制力很强，资金调配能力较强，能够为债务偿付提供一定保障。

外部支持

1. 股东支持

该公司是静安区重要的国有控股上市公司之一，可获得其他区属国有企业的融资担保、资金拆借等支持。截至 2022 年末，北方企业向公司提供的资金余额为 4.36 亿元。

2. 国有大型金融机构支持

截至 2022 年末，该公司获得的金融机构授信总额为 63.43 亿元，其中已使用 42.07 亿元，尚有 21.36 亿元未使用。

附带特定条款的债项跟踪分析

20 藏城发和 22 藏城发：外部担保

“20 藏城发”和“22 藏城发”均由大宁资产提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。大宁资产于 2020 年 7 月 17 日出具了正式担保函。

大宁资产产权结构清晰，静安区国资委是其唯一出资人和实际控制人。大宁资产建立了较健全的法人治理结构。内部管理方面已建立与现有经营活动相适应的管理体系和制度。

大宁资产是静安区中环南翼大宁板块的城市建设主体和综合运营商，目前核心业务在于区域中心商业综合体的开发运营。大宁资产收入主要来源于商业服务、旧区改造和网点经营业务。其中，商业服务业务以商业物业租赁为主，创现能力强，2022 年受外部环境影响，商业服务业务受到较大冲击，目前已恢复；旧区改造及网点经营业务规模将随着大宁资产列入旧改范围的存量房逐渐减少及对部分存量老旧房屋的陆续处置而逐步下降，但中短期内仍将为收入和毛利的重要构成。近年来，大宁资产毛利率维持在较高水平。2020-2022 年，其营业收入分别为 7.09 亿元、12.22 亿元和 5.24 亿元，主要来自商业服务、旧区改造和网点经营业务，同期综合毛利率分别为 66.77%、56.99% 和 70.36%，营业毛利分别为 4.74 亿元、6.97 亿元和 3.69 亿元。

大宁资产主业毛利率水平较高，但较大规模的期间费用对公司毛利形成侵蚀，利润实现对政府补贴及非经常性损益的依赖较大。主要因商办项目投入，公司累积了较大规模刚性债务，负债经营程度较高，但目前债务期限结构较为合理，资金成本相对低，公司自身经营获现基本可覆盖利息支出，同时项目投入已形成较高市场价值的优质物业资产，可对债务偿付形成一定保障。公司即期债务规模较小，现金类资产及较大规模的可用授信对即期偿付的保障程度高。

大宁资产提供的全额无条件不可撤销的连带责任担保进一步提高了上述债券到期偿付的安全性。

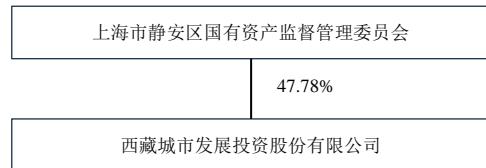
跟踪评级结论

该公司主要从事商品房开发业务，同时还涉及酒店管理和商场经营。公司业务规模较小，近三年房地产销售金额波动较大；公司在建和在售项目区域集中度较高，面临一定的区域市场风险。2022 年末，公司刚性债务规模有所收缩，资产负债率下降；公司债务期限结构较为合理，以中长期刚性债务为主，加之公司房地产开发主要采取滚动开发模式，资金回笼状况比较良好，可对债务偿付提供一定保障。

此外，我们还将持续关注：（1）房地产项目销售及资金回笼情况；（2）商业地产销售及运营情况；（3）国能矿业后续开发情况。

附录一：

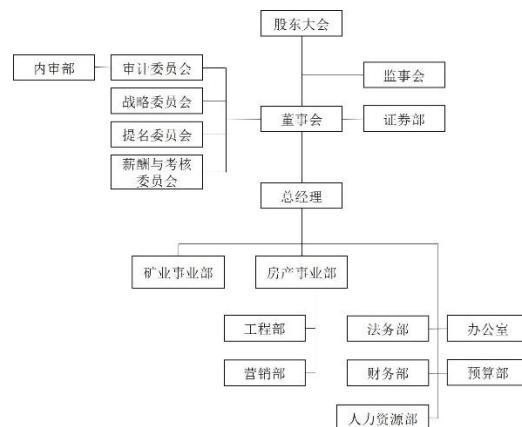
公司与实际控制人关系图



注：根据西藏城投提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据西藏城投提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录三：
相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例(%)	主营业务	2022年(末)主要财务数据(亿元)					
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA
西藏城市发展投资股份有限公司	西藏城投	本级/母公司	—	房地产	21.23	36.60	0.90	0.27	-0.28	1.80
上海北方城市发展投资有限公司	北方城投	核心子公司	直接 100	房地产	10.34	22.79	24.04	0.08	10.15	3.06
上海国投置业有限公司	国投置业	核心孙公司	间接 100	房地产	7.79	3.95	0.08	-0.03	-0.19	0.37
上海北方广富林置业有限公司	广富林置业	核心孙公司	间接 100	房地产	0.00	3.42	15.42	1.27	14.03	1.88
泉州上实置业有限公司	泉州上实	核心孙公司	间接 100	房地产	0.00	13.62	7.67	1.28	2.12	1.79
西安和润置业有限公司	和润置业	核心孙公司	间接 51	房地产	13.73	-2.08	0.43	-1.42	-1.51	-0.24
上海藏投酒店有限公司	藏投酒店	核心子公司	直接 100	酒店	4.44	5.14	0.54	0.13	0.36	0.48

注：根据西藏城投 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

发行人主要数据及指标

主要财务数据与指标(合并口径)	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额 [亿元]	145.18	145.87	139.45
货币资金 [亿元]	12.91	8.54	5.83
刚性债务[亿元]	60.78	63.22	51.70
所有者权益 [亿元]	35.82	36.71	36.93
营业收入[亿元]	18.64	25.14	24.56
净利润 [亿元]	1.06	1.11	0.48
EBITDA[亿元]	3.25	4.09	4.20
经营性现金净流入量[亿元]	7.75	-2.65	10.24
投资性现金净流入量[亿元]	-1.49	-0.24	-0.81
资产负债率[%]	75.33	74.84	73.52
权益资本与刚性债务比率[%]	58.93	58.05	71.44
流动比率[%]	215.63	191.60	154.10
现金比率[%]	22.70	13.44	8.65
利息保障倍数[倍]	0.99	1.00	1.00
担保比率[%]	-	23.08	4.09
营业周期[天]	2,963.79	2,204.94	2,205.55
毛利率[%]	34.05	29.81	31.46
营业利润率[%]	11.31	9.14	6.23
总资产报酬率[%]	1.78	2.32	2.34
净资产收益率[%]	3.02	3.07	1.30
净资产收益率*[%]	3.14	3.25	3.14
营业收入现金率[%]	148.95	75.59	119.82
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.22	-4.41	15.63
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.85	-2.65	8.90
EBITDA/利息支出[倍]	1.28	1.21	1.26
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.07	0.07

注：表中数据依据西藏城投经审计的 2020-2022 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

大宁资产主要数据及指标

主要财务数据与指标(合并口径)	2020 年	2021 年	2022 年
资产总额[亿元]	244.30	255.58	262.49
货币资金[亿元]	26.22	20.41	34.86
刚性债务[亿元]	147.47	155.11	150.12
所有者权益[亿元]	86.27	92.89	90.09
营业收入[亿元]	7.09	12.22	5.24
净利润[亿元]	0.14	0.56	-1.73
EBITDA[亿元]	6.41	7.94	5.47
经营性现金净流入量[亿元]	0.37	8.70	-2.51
投资性现金净流入量[亿元]	-33.40	-13.23	15.39
资产负债率[%]	64.69	63.66	65.68
长短期债务比[%]	835.71	404.15	201.42
权益资本与刚性债务比率[%]	58.50	59.88	60.01
流动比率[%]	473.13	251.44	153.09
速动比率[%]	383.38	202.36	111.72
现金比率[%]	155.24	115.77	62.52
短期刚性债务现金覆盖率[%]	461.69	178.06	114.14
利息保障倍数[倍]	0.99	1.14	0.79
有形净值债务率[%]	192.35	182.86	199.30
担保比率[%]	-	2.15	8.88
毛利率[%]	66.77	56.99	70.36
营业利润率[%]	6.09	7.95	-21.70
总资产报酬率[%]	2.73	2.94	1.78
净资产收益率[%]	0.17	0.62	-1.89
净资产收益率*[%]	0.58	0.71	-2.16
营业收入现金率[%]	107.54	100.53	125.25
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.80	35.41	-5.62
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	0.31	5.75	-1.65
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-251.47	-18.42	28.80
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-27.72	-2.99	8.44
EBITDA/利息支出[倍]	1.08	1.24	0.93
EBITDA/刚性债务[倍]	0.05	0.05	0.04

注：表中数据依据大宁资产经审计的 2020-2022 年财务数据整理、计算。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计)×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%

指标名称	计算公式
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务
 EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	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，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告(公告)链接
主体评级	历史首次评级	2015年6月9日	AA/稳定	余海微、欧莲珠	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 通用版评级模型(参见注册文件)	报告链接
	首次评级	2022年7月14日	AA/稳定	吴晓丽、吴凡	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(房地产开发) MX-GS020 (2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA/稳定	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法总论(2022) 工商企业评级方法与模型(房地产开发) FM-GS020 (2022.12)	-
债项评级 (20藏城发)	历史首次评级	2020年7月24日	AA ⁺	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(房地产开发) MX-GS020 (2019.8)	报告链接
	首次评级	2022年6月21日	AA ⁺	吴晓丽、吴凡	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(房地产开发) MX-GS020 (2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA ⁺	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法与模型(房地产开发) FM-GS020 (2022.12)	-
债项评级 (22藏城发)	历史首次评级	2022年7月14日	AA ⁺	吴晓丽、吴凡	新世纪评级方法总论(2012) 工商企业评级方法概论(2014) 工商企业评级模型(房地产开发) MX-GS020 (2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月26日	AA ⁺	吴晓丽、杨亿	新世纪评级方法与模型(房地产开发) FM-GS020 (2022.12)	-

注1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。