

西藏城市发展投资股份有限公司

2015 年公司债券

# 跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100229】

**评级对象:** 西藏城市发展投资股份有限公司 2015 年公司债券

15 藏城投

主体/展望/债项/评级时间

**本次跟踪:** AA/稳定/AA/2018 年 6 月 20 日

**前次跟踪:** AA/稳定/AA/2017 年 5 月 16 日

**首次评级:** AA/稳定/AA/2015 年 6 月 9 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	8.53	1.81	7.06	8.69
刚性债务	31.87	30.91	31.49	30.66
所有者权益	28.54	28.67	35.15	35.08
经营性现金净流入量	-11.71	4.52	2.68	2.95
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	110.65	92.71	110.63	117.80
总负债	84.83	65.47	78.50	85.46
刚性债务	55.16	53.84	63.05	70.83
所有者权益	25.82	27.25	32.13	32.34
营业收入	7.62	27.51	9.65	3.17
净利润	0.57	0.62	0.73	0.21
经营性现金净流入量	11.98	-0.79	1.83	-3.85
EBITDA	1.70	1.81	2.02	—
资产负债率[%]	76.66	70.61	70.96	72.55
权益资本与刚性债务 比率[%]	46.81	50.61	50.95	45.66
流动比率[%]	237.70	246.02	298.29	340.70
现金比率[%]	50.22	43.26	59.27	72.42
利息保障倍数[倍]	0.44	0.63	0.63	—
净资产收益率[%]	2.28	2.32	2.46	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	22.86	-2.00	5.40	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	12.29	-13.16	11.85	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.47	0.67	0.71	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03	—

注: 根据西藏城投经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

### 分析师

吴迪妮 wdn@shxsj.com

刘云 liuyun@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对西藏城市发展投资股份有限公司(简称“西藏城投”、发行人、该公司或公司)及其发行的 15 藏城投的跟踪评级反映了 2017 年以来西藏城投在股东支持、保障房业务、酒店业务及融资渠道等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在宏观调控、去化压力、债务偿付及营运资金等方面面临的压力增大。

#### 主要优势:

- **股东支持。**西藏城投实际控制人为上海市静安区国资委,能得到静安区国资委及相关关联方的资金支持。
- **保障房业务较稳定。**西藏城投作为静安区重要的旧城改造开发主体,保障房业务来源较稳定,且盈利空间有保证。
- **新增酒店业务。**跟踪期内,西藏城投通过非公开发行股票的方式收购藏投酒店,未来可获得稳定的酒店业务收入,丰富公司盈利来源。
- **融资渠道较通畅。**西藏城投作为上市公司,可充分利用资本市场的融资便利,同时与多家银行形成战略合作关系,融资方式多样,融资渠道较畅通。

#### 主要风险:

- **房地产业务受宏观调控影响大。**房地产行业受宏观经济环境和国家调控政策影响较大。跟踪期内国内房地产市场分化加剧,商业地产市场竞争激烈。
- **市场地位有限,商品房项目集中于三四线城市,去化及经营压力加大。**西藏城投房地产业务综合开发实力及市场地位有限,待开发项目多集中于三、四线城市,去库存压力加剧。加上地产项目的开发及销售存在周期性,公司经营

营业绩波动较大。

- **债务偿付压力加大。**近年来，西藏城投房地产主业扩张速度加快，债务规模持续扩大，目前已累积了较大规模的刚性债务，债务偿付压力加大。
- **营运资金持续承压。**西藏城投在开发及待开发项目较多，面临较大的投融资压力，且主业经营活动现金回笼能力一般，营运资金持续承压。

#### ➤ 未来展望

通过对西藏城投及其发行的 15 藏城投主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期公司债还本付息安全性很强，并维持本期公司债 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 西藏城市发展投资股份有限公司

### 2015 年公司债券

# 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 2015 年公司债券(简称“15 藏城投”)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 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度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。

该公司最新于 2015 年 10 月在上海证券交易所发行了 9 亿元公司债,期限为 5+2 年。公司 2015 年以来发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司 2015 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
15 藏城投	9.00	7 (5+2)	5.00	2015 年 10 月	正常

资料来源:西藏城投

本次公开发行公司债券的募集资金在扣除发行费用后,已全部用于偿还全资孙公司上海国投置业有限公司银行贷款,使用与约定一致。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落,增长前景依然向好,美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩,主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦,热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势,在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下,经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展,稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实,我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落,增长前景依然向好,美联

储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

## **(2) 行业因素**

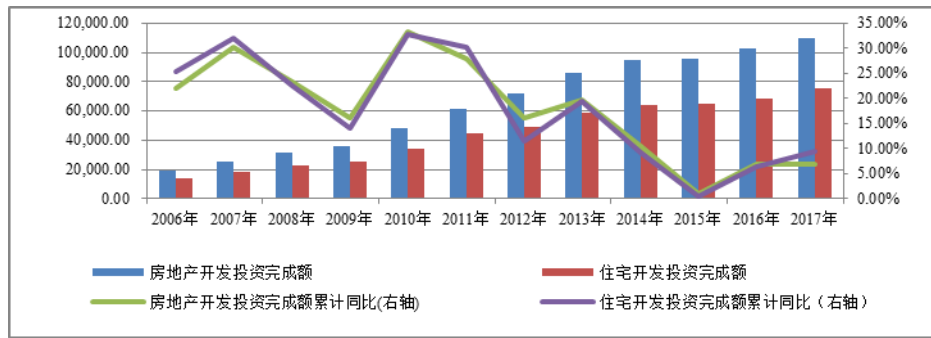
房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017 年以来，我国房地产市场调控深化，各地调控政策密集出台且不断升级，我国主要热点城市的住宅销售面积同比涨幅显著收窄，重点城市成交规模有所回落。在此背景下，房地产行业平均营业收入及净利润增速下滑，未来行业盈利能力提升承压。展望 2018 年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

### **A. 行业概况**

#### **a) 房地产开发行业**

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持强劲推动下，2000 年以来行业整体发展速度快。2004-2016 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元升至 10.26 万亿元；住宅年完成投资额从 0.88 万亿元升至 6.87 万亿元。2017 年度我国房地产行业完成投资额为 10.98 万亿元，较上年同期增长 7.00%；住宅年完成投资额为 7.51 万亿元，较上年同期增长 9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017 年度我国人口城镇化率为 58.52%，较上年提升了 1.17 个百分点，未来仍有较大的发展空间。

**图表 2. 2006-2017 年度房地产投资情况（单位：亿元）**

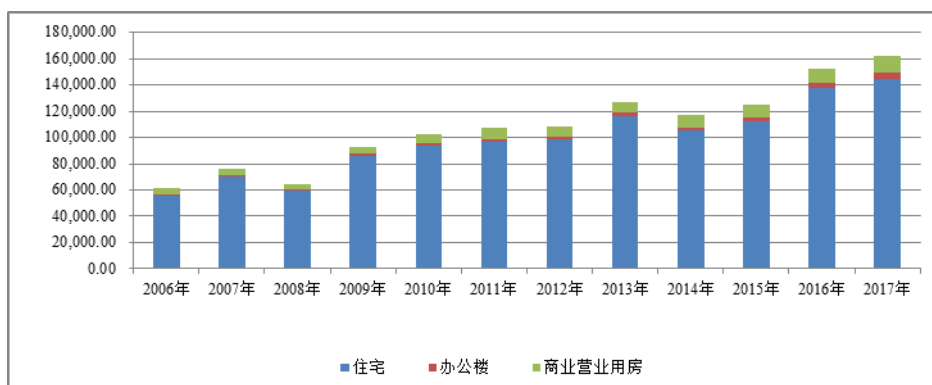


资料来源：Wind 资讯及国家统计局

近十余年内我国房地产市场发展迅速，但期间也经历了较大的起伏。出于平抑市场波动、保障市场理性发展的初衷，我国政府曾多次制定并实施相关政策以规范引导房地产市场。2005-2013 年，我国调控政策主要目标为抑制投机行为、增加保障性住房供给、控制房价快速上涨。2013 年，国务院出台“新国五条”严厉调控房价，由此造成的政策末班车效应导致市场一度强烈反弹。需求集中释放后，2014 年全国房地产成交量下滑明显。为提振楼市，自 2014 年 7 月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，包括调整公积金贷款、减免税收、调整首付比例、放松户籍政策、提供住房补贴等。而央行数次下调贷款基准利率，亦对楼市整体形成了有效支撑。

2016 年 9 月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热。2017 年我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，累计同比增长 7.70%，较上年同期涨幅收窄 14.80 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，累计同比增长 5.30%，较上年同期收窄 17.10 个百分点。根据 CREIS 中指数据的资料显示，2017 年度楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

**图表 3. 2006-2017 年度我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）**



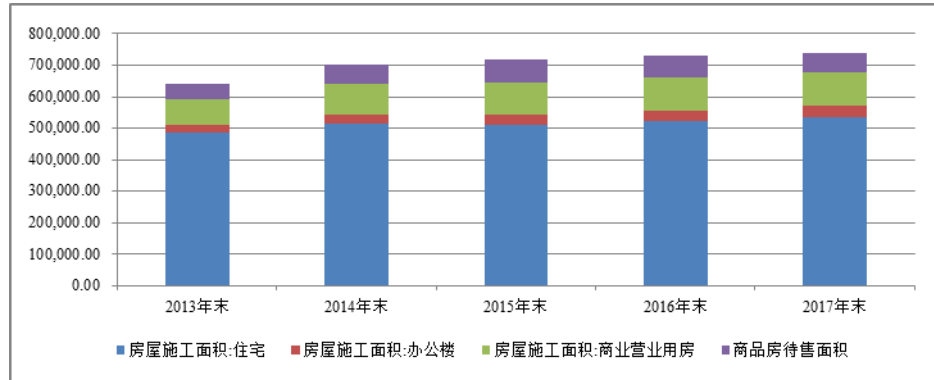
资料来源：Wind 资讯

虽然我国房地产开发投资完成额同比增速已于 2010 年进入下行通道，但由于 2010~2013 年行业投资增速尚高、需求增速总体放缓等因素，国内房地产市场库存<sup>1</sup>持续上行。2015 年开始，在行业投资增速放缓、商品房销售面积增

<sup>1</sup>包括待售商品房面积和住宅、办公楼、商业营业用房的施工面积。

速加快的作用下，库存量扩张速度明显放缓。截至 2017 年末，我国房地产市场库存为 73.66 亿平方米，较上年末基本持平；其中待售面积为 5.89 亿平方米，较上年末减少 15.27%，库存总体趋稳。

**图表 4. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米）**



资料来源：Wind 资讯

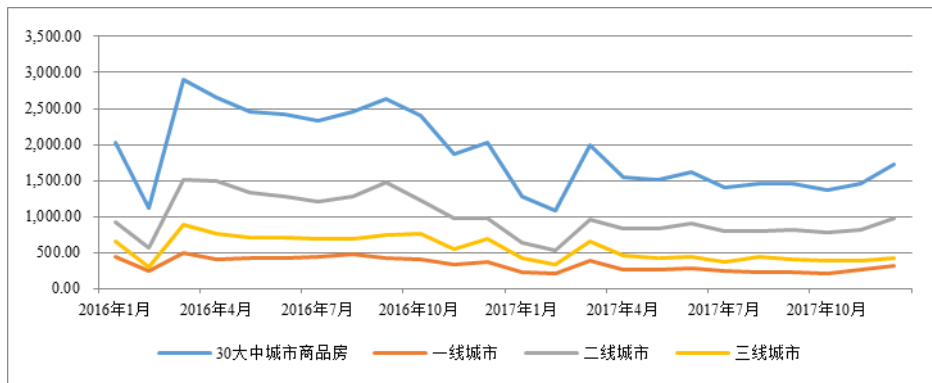
## B. 政策环境

在房地产行业快速发展的过程中，我国房地产市场出现波动并暴露出诸多问题，政府的宏观调控与管理伴随行业的发展始终没有放松。为化解房地产市场库存压力，中央政府自 2014 年下半年陆续出台降准、降息、调低首付比例及放松限购等政策，在此背景下我国房地产市场整体回暖。

2016 年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，楼市调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。以北京“930 新政”为标志，2016 年 22 个城市集中出台房地产市场调控政策，从限贷、限购、土地供应、市场监管等方面进行调节。2017 年度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。截至 2017 年末，全国已有超过 40 个城市实行“限售”措施。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。根据 CREIS 中指数据显示，截至 2017 年 9 月末，74 个地级以上城市和 32 个县市出台调控。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。



图表 5. 2016 年至 2017 年 10 月我国 30 大中城市商品房日均成交面积<sup>2</sup>



资料来源：Wind 资讯

2017 年 4 月，住房城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。

### C. 竞争格局/态势

房地产市场与国内宏观经济发展状况保持着一个长期的正相关关系，而人口数量及人口年龄结构会影响房地产市场所处的产业周期阶段及整体经营环境。房地产开发行业具有明显的周期波动特征，房地产开发行业整体的增长及盈利趋势受行业发展所属的周期阶段影响。房地产开发企业的营业成本主要集中于前期土地购买，后续开发阶段所需的建材原料、劳动力等成本占比相对较小。由于房地产开发周期较长，因此行业整体经营风险极易受土地价格变化的影响。房地产开发行业具有资本密集程度高、前期投入大等特征，因此普遍具有较大的债务融资需求。多样化的融资渠道有助于房地产开发企业开拓市场，承接不同类型的项目。尤其在金融环境收紧的情况下，大多数开发商无法从资本市场中获得帮助，而拥有其他融资渠道的企业具有更大的发展潜力。房地产开发企业融资渠道包括开发贷款、信托融资、债券融资等，较强的融资能力可以提高企业在行业下行期的抗风险能力。

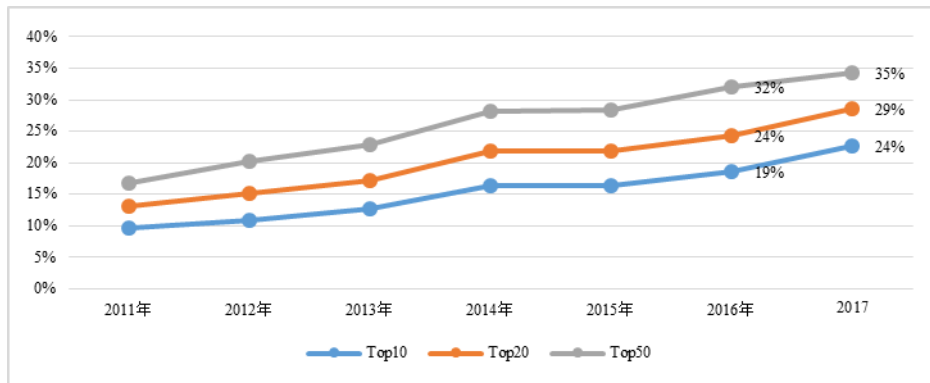
此外，我国房地产开发行业受政策调控影响巨大，政府政策作为一个外生变量，对行业内所有企业的生存环境影响巨大。2017 年房地产开发企业平均实现销售商品、提供劳务收到的现金 229.99 亿元，同比增长 20.71%，虽然保持增长，但是较 2015 和 2016 年增速明显下滑。自 2016 年 9 月末调控趋紧以

<sup>2</sup> 30 大中城市为：北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、南京、武汉、南昌、成都、青岛、苏州、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春、无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。其中杭州、南昌、武汉、哈尔滨、昆明、扬州、安庆、南宁、兰州、江阴 10 城市为商品房数据，其它城市为商品住宅数据。

来，房企销售热度降低。

房地产开发企业的规模不仅仅反映了其规模经济和抗风险能力的综合结果，也能在一定程度上反映企业竞争能力。房地产开发行业竞争程度日趋激烈，从长期看，行业集中度逐年提升，这种趋势有利于强化大规模房企的竞争能力。大型房地产开发企业在土地获取、融资能力、成本控制等方面具有显著优势，抗风险能力较强；而中小房地产开发企业自身实力有限，未来将面临较高的经营和财务风险。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2017年，Top10/Top20/Top50 该比值逐年提高。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，而中小房企或由于项目布局过于集中，或由于融资能力受限，未来面临更大的市场竞争压力和整合风险，预计未来行业集中度将进一步提升。

**图表 6. 规模房企市场占有率**



资料来源：CREIS 中指数据、新世纪评级整理

因产品无法在区域间流动，房地产开发行业无统一的全国性市场，区域性特征明显。房地产开发企业在主要开发区域的相对市场份额及全国市场份额是其竞争地位的重要因素。房地产开发企业所拥有项目的地理分散度和产品多样性亦有利于分散其风险，对于任何房地产开发商而言，地理位置分散化的项目组合一方面能提供外延式的扩张机会，以便于公司进一步提高市场份额，另一方面这也有助于降低单一区域内房地产市场景气下滑的风险。房地产开发项目不仅指住宅，也包括商业、零售、工业和其他专业用途物业的开发，不同的产品和价格定位更有可能分散单个项目的投资风险。

目前，房地产开发企业项目销售速度趋缓，营业收入及净利润增速大幅下滑；销售毛利率基本保持稳定，但从整体趋势来看，近年来土地价格快速上涨，人力成本亦有所上升，行业毛利率水平降面临下滑压力。短期看，行业仍有较大规模已销售未结算收入，短期业绩可获一定保障，但行业长期盈利能力提升承压。行业整体处于较高的财务杠杆水平；房地产行业各项融资政策收紧后，外部融资难度明显加大，随着偿债高峰来临，房企偿债压力风险升高。此外，行业销售资金回笼情况不理想，现金流缺口扩大。

图表 7. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
万科企业股份有限公司	2,428.97	34.10	11,653.47	83.98	0.95	372.08	823.23
绿地控股集团有限公司	2,901.74	14.34	8,494.44	88.51	0.35	138.90	549.88
华夏幸福基业股份有限公司	596.35	47.93	3,758.65	81.10	0.63	88.07	-162.28
重庆龙湖企业拓展有限公司	669.77	35.23	3,412.72	66.79	1.94	158.20	5.18
北京首都开发股份有限公司	366.78	32.72	2,404.63	80.59	0.45	36.14	-204.53
阳光城集团股份有限公司	331.63	25.08	2,132.50	85.66	0.27	22.28	88.19
金地(集团)股份有限公司	373.32	34.25	2,079.42	72.13	1.09	94.77	-69.89
金地(集团)股份有限公司	373.32	34.25	2,079.42	72.13	1.09	94.77	-69.89
泰禾集团股份有限公司	243.31	27.63	2,064.21	87.83	0.18	23.33	-125.53
新城控股集团股份有限公司	405.26	35.56	1,835.27	85.84	0.63	62.60	-104.85
金科地产集团股份有限公司	347.58	21.32	1,573.64	85.79	0.33	22.85	-84.86
光明房地产集团股份有限公司	208.11	20.49	541.54	79.92	0.49	19.88	16.79
新华联文化旅游发展股份有限公司	74.41	31.80	512.95	84.03	0.31	8.63	9.35
重庆市迪马实业股份有限公司	95.38	25.25	375.59	79.32	0.57	6.42	17.41
华远地产股份有限公司	99.04	28.03	343.53	77.46	0.47	11.52	6.84
中交地产股份有限公司	57.94	29.67	327.23	88.56	0.33	7.83	-36.14
格力地产股份有限公司	31.30	42.92	273.34	71.36	0.54	6.23	-21.02
广州珠江实业开发股份有限公司	42.40	37.28	136.44	71.64	0.57	5.26	7.76
西藏城市发展投资股份有限公司	9.65	30.55	110.63	70.96	0.61	0.73	1.83

资料来源：新世纪评级整理

#### D. 风险关注

##### ➤ 政策调控深化，楼市成交热度回落

2017 年起，调控政策由一二线热点城市向城市群扩围。根据中指数据显示，2017 年上半年，长三角、珠三角、京津冀三大城市群内部三四线城市联动中心城市出台收紧政策；下半年，三四线城市调控进一步扩围，集中在山东半岛城市群、海西城市群、安徽中部及中西部地区。加之近期多地限售政策加码，供需双限，各线城市整体成交面积回落。在地方政府对房地产销售节奏及价格持续干预的背景下，房企资金回笼速度及规模进一步承压。

##### ➤ 市场需求受限，房企资金回笼承压

2017 年我国房地产行业的金融监管及信贷政策进一步收紧：地方政府加强商品房价格管控；银监会严厉打击“首付贷”、“消费贷”；多家商业银行上调首套房贷款利率，房地产金融端持续收紧。此外，短期政策调控与长期住房制度建设相结合，一方面限售限购限贷政策持续加码抑制市场需求，一方面共有产权住房及长租公寓快速发展，促进购房需求向租房转化。在此背景下，有效购房需求显著受限，房企资金回笼承压。

##### ➤ 融资渠道收窄，房企资金链压力显著加大

自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。2016 年 10 月，上交所及深交所下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，对房地产企业公司债券发行审核试行分类监管；2017 年 2 月，中国基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，禁止私募资管产品通过明股实债、委托贷款等方式投资热点城市普通住宅项目；2017 年 12 月，中国银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，要求不得将信托资金违规投向房地产等限制或禁止领域，信托作为房地产融资的重要渠道面临收缩。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 年及 2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

### **(3) 区域市场因素**

**2017 年，上海市房地产市场投资增速有所放缓。随着调控政策趋严，商品住宅成交量同比下滑。**

上海作为全国的经济和金融中心，教育、医疗、就业岗位等资源优势显著，房地产市场需求量大，住房价格亦处于国内高水平。从年度数据看，政策调控等因素对上海市房地产市场景气度的影响很大，因此近年出现了较大波动。2017 年上海市房地产开发投资额为 3,856.53 亿元，同比增长 4.00%，增速较上年回落 2.90 个百分点；其中住宅开发投资额为 2,152.40 亿元，同比增长 9.50%。

为平抑楼市的过快发展，2016 年 3 月及 10 月，上海市住房和城乡建设管理委员会等部门下发了《关于进一步完善本市住房市场体系和保障体系促进房地产市场平稳健康发展若干意见的通知》以及《关于进一步加强本市房地产市场监管促进房地产市场平稳健康发展的意见》，旨在促进房地产市场平稳健康发展。2016 年 11 月，上海市住建委、人民银行上海分行、上海银监局联合印发《关于促进本市房地产市场平稳健康有序发展进一步完善差别化住房信贷政策的通知》，进一步收紧上海住房信贷政策。

2017 年以来，上海市继续加强房地产市场监管，房地产销售大幅回落。2017 年，上海市商品房销售面积为 1,691.60 万平方米，同比下降 37.50%，其中商品住宅销售面积为 1,341.62 万平方米，同比下降 33.60%。同期上海市商品房销售金额为 4,026.67 亿元，同比下降 39.90%，其中商品住宅销售金额为 3,336.09 亿元，同比下降 36.30%。

**图表 8. 上海房地产行业投资及开发销售情况表（单位：万平方米、亿元、%）**

	商品房 销售面积	同比增长	商品房 销售额	同比增长	房地产开发 投资额	同比增长
2014 年	2,084.66	-12.50	3,499.53	-10.50	3,206.48	13.70
2015 年	2,431.36	16.60	5,093.55	45.50	3,468.94	8.20
2016 年	2,705.69	11.30	6,695.85	31.50	3,709.03	6.90
2017 年	1,691.60	-37.50	4,026.67	-39.90	3,856.53	4.00

资料来源：上海市 2014-2017 年国民经济和社会发展统计公报

短期内，上海市房地产市场需求将受到明显限制。但从长期来看，上海“两个中心”和国际化大都市的建设将会强化上海在全国经济中心的地位，从而有利于吸引人才和资金，进一步加快城市化进程，也为本地房地产行业提供了良好的发展环境。

## 2. 业务运营

该公司主营业务为房地产开发，一方面从事静安区重点旧区改造、被拆迁居民的动迁安置房建设任务，另一方面从事商品房的开发与销售。由于房地产项目开发与结转存在显著周期性，公司每年经营业绩波动明显，且盈利能力偏弱。

该公司的主营业务是房地产开发，一方面承担了静安区重点工程、重点旧区改造、被拆迁居民的动迁安置房建设的任务，另一方面从事普通商品住宅的开发与销售。2017 年，公司房地产销售业务实现营业收入 8.91 亿元，较上年大幅减少 67.32%，主要是因为和源馨苑结转减少。

**图表 9. 公司主业基本情况**

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	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

2017 年该公司合并报表范围新增上海藏投酒店有限公司（简称“藏投酒店”），系非公开发行股票购买资产获得<sup>3</sup>。公司原酒店业务运营主体为上海北方智选假日酒店（简称“假日酒店”），其位于中兴路 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 平方米，目前共有 472 间房间，包括 44 间套房；每间房价在 300-500 元/天。

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，入住率不断提高。2017 年该公司客房餐饮业务实现收入 0.46 亿元，毛利率 96.12%。在区政府的支持下，北广场区域将进一步完善其商业环境，假日酒店的周边商务环境有望得到改善。

该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

<sup>3</sup> 公司向静安区国资委发行股份 73,556,050 股，交易对价为 94,960.86 万元。

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。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 10. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	7.62	27.51	9.65	3.17	2.17
其中：核心业务营业收入（亿元）	7.41	27.28	9.38	3.06	2.00
在营业收入中所占比重（%）	97.36	99.16	97.20	96.52	92.32
其中：（1）和源馨苑	4.05	23.21	2.66	0.003	0.004
在核心业务收入中所占比重（%）	54.65	85.10	28.37	0.09	0.18
（2）和源名城二期	1.49	-0.09	0.04	0.05	0.06
在核心业务收入中所占比重（%）	20.10	-0.32	0.38	1.51	2.83
（3）佘山和园	--	2.71	4.87	0.55	1.61
在核心业务收入中所占比重（%）	--	9.93	51.91	17.97	80.50
（3）海宸尊域一期	--	--	--	2.39	--
在核心业务收入中所占比重（%）	--	--	--	77.98	--
毛利率（%）	24.21	11.89	30.55	36.50	27.93
其中：和源鑫苑 <sup>4</sup> （%）	11.87	10.11	10.81	-6.00	1.00
和源名城二期 <sup>5</sup> （%）	40.41	-150.32	43.87	25.84	26.79
佘山和园（%）	--	8.01	20.34	29.32	16.01
海宸尊域一期（%）	--	--	--	34.13	--

资料来源：西藏城投

该公司房地产业务涵盖商品房和保障房开发，2017 年公司实现合同销售面积 11.36 万平方米，实现合同销售收入 15.74 亿元。由于房地产开发及结转存在周期性，且公司房产项目数量较少，经营业绩呈现较大波动。

图表 11. 公司近三年房地产业务销售情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
合同销售面积（万平方米）	4.36	3.10	11.36	0.93
合同销售收入（亿元）	11.11	7.03	15.74	1.62
结转收入（亿元）	7.42	27.28	9.38	3.06
销售回笼资金（亿元）	9.49	7.55	13.75	3.96

注：根据西藏城投提供的数据绘制

#### A. 商品房

该公司普通商品房项目主要采取滚动开发模式，前些年开发项目销售情况较好，资金回笼较为及时。2017 年公司主要在开发项目为佘山和园项目及泉

<sup>4</sup> 和源馨苑 2018 年一季度毛利率为负，主要是因为当年车位亏本销售。

<sup>5</sup> 和源名城二期 2016 年收入和毛利率为负，原因是和源名城二期项目在前期根据建交委移交通知单确认营业税收入，2016 年“营改增”政策实施后，需开具增值税发票所造成的的收入差异。

州项目，佘山和园为公司开发的低密度住宅项目，由子公司上海北方广富林置业有限公司负责开发，其中佘山和园项目总投资额为 42.23 亿元，分两期建设（投资分别为 12.49 亿元和 29.74 亿元），一期项目于 2014 年建设完工；二期项目于 2017 年初开工建设，预计于 2018 年下半年进入预售阶段。截至 2017 年末佘山和园项目累计预售面积为 2.27 万平方米，可供出售面积为 10.65 万平方米，2017 年平均销售价格为 4.28 万元/平方米。

该公司泉州项目由子公司泉州市上实置业有限公司分 C-3-1、C-3-2 和 B-1 三个地块开发销售，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 60 万平方米。目前在建的 C-3-1 地块（计划分两期建设）总建筑面积为 44.03 万平方米，计划总投资约为 29.40 亿元，其开发资金主要通过公司于 2014 年发行的非公开股权融资计划获得。C-3-1 地块一期总投资 15.00 亿元，一期项目已于 2016 年 7 月展开预售，截至 2018 年 3 月累计认购 904 套，成交面积为 12.06 万平方米，销售金额 14.39 亿元，累计回款 11.69 亿元，剩余可供出售面积 0.63 万平方米。C-3-1 地块一期项目 2016 年 7 月首次开盘价约 8,500 元/平方米，目前销售均价为 1.19 万/平方米，整体去化速度尚可。C-3-1 二期项目已于 2018 年初开工建设，总投资 14.40 亿元，建设业态包括住宅、商业、办公、酒店及其他。其中住宅建筑面积 10.82 万平方米，预计 2019 年上半年可达到预售要求。

静安国际万国荟公园项目由子公司陕西世贸新都建设开发有限公司负责，总投资 12.85 亿元，总建筑面积 16.59 万平方米，包括国际奥特莱斯及酒店。其中国际奥特莱斯总建筑面积 10.78 万平方米，于 2017 年 4 月开工建设，目前已基本建成，处于内部装修中，预计于 2018 年 9 月对外开放。酒店部分总建筑面积 5.81 万平方米，尚未开工建设。

截至 2017 年末，该公司在建项目 4 个，总投资 70.49 亿元，已累计投入 44.91 亿元，尚需投入规模较大，公司面临一定的资金平衡压力。

**图表 12. 截至 2017 年末公司在建房地产项目情况（单位：亿元、平方米）**

项目名称	业态	计划投资规模	累计投资规模	总建筑面积	投资计划			开工时间	预计竣工时间
					2018 年	2019 年	2020 年		
静安国际万国荟公园	商业	8.95	3.99	165,887	4.96	-	-	2016.10	2018
海宸尊域一期	住宅	15.00	10.07	217,390.57	4.93	-	-	2015.4	2018.7
佘山和园二期	住宅	29.74	22.53	284,183	5.11	2.10	-	2011.8	2019
桥东商办楼项目	商办	16.80	8.32	79,643.45	2.20	0.80	0.10	2009.9	2018.12
<b>合计</b>	-	<b>70.49</b>	<b>44.91</b>	<b>747,104.02</b>	<b>17.20</b>	<b>2.90</b>	<b>0.10</b>	-	-

资料来源：西藏城投

从土地储备看，截至 2017 年末该公司拥有 10 块总计 58.27 万平方米的项目用地。其中泉州项目 C-3-1 地块二期、C-3-2 地块和 B-1 地块合计待开发土地面积为 10.12 万平方米，占总土地储备的 17.37%。C-3-2 项目用地面积 4.04 万平方米，规划计容建筑面积 18.16 万平方米，项目规划由 2 栋超高层商住楼、配套商品裙房和地下室组成，预计总投资 17.01 亿元；B-1 地块用地面积 2.89

万平方米，尚未确定开发计划。另外 7 块土地位于陕西省西咸新区，合计待开发土地面积为 48.15 万平方米，占总土地储备的 82.63%，其中 2 块属于商业用地，5 块属于住宅用地，公司尚未制定明确的开发计划。

**图表 13. 公司主要房地产项目储备情况（单位：平方米，亿元）**

土地证编号	待开发土地面积	规划计容建筑面积	土地出让金
西咸新区泾阳县永乐镇庞家村 <sup>6</sup>	138,007.2	273,128.36	0.21
西咸新区泾阳县崇文镇虎杨村、崇文村	57,247	114,494	0.60
西咸新区泾阳县崇文镇蔡壕村、虎杨村	57,891	69,469.2	0.64
西咸新区泾阳县崇文镇蔡壕村、虎杨村	57,975	69,570	0.64
西咸新区泾阳县崇文镇蔡壕村、虎杨村	59,301	71,161.2	0.65
西咸新区泾阳县崇文镇崇文村、蔡壕村	67,542	81,050.4	0.75
西咸新区泾阳县崇文镇崇文村、蔡壕村、虎杨村	43,554	52,264.8	0.48
泉州东海新区 C-3-1 地块二期	31,930	165,039.95	1.80
泉州东海新区 C-3-2 地块	40,361	181,624.5	2.35
泉州东海新区 B-1 地块	28,898	86,694	1.68
<b>合计</b>	<b>582,706.20</b>	<b>1,164,496.41</b>	<b>9.79</b>

资料来源：西藏城投

目前该公司主营业务收入实现地区主要集中在上海，现金流来源主要福建泉州项目的预售。但是由于三四线城市整体去库存压力仍较大，公司商品房销售业务面临去化速度慢所带来的销售压力，同时由于在建及拟建项目所需资金投入较多，公司营运资金持续承压。

## B. 保障性住房

该公司保障性住房的销售主要由静安区房屋管理部门统一分配和调剂，定向提供给需迁入该地块的动迁居民，销售款由闸北区房屋管理部门统一支付。截至目前，公司的保障房项目定价模式均为：销售价格=完全成本\*（1+5%~9%）。因保障房房价比商品房低，销售款的支付及时，因此，公司保障性住房建设具有风险低，收益稳定的特点。

**图表 14. 公司已售及在建的旧城改造及保障性住房项目（单位：亿元）**

项目名称	项目位置	开工时间	预计竣工时间	预计投资总额	已累计回笼资金	期末待回笼资金余额
桥东二期旧改项目	上海	2009 年	2018 年	52.00	30.19	24.41
标牌市场及周边棚户区改造项目	西安	2016 年	2018 年	37.00	0.00	49.00
彭浦十期 C 块二期	上海	2009 年	2014 年	8.57	10.20	1.11

资料来源：西藏城投

该公司在建的保障房项目主要为桥东二期旧改项目，预计投资总额为 52.00

<sup>6</sup> 此地块为工业用地，计划建设产业园。

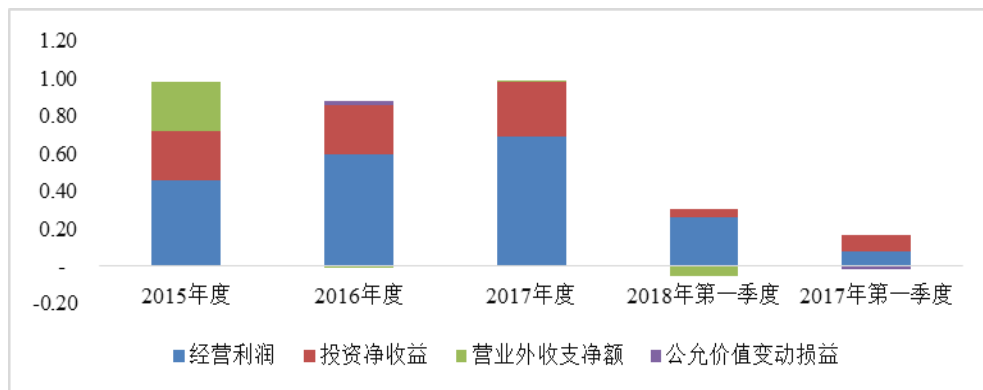


亿元，项目包括住宅和办公楼两部分。桥东二期保障性住房部分（和源馨苑）的投资总额为 28.80 亿元，已于 2014 年度竣工，目前已完成大部分的交房工作，截至 2017 年末已累计回笼资金 30.19 亿元。桥东二期商办楼总建筑面积约 7.96 万平方米，总投资 23.20 亿元，2016 年和 2017 年分别投入 0.57 亿元和 0.94 亿元，2018 年度预计建设资金需求约为 2.20 亿元。

另外，该公司于 2015 年完成对西安和润的收购，包括其持有的标牌市场及周边棚户区改造项目。项目总建筑面积 56.60 万平方米，其中商业、商品房住宅、安置房住宅、公寓和办公区域的建筑面积分别为 7.31 万平方米、17.75 万平方米、9.02 万平方米、2.79 万平方米和 6.87 万平方米。项目计划总投资 37.00 亿元，分为两期建设，其中安置房部分已于 2017 年底基本完工，商品房、商业及公寓和办公地块已完成土地整理，尚需完成招拍挂手续。

## (2) 盈利能力

图表 15. 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数据绘制。

该公司主业盈利能力弱，近三年经营利润分别为 0.45 亿元、0.59 亿元和 0.69 亿元。一方面是由于公司房地产业务规模体量较小，另一方面是由于保障房业务毛利率相对较低。此外，公司每年均可获得一定投资净收益，主要来自于理财产品收益、委托贷款收益和联营企业投资收益等。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	7.62	27.51	9.65	3.17	2.07
毛利（亿元）	1.84	3.27	2.95	1.16	0.58
期间费用率（%）	12.16	5.80	19.18	20.10	20.25
其中：财务费用率（%）	5.20	2.68	7.58	6.21	9.61
全年利息支出总额（亿元）	3.60	2.69	2.83	0.81	0.80
其中：资本化利息数额（亿元）	3.00	1.87	2.03	0.22	0.13

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

随着业务拓展，该公司期间费用持续增长，期间费用率先降后升。2015-2017

年公司期间费用率分别为 12.16%、5.80%和 19.18%。随着营运资金需求的增加，公司刚性债务规模持续扩大，期间费用主要以财务费用为主，2017 年公司财务费用为 0.73 亿元，较上年减少 0.61%。近年来公司管理费用持续增长，主要是职工薪酬和折旧费用增加。

**图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	0.26	0.27	0.29	0.04	0.08
营业外收入（亿元）	0.28	0.0005	0.01	0.003	-
公允价值变动损益（亿元）	-	0.02	-	-	-0.02

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

该公司非经营性的收益主要来自于投资净收益，近三年投资净收益额分别为 0.26 亿元、0.27 亿元和 0.29 亿元。其构成主要是参股企业发放的红利和委托贷款收益，参股企业包括上海农村商业银行和上海星舜置业有限公司，每年均能获得稳定的现金红利。同时，公司向参股公司西藏国能矿业发展有限公司（简称“国能矿业”）提供委托贷款，每年均能获得一定的委贷收益。

2015-2017 年，该公司实现净利润 0.57 亿元、0.62 亿元和 0.73 亿元，净利润率分别为 7.52%、2.24%和 7.58%。整体来看，公司盈利能力偏弱。

2018 年第一季度，该公司实现营业收入 3.17 亿元，较上年同期增长 52.91%，主要是泉州 C-3-1 地块一期房屋结转收入增加，同时对应的营业成本、营业税费均有显著增加。同期末，公司实现净利润 0.21 亿元，同比增长 90.17%。

### **(3) 运营规划/经营战略**

未来 3 年，该公司主要在建房地产项目包括佘山和园项目二期、上海桥东商办楼、西安西咸新区世贸之都，以及泉州项目剩余地块的开发。

此外，该公司还通过参股陕西国能新材料有限公司（简称“国能新材料”）开展石墨烯单壁碳纳米管杂化物制备项目和参股国能矿业开展盐湖资源开发。未来，公司将通过增资、委托贷款和资金拆借的形式继续对上述参股企业提供资金支持。

综合来看，房地产、矿业开发及新材料领域投资规模大，营运资金需求大，该公司未来面临较大的投融资压力。

## **管理**

**跟踪期内，由于非公开发行股票事宜，控股股东静安区国资委对该公司持股比例有所上升。公司组织结构保持稳定。**

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，持

股比例由 2017 年末的 43.62% 升至 2018 年 3 月末的 47.78%，对公司的控制力稳定。持股比例上升的原因是 2018 年 3 月 1 日公司定向增发的新增股份已完成股份登记手续，静安区国资委持股数由 2017 年末的 318,061,655 股升至 391,617,705 股。截至 2018 年 3 月末，静安区国资委持有股份未进行质押。公司产权状况详见附录一。

该公司经营管理独立，治理结构规范合理，能够独立运作。公司组织架构详见附录二。近年公司逐步健全和完善其内部管理和控制制度，以促进公司制度化、规范化运作，能较好地控制经营管理主要环节的风险。

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，2017 年公司向关联方采购商品及接受劳务金额合计为 366.86 万元，销售商品及提供劳务金额合计为 26.50 万元。关联租赁方面，公司作为出租方当年确认关联租赁收入 74.08 万元。资金往来方面，公司拆入资金合计 5.16 亿元，利率为基准利率，主要由上海北方企业（集团）有限公司（简称“北方企业”）和静安区国资委拆出；拆出资金为 0.12 亿元，主要是对国能新材料的资金拆借，利率为 4.75%。委托贷款方面，北方企业为公司提供 15.00 亿元委托借款，借款利率为基准利率上浮 5%；同时公司为参股公司国能矿业提供委托贷款 4.317 亿元。

跟踪期内，该公司无严重的不良行为记录。

**图表 18. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）**

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018.5.21	无法提供	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2018.6.10	无法提供	正常	不涉及	不涉及
诉讼	天眼查	2018.6.10	无法提供	无	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2018.6.10	无法提供	无	无	无
质量	企业	2018.6.10	无法提供	无	无	无
安全	企业	2018.6.10	无法提供	无	无	无

资料来源：根据西藏城投所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

## 财务

随着业务规模的扩大，该公司对流动资金的需求加大，债务规模持续扩张，2017 年得益于定增，公司资本实力提升，资产负债率略有下降，但仍处于较高水平。且未来三年，公司仍有较多在建及拟建项目，营运资金需求大，债务规模或将继续扩大。公司主业现金回笼能力尚可，可对债务偿付提供一定保障。

## 1. 数据与调整

立信会计师事务所有限公司对该公司的 2015 年至 2017 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。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，执行 2017 年财务部发布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》和《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》。

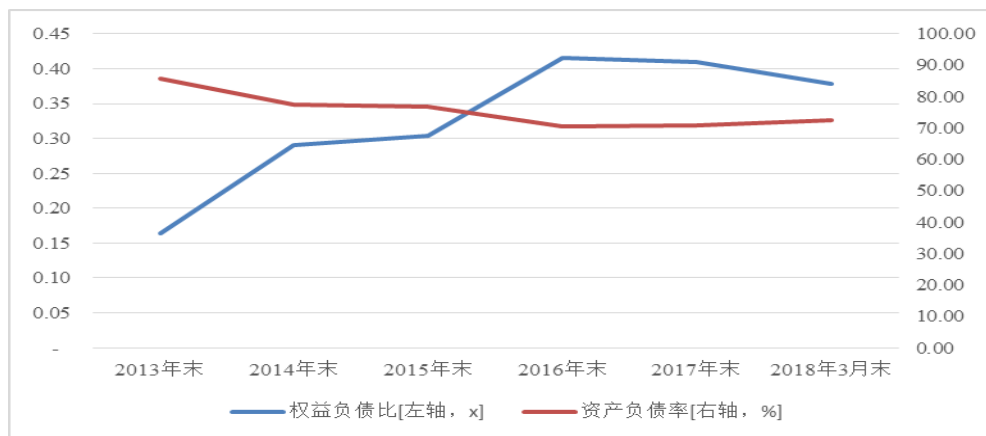
跟踪期内，该公司通过定增合并范围新增藏投酒店，合并时间为 2017 年 8 月。公司新增客房餐饮业务，2017 年该业务实现收入 0.46 亿元，毛利润为 0.28 亿元。另外，新设的陕西世贸馨城建设开发有限公司及陕西世贸铭城建设开发有限公司均为房地产项目公司，公司持股比例为 100%；新设的陕西世贸新都建设开发有限公司，由陕西国锂 100% 持股。

由于该公司其他应付款中包含关联方之间带息的资金拆借，故将其他应付款中相关资金拆借调整至刚性债务中，并调减其他应付款余额。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 19. 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。

该公司作为小型房地产企业，负债中预收账款规模较大，其波动显著影响公司负债规模，从而导致资产负债率变化。2015-2017 年末和 2018 年 3 月末公司资产负债率分别为 76.66%、70.61%、70.96% 和 72.55%。其中 2016 年末由于桥东二期（又名“和源馨苑”）项目预收账款大幅结转，负债总额减少，资产负债率显著降低。近年来公司加大对泉州和西安项目的开发，债务规模持续扩大；但是 2017 年公司完成定增，权益资本实力扩大，一定程度上可延缓财务杠杆的快速上升。

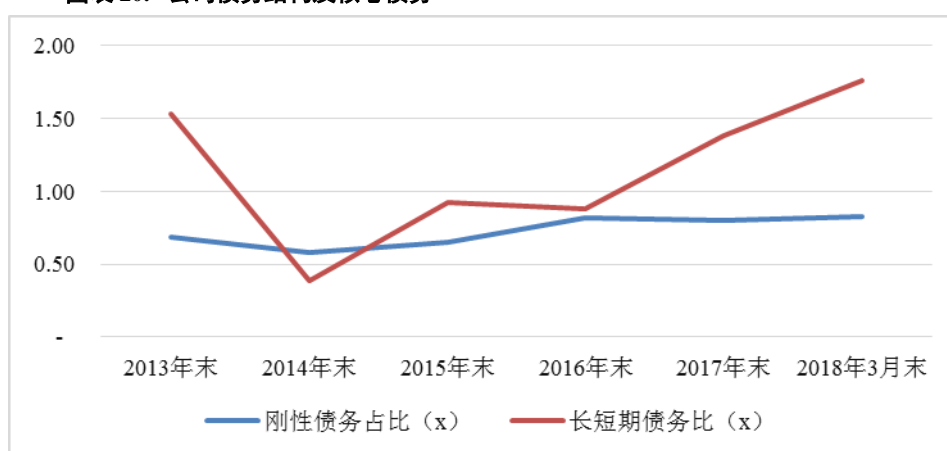
通过经营积累，近年来该公司未分配利润稳步提高，权益资本实力增长；2015~2017 年末及 2018 年 3 月末所有者权益分别为 25.82 亿元、27.25 亿元、

32.13 亿元和 32.34 亿元。2015~2016 年末，公司实收资本稳定维持在 7.29 亿元；2017 年末，公司非公开定向增发成功，募集资金总额 11.68 亿元，其中计入股本 0.90 亿元，计入资本公积 10.77 亿元，资本实力增强。另外，公司未分配利润占权益资本的比重高，2017 年末为 7.44 亿元，占比为 23.16%。公司每年均进行年度利润分配，2017 年公司计划向全体股东每 10 股派发现金红利 0.1 元，共计分配利润 0.08 亿元。

综合来看，该公司仍有较多的房地产投资开发计划，且未来多元化的经营模式对营运资金的需求大，公司财务杠杆水平或将进一步上升。

## (2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
刚性债务 (亿元)	52.55	48.48	55.16	53.84	63.05	70.83
应付账款 (亿元)	0.76	1.47	2.46	1.66	2.22	8.95
预收账款 (亿元)	2.03	15.51	20.97	2.38	9.92	9.96
其他应付款 (亿元)	19.92	17.04	5.16	6.34	2.58	2.26
刚性债务占比 (%)	68.95	57.68	65.03	82.24	80.32	82.87
应付账款占比 (%)	1.00	1.75	2.89	2.53	2.82	10.48
预收账款占比 (%)	2.66	18.46	24.72	3.63	12.64	11.66
其他应付款占比 (%)	26.13	20.27	6.08	9.69	3.28	2.65

资料来源：根据西藏城投所提供数据绘制。

作为房地产开发企业，该公司负债以刚性债务为主，且期限结构以中长期借款为主，与公司房地产主业和资产结构的匹配性较好。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末公司长短期债务比分别为 0.92、0.88、1.38 和 1.76。

同时，该公司负债构成中预收账款及其他应付款占比较大。由于每年在售房地产项目较少，公司预收账款波动大，其中 2014 年和 2015 年预收款项目规模大，主要为桥东二期旧改项目预收房款。此外，公司其他应付款以往来款及借款为主，2017 年末公司其他应付款余额为 12.55 亿元，其中与北方企业的借款本息为 4.83 亿元，与上海舜杰投资发展有限公司的借款本息为 1.94

亿元，利率为基准上调 20%-40%；与厦门达沃斯投资管理有限公司的借款本息为 1.61 亿元，与静安区国资委的借款本息为 1.60 亿元，利率为基准利率。

### (3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>6.48</b>	<b>25.07</b>	<b>1.47</b>	<b>13.18</b>	<b>7.57</b>	<b>6.74</b>
其中：短期借款	3.00	-	0.83	-	-	-
一年内到期的长期借款	3.38	24.97	0.46	13.00	7.40	6.40
应付短期债券	-	-	-	-	-	-
应付票据	-	-	-	-	-	-
其他短期刚性债务	0.10	0.10	0.18	0.18	0.17	0.34
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>46.07</b>	<b>23.42</b>	<b>53.70</b>	<b>40.66</b>	<b>55.48</b>	<b>64.09</b>
其中：长期借款	46.07	23.42	31.73	21.62	36.56	45.52
应付债券	-	-	8.93	8.94	8.95	8.95
其他中长期刚性债务	-	-	13.04	10.11	9.97	9.62
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>未提供</b>	<b>未提供</b>	<b>5.93</b>	<b>5.51</b>	<b>5.32</b>	<b>5.21</b>

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

该公司刚性债务规模逐年扩大，且以中长期为主。2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，刚性债务总额分别为 55.16 亿元、53.84 亿元、63.05 亿元和 70.83 亿元，其中短期刚性债务分别为 1.47 亿元、13.18 亿元、7.57 亿元和 6.74 亿元，中长期刚性债务分别为 53.70 亿元、40.66 亿元、55.48 亿元和 64.09 亿元。公司短期刚性债务中短期借款规模较小，主要是一年内到期的非流动负债。公司中长期刚性债务主要是长期借款、2015 年发行的公司债和其他应付款中的带息资金拆借。近年来随着业务规模的扩大，公司营运资金需求增加，长期借款规模逐年扩大。

该公司主要融资手段为间接融资，且借款期限以 1-2 年和 3-5 年期为主，利率集中于 5%-6% 之间。

图表 22. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构

综合融资成本或利率区间\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
4%~5%（不含 5%）	1.00	10.00	-	5.08	-
5%~6%（不含 6%）	5.61	8.11	3.00	12.13	0.99
6%~7%（不含 7%）	0.94	-	-	-	1.68
7%及以上	2.40	-	6.15	-	-
<b>合计</b>	<b>9.95</b>	<b>18.11</b>	<b>9.15</b>	<b>17.22</b>	<b>2.66</b>

资料来源：西藏城投

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 ~2018Q1
营业周期 (天)	6,695.43	3,619.63	4,913.27	1,054.07	3,559.79	3,404.70
营业收入现金率 (%)	85.87	216.35	124.67	27.44	200.49	184.16
业务现金收支净额 (亿元)	-0.06	18.42	3.58	-0.53	2.92	0.01
其他因素现金收支净额 (亿元)	-0.51	3.30	8.40	-0.26	-1.09	-0.75
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	-0.57	21.72	11.98	-0.79	1.83	-0.74
EBITDA (亿元)	1.95	2.06	1.70	1.81	2.02	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.04	0.04	0.03	0.03	0.03	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	0.40	0.41	0.47	0.67	0.71	-

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。

由于商品房项目布局于上海佘山、福建泉州和西安西咸新区等城市区域，加上部分项目业态为低密度住宅类项目，该公司存货整体去库存速度较慢，营业周期长；同时，由于房地产销售情况年差异化较大，加之收入确认的不同步，导致其营业收入现金率呈现大幅波动状态，2015-2017 年公司营业收入现金率分别为 124.67%、27.44% 和 200.49%。2017 年随着公司泉州项目进入大规模销售阶段，公司经营活动实现现金流量净额 1.83 亿元。

2015-2017 年，该公司 EBITDA 分别为 1.70 亿元、1.81 亿元和 2.02 亿元，其中利润总额、列入财务费用中的利息支出和固定资产折旧占比较大，2017 年末三者占比分别为 49.16%、39.57% 和 9.55%。近年来，由于向三四线城市布局商品房，公司每年维持较高的投融资规模，目前已累积较大的刚性债务规模，EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖程度欠佳。

#### (2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2017Q2 ~2018Q1
回收投资与投资支付净流入额	-2.16	-2.28	0.28	-7.73	7.47	0.26
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	-0.01	-	-0.01	-0.19	-0.09	-0.06
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-2.56	-0.22	-1.88	-1.17	-0.69	-0.10
投资环节产生的现金流量净额	-4.72	-2.50	-1.60	-9.10	6.70	-0.19

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的来源主要包括理财产品投资回收与支付、针对联营及合营企业的投资和分红，委托贷款形成的利息收益等。2017年，公司投资环节实现现金流量净额 6.70 亿元，主要是购买的理财产品投资到期收回。

由于参股公司国能矿业近年来加大对其所持盐湖资源的开发和利用，同时国能新材料的石墨烯项目尚处于中试阶段，二者未来均存在较大规模的投资需求，该公司仍会对二者提供委托贷款和资金拆借。

### (3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2017Q2 ~2018Q1
权益类净融资额	0.13	1.47	0.88	0	0.05	0.05
债务类净融资额	-1.09	-0.35	-12.35	-3.93	-0.77	4.89
其中：现金利息支出	-	-	3.27	3.34	2.74	2.96
筹资环节产生的现金流量净额	-0.96	1.12	-11.47	-3.93	-0.72	4.94

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

近年来，公司筹资活动以现金净流出为主，主要是偿还债务及利息，近三年分别为-11.47 亿元、-3.93 亿元和-0.72 亿元。由于公司在建的泉州项目及西咸新区项目后续投入仍较多，公司对流动资金的需求仍较大。

该公司银行借款以保证借款和委托贷款为主，项目抵质押情况较少，后续融资空间较大。

## 4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013年末	2014年末	2015年末	2016年末	2017年末	2018年3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	82.70	104.00	104.93	85.83	98.34	105.53
	93.19	95.90	94.83	92.58	88.90	89.59
其中：现金类资产（亿元）	2.63	22.97	22.17	15.09	19.54	22.43
其他应收款（亿元）	4.57	1.56	3.19	3.20	3.96	70.56
存货（亿元）	75.08	77.12	75.97	60.13	67.24	70.56
其他流动资产（亿元）	0.13	0.50	2.38	3.89	5.61	5.87
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	6.04	4.45	5.72	6.88	12.28	12.27
	6.81	4.10	5.17	7.42	11.10	10.41
其中：固定资产（亿元）	0.06	0.08	1.66	1.62	4.85	4.82
在建工程（亿元）	-	-	-	0.69	1.20	1.25
可供出售金融资产（亿元）	-	0.32	0.17	0.17	0.17	0.17
投资性房地产（亿元）	0.07	0.09	0.10	0.09	0.09	0.84
长期股权投资（亿元）	4.86	2.88	2.78	2.67	2.47	2.45
其中：所持上海闸北小额贷款股	0.23	0.23	0.24	0.24	0.36	0.36



主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
份有限公司股权 (亿元)						
所持国能矿业股权 (亿元)	2.32	2.24	2.16	2.09	1.84	1.83
其他非流动资产 (亿元)	-	-	-	-	1.11	1.11
<b>期末全部受限资产账面金额 (亿元)</b>	<b>73.87</b>	<b>43.03</b>	<b>36.08</b>	<b>9.03</b>	<b>8.59</b>	<b>4.47</b>
<b>期末抵质押融资余额 (亿元)</b>	<b>44.57</b>	<b>28.14</b>	<b>4.98</b>	<b>4.97</b>	<b>5.18</b>	<b>5.93</b>
<b>受限资产账面余额/总资产 (%)</b>	<b>83.24</b>	<b>39.68</b>	<b>32.61</b>	<b>9.74</b>	<b>7.76</b>	<b>3.79</b>

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理。

该公司资产以流动资产为主，近年来流动资产的比重在 90%左右。2017 年末，公司资产总额为 110.63 亿元，其中流动资产为 98.34 亿元，主要包括现金类资产、其他应收款、存货和其他流动资产。公司货币资金为 19.54 亿元，其中不可动用的货币资金为 254.54 万元，公司货币资金以银行存款为主；应收账款为 1.56 亿元，其中 1.44 亿元系向上海市静安区建设和交通委员会待收的和源名城二期和和源馨苑房款，0.08 亿元系向上海市闸北区苏河湾旧区改造专项指挥办公室待收的和源馨苑房款；同期末，公司其他应收款为 3.96 亿元，较上年末增长 23.84%，主要系和源馨苑项目应收政府相关部门资金占用费和动迁成本增加。作为房地产开发企业，公司存货规模为 67.24 亿元，占资产总额的比例为 60.78%，其中开发成本、开发产品和拟开发土地账面价值分别为 52.91 亿元、6.00 亿元和 8.12 亿元。2017 年末，公司合计对关联方国能矿业发放委托贷款 4.317 亿元，贷款利率 5.70%，其中 3.212 亿元将于 2018 年到期，列入其他流动资产中，剩余 1.105 亿元列入其他非流动资产中。此外，非流动资产中还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投资收益；国能矿业尚处于前期投入阶段，未实现盈利，导致长期股权投资缩小。

2018 年 3 月末，该公司非流动资产较年初变化不大。流动资产方面，存货较年初增长 4.93%至 70.56 亿元，货币资金较年初增加 2.89 亿元至 22.43 亿元，其中受限货币资金 249.08 万元。

2017 年末，该公司受限资产账面价值合计 8.59 亿元，其中货币资金中 0.02 亿元系孙公司陕西世贸之都建设开发有限公司农民工工资保证金保函，存货中 4.19 亿元、固定资产中 3.34 亿元、投资性房地产中 0.29 亿元、无形资产中 0.75 亿元均用于银行贷款抵押。

## 5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率 (%)	274.51	171.56	237.70	246.02	298.29	340.70
速动比率 (%)	25.21	44.34	65.58	73.61	93.86	110.44
现金比率 (%)	8.72	37.89	50.22	43.26	59.27	72.42

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，2015-2017 年末和 2018 年 3 月末速动比率分别为 65.58%、73.61%、93.86% 和 110.44%。公司合并口径货币资金较充足，可对即期债务的偿付提供一定的保障。

## 6. 表外事项

截至 2017 年末，该公司对外担保合计 2.90 亿元，其中 2.40 亿元系控股股东静安区国资委为公司借款提供质押担保，公司给予的反担保；另外 0.50 亿元系公司对国能矿业的连带责任保证担保。

此外，该公司存在一例诉讼案，为子公司上海北方城市发展投资有限公司（简称“北方城投”）与谢玉林就永盛苑楼盘的房屋买卖纠纷案，北方城投被判返还购房款 1789.70 万元，赔偿其不能履行合同损失及办理权证、装修等直接损失合计 7965.57 万元并支付利息，赔偿款已经由闸北区国资委偿付完毕。但事后谢玉林又就房屋使用收益（租金）损失问题起诉公司赔偿 3397.50 万元，此次诉讼申请被驳回。由于永盛苑楼盘为北方城投在借壳西藏雅砻上市资产重组前开发建设的项目，闸北区国资委承诺如因永盛苑房屋质量问题导致北方城投发生赔偿义务，由闸北区国资委承担。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

2015-2017 年末及 2018 年 3 月末，该公司本部资产总额分别为 6.30 亿元、6.25 亿元、7.32 亿元和 7.41 亿元，资产构成上以长期股权投资为主，主要是合并报表范围内的子公司。同时，本部承担着一定的融资职能，2015-2017 年末及 2018 年 3 月末刚性债务总额分别为 31.87 亿元、30.91 亿元、31.49 亿元和 30.66 亿元。本部 2015-2017 年营业收入分别为 0.11 亿元、0.24 亿元和 0.23 亿元，经营活动产生的现金流量净额分别为 -11.71 亿元、4.52 亿元和 2.68 亿元。本部承担融资职能，自身盈利能力弱，对债务的保障程度偏低。

## 外部支持因素

截至 2018 年 3 月末，该公司获得的金融机构授信总额<sup>7</sup>为 75.70 亿元，其中已使用 54.77 亿元，尚有 20.93 亿元未使用。

图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/ 增信措施
全部（亿元）	75.70	75.70	54.77	4.75%-7.36%	抵押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	25.50	25.50	12.55	4.75%-6.18%	抵押
其中：大型国有金融机构占比（%）	33.69	33.69	22.91	-	-

资料来源：根据西藏城投所提供数据整理（截至 2018 年 3 月末）。

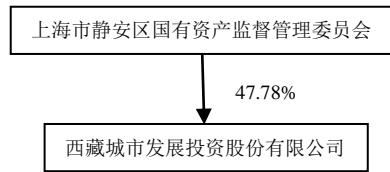
## 跟踪评级结论

综合来看，该公司作为静安区动迁房项目建设的重要主体，在项目开发和盈利能力上都能获得一定的支持和保障。随着公司业务逐渐向普通商品房发展，业务区域也由上海本地向其他三四线城市扩展，经营风险及管理压力也随之加大。作为小型房地产企业，公司盈利能力较弱，加之房地产企业受宏观经济政策的影响较大，未来公司盈利能力不确定性较多；且由于后续项目投入较大，公司对流动资金的需求加大，将面临较大的投融资压力。

<sup>7</sup> 此处授信总额不含公司债 9 亿元和委托贷款 15 亿元。

附录一：

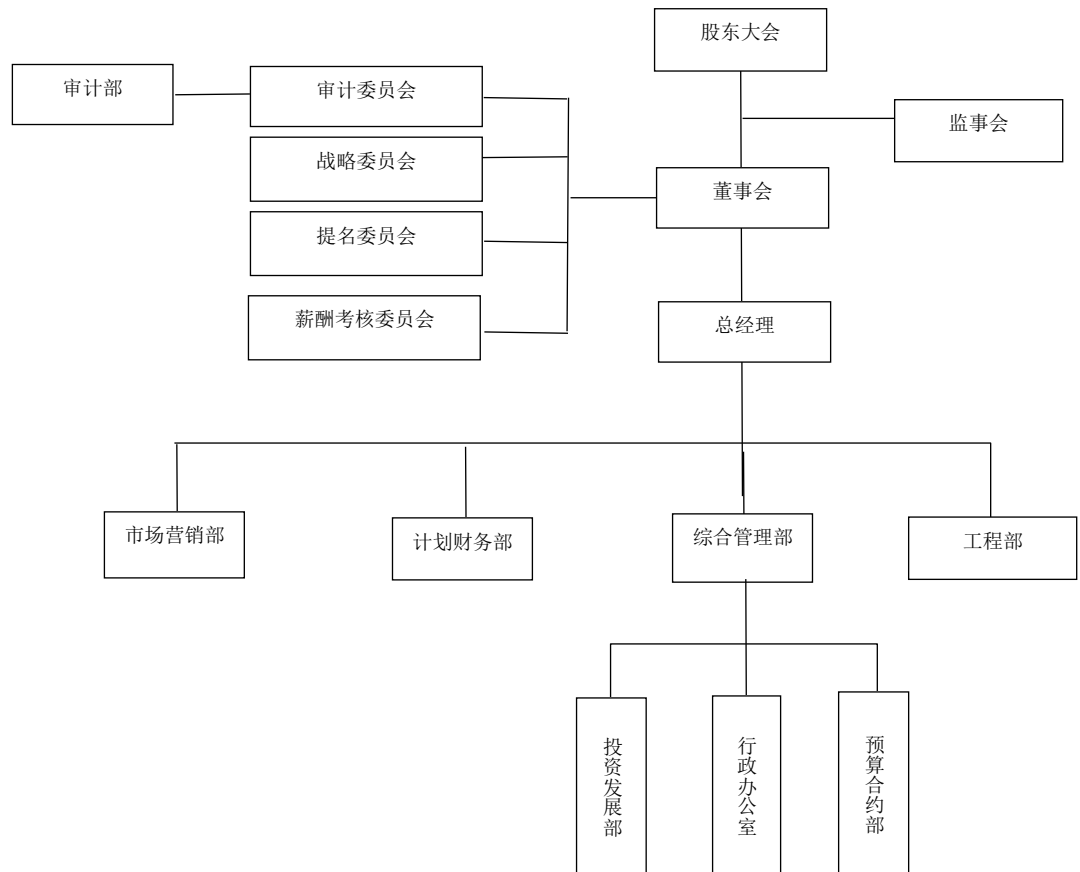
公司与实际控制人关系图



注：根据西藏城投提供的资料绘制（截至 2018 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 2018 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	2017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
<b>西藏城市发展投资股份有限公司</b>	<b>西藏城投</b>	<b>本级</b>	—	房地产	31.49	35.15	0.23	-0.19	2.68
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	9.68	4.68	3.11	0.03	5.91
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	9.68	11.30	4.32	0.87	4.91
上海北方广富林置业有限公司	广富林置业	核心子公司	直接 100	房地产	3.13	0.68	4.87	0.50	1.45
泉州上实置业有限公司	泉州上实	核心子公司	直接 100	房地产	0.00	4.97	0.00	-0.32	5.07
陕西国能锂业有限公司	国能锂业	核心子公司	直接 100	锂及锂产品	0.00	1.41	0.00	-0.12	-2.72
西安和润置业有限公司	和润置业	核心子公司	直接 49	房地产	5.00	-0.29	0.00	-0.06	-1.63
上海藏投酒店有限公司	藏投酒店	核心子公司	直接 100	酒店	3.75	4.57	0.46	0.04	0.11

注：根据西藏城投 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

**附录四：**
**主要数据及指标**

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	110.65	92.71	110.63	117.80
货币资金 [亿元]	22.17	8.07	19.54	22.43
刚性债务[亿元]	55.16	53.84	63.05	70.83
所有者权益 [亿元]	25.82	27.25	32.13	32.34
营业收入[亿元]	7.62	27.51	9.65	3.17
净利润 [亿元]	0.57	0.62	0.73	0.21
EBITDA[亿元]	1.70	1.81	2.02	—
经营性现金净流入量[亿元]	11.98	-0.79	1.83	-3.85
投资性现金净流入量[亿元]	-1.60	-9.10	6.70	-0.10
资产负债率[%]	76.66	70.61	70.96	72.55
权益资本与刚性债务比率[%]	46.81	50.61	50.95	45.66
流动比率[%]	237.70	246.02	298.29	340.70
现金比率[%]	50.22	43.26	59.27	72.42
利息保障倍数[倍]	0.44	0.63	0.63	—
担保比率[%]	23.62	20.19	9.03	—
营业周期[天]	4,913.27	1,054.07	3,559.79	3,404.70
毛利率[%]	24.21	11.89	30.55	36.50
营业利润率[%]	9.40	3.20	10.21	9.51
总资产报酬率[%]	1.45	1.66	1.76	—
净资产收益率[%]	2.28	2.32	2.46	—
净资产收益率*[%]	2.54	2.91	2.84	—
营业收入现金率[%]	124.67	27.44	200.49	105.91
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.86	-2.00	5.40	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	12.29	-13.16	11.85	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.47	0.67	0.71	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.03	0.03	—

注：表中数据依据西藏城投经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、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(%)=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%
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：**

**评级结果释义**

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

## 评级声明

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

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《房地产行业信用评级方法》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。