

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

主体信用等级： AA 级

15 藏城投信用等级： AA 级

评级时间： 2016 年 5 月 26 日



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.

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

概要

编号:【新世纪跟踪[2016]100148】

存续期间 15 藏城投存续期: 2015/10/15—2022/10/15

	本次	前次	首次
主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
15 藏城投	AA/稳定/AA 2016 年 5 月	AA/稳定/AA 2015 年 6 月	AA/稳定/AA 2015 年 6 月

主要财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	1.13	9.86	8.53	8.32
刚性债务	6.80	20.00	31.73	31.53
所有者权益	15.54	28.43	28.54	28.60
经营性现金净流入量	-2.94	-3.61	-11.71	1.14
发行人合并数据及指标:				
总资产	92.68	108.45	110.65	111.87
总负债	81.57	84.06	84.83	85.12
刚性债务	52.55	48.48	42.12	44.53
所有者权益	11.11	24.39	25.82	26.75
营业收入	6.77	10.49	7.62	3.29
净利润	0.37	0.50	0.57	0.10
经营性现金净流入量	-0.62	21.72	11.98	-1.58
EBITDA	1.60	2.06	1.70	—
资产负债率[%]	88.01	77.51	76.66	76.08
权益资本与刚性债务的比率[%]	21.15	50.30	61.30	60.08
流动比率[%]	249.79	171.56	237.70	252.69
现金比率[%]	7.41	37.89	50.22	51.34
利息保障倍数[倍]	0.32	0.40	0.44	—
净资产收益率[%]	3.07	2.80	2.28	—
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	-0.76	26.23	14.18	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-3.56	23.21	12.29	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.41	0.47	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.03	0.04	0.04	—

注: 根据西藏城投经审计的 2013~2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

欧莲珠 石月

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)6350134963504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsi.com
<http://www.shxsi.com>

跟踪评级观点

受房地产项目开发周期影响,2015 年西藏城投营业收入规模有所减少。公司在三、四线城市的开发项目较多,预计未来销售压力将进一步提升。但跟踪期内公司经营环节现金流状况尚好,且控股股东对其的支持力度亦较稳定,公司整体信用质量变化不大。

- 西藏城投实际控制人为闸北区国资委,能得到闸北区国资委及相关关联方的资金支持,可为公司债务提供良好的偿付补充保障。
- 西藏城投作为闸北区重要的保障房开发主体,业务稳定,且盈利空间有保证。
- 西藏城投作为上市公司,可充分利用资本市场的融资便利,融资方式多样,融资渠道畅通。
- 房地产行业属于周期行业,受宏观经济环境和国家调控政策影响较大,行业风险明显。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。
- 西藏城投未来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,公司经营业绩波动较大。
- 西藏城投在开发项目较多,营运资金持续承压,刚性债务规模较大,利息负担较重。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪评级对西藏城投公司债券的评级观点,并非引导投资者买卖或持有本债券的一种建议。报告中引用的资料主要由西藏城投提供,所引用资料的真实性由西藏城投负责。

跟踪评级报告

按照西藏城市发展投资股份有限公司（简称“西藏城投”、“该公司”或“公司”）2015年公司债券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2015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，得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可【2015】2032号文”核准，该公司于2015年10月面向合格投资者非公开发行总额为9亿元的公司债券，债券期限为7年期，含第5年末上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券简称“15藏城投”，证券代码“122491.SH”，票面利率为5.00%。

截至2016年3月末，该公司待偿还债券本金余额共计9.00亿元。本次公司债券起息日为2015年10月15日，债券利息将于起息日之后在存续期内每年支付一次，2016年至2022年间每年的10月15日为本次债券上一计息年度的付息日。截至跟踪评级报告出具日，本次债券尚未到第一个付息日。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

截至2015年末，该公司控股股东和实际控制人仍为闸北区国资委，持有公司43.62%的股权，对公司的控制力稳定。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三。截至2015年末，公司纳入合并报表的子公司共计8家，新增西安和润置业有限公司¹（简称“西安和润”）。在公司管理方面，公司逐步健全和完善其内部管理和控制制度，以

¹ 公司收购西安和润置业有限公司49.00%股权，此外其个人股东唐和平持有的8.00%股东权利亦由西藏城投行使。

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。2016年4月，公司原监事长谢小英女士因到龄退休原因辞职。在新的监事选出之前，谢小英女士仍将继续履行监事职责。

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，2015年公司向关联方采购商品及接受劳务金额合计为526.01万元，销售商品及提供劳务金额合计为557.95万元。关联租赁方面，公司作为出租方年末确认关联租赁收入76.70万元。资金往来方面，公司为关联方上海北方企业（集团）有限公司（简称“北方集团”）提供资金拆借3.81亿元，而北方集团为公司提供15.00亿元委托借款，同时公司为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2.38亿元。

（二）经营环境

房地产是我国经济支柱产业之一。2000年以来，在工业化、城镇化、居民收入增长以及消费需求升级的强劲推动下，行业整体增长快。2004-2015年，我国房地产行业年完成投资额从1.32万亿元上升至9.60万亿元。其中，住宅年完成投资额从2004年的0.88万亿元上升至2015年的6.46万亿元。

图表 1. 2005-2015 年房地产投资情况（单位：万亿元）

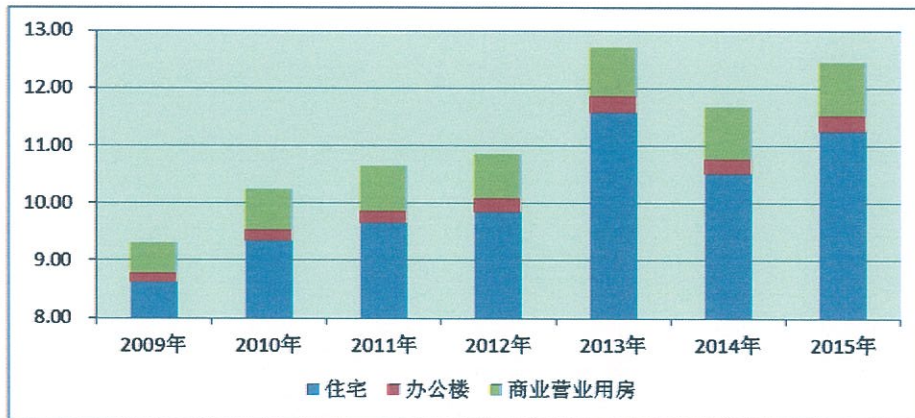


资料来源：Wind 资讯

2014年全国房地产销售面积、住宅销售面积分别同比减少8.11%和9.11%，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。2014年下半年及2015年，央行数次下调贷款基准利率，也对楼市形成了有效支撑。2015年，我国商品房销售面积同比增加6.50%至12.85亿平方米；其中住宅销售面积同比增加6.87%至11.24亿平方米。

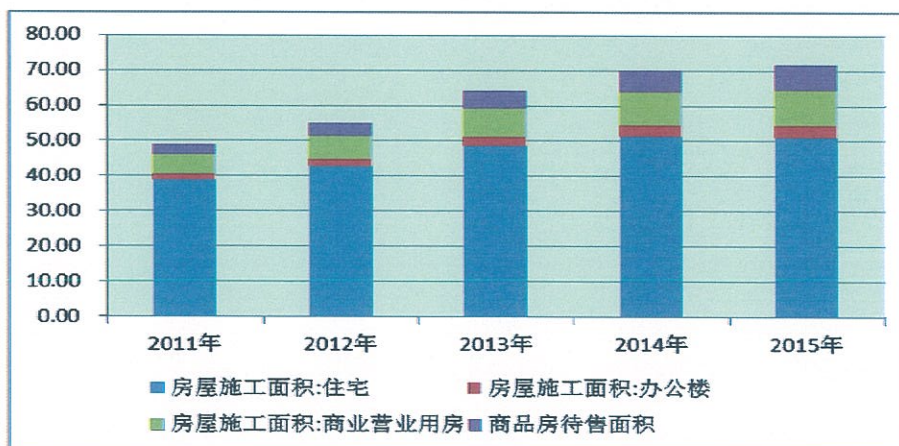
图表 2. 2009-2015 年我国主要类型商品房的销售面积情况 (单位: 亿平方米)



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年行业投资规模扩张依旧处于高速阶段、2009年以来需求增速总体放缓等因素，国内房地产市场库存²持续上行。2011年末全国房地产市场库存为51.51亿平方米，其中待售商品房面积2.72亿平方米；2015年末全国房地产市场库存已升至78.84亿平方米，其中待售商品房面积为7.19亿平方米。

图表 3. 2011-2015 年我国房地产库存情况 (单位: 亿平方米)



资料来源: Wind 资讯

² 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

房地产市场库存高位运营对市场形成了较大压力，中央政府2014年下半年以来开始出台政策支持、促进市场发展。资金成本方面，央行多次降息降准，其中一年期贷款基准利率自年初的5.60%降至4.35%，金融机构人民币存款准备金率合计下调2.5个百分点，符合标准的金融机构额外下调0.5个百分点。公积金贷款方面，国管公积金中心将贷款额度上调至120万元，首套房首付降至20%，并调整了二套房政策和缴存政策。限购政策方面，46个限购城市中仅剩北京、上海、广州、深圳四城坚持限购，且六部委联合发文取消境外机构和个人的购房限制。税收方面，财政部、国家税务总局将免征营业税的个人房源持有期限由5年下调至2年。频繁的政策出台对市场需求起到了维系作用，2015年房地产市场有所回暖，但三、四线城市的库存去化压力依旧很大。

2016年第一季度，我国一、二线城市房价在宽松货币政策下出现一定幅度的跳升，进而推动我国房地产市场景气度进一步回暖。2016年1-3月，我国商品房销售面积为2.43亿平方米，同比增长33.11%；其中住宅销售面积为2.18亿平方米，同比增长35.40%。市场的回暖亦拉动投资额增长，2016年1-3月国内房地产开发投资完成额为1.77万亿元，同比增长5.99%。在此期间，我国政府于2月先后宣布非限购城市商贷首付比例由25%降至20%、二套房契税从3%降至1%、非普通住房免征营业税适用“五改二”政策等。3月起，我国部分一线及二线省会城市陆续提高了购房门槛。可以看出，当前我国房地产政策依旧以稳定市场为目标，调控方法已调整为：着力于防止一二线城市房地产市场过度炒作、引导资金流向库存较高的三四线城市。

2015年楼市多项利好政策频出，尤其是3.30新政后，房地产市场整体回暖，尤其是一线城市由于人口导入能力强，资金充裕，房地产市场需求迅速扩大。2015年上海土地市场成交金额1,500.21亿元，其中商品住宅性质用地成交1,022.79亿元，商业用地成交360.32亿元，保障房用地成交117.11亿元。2015年上海一手商品住宅供应量为1,195万平方米，较上年下滑4.0%；成交量为1,500万平方米，较上年上涨54.9%；成交均价为32,174元/平方米，较上年上涨18.1%。其中成交量创下2010年以来近6年的新高，成交均价则再创历史新高，并且迈入3万元/平方米以上的时代。

2015年9月7日，闸北和静安两区将合并成静安区，新静安区将设13个街道、一个镇，面积37.37平方公里；全区有100万人口，财政收入近200亿元。随着两区合并，原闸北区房地产价格呈现大幅上涨。2015年8月，闸北区新房均价为59,381元/平方米，12月升至72,048元/平方米，涨幅达到21.33%，两区合并对闸北区楼市价格拉动作用显著。

(三) 业务运营

该公司的主营业务是房地产开发，一方面承担了闸北区重点工程、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。2015年，公司实现营业收入7.62亿元，较上年减少27.42%。当年公司在售项目共11个，营业收入主要来自和源馨苑、和源名城一期、二期等项目。

图表 4. 2014-2015 年房地产业务收入及毛利情况 (单位: 万元, %)

项目名称	2014 年度		2015 年度	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
北方佳苑	256.50	41.52	1,917.93	82.89
和源福邸	663.83	58.81	637.70	-187.80 ³
和源大楼	453.18	59.11	354.29	58.84
和源企业广场	1,896.36	39.57	3,179.11	36.48
和源祥邸	451.60	33.57	246.40	39.12
临汾名城	1,792.06	70.27	1,317.02	65.28
彭浦十期 C 块二期	97,477.78	23.77	-	-
动拆迁江桥基地	-	-	2,094.70	62.58
和泰花园	57.70	27.21	440.70	33.29
和源名城一期	-	-	8,528.16	26.22
和源馨苑	-	-	40,520.89	11.87
和源名城二期	-	-	14,905.27	40.41
合计:	103,112.61	25.43	74,142.178	23.26

资料来源：西藏城投

2015年，该公司实现合同销售面积4.36万平方米，住宅平均销售价格为22,027.66元/平方米，较上年增长24.88%；商办楼平均销售价格为32,337.80元/平方米，合计实现合同销售收入11.11亿元。截至2015年末，公司可供出售的住宅面积为12.61万平方米，可供出售的办公楼面积为0.74万平方米，可供出售商铺面积

³ 和源福邸项目毛利率为负主要是由于本期支付配套费，导致整体成本增加，而收入减少，造成毛利率出现负数。

为 1.11 万平方米。

图表 5. 公司近三年销售情况⁴

指标	2013 年	2014 年	2015 年
合同销售面积 (万平方米)	2.33	12.34	4.36
合同销售收入 (亿元)	5.21	23.10	11.11
结转收入 (亿元)	6.15	10.31	7.42

注：根据西藏城投提供的数据绘制

1. 普通商品房

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。2015 年公司开发项目为余山和园项目及泉州项目，余山和园为公司开发的别墅项目，由子公司上海北方广富林置业有限公司负责开发，其中余山和园一期项目于 2014 年建设完工，总投资为 12.41 亿元，建筑面积为 6.73 万平方米，2015 年销售价格为 33,861.20 元/平方米，销售面积 1,373.14 平方米，但受房地产调控政策及行业不景气影响去化速度慢。和园二期项目计划总投资 27.00 亿元，目前正在进行桩基工程施工，2016 年计划完成部分地下工程，2017 年上半年达到预售标准。公司泉州项目由子公司泉州市上实置业有限公司（简称“泉州置业”）分三期负责开发销售，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。目前在建的一期项目（C-3-1 地块）建筑面积为 32.77 万平方米，计划总投资约为 29.60 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，项目计划于 2016 年展开销售工作，于 2017 年 6 月实现交房。

图表 6. 公司主要房地产项目建设情况

项目名称	项目位置	总投资 (亿元)	累计投资 (亿元)	建设进度 (%)	投资计划 (亿元)			拟发展做销售的房产面积 (平方米)
					2016 年	2017 年	2018 年	
泉州一期项目	福建泉州	29.60	8.53	40	10	4	1.89	199,700
余山和园二期项目	上海松江	27.00	12.70	0	5	2	1.3	97,000
桥东办公楼项目	上海闸北	16.80	12.00	10	1	2	1.8	57,800

注：根据西藏城投提供的数据绘制

从土地储备看，该公司现存 2 块总计 18.90 万平方米的项目用

⁴ 包括保障房项目

地。其中泉州东海组团项目剩余的 B-1 和 C-3-2 地块合计待开发土地面积为 6.93 万平方米，占总土地储备的 36.64%，余山和园二期项目土地面积为 11.98 万平方，占总土地储备的 63.36%。

图表 7. 公司主要房地产项目储备情况 (单位: 平方米)

项目名称	项目位置	待开发土地面积	规划计容建筑面积
泉州东海组团项目	福建泉州	69,259	268,318.5
余山和园二期项目	上海松江	119,762	99,146.71

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,但随着福建泉州项目的推进和预售工作的展开,预计 2016 年将成为公司重要的收入来源,从而发挥上海市内和市外协同发展的优势,有序推动业务的增长。

2. 保障性住房

该公司保障性住房的销售主要由闸北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 x (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 8. 公司在建或拟建的旧城改造及保障性住房项目 (单位: 万元)

项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计投资总额	累计投资总额	已回笼资金
桥东二期旧改项目	2009.09	2018 年	520,200.00	374,389.68	245,695.28
标牌市场及周边棚户区改造项目	2016.06	2018 年	340,000.00	35,950.29	0

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 52.02 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 27.16 亿元(包括土地成本 14.48 亿元),已于 2014 年度竣工,目前正逐步有序安排动迁居民进户,截至 2015 年末销售款已回笼 24.57 亿元,预计 2016 年还将回笼 6.00 亿元,销售率达到 79.80%。桥东二期办公总建筑面积约

7.96 万平方米，目前正在办理施工许可证，预计于 2016 年开工建设。办公楼总投资 16.80 亿元（包括土地成本 5.92 亿元），2016 年度预计建设资金需求约为 1 亿元（如图表 8 所示）。

另外，该公司于跟踪期内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 56.53 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 34.00 亿元，分为两期建设，目前项目正在有序推进中。

其他业务方面，该公司对新能源和新材料业务的拓展主要依靠联营方式。2015 年盐湖提锂技术工艺路线已经全部完成，2016 年计划产出碳酸锂精矿 1500 吨，碳酸镁精矿 2000 吨，并着手准备二期的扩能工作。与清华大学合作研发的电池级碳酸锂工艺已经完成中试，2016 年计划开工建设 5000 吨电池级碳酸锂成产线。新材料方面，公司的碳纳米材料主要运用于超级电容器生产制造，2015 年石墨烯杂化物中试生产线已基本建成，2016 年计划生产杂化物粉料及浆料各 1 吨。

（四）财务质量

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

由于当年房地产结转销售收入减少,2015 年该公司主营业务收入较上年减少 27.42%至 7.62 亿元，毛利润也因此减少至 1.84 亿元，综合毛利率为 24.21%，较上年下降 1.93 个百分点。同期，公司期间费用为 0.93 亿元，较上年大幅减少 40.29%，期间费用率为 12.16%，较上年下降 2.64 个百分点。期间费用中销售费用、管理费用和财务费用分别为 0.08 亿元、0.45 亿元和 0.40 亿元。其中财务费用较上年大幅减少 63.64%，一方面系公司借款减少，另一方面由于泉州项目开工，利息开始资本化。公司因转让了上海沪欣房地产发展有限公司（简称“沪欣房产”）5%股权，实现投资净收益 0.26 亿元。同期，公司营业外收入为 0.28 亿元，与上年相当，主要是房地产项目的公建配套费返还及无须支付的应付款项结转当期损益。2015 年，公司实现净利润 0.57 亿元，净利润率达到了

7.52%，较上年增加 2.78 个百分点，盈利状况稳定。

2016 年第一季度，该公司实现营业收入 3.29 亿元，较上年同期大幅增加 3.12 亿元，主要是和源馨苑项目收入结转。当期公司实现净利润 0.10 亿元，较上年同期增长 10.53%。

截至 2015 年末，该公司资产总额为 110.65 亿元，其中流动资产为 104.93 亿元，主要包括货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产。公司货币资金余额为 22.17 亿元，以银行存款为主；应收账款为 1.18 亿元，其中 1.13 亿元系向上海市闸北区建设和交通委员会收取的和源名城二期房款；同期末，公司其他应收款为 3.19 亿元，较上年末大幅增长 104.41%，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。作为房地产开发企业，公司存货规模为 75.97 亿元，占资产总额的比例达到 68.66%，其中开发成本、开发产品和拟开发土地账面价值分别为 35.06 亿元、36.42 亿元和 4.16 亿元。2015 年末，公司其他流动资产主要为对关联方国能矿业的委托贷款 2.38 亿元。

2015 年末，该公司非流动资产余额为 5.72 亿元。其中可供出售金额资产较上年减少 46.80%，系公司转让沪欣房产 5% 的股权；长期股权投资较上年减少 3.50% 至 2.78 亿元；2015 年末，公司固定资产较上年大幅增加 1.58 亿元，主要是公司于余山的玺樾会所建成投入使用。

2016 年 3 月末，该公司资产规模仅较年初小幅增长 2.03%，主要是非流动资产中新增合并公司陕西国能锂业有限公司（简称“陕西国锂”）的生产性生物资产及无形资产。另外，公司预付款项较年初大幅增加 1.22 亿元，系陕西国锂的预付土地款。

截至 2015 年末，该公司资产负债率为 76.66%，较上年末下降 0.85 个百分点。公司负债总额为 84.83 亿元，较上年末略微增长 0.91%，但负债结构趋于长期化。公司流动负债余额为 44.15 亿元，较上年末减少 27.18%，主要系公司归还较多到期贷款导致一年内到期的非流动负债大幅减少至 0.46 亿元。公司流动负债主要是预收款项和其他应付款。2015 年末，预收款项为 20.97 亿元，较上年末增长 35.17%，其中因未办妥交接手续的和源馨苑房款合计达到 7.23 亿元；同期末，其他应付款余额 18.20 亿元，其中与关联方上海北方企业（集团）有限公司的往来款达到 4.23 亿元，与闸北区

国资委的往来款达到 1.39 亿元，与闸北区轨道交通建设有限公司的往来款为 3.70 亿元。

2015 年末，该公司非流动负债为 40.68 亿元，较上年末大幅增长 73.54%，主要系公司于 2015 年发行的本次 9.00 亿元公司债；另外，长期借款规模也较上年增长 35.49%至 31.73 亿元。

截至 2016 年 3 月末，该公司负债规模与年初相当，仅增长 0.91%至 85.12 亿元，其中长期借款较年初增加 2.58 亿元至 34.31 亿元。期末，公司资产负债率为 76.08%，中长期的债务负担较重。

截至 2015 年末，该公司对外担保合计 6.10 亿元，主要是控股股东闸北区国资委为公司提供的 5.60 亿元担保，并由子公司上海北方城市发展投资有限公司提供反担保，以及对关联公司国能矿业的担保 0.50 亿元。此外，公司存在一例未决诉讼案，为子公司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）损失问题诉公司赔偿 3397.50 万元，目前此案仍在审理过程中。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。

近两年，该公司房地产业务开发和销售情况总体稳定，2015 年度公司经营性现金流量净额为 11.98 亿元，较上年减少 9.74 亿元，一方面由于泉州项目开工建设，整体投入较上年增加；另一方面由于 2015 年公司在售项目减少，通过销售回笼的现金明显减少。公司房地产业务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波动状态。2015 年营业收入现金率较上年降低 91.68 个百分点至 124.67%。投资活动方面，公司转让了沪欣房地产 5%的股权，对参股公司国能矿业提供委托贷款等，导致当期投资活动净现金流为-1.60 亿元。同期，由于公司偿还较多到期债务，筹资活动现金流整体呈现净流出状态，为-11.47 亿元。由于公司在建的泉州项目及桥东项目后续投入仍较多，公司对流动资金的需求仍较大。

2016 年第一季度，该公司经营活动现金流呈现净流出状态，

为-1.58 亿元。由于当期未发生土地动迁成本返还等，公司收到其他与经营活动有关的现金较上年同期大幅减少。投资活动方面，公司加大了对联营、合营企业的投入，导致当期投资性净现金流为-1.10 亿元。公司资金来源主要是外部融资，第一季度公司主要通过银行借款形成了 2.00 亿元的筹资活动现金净流入。

截至 2015 年末，该公司获得的金融机构授信总额⁵为 33.90 亿元，其中已使用 19.55 亿元，尚有 14.35 亿元未使用。

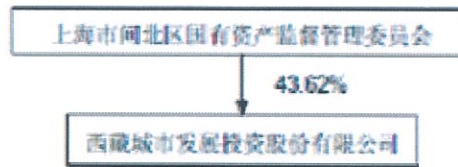
综合来看，该公司作为闸北区动迁房项目建设的重要主体，在项目开发和盈利能力上都能获得一定的支持和保障。但随着公司业务逐渐向普通商品房发展，业务区域也由上海本地向其他三四线城市扩展，经营风险及管理压力也随之加大。由于房地产企业受宏观经济政策的影响较大，未来公司盈利能力不确定性较多；且由于后续项目投入较大，公司对流动资金的需求加大，将面临较大的投融资压力。

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产行业宏观政策风险；（2）静安、闸北两区合并对公司运营及区域内房地产市场的影响；（3）营运资金持续承压状况；（4）其他应收款中事业单位土地储备规模变化情况；（5）在建项目未来销售情况等。

⁵ 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：

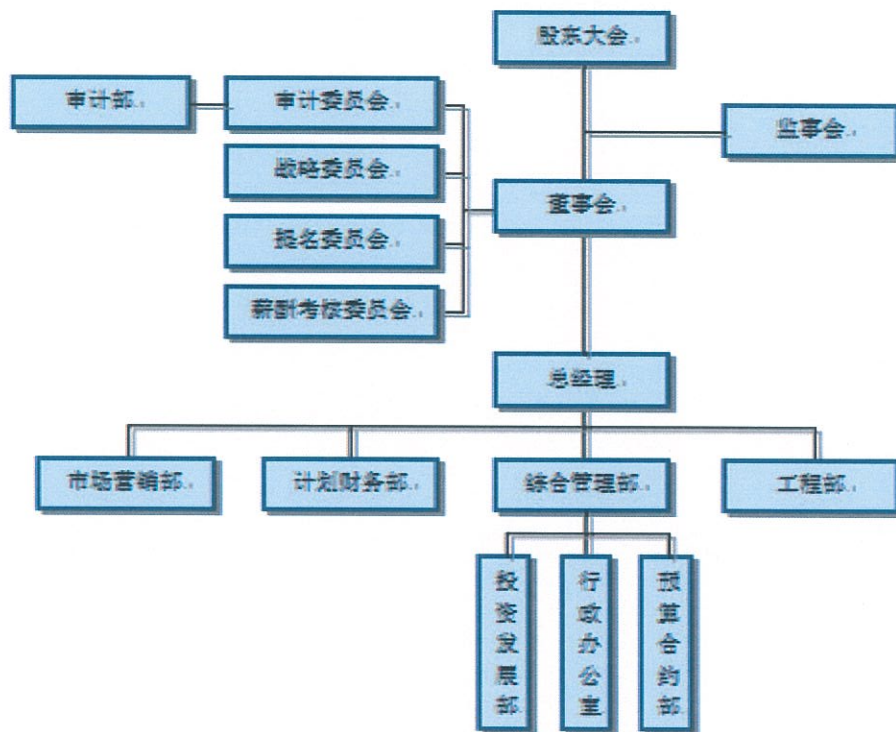
公司与实际控制人关系图



注：根据西藏城投提供的资料绘制（截至 2015 年末）

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 2015 年末）

附录三：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
资产总额	92.68	108.45	110.65	111.87
货币资金	2.63	22.97	22.17	21.49
刚性债务	52.55	48.48	42.12	44.53
所有者权益合计	11.11	24.39	25.82	26.75
营业收入	6.77	10.49	7.62	3.29
净利润	0.37	0.50	0.57	0.10
EBITDA	1.60	2.06	1.70	—
经营性现金净流入量	-0.62	21.72	11.98	-1.58
投资性现金净流入量	-2.29	-2.50	-1.60	-1.10
资产负债率[%]	88.01	77.51	76.66	76.08
长期资本固定化比率[%]	7.13	9.30	8.59	8.73
权益资本与刚性债务比率[%]	21.15	50.30	61.30	60.08
流动比率[%]	249.79	171.56	237.70	252.69
速动比率[%]	14.15	44.34	65.58	69.56
现金比率[%]	7.41	37.89	50.22	51.34
利息保障倍数[倍]	0.32	0.40	0.44	—
有形净值债务率[%]	735.37	344.90	328.62	319.87
营运资金与非流动负债比率[%]	115.27	185.06	149.43	147.72
担保比率[%]	—	21.32	23.62	—
应收账款周转速度[次]	44.52	10.40	5.05	—
存货周转速度[次]	0.05	0.10	0.08	—
固定资产周转速度[次]	102.83	149.37	8.79	—
总资产周转速度[次]	0.07	0.10	0.07	—
毛利率[%]	39.43	26.14	24.21	17.16
营业利润率[%]	10.09	5.95	9.40	5.03
总资产报酬率[%]	1.65	2.00	1.45	—
净资产收益率[%]	3.07	2.80	2.28	—
营业收入现金率[%]	85.87	216.35	124.67	29.91
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	-0.76	26.23	14.18	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-3.56	23.21	12.29	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.33	0.41	0.47	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.04	0.04	—

注：表中数据依据西藏城投经审计的 2013~2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务报表整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×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%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×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%
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%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
应收账款周转速度	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期营业收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期营业收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期主营业务成本/报告期主营业务收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
利息保障倍数	(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)
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)/[(期初资产总额+期末资产总额)/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%
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%
经营性现金净流入与负债总额比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入与负债总额比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/刚性债务	=EBITDA/[(期初刚性债务+期末刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 刚性债务=短期借款+交易性金额负债+应付票据+一年内到期的长期借款+长期借款+应付短期融资券+应付债券+其他具期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录五:

评级结果释义

本评级机构债务人长期信用等级划分及释义如下:

等级	含义	
投资级	AAA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障;经营处于良性循环状态,不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强;经营处于良性循环状态,不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强;企业经营处于良性循环状态,未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响,盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般,目前对本息的保障尚属适当;企业经营处于良性循环状态,未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响,盈利能力和偿债能力会有较大波动,约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱;企业经营与发展状况不佳,支付能力不稳定,有一定风险。
	B级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差;受内外不确定因素的影响,企业经营较困难,支付能力具有较大的不确定性,风险较大。
	CCC级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差;受内外不确定因素的影响,企业经营困难,支付能力很困难,风险很大。
	CC级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足;经营状况差,促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少,风险极大。
	C级	短期债务支付困难,长期债务偿还能力极差;企业经营状况一直不好,基本处于恶性循环状态,促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少,企业濒临破产。

注:除AAA、CCC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	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	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	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	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	偿还债务能力较弱,受不利经济环境影响很大,有较高违约风险。
	B级	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	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	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	不能偿还债务。

注:除AAA级,CCC级以下等级外,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。