

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： 2017 年 5 月 16 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[2017]100097】

存续期间 15 藏城投: 9 亿元, 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	主体/展望/债项	评级时间
15 藏城投	AA/稳定/AA	2017 年 5 月	AA/稳定/AA	2016 年 6 月	AA/稳定/AA	2015 年 6 月

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	9.86	8.53	1.81
刚性债务	20.04	31.87	30.91
所有者权益	28.43	28.54	28.67
经营性现金净流入量	-3.61	-11.71	4.52
发行人合并数据及指标:			
总资产	108.45	110.65	92.71
总负债	84.06	84.83	65.47
刚性债务	48.48	42.12	43.73
所有者权益	24.39	25.82	27.25
营业收入	10.49	7.62	27.51
净利润	0.50	0.57	0.62
经营性现金净流入量	21.72	11.98	-0.79
EBITDA	2.06	1.70	1.81
资产负债率[%]	77.51	76.66	70.61
权益资本与刚性债务的比率[%]	50.30	61.30	62.30
流动比率[%]	171.56	237.70	246.02
现金比率[%]	37.89	50.22	43.26
利息保障倍数[倍]	0.40	0.44	0.63
净资产收益率[%]	2.80	2.28	2.32
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	26.23	14.18	-1.05
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	23.21	12.29	-13.16
EBITDA/刚性债务[倍]	0.41	0.47	0.67
EBITDA/利息支出[倍]	0.04	0.04	0.04

注: 根据西藏城投经审计的 2014~2016 年度财务数据整理、计算。

分析师

刘云 周文哲

 上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
 Tel: (021)635013496/3504376
 Fax: (021)63500872
 E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

受房地产项目结转周期影响, 2016 年西藏城投营业收入规模大幅增加。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加大。同时由于公司在开发项目较多, 营运资金继续承压。但跟踪期内公司融资渠道通畅, 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, 可为公司债务提供良好的偿付补充保障。
- 西藏城投作为静安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。
- 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。
- 跟踪期内, 西藏城投资金回笼明显趋缓, 经营性净现金流出现负值。
- 根据公司公告, 西藏城投重大资产重组方案已获证监会审核通过, 关注此次重大资产重组进度及股权变化情况。

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2016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2017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，本次债券付息情况正常。

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

截至2016年末，该公司控股股东和实际控制人仍为上海市静安区国资委，持有公司43.62%的股权，对公司的控制力稳定。截至2016年末，静安区国资委质押股份数量为0.98亿股，占其持股数的30.66%。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。截至2016年末，公司纳入合并报表的子公司共计8家，新增陕西国能锂业有限公司¹（简

¹ 该公司以现金1.20亿元认缴陕西国能锂业新增注册资本0.92亿元，持有其58.79%的股权。

称“陕西国锂”），系通过增资并入。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，2016年公司向关联方采购商品及接受劳务金额合计为813.54万元，销售商品及提供劳务金额合计为43.83万元。关联租赁方面，公司作为出租方当年确认关联租赁收入70.22万元。资金往来方面，公司拆入资金合计5.32亿元；拆出资金为0.04亿元。委托贷款方面，上海北方企业（集团）有限公司（简称“北方企业”）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3.71亿元。

2016年末，该公司董事会和临时股东大会审议通过了公司重大资产重组的相关方案，本次重组方案由发行股份及支付现金购买资产和发行股份募集配套资金两部分构成。购买资产标的为藏投酒店100%股权、泉州置业14.99%股权及陕西国锂41.21%股权。其中，公司拟向静安区国资委以发行股份的方式购买其持有的藏投酒店100%股权；向厦门达沃斯以发行股份方式购买其持有的泉州置业14.99%股权；向上海明捷、厦门西咸、厦门国锂、国能工业、东方国金等5名法人以发行股份的方式购买其持有的陕西国锂25.92%股权，向国能矿业以支付现金的方式购买其持有的陕西国锂15.29%股权。总体来看，公司拟以发行股份的方式合计支付对价11.68亿元，占比为97.43%，以现金方式合计支付对价0.31亿元，占比为2.57%。本次重组后，公司将持有藏投酒店100%股权、泉州置业100%股权（目前持有85.01%）、陕西国锂100%股权（目前持有58.79%）。

同时，该公司拟以询价方式向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金，募集资金总额不超过11.65亿元，募集配套资金拟用于支付购买标的资产的现金对价、支

付中介机构费用、泉州置业 C-3-2 项目在建工程的建设 and 世贸之都项目在建工程的建设。本次募集配套资金的生效和实施以本次发行股份及支付现金购买资产行为的生效和实施为条件，但最终配套融资发行成功与否不影响本次发行股份及支付现金购买资产行为的实施。如配套融资未能实施，公司将自筹资金支付该部分现金。

目前本次重大资产重组已获得中国证监会上市公司并购重组审核委员会通过。本次重组后，公司控股股东和实际控制人仍为静安区国资委。在不考虑配套融资情况下，静安区国资委持股比例将由目前的 43.62% 提高至 47.78%；在考虑配套融资情况下，静安区国资委持股比例将由目前的 43.62% 稀释至 43.52%。

（二）经营环境

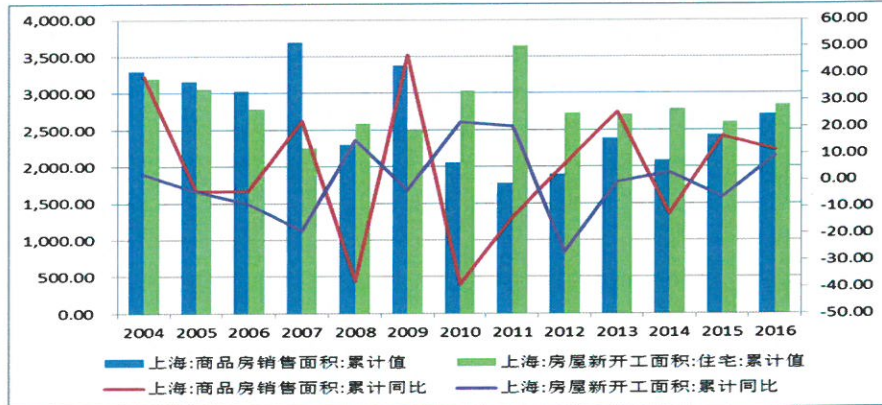
房地产是我国经济支柱产业之一。2000 年以来，在工业化、城镇化、居民收入增长以及消费需求升级的强劲推动下，行业整体发展速度快。2004-2016 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元上升至 10.26 万亿元。其中，住宅年完成投资额从 2004 年的 0.88 万亿元上升至 2016 年的 6.87 万亿元。根据国家统计局数据显示，2016 年度我国人口城镇化率为 57.35%，较上年提升了 1.25 个百分点。

2016 年，上海市实现地区生产总值 27466.15 亿元，比上年增长 6.8%。其中，第一产业增加值 109.47 亿元，下降 6.6%；第二产业增加值 7994.34 亿元，增长 1.2%；第三产业增加值 19362.34 亿元，增长 9.5%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 70.5%，比上年提高 2.7 个百分点。按常住人口计算的上海市人均生产总值为 11.36 万元。

2016 年，上海市房地产开发投资 3709.03 亿元，比上年增长 6.9%，占全社会固定资产投资的 54.9%。商品房施工面积 15111.24 万平方米，比上年增长 0.1%。其中，住宅 8073.94 万平方米，下降 3.6%。商品房新开工面积 2840.95 万平方米，增长 9.1%。其中，住宅 1436.13 万平方米，下降 8.0%。商品房竣工面积 2550.64 万平方米，下降 3.6%。其中，住宅 1532.88

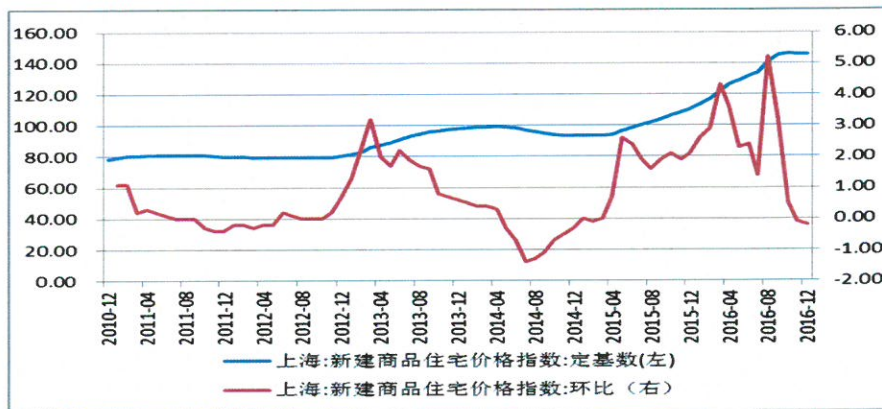
万平方米，下降 3.5%。商品房销售面积 2705.69 万平方米，增长 11.3%。其中，住宅 2019.80 万平方米，增长 0.5%。

图表 1. 上海市商品房销售和新开工情况 (单位: 万平方米, %)



数据来源: Wind

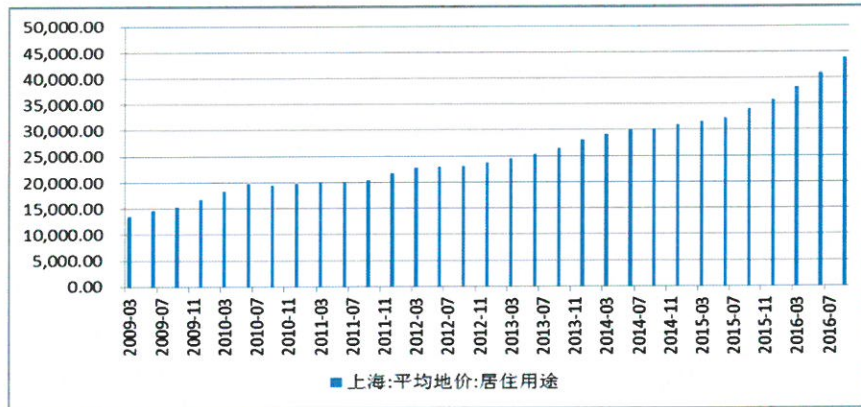
图表 2. 上海市新建商品住宅价格指数及环比变化情况 (单位: %)



数据来源: Wind

土地市场方面, 2016 年上海商品住宅用地成交面积较去年有所下降, 为 1374.90 万平方米, 同比下降 8.37%。伴随土地成交量的下降, 住宅类用地土地成交价随之走高。截至 2016 年 12 月末, 上海住宅类用地成交价格达到 4.28 万元/平方米, 较上年同期上升 27.38%。

图表 3. 上海市季度平均住宅地价 (单位: 元/平方米)



数据来源: Wind

2016年8月起,二线城市房价调控政策趋紧,南京提高二套房首付比例,苏州、厦门、武汉先后重启限购政策。“十一假期”前后,北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌、惠州及南宁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。随着相关政策执行力度的加大(以北京“930新政”为标志),调控效果已于2016年10月显现。根据国家统计局数据显示,10月份70个大中城市中的主要一、二线城市新建商品房住宅价格环比涨幅出现不同幅度的回落。2016年11月28日,上海市住建委、人民银行上海分行、上海市银监局联合印发了《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》,贷款资格认证重回“认房又认贷”,调控政策进一步加码。在加大限贷限购力度后,上海商品住宅成交面积从8月开始明显下降,12月上海商品住宅成交面积一度大幅降至60.51万平方米,同比下降67.92%。总体而言,我国房地产政策的调控方向依然为:着力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。

从产业结构看,原闸北区和原静安区均以第三产业为发展重点,其中原静安区第三产业主要集中在商贸、金融等方

面，而原闸北区主要围绕国家服务业综合改革试点。两区合并后，新静安积极实施“一轴三带”的发展战略，强化资源联动功能。新静安经济在转型升级中保持平稳增长，综合财政实力得到很大提升，2015-2016年分别完成区级一般公共预算收入194.37亿元和229.71亿元，同比分别增长12.5%和18.18%；同期，社会消费品零售总额分别为581.69亿元和622亿元，同比分别增长6.2%和7%；全社会固定资产投资总额分别为281.9亿元和310亿元，同比分别增长20.5%和10%。

“撤二建一”有利于新静安优化城市功能布局，在更大范围内统筹资源配置，统一产业规划和功能布局，实现优势互补，进一步提升中心城区品质；同时也有助于提升区域整体供给服务水平，推进中心城区供给服务均衡化，促进民生改善。

2016年以来，新静安加大重点产业、重大项目的引进和培育力度，重点发展商务商业、金融服务、专业服务、文化创意产业和信息服务业五大产业，当年上述五大产业实现税收总收入466.99亿元，同比增长21.79%，占全区税收总收入的72.05%。两区合并以来，新静安涉外经济特征明显，总部经济高度集聚，楼宇经济优势突出，南京西路地区等产业集聚发展特色鲜明，2016年共引进外资项目138个，全区跨国公司地区总部累计达成64家，全区亿元楼达到63幢，当年涉外经济、楼宇经济、南京西路两侧高端商务商业集聚带分别实现税收总收入321.26亿元、402.28亿元和286.74亿元。此外，新静安推进云计算、大数据、物联网等优势产业集群创新，全区科技创新能力不断提升，2016年共有16家企业获上海市科技小巨人（培育）企业认定，立项数量位于中心城区第一；51个项目获上海市高新技术成果转化项目认定。在民生事业方面，新静安加快旧区改造进度，加大“美丽城区”建设力度，推进重大工程项目建设等。

（三）业务运营

该公司的主营业务是房地产开发，一方面承担了原闸北区重点工程、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。2016年，

公司实现营业收入 27.51 亿元，较上年大幅增长 261.23%，其中房地产业务实现收入 27.28 亿元，占比为 99.16%。当年公司房地产结转项目共 11 个，营业收入主要来自和源馨苑和佘山和园等项目。

图表 4. 2015-2016 年房地产业务收入及毛利情况（单位：万元，%）

项目名称	2015 年度		2016 年度	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
北方佳苑	1,917.93	82.89	21.50	53.49
和源福邸 ²	637.70	-187.80	268.56	49.87
和源大楼	354.29	58.84	1,872.00	61.18
和源企业广场	3,179.11	36.48	7,619.69	36.25
和源祥邸	246.40	39.12	903.52	41.89
临汾名城	1,317.02	65.28	1,503.56	66.11
彭浦十期 C 块二期	-	-	-	-
动拆迁江桥基地	2,094.70	62.58	-	-
和泰花园	440.70	33.29	-	-
和源名城一期	8,528.16	26.22	1,466.80	61.00
和源馨苑	40,520.89	11.87	232,131.29	10.11
和源名城二期	14,905.27	40.41	-862.19 ³	-150.32
富友嘉园	-	-	787.94	82.56
佘山和园	-	-	27,076.69	8.01
合计:	74,142.178	23.26	272,789.37	11.48

资料来源：西藏城投

2016 年，该公司实现合同销售面积 3.10 万平方米，实现合同销售收入 7.03 亿元。截至 2016 年末，公司可供出售的住宅面积为 15.80 万平方米，可供出售的办公楼面积为 0.29 万平方米，可供出售商铺面积为 1.43 万平方米。

图表 5. 公司近三年房地产业务销售情况

指标	2014 年	2015 年	2016 年
合同销售面积（万平方米）	12.34	4.36	3.10
合同销售收入（亿元）	23.10	11.11	7.03
结转收入（亿元）	10.31	7.42	27.28
销售回笼资金（亿元）	22.70	9.49	7.55

注：根据西藏城投提供的数据绘制

² 和源福邸项目 2015 年毛利率为负主要是由于当期支付配套费，导致整体成本增加，而收入减少，造成毛利率出现负数。

³ 和源名城二期本期收入为负，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。

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。2016 年公司开发项目为佘山和园项目及泉州项目，佘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，其中佘山和园一期项目于 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，2016 年销售价格为 4.17 万元/平方米，销售面积 1.52 万平方米，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 36.59 亿元，目前正在桩基工程施工，计划 2017 年第三季度展开预售。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 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 43.51 万平方米，计划总投资约为 29.43 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。其中 C-3-1 地块一期项目已于 2016 年 7 月展开预售，目前可供出售面积为 12.61 万平方米，截至 2017 年 3 月末实现销售 166 套，成交面积为 2.02 万平方米，项目预计于 2017 年 6 月实现交房。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，目前均价约 1.35 万/平方米，整体去化速度较慢。

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)	投资计划 (亿元)			拟发展做销售的 房产面积(平方米)
				2017 年	2018 年	2019 年	
佘山和园二期项目	上海松江	36.59	19.34	3.42	2.40	2.20	96,999.42
泉州 C-3-1 地块一期	福建泉州	29.43	6.28	4.12	2.00	0.50	155,207.83
泉州 C-3-1 地块二期	福建泉州		2.00	1.05	3.88	3.58	
桥东办公楼项目	上海闸北	16.80	7.11	1.90	2.30	0.30	57,000.00
合计	-	82.82	34.73	10.49	10.58	6.58	-

注：根据西藏城投提供的数据绘制

从土地储备看，截至 2016 年末该公司拥有 3 块总计 31.56 万平方米的项目用地。其中泉州项目剩余的 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 21.96%。其中 C-3-2 项目用地面积 4.04 万平方米，总建筑面积 24.76 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。另外两块位于陕西省西咸新区，合计待开发土地面积为 24.63 万平方米，占总土地储备的 63.36%，其中 10.83 万平方米系世贸之都项目，计划新建酒店及国际奥特莱斯。

图表 7. 公司主要房地产项目储备情况（单位：平方米，%）

土地证编号	待开发 土地面积	规划计容 建筑面积	是否涉及合 作开发项目	合作开发项目 涉及的面积	合作开发项目 的权益占比
泉国用 2010 第 200477 号、第 200476 号	69,259.00	268,318.50	是	268,318.50	85.01
陕（2016）泾阳 县不动产权第 0000024 号、第 0000025 号	108,332.00	164,389.00	是	164,389.00	58.79
泾国用（2013） 第 A-016 号	138,007.20	207,011.00	是	207,011.00	58.70

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 2017 年将成为公司重要的现金流来源。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。

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*（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. 公司已售及在建的旧城改造及保障性住房项目 (单位: 万元)

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	52.02	25.72	4.30 ⁴
标牌市场及周边棚户区改造项目	西安	2016 年	2018 年	34.00	0.00	39.97
彭浦十期 C 块二期	上海	2009 年	2014 年	8.57	10.20	0.00

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, 目前已完成大部分的交房工作, 截至 2016 年末已累计回笼资金 25.72 亿元, 预计 2017 年还将回笼 4.3 亿元。桥东二期商办楼总建筑面积约 7.96 万平方米, 总投资 16.80 亿元(包括土地成本 5.92 亿元), 2016 年投入 0.57 亿元, 2017 年度预计建设资金需求约为 1.90 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 56.53 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, 目前处于安置房主体结构建设阶段。

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。2016 年工作围绕生产碳酸锂精矿开展, 打通了碳酸锂提取的工艺路线, 形成了相对成熟完整的两湖协同开发工艺流程, 为批量生产创造了条件。新材料方面, 2016 年继续推进怀柔吨级石墨烯杂化物中试装置的建设及调试工作, 中试生产线已经基本建成, 目前正在试车当中。

⁴ 4.30 亿元系桥东二期旧改项目住宅部分(即和源馨苑)预计待回笼资金余额。办公楼部分规划出售, 尚未确定出售价格。

(四) 财务质量

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016 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大幅增加，2016 年该公司营业收入较上年大幅增长 261.23%至 27.51 亿元，毛利润由上年的 1.84 亿元增至 3.27 亿元。但是由于收入结转较多的和源馨苑项目系保障房项目，毛利率较低，因此综合毛利率降至 11.89%，较上年下降 12.32 个百分点。同期，公司期间费用为 1.60 亿元，较上年大幅增长 72.49%，期间费用率为 5.80%，较上年下降 6.36 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 0.36 亿元、0.50 亿元和 0.74 亿元。其中销售费用同比大幅增长 374.44%，主要系泉州项目和佘山和园项目展开预售，投入较多广告、推广费用及销售代理费用；同期，财务费用同比增长 85.97%，主要系当期资本化利息减少。2016 年，公司实现投资净收益 0.27 亿元，主要是理财产品收益、委托贷款收益和联营企业投资收益等。2016 年，公司实现净利润 0.62 亿元，净利润率为 2.24%，整体盈利能力较弱。

2016 年末，该公司资产总额为 92.71 亿元，其中流动资产为 85.83 亿元，主要包括货币资金、交易性金融资产、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 8.07 亿元，其中不可动用的货币资金余额为 3.96 万元，公司货币资金以银行存款为主；交易性金融资产主要系公司购买的结构性存款，年末余额为 7.02 亿元；应收账款为 3.23 亿元，其中 2.94 亿元系向上海市闸北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，0.26 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 3.20 亿元，和上年末基本持平，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 60.13 亿元，占资产总额的比例为 64.86%，其中开发成本、开发产品和拟开发土地账面价值分别为 43.29 亿元、12.38 亿元和 4.18 亿元。2016 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 3.71 亿元，其中 3.21 亿元于 2018 年到期，剩余 0.50 亿元于 2019 年到期，贷款利率为 5.70%。

2016 年末，该公司非流动资产余额为 6.88 亿元，较上年末增长 20.43%，主要是新增合并公司陕西国锂的在建工程、生产性生物资产及无形资产。其中在建工程年末余额为 0.69 亿元，系在建的中华锂产业园，总投资规模 5.22 亿元，期末已累计投入 0.69 亿元。

2016 年末，该公司资产负债率为 70.61%，较上年末下降 6.05 个百分点。公司负债总额为 65.47 亿元，较上年末减少 22.82%。公司流动负债余额为 34.89 亿元，较上年末减少 20.97%，主要因当年结转营业收入致年末预收账款大幅减少，由上年末的 20.97 亿元降至 2.38 亿元，目前预售项目仅为泉州项目，销售情况一般。另外，一年内到期的长期借款由上年末的 0.46 亿元增至 13.00 亿元。同期末，其他应付款余额 16.45 亿元，其中与关联方北方企业的往来款达到 4.45 亿元，与静安区国资委的借款（期限为 2013.2.1~2016.1.31，利率为基准利率）为 1.47 亿元，与静安区轨道交通建设有限公司的借款（期限为 2014.8.5~2017.7.27，利率为基准利率）为 3.50 亿元。

2016 年末，该公司非流动负债为 30.58 亿元，较上年末减少 24.83%，主要系部分长期借款于年内到期转入一年内到期的非流动负债。

截至 2016 年末，该公司对外担保合计 5.50 亿元，主要是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。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，2016年度公司经营性现金流量净额为-0.79亿元，较上年大幅减少12.77亿元，一方面由于上年存在土地动迁成本返还；另一方面由于2016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。2016年营业收入现金率仅为27.44%。投资活动方面，2016年公司投资活动现金净流量为-9.10亿元，流出大幅增加，主要系公司当年购买较多理财产品。2016年，公司筹资活动以偿还债务为主，当期筹资活动现金流量净额为-3.93亿元。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。

截至2016年末，该公司获得的金融机构授信总额⁵为68.54亿元，其中已使用39.19亿元，尚有29.35亿元未使用。

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。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、闸北两区合并对该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资金占款偿付情况；（5）土地储备规模变化情况；（6）福建泉州项目销售及去化情况等；（7）公司重大资产重组进展情况及资金到位情况。

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：

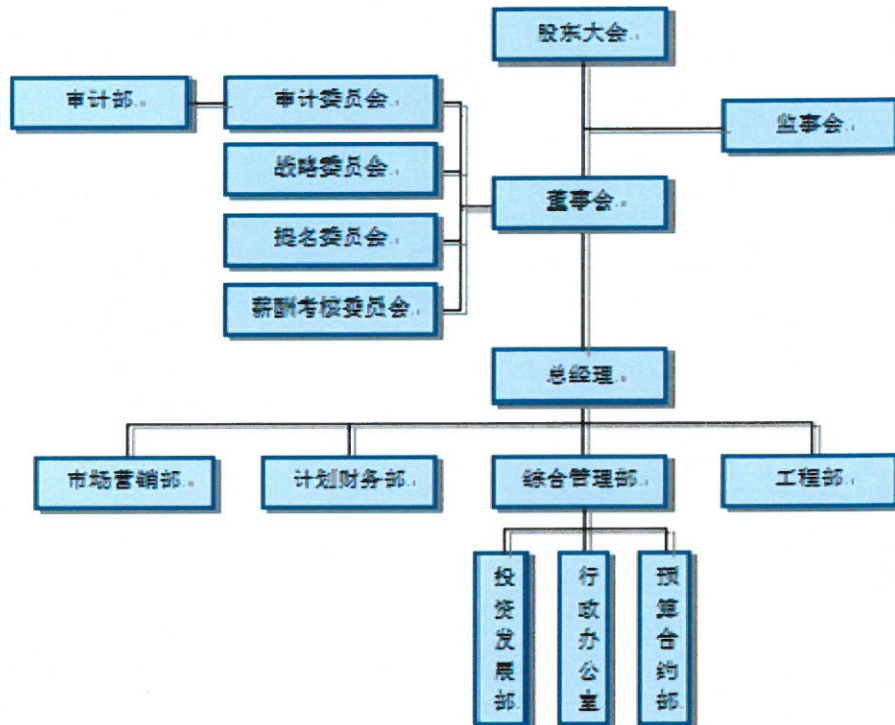
公司与实际控制人关系图



注：根据西藏城投提供的资料绘制（截至 2016 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 2016 年末）

附录三：

主要财务数据及指标表

主要财务指标	2014 年	2015 年	2016 年
金额单位：人民币亿元			
资产总额	108.45	110.65	92.71
货币资金	22.97	22.17	8.07
刚性债务	48.48	42.12	43.73
所有者权益合计	24.39	25.82	27.25
营业收入	10.49	7.62	27.51
净利润	0.50	0.57	0.62
EBITDA	2.06	1.70	1.81
经营性现金净流入量	21.72	11.98	-0.79
投资性现金净流入量	-2.50	-1.60	-9.10
资产负债率[%]	77.51	76.66	70.61
长期资本固定化比率[%]	9.30	8.59	11.90
权益资本与刚性债务比率[%]	50.30	61.30	62.30
流动比率[%]	171.56	237.70	246.02
速动比率[%]	44.34	65.58	73.61
现金比率[%]	37.89	50.22	43.26
利息保障倍数[倍]	0.40	0.44	0.63
有形净值债务率[%]	344.90	328.62	244.72
营运资金与非流动负债比率[%]	185.06	149.43	166.60
担保比率[%]	—	23.62	20.19
应收账款周转速度[次]	10.40	5.05	12.46
存货周转速度[次]	0.10	0.08	0.36
固定资产周转速度[次]	149.37	8.79	16.79
总资产周转速度[次]	0.10	0.07	0.27
毛利率[%]	26.14	24.21	11.89
营业利润率[%]	5.95	9.40	3.20
总资产报酬率[%]	2.00	1.45	1.66
净资产收益率[%]	2.80	2.28	2.32
营业收入现金率[%]	216.35	124.67	27.44
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	26.23	14.18	-1.05
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	23.21	12.29	-13.16
EBITDA/利息支出[倍]	0.41	0.47	0.67
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.04

注：表中数据依据西藏城投经审计的 2014~2016 年财务报表整理、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

本评级机构主体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，违约风险较高
	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、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。