

上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：赵 敏 mzhao@ccxi.com.cn

项目组成员：于 颖 yyu01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021) 60330988

传真：(021) 60330991

2022 年 06 月 27 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 1535 号

上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“21 松江国投 MTN001”、“21 松国 01”和“22 松江国投 MTN001”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

评级观点：中诚信国际维持上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司（以下简称“松江国投”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 松江国投 MTN001”、“21 松国 01”和“22 松江国投 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了良好的区域经济环境、公司战略地位突出及业务具有多元性等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司应收类款项回收风险、或有负债风险、面临一定资本支出压力及管控挑战等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

松江国投（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	807.04	863.80	926.48
所有者权益合计（亿元）	429.23	447.00	452.13
总负债（亿元）	377.81	416.80	474.35
总债务（亿元）	123.44	121.60	132.98
营业总收入（亿元）	64.18	57.46	71.33
经营性业务利润（亿元）	8.01	4.15	5.00
净利润（亿元）	10.46	5.70	6.81
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营活动净现金流（亿元）	10.31	13.69	36.90
收现比(X)	1.06	1.14	1.13
营业毛利率(%)	22.18	12.39	9.99
应收类款项/总资产(%)	8.41	8.47	8.83
资产负债率(%)	46.81	48.25	51.20
总资本化比率(%)	22.34	21.39	22.73
总债务/EBITDA(X)	--	--	--
EBITDA 利息倍数(X)	--	--	--

注：1、中诚信国际根据 2020 年~2021 年审计报告整理；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；3、公司总债务数据包括“其他应付款”、“长期应付款”和“专项应付款”科目中的带息债务部分；4、企业未提供 2019~2021 年现金流量补充表，故相关指标无效。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司打分卡结果

重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	5.35	8
	收现比(X)*	1.12	10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	5.39	10
	受限资产占总资产的比重(X)	0.02	10
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	452.13	8
	总资本化比率(X)	0.23	10
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项目等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

*指标采用 2019 年~2021 年三年数据计算得出

正面

■ **良好的区域经济环境。**在 G60 科创走廊建设引领下，近年来松江区经济平稳发展，经济结构不断调整优化。2021 年，松江区实现地区生产总值 1,782.28 亿元，同比增长 6.5%，稳定发展的区域经济为公司业务发展提供了良好的外部环境。

■ **战略地位突出。**作为上海市松江区国资委的国有资产经营管理平台，公司持有松江区其他平台公司的股权；且经营业务多为关系国计民生的重点行业，在松江区具有重要的战略地位，因而得到了松江区政府在资金注入和财政补贴等方面的有力支持。

■ **业务具有多元性。**公司业务涵盖松江区水务、燃气、公共交通、工程施工、基建保障房建设及非银金融服务等多方面，业务收入来源多元化，可分散企业经营风险，保证未来收益的可持续性。

关注

■ **款项回收风险及或有负债风险。**公司应收类款项中包含应收上海斐讯数据通信技术有限公司及中达建设集团股份有限公司款项，斐讯公司目前处于重组阶段，中达建设已被纳入失信被执行人名单，上述款项系因维稳等原因借出形成，款项回收面临一定不确定性。此外，截至 2021 年末，公司对斐讯公司提供担保余额为 3.49 亿元，存在一定的或有负债风险。

■ **公司面临一定资本支出压力。**公司保障房、基础设施建设等项目投资规模较大，部分项目未签署相关协议，资金平衡方式暂未确定，未来面临一定的资本支出及资金平衡压力。

■ **公司经营管理面临挑战。**公司下属子公司众多，行业跨度较大，对公司的经营管控提出了挑战。

评级展望

中诚信国际认为，上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱；对子公司管控能力减弱；发生重大资产划转；债务压力升高，偿债能力弱化。

评级历史关键信息

上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AAA/稳定	22 松江国投 MTN001 (AAA)	2022/03/02	赵敏、于颖	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	21 松国 01 (AAA)	2021/07/19	赵敏、宋航	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文	
AAA/稳定	21 松江国投 MTN001 (AAA)	2021/07/14	赵敏、宋航	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019_02	阅读全文	

同行业比较

2021 年上海市部分基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司	926.48	452.13	51.20	71.33	6.81	36.90
上海松江城镇建设投资开发集团有限公司	327.01	153.36	53.10	33.58	0.73	10.50

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 松江国投 MTN001	AAA	AAA	2021/07/14	12.00	12.00	2021/07/22~2026/07/22 (3+2)	回售、票面利率选择权
21 松国 01	AAA	AAA	2021/07/19	20.00	20.00	2021/08/05~2026/08/05 (3+2)	回售、票面利率选择权
22 松江国投 MTN001	AAA	AAA	2022/03/02	16.00	16.00	2022/03/17~2027/03/17 (3+2)	回售、票面利率选择权

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“21 松国 01”募集资金 20.00 亿元，募集资金扣除发行费用后，拟不低于 70% 通过投资或设立基金等方式，专项投资于种子期、初创期、成长期的创新创业公司的股权，剩余用于补充营运资金。截至 2022 年 3 月末，募集资金已使用 13.19 亿元，均按照募集资金规定用途使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输

入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发

力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

上海市经济始终保持较快发展势头，综合竞争实力位于全国前列，其良好的产业结构为未来的持续稳定发展奠定了基础，亦为地方企业的发展提供了较好的环境

上海位于中国东部，地处长江入海口，面向太平洋。上海是中国最大的经济中心、重要的国际航运中心，肩负着面向世界、推动长三角地区一体化和长江经济带发展的重任，在全国经济建设和社会发展中具有十分重要的地位和作用。

作为全国经济实力最雄厚和最发达的中心城市之一，近年来上海市经济发展态势良好。2021年，上海市地区生产总值为43,214.85亿元，较上年增长8.1%。其中，第一产业增加值99.97亿元，同比下降6.5%；第二产业增加值11,449.32亿元，同比增长9.4%；第三产业增加值31,665.56亿元，同比增长7.6%。

工业生产方面，2021年全市规模以上工业总产值39,498.54亿元，同比增长10.3%；工业战略性新兴产业总产值16,055.82亿元，比上年增长14.6%；其中，新能源汽车、新能源和生物产值同比增速分别为1.9倍、16.1%和12.1%。固定资产投资方面，

2021年，上海市全社会固定资产投资总额比去年同期增长8.1%。分领域看，工业投资同比增长8.2%，房地产开发投资同比增长7.2%，基础设施投资同比增长5.8%，民间投资同比增长10.3%。

随着经济的稳定增长，上海市财政实力持续增强。2021年，上海市一般公共预算收入为7,771.8亿元，同比增长10.3%。上海市一般公共预算收入以税收收入为主，2021年税收收入占比为85.01%，较上年增长2.10个百分点，收入结构较为稳定。同期，政府性基金收入为3,769.0亿元，同比增长18.7%，随土地市场回暖呈增长态势。

财政支出方面，2021年，上海市一般公共预算支出为8,430.9亿元，同比增长4.1%。同期，政府性基金支出为3,568.5亿元，同比下降3.5%。2021年，上海市公共财政平衡率为92.18%，较上年增长5.21个百分点，财政自给能力较强。

截至2021年末，上海市政府债务余额为7,356.8亿元，其中一般债务余额3,120.3亿元，专项债务余额4,236.5亿元；上海市政府债务限额为10,603.1亿元，其中一般债务限额为4,639.5亿元，专项债务限额为5,963.6亿元，债务规模适度，风险总体可控。

表 1：上海市 2019~2021 年主要财政收支指标（亿元）

项目	2019	2020	2021
公共财政预算收入	7,165.1	7,046.3	7,771.8
其中：税收收入	6,216.3	5,841.9	6,606.7
政府性基金收入	2,418.1	3,175.0	3,769.0
公共财政预算支出	8,179.3	8,102.1	8,430.9
政府性基金支出	2,580.0	3,697.8	3,568.5
公共财政平衡率	87.60%	86.97%	92.18%

资料来源：公开数据，中诚信国际整理

在 G60 科创走廊的引领下，跟踪期内，松江区经济运行稳中有进，财政实力稳步增强，为公司业务的发展提供了良好的外部环境

松江区位于长江三角洲内上海市西南部，在黄浦江中上游。区内沪杭高铁、沪杭高速公路（G60 沪昆高速）、沪青平高速公路（G50 沪渝高速）、同三国道（G1501 上海绕城高速）、嘉金高速（G15 沈

海高速)、机场高速(S32 申嘉湖高速)、轨道交通 9 号线、22 号线等干线形成了纵横交错的道路交通网,松江区是上海连接整个长三角、辐射长江流域的核心区域,日益成为上海西南的重要门户。松江区辖有 11 个镇、6 个街道,境内有国家级上海松江经济技术开发区、国家级上海松江综合保税区和佘山国家旅游度假区;根据第七次全国人口普查数据,截至 2020 年 11 月 1 日,松江区常住人口 190.97 万人。

松江区坚持“一个目标、三大举措”战略布局,G60 科创走廊上升为长三角一体化国家战略的重要平台;松江、嘉兴、杭州、金华、苏州、湖州、宣城、芜湖、合肥九城市签署共建共享 G60 科创走廊战略合作协议;正式发布贯穿长三角三省一市的 G60 科创走廊总体发展规划 3.0 版,形成“一廊一核九城”总体空间布局。2021 年,长三角 G60 科创走廊被纳入国家和上海市“十四五”规划《纲要》;“松江 G60 科创走廊数字经济创新型产业集群”成为全国数字经济领域首个纳入国家试点(培育)的创新型产业集群。

跟踪期内,松江区经济发展韧性不断增强,发展态势持续向好。全区全年实现地区生产总值 1,782.28 亿元,按可比价格计算,比上年增长 6.5%。其中,第一产业实现增加值 6.03 亿元,比上年增长 1.3%;第二产业实现增加值 908.96 亿元,比上年增长 8.3%;第三产业实现增加值 867.28 亿元,比上年增长 4.6%。全年三次产业增加值比重为 0.3:51.0:48.7。

跟踪期内,松江区工业经济持续稳定发展,总量创历年新高,发展质量不断提升,制造业核心竞争力不断增强。全区全年实现工业增加值 875.07 亿元,比上年增长 8.6%,完成工业总产值 4,868.31 亿元,比上年增长 7.5%。三大优势产业全年实现工业总产值 3,418.59 亿元,占全区规上的比重为 77.0%。其中,电子信息业实现产值 1,846.91 亿元;现代装备业实现产值 1,274.35 亿元;都市型工业实现产值 297.32 亿元。战略性新兴产业(制造业部分)全年

实现工业总产值 2,826.75 亿元,比上年增长 4.3%,占全区规上的比重提升至 63.6%。其中,六大新兴产业实现工业总产值 969.20 亿元,比上年增长 3.8%。

随着经济的持续增长,松江区财政实力稳步增强。2021 年,松江区一般公共预算收入为 250.10 亿元,同比增长 13.36%;其中,税收收入为 200.75 亿元,同比增长 7.83%。基金预算收入方面,2021 年,全区政府性基金预算收入为 153.39 亿元,由于 2020 年政府性基金收入下降较多,故 2021 年较上年大幅增长 114.95%。

表 2: 2019-2021 年松江区财政收支主要指标(亿元)

项目	2019	2020	2021
一般公共预算收入	210.51	220.62	250.10
其中: 税收收入	185.91	186.17	200.75
政府性基金预算收入	116.37	71.36	153.39
一般公共预算支出	339.41	319.01	354.68
政府性基金预算支出	95.64	148.16	154.44
公共财政平衡率	62.02%	69.16%	70.52%

资料来源:公开资料,中诚信国际整理

财政支出方面,2021 年,松江区公共财政预算支出为 354.68 亿元,同比增长 11.18%。同期,政府性基金预算支出为 154.44 亿元,比上年增加 4.24%,主要系国有土地出让金收入安排的支出增加所致。从收支平衡来看,2021 年松江区公共财政平衡率为 70.52%,较上年增长 1.36 个百分点,但整体财政自给能力仍较弱。

跟踪期内,公司产权结构和组织架构未发生变化,合并报表范围增加一级子公司 1 家

跟踪期内,公司名称、股东、组织架构以及注册资本均无变更。截至 2021 年末,公司注册资本和实收资本均为 10.10 亿元,其唯一股东及实际控制人仍为上海市松江区国有资产监督管理委员会(以下简称“松江区国资委”)。2021 年,公司合并报表范围增加一级子公司 1 家,系上海长三角 G60 科创经济发展集团有限公司(以下简称“G60 科创集团”)。G60 科创集团成立于 2021 年 6 月 23 日,是由上海市松江区政府与上海临港经济发展(集团)有限公司(以下简称“临港集团”)共同发起设立,注

册资本 30.00 亿元，其中临港集团子公司上海临港控股股份有限公司持股 50%、松江国投持股 40%、上海新闻资产经营有限公司持股 10%。G60 科创集团作为松江的区管国有企业，纳入松江国投合并范围。G60 科创集团定位为新桥马塘片区产城融合及招商引资，主要负责新桥马塘片区的开发建设及高新技术企业的招商引资业务。

公司天然气业务在松江地区仍具有垄断优势，跟踪期内天然气销售量及销售收入均稳步增长，随着松江区人口聚集度的不断增加，该业务板块收入预计仍有上升空间

公司天然气供应业务主要由松江城投的子公司上海松江燃气有限公司（以下简称“松江燃气”）负责运营。松江燃气主要业务包括天然气、液化石油气的供应，燃气设施及厨房设备销售、安装、维修及相关工程的配套。2021 年，公司实现燃气供应收入 10.70 亿元，同比增长 11.50%，主要系管道天然气销量增长。

管道天然气业务是松江燃气收入的重要来源。截至 2021 年末，松江燃气拥有地下管网 3,397 公里，拥有天然气居民用户 48.59 万户，工营事团用户 3,889 户。2021 年，松江燃气的天然气供应量为 3.14 亿立方米，较上年增加 0.29 亿立方米。截至 2021 年末，松江燃气服务面积为 604 平方公里，在松江市场占有率为 100%，该业务仍具有区域垄断优势。

跟踪期内，公司管道天然气业务模式和收费标准均未发生变化。从管道天然气的供销情况来看，松江燃气的燃气采购及销售整体呈稳步增长趋势。采购价格方面，松江燃气每年与上海燃气（集团）有限公司签署采购协议，2021 年平均采购价格有所上升。销售方面，2021 年，管道天然气销售收入为 9.74 亿元，受销售量及平均销售价格的增长，松江燃气管道天然气销售收入亦有所提升。

表 3：近年来松江燃气管道天然气业务情况（万立方米、元/立方米、亿元）

项目名称	2019	2020	2021
采购数量	28,207.51	28,450.45	31,439.00
平均采购价格	2.48	2.30	2.49
销售数量	27,324.47	27,521.88	30,281.64
平均销售价格	3.20	3.13	3.22
管道天然气销售收入	8.74	8.63	9.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

瓶装液化石油气方面，瓶装液化石油气的销售以零售为主，随着天然气的普及，市场需求量整体减少。2021 年，松江燃气实现瓶装液化石油气收入 0.34 亿元，较 2020 年小幅增长主要系平均销售价格增长所致。

表 4：近年来松江燃气瓶装液化石油气业务情况（吨、万元/吨、亿元）

项目名称	2019	2020	2021
采购数量	7,527.29	5,946.11	5,788.36
平均采购价	0.36	0.31	0.44
零售销售数量	5,705.48	6,146.45	5,981.85
零售平均销售价格	0.54	0.48	0.57
瓶装液化石油气零售收入	0.40	0.30	0.34

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，在新建小区内，松江燃气还通过装卸燃气设备等产生部分燃气设施费、燃气配套费和工程排管收入以及燃气灶具销售收入等其他收入。2021 年公司管道建设费、管道安装、表具等业务共实现收入 1.60 亿元，较上年小幅增长 2.56%。

水业公司是整个松江区水务业务的独家经营主体，在松江区具有垄断地位，跟踪期内，供水收入及自来水工程业务收入均有所增长

公司水务业务由松江城投的下属子公司上海松江水业发展有限公司（以下简称“水业公司”）负责运营，水业公司是整个松江区水务业务的独家经营主体，在松江区具有垄断地位。公司水务业务包括自来水供应和污水处理业务，供水量和污水处理量占全区总供水量和总污水处理量的 95% 以上。2021 年，公司实现水务业务收入 6.15 亿元，同比增长 8.02%，其中，供水收入为 3.29 亿元，较上年增长 7.52%，污水处理收入 2.86 亿元，较上年增长 8.33%。

截至 2021 年末，水业公司拥有 3 座在运营水厂，分别为松江自来水有限公司、松江西部自来水有限公司、松江东部自来水有限公司。公司日制水能力 66 万立方米，供应人口约为 140 万人。2021 年，水业公司供水量及销售量均实现平稳增长，管网漏损率进一步下降。跟踪期内，公司水源和水价未发生变化，售水结构中以生活用水和工业用水为主，占比基本保持稳定。此外，水业公司在建水厂 1 个，系松江自来水车墩水厂扩建 16 万 T（新车墩水厂）项目，计划总投资 4.09 亿元，已投资 3.50 亿元。

表 5：近年来水业公司供水业务情况（万立方米/日、万立方米、%）

项目名称	2019	2020	2021
设计日供水量	66	66	66
供水量	16,340.85	16,260.34	17,097.50
销售量	13,595.10	13,128.63	13,903.07
管网漏损率	16.80	15.04	13.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理业务方面，截至 2021 年末，水业公司拥有四座在运营污水处理厂，日污水处理能力 47.80 万立方米，平均日污水处理量 46.01 万立方米。污水处理收费标准在跟踪期内未发生变化。

截至 2021 年末，水业公司在建污水处理厂项目共计 4 个，项目建设资金全部由区财政拨付，项目总投资 37.12 亿元，已投资 15.52 亿元，建成后预计增加公司日污水处理能力 25.70 万立方米。截至 2021 年末，水业公司暂无拟建项目。

表 6：截至 2021 年末公司在建污水处理厂（万立方米/日、亿元）

项目名称	污水处理能力	总投资	已投资
松江污水厂第四期改扩建	6.20	8.57	4.85
西部污水处理厂三期改扩建工程	9.50	8.11	4.79
松东污水处理厂改扩建	4.00	7.95	2.16
松申污水处理厂三期扩建	6.00	12.49	3.72
合计	25.70	37.12	15.52

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，水业公司还提供给排水工程建设服务，2021 年，水业公司自来水工程业务收入为 1.78 亿

元，较上年增长 36.00%，主要系 2020 年因受疫情影响当年工程量大幅减少，故 2021 年度增幅相对较大。2021 年 3 月，给排水工程收费政策取消，目前政府补贴政策尚在讨论中，该业务板块收入规模后续或将下降，中诚信国际将对该事项保持关注。

表 7：近年来水业公司自来水工程收入构成（万元）

项目	2019	2020	2021
接水工程款	5,764.91	2,725.83	6,761.15
排管工程	16,289.04	7,516.52	8,582.28
排水费费用	-	-	-
消防栓工程	152.79	42.17	20.37
装表接水工程	4,122.96	2,772.89	2,394.90
合计	26,329.70	13,057.41	17,758.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

保障房建设业务稳步推进，业务持续性较好；部分项目与各级政府签订供应协议，建设资金来源较有保障；但另有部分项目资金平衡方式暂未确认，中诚信国际对此表示关注

公司负责松江区保障房建设任务，该业务运营主体主要为孙公司上海松江方松建设投资有限公司（以下简称“方松公司”）、子公司新城公司及子公司新松江置业。2021 年，公司实现房屋销售 4.87 亿元，主要来自于新松江置业公司已完工的龙潭南苑、茸北苑项目及新城公司泗泾洞泾大居保障房项目。

方松公司承担了较多的市属动迁安置房项目建设。截至 2021 年末，方松公司在建保障房项目共 2 个，项目总投资 35.73 亿元，已投资 26.67 亿元。其中，佘山北大型居住社区项目为市属动迁安置房，建筑面积 29.66 万平方米。截至 2021 年末，项目总投资 25.68 亿元，已投资 21.47 元。方松公司与市、区住房保障房屋管理局签订《项目建设协议书》，待房源供应关系确定后，方松公司与各区置地公司和房屋旧改征收工作指挥部等单位签订《供应协议》，以上单位明确按“计划预定 5%、开始搭桥 30%、取得预售 55%、交付使用 10%”的节点要求付款。九里亭 SJP00101 单元 07A-07A 地块项目通过委托代建方式开展，建筑面积 10.08 万平方米。截至 2021 年末，项目总投资 10.05 亿元，已投资

5.25 亿元。依据方松公司与上海市松江区九里亭街道办事处签订项目回购协议书约定，方松公司可获得 1,776.08 万元的开发管理费用。

此外，SJC10027 单元 30-01 号动迁安置房地块和 SJC10027 单元 31-01 号动迁安置房地块项目位于松江区车墩镇，原系方松公司依据政府开发规划投资建设。2021 年 3 月，因车墩镇战略规划调整，上述两个项目按照投入成本加成 6% 共计 5.87 亿元由车墩镇政府进行回购，根据计划，车墩镇政府应于 2021 年 6 月 21 日前支付约 1.01 亿元，2021 年 12 月 21 日前支付约 4.87 亿元及其利息；截至 2021 年末，公司仅收到车墩镇政府支付的 0.1 亿元，需关注后续款项收回情况。

新城公司主要承担松江区大型社区保障房建设、南部新城、郊野公园等区域的开发和项目建设。新城公司与区土储中心签订了《房屋建设和回购协议》，负责保障房项目的建设和销售。新城公司依据工程金额 2% 的建设管理费、3% 的利润及 1% 的销售管理费确认收入。截至 2021 年末，新城公司重点项目为松江南站大型居住社区动迁安置房项目，规划总投资 10.80 亿元，已投资 5.36 亿元，建设资金来源为财政拨款。

新松江置业主要负责运营松江区内公租房业务，新松江置业通过收购房屋、无偿划拨、新建方式取得房源，然后通过改建装饰，对不符合公租房要求的房源进行面积、水电等配套的改建，家具家电配置，将其改造成符合公租房要求的房屋。达到

出租条件后，新松江置业下属子公司上海松江公共租赁住房投资运营有限公司委托专业评估机构依据同一区域、相同地块租房租金水平，在此基础上按略低于市场价租金的原则确定公租房租金价格，并在区房管部门完成备案手续，进行房屋出租。

此外，新松江置业负责安置房项目及城中村改造项目建设。安置房项目属于政府回购类项目，其所需土地由新松江置业招拍挂取得，建设资金来自于自筹，施工方建设完成后，房屋由政府按照协议价格回购并委托街道分配给动迁户，公司仅负责办理房屋销售手续等，销售完毕后政府统一进行资金结算。城中村改造项目建设则属于公司自行开发和自行销售项目，其建设资金来自于自筹和银行借款。其中，沪松路 50 弄项目全部系动迁安置房，目前正处于项目建设阶段，因土地成本有所上升，销售价格及项目收益暂时无法确定；戴家浜、大涨泾前期阶段项目则包含动迁安置房和商品房，动迁安置房部分由公司直接销售给安置户，多为略微亏损，商品房部分则根据实际情况自行对外出售，并用该部分销售款平衡整个项目的建设资金，目前项目正处于动拆迁阶段，销售价格及项目收益暂时无法确定。

截至 2021 年末，新松江置业主要在建项目计划总投资合计为 47.86 亿元，累计完成投资 7.99 亿元。拟建项目方面，截至 2021 年末，新松江置业拟建项目为车墩 28-01 地块公租房项目，截至目前尚未竞拍土地，开工时间暂定为 2022 年 10 月，项目总投资 1.50 亿元，资金来源为自筹。

表 8：截至 2021 年末松江国投在建保障房项目情况（亩、万平方米、亿元）

项目名称	运营主体	用地面积	建筑面积	建设周期	总投资	已完成投资	资金来源
佘山北大型居住社区	方松公司	175.20	29.66	2011.7-2018.9	25.68	21.47	财政拨款
九里亭 SJP00101 单元 07A-07A 地块	方松公司	3.14	10.08	2020.1-2022.6	10.05	5.25	财政拨款
松江南站大型居住社区 c18-28-01 地块动迁安置房项目	新城公司	73.60	12.96	2018.6~2022.6	10.80	5.36	财政拨款
松江区岳阳街道 SJC10012 单元 28A-06 号地块动迁安置房项目	新松江置业	39.31	8.67	2019.9~2024.12	8.51	2.98	自筹及银行贷款
沪松路 50 弄（城中村改造项目）	新松江置业	11.95	1.85	2019.1~2022.12	1.49	1.11	自筹及银行贷款
戴家浜、大涨泾前期阶段（城中村改造项目）	新松江置业	221.76	15.61	2020.1~2025.12	30.66	0.97	自筹及银行贷款
工业区 SJC10024 单元 09-10 号地块租赁住房	新松江置业	33.52	6.43	2020.6~2023.01	7.20	2.93	自筹及银行贷款

新建工程项目								款
合计		558.48	85.26	-	94.39	40.07		-

注：余山北大居住社区项目超期，主要系其中部分项目暂未完成竣工决算所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程施工业务资质优良，展业范围主要集中于松江区，跟踪期内公司工程施工业务收入大幅增长

工程施工业务主要是由新松江置业的子公司上海市凯达公路工程公司（以下简称“凯达公司”）负责经营。凯达公司主要负责市政公用工程、公路工程、房屋建筑工程的施工、园林绿化工程以及绿化养护等业务，拥有市政公用总承包一级、公路总承包二级以及建筑工程三级资质。2021年，公司实现道路工程业务收入10.27亿元，同比增长76.35%，主要系工程承接量及完工量增加所致。

凯达公司业务主要集中在松江区，经过多年的发展，具有一定的市场竞争优势。2021年凯达公司签订工程合同金额7.56亿元。在建项目方面，截至2021年末，凯达公司主要在建项目共计4个，总投资8.35亿元，已投资3.65亿元，尚需投资4.70亿元。

表 9：截至 2021 年末凯达公司主要在建道路工程项目（亿元）

工程名称	建设周期	总投资	已投资
松江区玉阳大道（白宁路-车香路）新建工程	2019.5-2022.12	4.26	1.93
叶新-大叶公路（新工路-老黄桥港）道路改建工程 C03 标	2020.3-2022.12	2.17	0.61
石湖荡社区卫生服务中心及松江区院前急救石湖荡 分站工程	2021.1-2022.12	1.26	0.52
泖港镇黄桥村乡村振兴示范村配套工程	2021.6-2021.12	0.66	0.59
合计		8.35	3.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

拟建项目方面，截至2021年末，凯达公司拟建项目包括叶新-大叶公路（老黄桥港-叶榭镇界）道路改建工程（四标）、G320公路（松江金山区界-北松公路）改建工程 SJ-2 标段等，合同金额共计3.63亿元。

表 10：截至 2021 年末凯达公司主要拟建道路工程项目（亿元）

工程名称	总投资
叶新-大叶公路（老黄桥港-叶榭镇界）道路改建工程（四标）	1.25
G320公路（松江金山区界-北松公路）改建工程 SJ-2 标段	2.38
合计	3.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司作为松江区重要的基础设施建设主体，承担了松江区的基础设施建设任务，承担政府监管职能的项目由财政资金统一安排，目前公司主要从事排水工程、市政工程以及社区配套基础设施建设

公司目前实际基础设施建设任务承担者主要系水业公司、方松公司和新城公司，其中水业公司主要承接松江区内居民、企业和政府单位部门的排水工程、污水管网等建设服务；方松公司则主要承接余山北大居住社区的配套基础设施建设项目；新城公司则主要从事市政基础设施工程，暂未产生收入。2021年，公司基础设施建设业务板块实现收入1.78亿元，较上年平稳增长。此外，作为松江区重要的基础设施建设主体，松江城投承担了松江区较多基础设施建设的监管职能。截至2021年末，由松江城投承担监管职能的在建政府项目共103个，总投资额267.14亿元，已累计投资134.98亿元，尚有132.16亿元未支付。

方松公司目前在建基础设施建设项目为余山北大居住社区的配套基础设施建设项目（以下简称“余山项目”），方松公司按照市政、公建配套项目投入3%的管理费和2%的利润率的净额确认基础设施建设收入。根据余山项目整体规划，余山项目区域内需投资建设市政、公用、公建配套项目，匡算总投资64.12亿元。截至2021年末，余山项目区域内的基础设施项目已投资26.16亿元，资金来源方面，1.56亿元来自松江区大型社区推进办，6.40亿元来自松江区住房保障中心，14.88亿元为收取

的配套费及财政拨款配套资金，3.32 亿元为方松公司自有资金。资金回流方面，建设资金主要通过资本金注入及向土地摘牌企业收取的区内市政公建配套设施建设费用收回。

新城公司主要在建市政基础设施工程包括松南郊野公园和广富林郊野公园项目等，上述项目计划总投资合计 56.18 亿元，截至 2021 年末，新城公司已完成投资 30.14 亿元。由于新城公司在建项目建设资金大部分来源于松江区财政局，未来资本支出压力不大。截至 2021 年末，新城公司暂无拟建项目。

表 11：截至 2021 年末新城公司在建项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资	资金来源
松南郊野公园	29.00	16.20	松江区财政局
广富林郊野公园	27.18	13.94	松江区财政局
合计	56.18	30.14	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司公交业务在松江地区具有垄断地位，该业务公益属性较强，可持续获得政府运营补贴；轨道交通建设资金全部来源于财政，投资压力较小，且目前有轨电车已进入试运营阶段，未来有望增加公司营业收入

公共交通业务由公司下属子公司松江交投负责经营，主要包括轨道交通建设和公交业务。2021 年，公司实现公交运输收入 1.18 亿元，同比增长 40.79%，主要系 2020 年度受疫情影响客运数明显减少，2021 年有所恢复。

有轨电车投资建设运营方面，松江交投主要负责松江地区轨道交通和有轨电车投资建设，轨交沿线商业地产开发；公共交通、有轨电车运营管理。在建项目方面，截至 2021 年末，松江交投在建项目主要为有轨电车 T1、T2 示范线、交之影大厦（一期）项目等，计划总投资 44.78 亿元，已完成投资 38.14 亿元。松江交投项目建设资金来源主要为财政拨款，公司投资压力较小。截至 2021 年末，松江交投暂无拟建项目。

表 12：截至 2021 年末松江交投在建项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资	资金来源
有轨电车 T1、T2 线	36.83	35.05	财政
交之影大厦（一期）	6.47	2.65	自有
泗泾站泗安路	0.49	0.01	自有
泗泾站外婆泾路	0.22	0.01	自筹
9 号线松江醉白池站配套管理用房二期工程	0.62	0.30	自筹
大学城临时停车场	0.07	0.07	自筹
九里亭临时公交枢纽配套设施项目	0.08	0.05	自筹
合计	44.78	38.14	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公交业务方面，松江交投承担了松江地区的公共运输职能，在松江区具有垄断地位。截至 2021 年末，松江交投拥有公交线路 127 条，拥有公交车辆 855 辆。2021 年，松江交投客运人数 7,399.85 万人，完成里程数 4,687.64 万公里。

表 13：2019~2021 年公交业务运营情况

项目名称	2019	2020	2021
车辆数（辆）	854	880	855
公交线路数（条）	127	128	127
客运数（万人）	10,556	6,501	7,399.85
里程（万公里）	4,794	4,506	4,687.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司公共交通业务盈利能力较差，主要依靠政府补贴来保持运营，2021 年松江交投获得政府补助 6.79 亿元，其中运营补贴 5.39 亿元，呈逐年增加趋势。

表 14：2019~2021 年补贴情况（万元）

项目名称	2019	2020	2021
购车补贴	3,225	0.00	4,235
运营补贴	42,414	43,414	53,850
其他补贴	7,386	9,075	9,833
合计	53,025	52,489	67,918

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司经营性资产面积较大、出租率较高，随着新建物业的投入使用，未来该板块收入有望进一步增长

公司房屋管理租赁业务涉及的房产主要为住房、商铺和办公楼等。截至 2021 年末，公司主要出租资产可供出租面积 101.51 万平方米。出租率方面，办公大楼出租率通常比较高；公租房受地理位置等

因素的影响出租率有所不同，此外，新城水云间、雅居乐星徽、新城云间锦院及上坤旭辉墅等房源于本年度投入使用出租率较低。签约方式方面，住房类一般2年一签，办公大楼合同期限通常为1~3年，公安大楼签约时间为10年。2021年，公司实现租

赁业务收入分别为6.78亿元，增长54.85%，主要系2020年因疫情减免了3个月租金且本年度公租房新房源投入运营等因素所致。

表 15：公司主要的可供出租资产情况（平方米、元/平米/每天）

物业名称	可供出租面积	出租率(%)	平均租金水平
华亭新家苑一期、二期公租房	51,387.94	96.00	1.10
茸城新业苑公租房	22,072.77	98.00	1.22
休闲绿地一期、二期公租房	6,235.62	99.00	1.27、1.52
中山中路831弄公租房	1,313.98	98.00	1.22
万科梦想派公租房	7,355.28	96.00	1.86
信达蓝爵公租房	6,664.96	99.00	1.68
万科云间传奇公租房	4,316.20	89.00	1.40
上坤红树湾	1,882.87	100.00	1.67
合景天悦	6,342.30	99.00	1.86
廉租住房并轨房源（新置业）	4,015.37	98.00	1.1
绿地松江名苑	2,985.57	100.00	1.38
金地艺境苑	5,267.63	99.00	1.10
首创锦悦	5,793.48	99.00	1.32
雅居乐星徽	6,590.08	46.00	1.28
新城水云间	1,954.64	79.00	1.01
上坤旭辉墅	3,182.76	-	1.20
翡丽华庭	6,908.98	100.00	1.63
松江颐景园	5,182.27	100.00	1.17
麓源	2,007.12	92.00	0.79
新城云间锦院	1,371.45	33.00	0.97
佘山院子	2,829.83	100.00	0.98
林肯公园	4,900.76	100.00	1.48
信达蓝尊	4,853.50	100.00	1.60
建发玖珑湾	3,838.95	97.00	1.64
丰源大厦5-20楼	11,642.08	100.00	1.80
通波路50号	8,030.70	100.00	0.33
佘北商铺	16,982.82	100.00	5.51
建设大厦	16,978.13	100.00	1.03
松汇东路25号城东汽车站	27,764.90	100.00	0.22
松通停车场	7,259.00	100.00	2.78
城通大楼	6,174.48	100.00	1.42
松汇东路25号（开心公寓）	3,047.00	100.00	0.46
九峰路地下车库	2,889.46	100.00	1.86
西林北路333号	2,501.37	100.00	2.54
乐都路437-445号	1,918.00	100.00	0.93
九峰源广场	340.70	100.00	10.66
城通大楼	6,174.48	100.00	1.42
新飞园	102,425.55	90.08	0.47-1.2
锦昔园	61,238.11	86.98	0.62-1.25
晨星二期	52,991.88	97.50	0.89
书慧园二期	45,536.82	95.48	0.7-1.1
书慧园一期	40,915.99	100.00	0.8-1.2
公安大楼	50,704.44	100.00	1.62
南乐路园区	19,611.50	100.00	0.82

云城大厦	11,900.00	100.00	1.20
新城公司所属资产	147540.82	92.71	1.02
大学城公司所属资产	24215.15	94.97	1.86
学雅公司所属资产	44,325.00	97.07	1.13
工程服务公司所属资产	54,009.87	83.02	0.67
新城投资集团所属资产	14,476.13	100.00	3.45
三辰苑	21,769.33	100.00	0.51
启源集团	18,661.12	100.00	0.59
烟草大楼	9,260.60	100.00	1.88
胡氏公司	8,592.92	100.00	2.42
云间商厦	3,326.92	94.26	1.00
戴家浜农贸市场	1,625.00	100.00	1.52
小商品市场	1,014.47	100.00	1.08
合计	1,015,099.05	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司经营业务范围较为多元，跟踪期内，商品销售、环保业务和非银金融服务等业务收入保持平稳增长，对公司营业收入形成良好补充

除天然气、水务、保障房、公共交通、基础设施和工程施工等业务外，公司还有商品销售业务、房屋租赁、环保业务和非银金融服务等业务。

公司商品销售业务主要包括百货零售、粮油销售及医疗器械销售，业务的经营主体均为商发集团的下属子公司。医疗器械销售主要面向松江区各医疗卫生单位，经营范围覆盖各种一、二、三类医疗器械的批发、零售以及危险化学品等批发业务，办公用品批发。百货、粮油零售业务主要针对松江本地消费群体。截至 2021 年末，商发集团总资产为 33.54 亿元，净资产为 21.56 亿元。2021 年，商发集团实现营业收入 13.60 亿元，实现净利润 2.35 亿元，经营活动产生的现金流量净额 1.47 亿元。商发集团 2021 年末资产和权益较上年末平稳增长，收入和利润较 2020 年有所增加，经营活动净现金流由负转正。

公司环保业务主要由松江城投下属子公司上海净达环境卫生发展有限公司（以下简称“净达环境”）负责。截至 2021 年末，净达环境主要承担松江区 8 个街镇和 1 个开发区道路保洁面积 633 万平方米、公厕保洁 134 座、建筑垃圾公共设点清运 150 个、生活垃圾公共设点清运 305 个、河道保洁 1,190 万平方米，以及大型垃圾房、中转站和松江区填埋

场封场后的管理。净达环境卫生收入主要来源于市政环卫作业收入、建筑工程渣土清理收入和日常垃圾清理收入。其中，市政道路的环卫费用由政府部门直接拨付，其他居民的环卫费用由政府代收后拨付给公司。由于市政环卫工作为城市日常运营维持所必需，公司环境卫生业务收入呈现稳定增长趋势。2021 年，公司环境卫生板块实现收入 4.63 亿元。

公司非银金融服务业务主要由云城租赁和良辰投资负责。其中，云城租赁是经商务部和国税总局批准的全国第十三批内资融资租赁试点企业，由松江国投出资设立，是上海市首家由区县国资公司投资设立的融资租赁企业，注册资本 5 亿元。云城租赁以售后回租业务为主，截至 2021 年末，云城租赁回租和直租业务金额分别为 11.28 亿元和 10.47 亿元，占比分别为 51.29%和 47.60%。2021 年，公司实现融资租赁业务收入 2.18 亿元，较上年有所增长。

良辰投资成立于 2005 年 3 月，良辰投资以 FOF 作为投资模式，原则上只投资基金。截至 2021 年末，良辰投资已对外投资 1.87 亿元，收回投资 2.30 亿元，撬动资金 30.71 余亿元，投资的 107 个项目中，投资阶段包括天使轮、VC、PRE-IPO 等，投资领域涵盖大健康、教育、医疗以及高端制造业等新兴产业，行业分散度较好。

公司还参股了部分商业银行，如上海松江民生村镇银行股份有限公司、兴业银行、上海银行、广发银行及厦门国际银行，截至 2021 年末，公司共持

有银行股份账面金额合计 15.14 亿元，每年可为公司贡献较为可观的投资收益，对公司利润形成一定补充。

表 16：截至 2021 年末公司持有银行股份情况（亿元）

项目名称	持股金额
上海松江民生村镇银行股份有限公司	1.60
兴业银行	2.86
上海银行	4.04
广发银行	1.59
厦门国际银行	5.05
合计	15.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于公司提供的经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年和 2021 年审计报告，其中，2019 年及 2020 年财务数据采用审计报告期初数，2021 年财务数据采用审计报告期末数据，公司各期财务报告按照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

跟踪期内，公司利润总额平稳增长，期间费用率进一步下降；但公司自身盈利能力较弱，利润对政府补助的依赖性仍较大

2021 年公司实现营业收入 71.33 亿元，较 2020 年增长 24.12%。细分板块来看，除园林工程收入小幅下降外，其他各板块收入均实现不同程度增长。毛利率方面，2021 年公司业务综合毛利率为 9.99%，较 2020 年同比减少 2.4 个百分点，其中燃气、供水业务毛利率相对稳定；环境卫生、园林工程业务毛利率有所下降主要系当年人工成本有所增加所致；融资租赁毛利率平稳增长；房屋销售毛利率同比下降 9.11 个百分点主要系当年销售的动迁安置房项目利润较低所致；公交运输收入因业务具有公益性，仍呈现亏损状态。

表 17：近年来公司营业收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
燃气供应	9.92	9.59	10.70
集中供水	5.67	5.69	6.15
环境卫生	4.50	3.28	4.63
公交运输	1.46	0.84	1.18

租赁业务	5.28	4.38	6.78
融资租赁	2.34	1.72	2.18
房屋销售	3.56	4.37	4.87
道路工程	8.02	5.82	10.27
园林工程	1.58	2.32	1.90
商品销售	9.42	9.21	11.45
基础设施建设	2.81	1.45	1.78
其他	9.61	7.70	9.45
合计	64.18	57.46	71.33

毛利率	2019	2020	2021
燃气供应	22.39	24.20	22.94
集中供水	16.52	16.37	16.47
环境卫生	21.28	24.99	13.09
公交运输	-323.46	-713.69	-564.01
租赁业务	129.51	42.01	44.33
融资租赁	32.88	49.76	63.48
房屋销售	20.54	11.43	2.32
道路工程	14.13	17.13	11.60
园林工程	12.72	10.24	3.22
商品销售	6.35	8.63	7.78
基础设施建设	38.90	34.88	27.34
其他	36.33	29.25	27.48
综合毛利率	22.18	12.39	9.99

注：公司其他收入主要包含旅游饮食服务业收入、资金占用费收入、广富林运营收入以及地块开发收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要由管理费用构成。2021 年公司期间费用增加 2.23 亿元至 15.72 亿元，其中管理费用稳步推升，财务费用增长明显，主要系财务性利息支出增加所致。但受益于营业收入的增长，公司期间费用率较 2020 年小幅下降。整体来看，公司期间费用率近年来虽有所下降，但仍处于较高水平，需进一步加强对期间费用的管理。

表 18：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021
销售费用	2.63	2.68	2.76
管理费用	14.02	10.75	11.54
研发费用	--	--	--
财务费用	-0.18	0.06	1.41
期间费用合计	16.47	13.50	15.72
期间费用收入占比	25.67%	23.49%	22.04%
利润总额	14.42	8.14	9.41
经营性业务利润	8.01	4.15	5.00
其中：其他收益	11.44	12.16	14.70
投资收益	3.90	2.65	2.57

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资

收益构成。公司经营性业务利润主要由计入其他收益的政府补助构成。2021 年公司利润总额平稳增长，利润对政府补助的依赖仍较大。此外，2021 年公司投资收益主要来自于交易性金融资产持有期间产生的投资收益。

随着公司业务不断推进，公司资产规模、资本实力、债务规模均进一步增长，财务杠杆仍处于适中水平；同时，公司对斐讯公司的投资款及借款金额相对较大，中诚信国际对相关款项回收情况保持关注

随着股东的支持力度不断增强以及公司多元化业务逐渐推进，公司资产规模持续增长，公司资产以流动资产为主，2021 年末流动资产占比为 59.75%。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、其他应收款及存货构成，其中货币资金同比增长 42.55%，主要得益于公司自身业务开展产生的现金流入以及股东方资金投入等因素，截至 2021 年末公司受限货币资金余额为 1.10 亿元。公司交易性金融资产全部系权益投资工具，同比增长 64.04%，主要系新增购买金融资产。公司其他应收款呈稳步增长趋势，截至 2021 年末，公司其他应收款中包括应收上海斐讯数据通讯技术有限公司（以下简称“斐讯公司”）8.53 亿元，主要系往来借款，借款利率为 6%，斐讯公司日常生产经营尚未完全恢复，目前正在推进相关战略重组，中诚信国际将对斐讯公司的生产经营恢复状况及公司款项回收情况保持持续关注；应收中达建设集团股份有限公司款项 2.82 亿元，该公司于 2019 年 12 月被纳入失信被执行人名单，公司与其的应收款项在法院诉讼中已胜诉，尚在执行过程中，已全额计提坏账准备。截至 2021 年末，公司其他应收款（不含应收利息和应收股利）账面余额为 46.13 亿元，计提坏账准备 3.02 亿元，期末账面价值为 43.11 亿元。公司存货主要由开发成本、开发产品、工程施工和合同履约成本构成，包括新城公司、新置业基建项目、松江交投站点、停车场等交通基础设施类项目成本支出、新城公司和经开集团物业项目、松江城投监管

政府工程等，2021 年末同比下降 11.35%，主要系方松公司 2021 年出售合并范围内城东公司股权减少存货 22 亿元以及广富林商业项目从开发成本转入投资性房地产和固定资产金额分别为 12.51 亿元和 5.8 亿元所致。

2021 年末，公司非流动资产占比 40.25%，主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产及在建工程等科目构成。其中，投资性房地产同比增长 81.56%，增长幅度较大，主要系新松江置业下属公租房公司无偿接收 5%配建房投入运营，广富林商业项目从开发成本转入投资性房地产所致；长期股权投资系、固定资产和在建工程期末余额均平稳增长，整体变化不大。

表 19：截至 2021 年末公司金额重大的其他应收款（亿元、%）

债务人名称	账面金额	占比
上海斐讯数据通信技术有限公司	8.53	19.79
上海市松江区文化广播影视管理局	6.82	15.82
上海车墩资产经营有限公司	5.99	13.90
中达建设集团股份有限公司	2.82	6.55
松江区规划和自然资源局	1.47	3.42
合计	25.64	59.48

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 20：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021
货币资金	93.07	101.55	144.75
交易性金融资产	0.02	24.95	40.93
其他应收款	34.65	38.99	44.11
存货	302.03	324.19	287.40
长期股权投资	9.21	46.20	46.28
投资性房地产	39.49	40.66	73.82
固定资产	125.92	128.21	129.47
在建工程	53.92	62.32	68.01
总资产	807.04	863.80	926.48

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着业务的扩张，公司负债总额亦呈扩张态势。截至 2021 年末，公司负债总额主要由预收款项、合同负债、其他应付款、长期借款、应付债券和长期应付款构成。其中预收款项主要系各级财政拨付项目建设款、预收市政配套款、预收动迁安置房（搭桥房款）项目款等；合同负债增幅较大主要系新城公司及新置业公司预收的大居保障房项目

配套费；其他应付款主要系应付松江区财政局以及松江区国资委等政府单位的往来款及动迁安置回购款等，2021年末其他应付款有所下降主要系车墩镇政府回购项目公司上海城东投资开发有限公司股权，其应付松江区财政局款项不再并表所致；公司长期借款以信用借款为主，2021年末长期借款同比下降 25.30% 主要系抵押借款规模减少；应付债券大幅上升主要系公司新增发行 12.00 亿元的“21 松江国投 MTN001”、20.00 亿元的“21 松国 01”以及子公司松江城投发行的 18.00 亿元“21 松建 01”所致；长期应付款主要为政府债务置换资金、松江区财政局拨付的项目建设专项资金等，2021 年末长期应付款明显增加主要系广富林文化遗址财政拨款增加以及政府债务置换资金增加等所致。

表 21：近年来公司主要负债情况（亿元）

	2019	2020	2021
预收款项	131.00	132.07	118.81
合同负债	-	7.49	33.14
其他应付款	66.88	63.56	50.60
长期借款	58.65	44.76	33.44
应付债券	11.43	9.95	58.29
长期应付款	49.33	78.90	110.11
总负债	377.81	416.80	474.35

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

所有者权益方面，受益于公司自身利润积累，2021 年末公司所有者权益规模进一步增长至 452.13 亿元。财务杠杆方面，2021 年末公司资产负债率和总资本化比率均小幅推升，分别为 51.20% 和 22.73%，财务杠杆仍然维持在适中水平。

公司总债务规模进一步增长，但经营活动现金流能够对债务利息形成良好覆盖，且公司债务规模合理，短期债务压力不大，货币资金可覆盖短期债务，公司整体偿债能力极强

公司总债务规模呈增长态势，但债务结构有所优化，短期债务压力不大。2021 年末，公司总债务规模为 132.98 亿元，长短期债务比为 0.25。得益于短期债务规模的压降及货币资金的增长，公司货币资金对短期债务覆盖能力大幅提升，截至 2021 年末，公司货币资金/短期债务为 5.39 倍，短期偿债压

力不大。

2021 年公司经营活动净现金流大幅增长，主要系子公司新城集团当期因松南郊野公园等项目建设收到的政府专项拨款较多所致，公司经营活动净现金流能够对债务利息形成良好覆盖。

表 22：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
短期债务	40.95	52.84	26.84
长期债务	82.49	68.76	106.14
总债务	123.44	121.60	132.98
货币资金/短期债务	2.27	1.92	5.39
经营活动净现金流	10.31	13.69	36.90
经营净现金流/总债务	0.08	0.11	0.28
经营活动净现金流/利息支出	2.39	2.70	8.25

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从债务到期期限来看，2022 年~2025 年，公司每年需偿还债务分别为 26.84 亿元、13.15 亿元、16.88 亿元、2.50 亿元，公司大部分债务于 2026 年及以后到期，短期偿债压力不大。

表 23：截至 2021 年末公司到期债务分布情况（亿元）

到期年份	2022	2023	2024	2025
到期金额	26.84	13.15	16.88	2.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司外部授信充足，受限资产规模相对较小；需继续关注对斐讯公司的担保可能面临的或有负债风险

银行授信方面，截至 2021 年末，公司获得银行授信总额 128.41 亿元，已使用授信额度 61.00 亿元，未使用授信额度 67.41 亿元，财务弹性较好。

或有负债方面，截至 2021 年末，公司对外担保金额为 11.04 亿元，被担保方包括斐讯公司和上海城东投资开发有限公司等，对外担保金额占净资产的 2.44%。其中公司对斐讯公司担保 3.49 亿元，斐讯公司仍处于重组阶段，日常生产经营尚未完全恢复，公司存在一定的或有负债风险，中诚信国际对该事项保持持续关注。

受限资产方面，截至 2021 年末，受限资产账面价值共计 14.23 亿元，主要系因保证金及银行借款

抵质押受限的货币资金、存货、固定资产、在建工程、投资性房地产以及其他流动资产等，占总资产的比例为 1.54%。

过往债务履约情况：根据公司提供的由中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2022 年 5 月 6 日，公司无未结清不良信贷信息记录，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

外部支持

作为上海市松江区国资企业出资平台，公司在松江区地位十分重要；公司天然气、水务及公交运输等业务在松江区具有垄断优势，可持续获得较多的财政补助

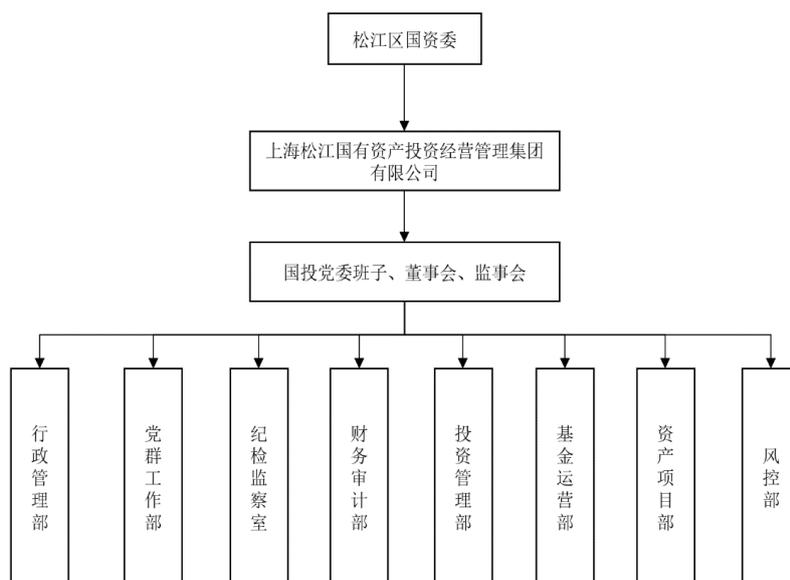
公司是直属于松江区国资委的大型国有独资企业，同时作为上海市松江区其他国资企业的出资人，持有松江区其他国有企业的股权，是松江区最重要的国有资产运营主体。

公司业务涵盖松江区范围内的城市开发、公共事业运营、非银金融服务、商品销售、商业物业开发、工业区开发服务以及资产租赁等领域，业务相对多元化，且各项业务均为关系到国计民生的重点行业，具有重要的战略地位。基于公司特殊的经营职能，自成立以来松江区政府不断给予公司各项优惠政策支持和直接资本注入，2021 年公司获得政府拨款 22.20 亿元计入资本公积。另外，由于公司子公司业务涉及公共交通、水务、天然气等政府公共事业，松江区政府对公司每年补贴资金较多。2021 年，公司计入其他收益的政府补助为 14.70 亿元。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 松江国投 MTN001”、“21 松国 01”和“22 松江国投 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司股权结构图及组织结构图 (截至 2021 年末)



资料来源：公司提供

附二：上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021
货币资金	930,740.33	1,015,450.12	1,447,517.36
应收账款	81,169.48	69,118.41	109,672.66
其他应收款	346,538.09	389,925.14	441,076.49
存货	3,020,336.89	3,241,857.61	2,873,980.70
长期投资	785,414.31	624,913.23	606,972.37
在建工程	539,238.86	623,245.52	680,080.50
无形资产	35,023.10	36,390.14	30,579.16
总资产	8,070,427.10	8,637,989.04	9,264,770.15
其他应付款	668,793.68	635,601.92	506,009.80
短期债务	409,536.94	528,442.29	268,429.40
长期债务	824,866.48	687,584.28	1,061,393.91
总债务	1,234,403.42	1,216,026.56	1,329,823.31
总负债	3,778,082.96	4,168,032.14	4,743,466.80
费用化利息支出	25,190.21	28,971.58	37,852.17
资本化利息支出	17,999.54	21,761.12	6,872.45
实收资本	85,379.57	106,379.57	106,379.57
少数股东权益	261,244.30	226,648.23	232,670.51
所有者权益合计	4,292,344.14	4,469,956.90	4,521,303.35
营业总收入	641,791.64	574,637.09	713,265.87
经营性业务利润	80,134.14	41,513.62	49,981.03
投资收益	38,984.66	26,481.28	25,651.35
净利润	104,618.90	56,974.35	68,070.45
EBIT	169,382.65	110,348.41	131,988.36
EBITDA	-	-	-
销售商品、提供劳务收到的现金	679,395.50	655,445.93	803,748.71
收到其他与经营活动有关的现金	1,150,344.75	762,071.14	2,112,077.75
购买商品、接受劳务支付的现金	660,279.34	695,730.91	738,127.09
支付其他与经营活动有关的现金	839,468.49	365,377.48	1,579,894.93
吸收投资收到的现金	8,575.92	104.62	539,946.03
资本支出	234,246.85	203,344.92	305,269.13
经营活动产生现金净流量	103,136.96	136,887.05	369,033.98
投资活动产生现金净流量	-6,498.84	-216,155.92	-338,178.82
筹资活动产生现金净流量	-168,066.55	154,749.97	405,381.89
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	22.18	12.39	9.99
期间费用率(%)	25.67	23.49	22.04
应收类款项/总资产(%)	8.41	8.47	8.83
收现比(X)	1.06	1.14	1.13
总资产收益率(%)	2.10	1.32	1.47
资产负债率(%)	46.81	48.25	51.20
总资本化比率(%)	22.34	21.39	22.73
短期债务/总债务(X)	0.33	0.43	0.20
FFO/总债务(X)	-	-	-
FFO 利息倍数(X)	-	-	-
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.39	2.70	8.25
总债务/EBITDA(X)	-	-	-
EBITDA/短期债务(X)	-	-	-
货币资金/短期债务(X)	2.27	1.92	5.39
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	-	-	-

注：1、中诚信国际根据 2020 年和 2021 年审计报告整理；2、公司总债务数据包括“其他应付款”、“长期应付款”和“专项应付款”科目中的带息债务部分；3、企业未提供 2019~2021 现金流量补充表，故相关指标无效。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

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

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。