



上海松江国有资产投资经营管理 集团有限公司 2023 年度跟踪评级 报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号:信评委函字[2023]跟踪1209号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果 上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司 AAA/稳定

本次跟踪债项及评级结果 “21 松江国投 MTN001”、“21 松国 01” AAA

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，中诚信国际认为松江区经济持续增长，财政实力稳步增强，在上海市下辖各区中处于中游水平，潜在的支持能力很强；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”或“公司”）战略地位突出，业务具有多元性，与松江区政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，松江国投多元化业务布局趋于稳定，资产规模将保持增长，能维持资本市场认可度，再融资能力保持强劲；但是，需关注公司资产流动性不足、应收类款项回收风险、或有负债风险及管控挑战等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

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等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

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，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下属的国有资产经营管理平台，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燃气、水务、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（以下简称“斐讯公司”）20.99亿元及中达建设集团股份有限公司（以下简称“中达建设”）2.82亿元，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，上述款项回收面临一定不确定性。此外，公司亦对斐讯公司提供担保余额为2.00亿元，存在一定的或有负债风险。
- **资产流动性不足。**公司存货规模较大，存货周转速度影响整体资产的流动性，公司资产流动性不足。
- **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。

项目负责人：于颖 yyu01@ccxi.com.cn

项目组成员：成铮 zhcheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021) 60330991

财务概况

松江国投（合并口径）	2020	2021	2022
总资产（亿元）	863.80	926.27	1,000.10
经调整的所有者权益合计（亿元）	417.97	423.64	397.14
总负债（亿元）	416.80	474.50	527.22
总债务（亿元）	99.14	121.13	167.08
营业总收入（亿元）	57.46	71.25	61.10
经营性业务利润（亿元）	4.15	4.67	-0.59
净利润（亿元）	5.70	6.64	0.26
EBITDA（亿元）	--	--	16.48
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	13.69	36.87	-37.21
总资本化比率(%)	19.17	22.24	29.61
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	3.36

注：1、中诚信国际根据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 2021 年审计报告及公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告审计并出具标准无保留意见的 2022 审计报告整理，其中，2020 年及 2021 年财务数据采用审计报告期初数，2022 年财务数据采用审计报告期末数据；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 2020~2021 年现金流量补充表，故相关指标无效。

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	21 松江国投 MTN001(AAA)	2022/06/27	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	--	2021/12/22	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（2022 年数据）

项目	松江国投	松江城投	新静安
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	上海市-松江区	上海市-松江区	上海市-静安区
GDP（亿元）	1,750.12	1,750.12	2,627.97
一般公共预算收入（亿元）	221.31	221.31	279.42
经调整的所有者权益合计（亿元）	397.14	105.81	69.37
总资本化比率（%）	29.61	20.40	54.33
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	3.36	3.79	1.27

注：新静安系“上海新静安（集团）有限公司”的简称；松江城投系“上海松江城镇建设投资开发集团有限公司”的简称。

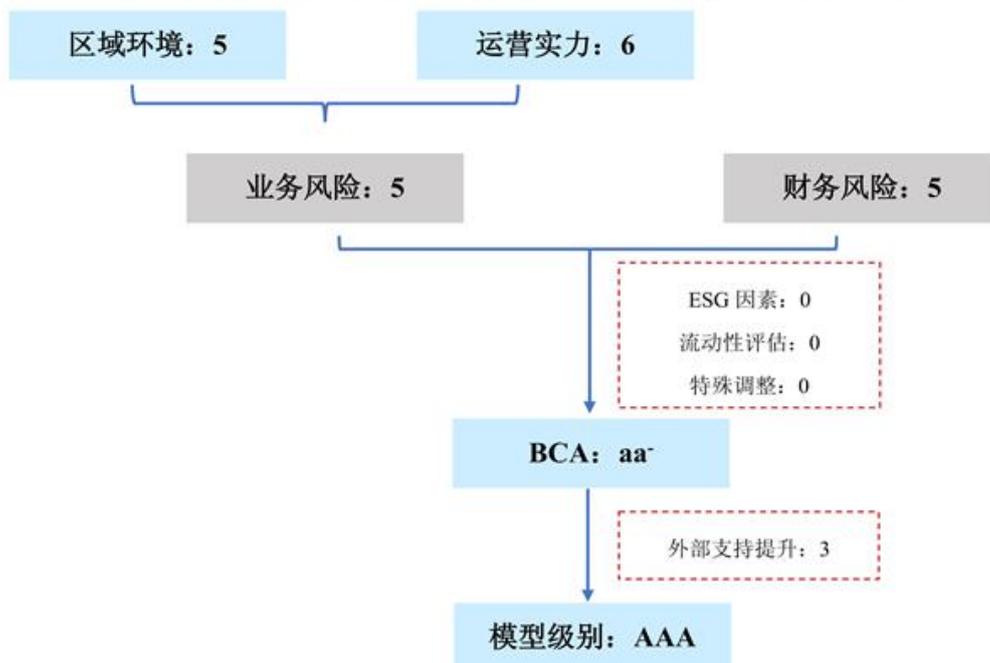
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 松江国投 MTN001	AAA	AAA	2022/06/27	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	2022/06/27	20.00	20.00	2021/08/05~2026/08/05 (3+2)	回售、票面利率选择权

评级模型

上海松江国有资产投资经营管理集团有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险:

中诚信国际认为，松江国投整合了松江区基础设施建设、公用事业及国有资产经营业务，作业范围覆盖松江区全域，具有垄断地位，同时，公司也在市场化领域进行了多元化探索，进一步丰富了收入结构，业务竞争力、业务稳定性和可持续极强。但是，2022 年公司多板块业务受外部环境影响较大，收入下滑明显，部分业务出现亏损，相关情况还需持续关注。

■ 财务风险:

中诚信国际认为，公司财务杠杆处于合理水平，具备很强的资本实力，且受益于政府的支持，近年来所有者权益持续增长；此外，公司主营业务现金流情况较好，收入质量较高。但是，公司资产流动性不足；部分应收类款项对手方经营情况不佳，款项回收存在一定的不确定性。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对松江国投个体基础信用等级无影响，松江国投具有 aa⁻ 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

中诚信国际认为，松江区政府有很强的支持能力和对公司很强的支持意愿，主要体现在松江区经济发展韧性不断增强，发展态势持续向好；松江国投作为松江区唯一的国有资产经营管理平台，各项业务关系到国计民生的重点行业，成立以来持续获得政府在资本注入、补贴等方面的大力支持，具备极高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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 年末，募集资金已按照募集资金规定用途使用完毕。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年

政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

近年来铁路等其他运输方式对公路运输造成一定的分流影响，公路运输在运输系统中占比将进一步压降，但仍是短距离运输的主要运输方式，在我国交通运输体系中占据主导地位；2021 年以来货运需求总量整体有所回升，客运总量和周转量延续下降趋势，随着经济企稳，客运相较于货运具有更大的反弹空间。受宏观经济增速放缓及收费公路投资边际效益递减等因素影响，全国收费公路通行费收入增速有所放缓；通行费和单公里通行费收入区域化差异明显且将长期存在；偿债及养护管理等成本不断增长使得收支缺口规模持续扩大，其中西部地区偿债压力相对较大。

行业政策近年来未进行大规模调整，按现行政策行业内企业均面临路产收费期的逐年递减风险；《收费公路管理条例》修订对缓解财政资金压力、提升收费公路运营效率及防范行业债务风险将形成一定保障，REITs 为公路运营主体提供直接融资的新渠道。

详见《中国收费公路行业展望(2022 年 12 月)》，报告链接 https://mp.weixin.qq.com/s/aVD8_99iEBxzRqEYKUBnoO

区域环境

松江区位于长江三角洲内上海市西南部，是上海连接整个长三角、辐射长江流域的核心区域。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。截至 2022 年末，松江区常住人口 195.45 万人，比上年增长 0.8%。

2022 年，松江区实现地区生产总值（GDP）1,750.12 亿元，比上年下降 4.3%。同年，松江区按 2021 年末常住人口计算的人均生产总值为 9.03 万元，在上海市下辖各区中居中下水平。2022 年，全区完成固定资产投资 523.91 亿元，比上年下降 14.6%。战略性新兴产业（制造业部分）2022 年实现工业总产值 2,969.71 亿元，比上年增长 0.1%，占全区规上的比重提升至 66.0%。

产业方面，松江区已成为世界著名跨国公司以及国内大型企业的重要集聚地，实现了以电子信息、现代装备、精细化工、新材料和生物医药为主的五大主导产业发展。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。

表 1：2022 年上海市下属区县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
上海市	44,652.80	-	17.99	-	7,608.19	-
浦东新区	16,013.40	1	27.70	4	1,192.49	1
黄浦区	3,023.05	2	59.53	1	273.95	4
闵行区	2,880.11	3	10.71	12	307.30	2
嘉定区	2,768.30	4	14.62	8	230.72	5
静安区	2,627.97	5	27.94	3	279.42	3
徐汇区	2,557.9	6	22.9	5	226.25	6
杨浦区	2,076.97	7	17.32	7	143.49	13
长宁区	1,922.19	8	28.08	2	155.60	12
宝山区	1,771.2	9	7.80	15	173.77	11
松江区	1,750.12	10	8.95	14	221.31	8
奉贤区	1,371.11	11	12.71	11	222.48	7
青浦区	1,334.45	12	10.54	13	217.14	9
虹口区	1,260.13	13	19.46	6	181.88	10
普陀区	1,248.23	14	13.88	9	138.12	14
金山区	1,117.74	15	13.57	10	105.83	16
崇明区	404.16	16	6.04	16	121.88	15

注：1、徐汇区人均 GDP 系根据 2022 年 GDP 及 2021 年末常住人口测算而来，其他各区人均 GDP 系根据 2022 年末常住人口测算而来；
2、一般公共预算收入数据使用各区域 2022 年预算执行报告、2022 年 1~12 月统计数据或政府工作报告披露数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

跟踪期内，受留抵退税等减税降费因素影响，松江区一般公共预算收入规模下降 11.5%，财政平衡能力亦有所下降；税收收入占比有所下降，但仍在 75%以上，税收收入中占比最高的两类为增值税和企业所得税，非税收入主要以国有资源（资产）有偿使用收入为主。政府性基金收入是松江区地方政府财力的重要补充。2022 年，松江区政府性基金收入较上年大幅增长，主要系国有土地使用权出让收入增加所致。再融资环境方面，松江区广义债务率水平不高，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，整体再融资环境较好。

表 2：近年来松江区地方经济财政实力

项目名称	2020	2021	2022
GDP（亿元）	1,637.11	1,782.28	1,750.12
GDP 增速（%）	3.9	6.5	-4.3
人均 GDP（万元）	8.58	9.19	8.95
固定资产投资增速（%）	7.7	1.4	-14.6
一般公共预算收入（亿元）	220.62	250.10	221.31
政府性基金收入（亿元）	71.36	153.39	197.16
税收收入占比（%）	84.38	80.27	75.74
公共财政平衡率（%）	69.16	70.52	61.65

注：1、税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；2、公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，松江国投的业务状况较好，公司作为松江区唯一的国有资产经营管理平台，整合了松江区基础设施建设、公用事业及国有资产经营业务，业务覆盖松江区全域，承担着松江区重大基础设施建设任务及燃气、水务、环卫及公交等民生业务，在松江区具有垄断地位，具有极强的业务竞争力；同时，公司也在市场化领域进行了多元化探索，道路工程、融资租赁、商品销售等业务对公司收入和利润形成了良好补充，

进一步丰富了收入结构；随着松江区域城镇化进程的加速推进，公司业务规模或将持续增长，业务可持续性极强。值得注意的是，2022 年受外部环境因素影响，多板块业务收入下滑明显，相关情况还需持续关注。

表 3: 2020~2022 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2020 年			2021 年			2022 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
燃气供应	9.59	16.69	24.2	10.70	15.00	22.94	11.83	19.37	20.36
集中供水	5.69	9.90	16.37	6.15	8.62	16.47	7.70	12.61	12.67
环境卫生	3.28	5.71	24.99	4.63	6.49	13.09	3.55	5.81	7.10
公交运输	0.84	1.46	-713.69	1.18	1.66	-564.01	0.80	1.31	-919.82
租赁业务	4.38	7.62	42.01	6.78	9.50	44.33	5.55	9.08	20.34
融资租赁	1.72	2.99	49.76	2.18	3.06	63.48	1.51	2.48	58.70
房屋销售	4.37	7.61	11.43	4.87	6.82	2.32	1.02	1.66	42.08
道路工程	5.82	10.13	17.13	10.27	14.39	11.6	7.66	12.53	20.07
园林工程	2.32	4.04	10.24	1.90	2.66	3.22	0.87	1.43	13.73
商品销售	9.21	16.03	8.63	11.45	16.05	7.78	14.73	24.11	6.65
基础设施建 设	1.45	2.52	34.88	1.78	2.49	27.34	-	-	-
其他板块	7.7	13.40	29.25	9.45	13.25	27.48	5.87	9.60	40.47
营业收入/毛 利率合计	57.46	100.00	12.39	71.33	100.00	9.99	61.10	100.00	6.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

燃气供应板块

公司天然气业务在松江区具有垄断优势，业务竞争力极强；近年来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，业务可持续性极强。

公司天然气供应业务主要由上海松江城镇建设投资开发集团有限公司（以下简称“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。松江燃气主要承担上海市松江区的燃气供应，其中在管道天然气方面松江市场占有率达 100%，具有区域性垄断优势，在瓶装液化石油气和其他燃气配套业务方面也具有一定优势，是松江区最大的燃气供应主体。

公司燃气业务采用燃气特许经营权的经营模式。松江燃气获得了上海市住房和城乡建设管理委员会颁发的燃气经营许可证，许可证有效期为 2016 年 5 月 13 日起至 2024 年 5 月 12 日止。公司将根据《燃气经营许可管理办法》的相关规定，在有效期届满前，及时向相关发证部门申请许可证有效期的延续。2020~2022 年，公司天然气业务收入分别为 95,937.29 万元、106,969.41 万元和 118,331.22 万元，占营业收入比重分别为 16.75%、15.00%和 19.37%。

管道天然气

管道天然气业务是松江燃气收入的重要来源，截至 2022 年末，松江燃气拥有地下管网 3,431.88 公里，拥有天然气居民用户 50.40 万户，工营事团用户 7,623 户。截至 2022 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%，该业务具有区域垄断优势。

业务模式上，松江燃气向天然气供应商购买天然气，并通过管网输送、销售给居民用户。松江燃气会与管道燃气居民用户签订协议，居民在专用的缴款卡上预存现金，在居民用气时，从缴款卡上扣款，当缴款卡余额不足时，将暂停居民用气，收款风险可控。企业用户用气时，用户先使用燃气，松江燃气根据每月的抄表量与企业用户进行月结，收款风险较小。

燃气价格方面，居民用户天然气价格较为稳定，非居民用户价格有所下调。2022 年 11 月 1 日起，松江燃气管道天然气收费标准根据上海市发展和改革委员会发布的【沪发改价管（2022）45 号】，对工业用户收费有所下调，其中，年用量在 120 万立方米以下部分按照 5.18 元/立方米收费，年用量在 120 万立方米到 500 万立方米部分按照 5.01 元/立方米收费，年用量在 500 万立方米以上部分按照 4.53 元/立方米收费。

表 4：截至 2022 年末松江燃气管道天然气收费标准

业务名称	年用量	收费标准
居民用户	310 立方米以下	3.00 元/立方米
	310~520 立方米	3.30 元/立方米
	520 立方米以上	4.20 元/立方米
工业用户	120 万立方米以下	5.18 元/立方米
	120 万~500 万立方米	5.01 元/立方米
	500 万立方米以上	4.53 元/立方米
营事团	--	3.30-3.95 元/立方米
其中：享受居民价格的学校、福利院等		3.05 元/立方米
享受优惠价格同类行业		3.43 元/立方米

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从管道天然气的供销情况来看，截至 2022 年末，公司燃气业务主要采购方为上海燃气（集团）有限公司。近年来，松江燃气的燃气采购及销售呈增长趋势。

表 5：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	2020	2021	2022
采购数量	28,450.45	31,439.00	32,361.30
平均采购价格	2.30	2.49	2.73
销售数量	27,521.88	30,281.64	31,344.86
平均销售价格	3.13	3.22	3.53
管道天然气销售收入	8.63	9.74	11.06

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

瓶装液化石油气及燃气配套业务

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。2020~2022 年，松江燃气分别实现零售瓶装液化石油气收入 0.30 亿元、0.34 亿元和 0.32 亿元。

表 6：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	2022
采购数量	7,527.29	5,946.11	5,788.36	4,559.70
平均采购价	0.36	0.31	0.44	0.54
零售销售数量	5,705.48	6,146.45	5,981.85	4,670.94
零售平均销售价格	0.54	0.48	0.57	0.68
瓶装液化石油气零售收入	0.40	0.30	0.34	0.32

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。

水务业务板块

公司水务业务在松江区亦具有垄断优势，业务竞争力极强；近年来，水务业务运营平稳，但 2022 年受外部环境影响，政府为推动复工复产调低部分月份非居民用户水费，公司水务业务收入有所下降。

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。水业公司本部负责松江区自来水供应业务，水业公司下属子公司上海松申水环境净化有限公司、上海松江污水处理厂有限公司、上海松东水环境净化有限公司和上海松江西部水环境净化有限公司负责松江区污水处理业务。2020~2022 年，公司水务业务收入分别为 56,948.11 万元、61,517.10 万元和 77,043.57 万元，占营业收入的比重分别为 9.94%、8.62% 和 12.61%。2022 年水务业务收入有所下降，主要系外部环境影响，政府为推动复工复产调低部分月份非居民用户水费所致。

截至 2022 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 145 万人。近年来受外部环境影响，水业公司供水量及销售小幅波动。

表 7：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	2020	2021	2022
设计日供水量	66	66	66.00
供水量	16,260.34	17,097.50	16,903.63
销售量	13,128.63	13,903.07	13,978.40
管网漏损率	15.04	13.25	13.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水源方面，松江区水源为金泽水库，取水段较好，在一定程度上保证了水业公司供水水质的稳定性。水价方面，松江区逐步建立了符合地方市场情况的水价形成机制与管理机制。2014 年 11 月，松江区对各行业水价进行上调。其中，居民用水实施三阶水价，分别为 1.92 元/立方米、3.30 元/立方米和 4.30 元/立方米；行政事业、商业、工业用水均由原来的 2.00 元/立方米上调为 2.89 元/立方米。

表 8：截至 2022 年末松江区水价情况表

项目	自来水价格（元/立方米）	排水价格（元/立方米）	综合水价（元/立方米）
生活	1.92（0~220）	1.70（0~220）	3.45（0~220）
	3.30（220~300）	1.70（220~300）	4.83（220~300）
	4.30（300 以上）	1.70（300 以上）	5.83（300 以上）
行政事业	2.89	2.24	4.90
工商业	2.89	2.34	5.00
桑拿浴场	11.49/16.49	2.34	13.60/18.60
洗车行业	6.49	2.34	8.60

饮料生产	3.99	2.34	6.10
------	------	------	------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水业公司自 2016 年起开展污水处理业务，截至 2022 年末，水业公司拥有四座在运营污水处理厂，合计日污水处理能力 54 万立方米，平均日污水处理量 48.62 万立方米。2020~2022 年，水业公司分别实现污水处理收入 2.64 亿元、2.86 亿元及 2.91 亿元。

污水处理价格方面，对于居民用户，按照用水量的 90%收取，单价为 1.7 元/立方米；对于非居民用户，均按照实际用水量收取，行政事业单位单价为 2.24 元/立方米，工、商业单位单价为 2.34 元/立方米，此外，针对重点污染单位，按照实际用水量，在原定价的基础上加收 0.8 元/立方米的污水处理费。

房屋销售业务

保障房建设业务在建项目较多，业务持续性较强；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；但部分政府回购项目回款进度有所滞后，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子公司上海松江新城建设开发集团有限公司（以下简称“新开发集团”）下属的上海松江方松建设投资有限公司（以下简称“方松公司”）、上海新松江置业（集团）有限公司（以下简称“新松江置业”）以及子公司上海松江新城投资建设集团有限公司（以下简称“新城集团”）。其中，方松公司主要负责松江区佘北大居保障房的开发，新城集团主要承担松江泗泾洞泾大居和南站大居 C18-28-01 的大型社区保障房建设，新松江置业主要负责松江区部分保障房的开发及销售。2020~2022 年，公司房屋销售收入分别为 43,668.02 万元、48,669.46 万元和 10,164.13 万元，占营业收入比重分别为 7.62%、6.82%和 1.66%。

截至 2022 年末，公司已完工保障房项目共 2 个，总投资合计 5.28 亿元。

表 9：截至 2022 年末已完工保障房项目情况（亿元）

运营主体	项目名称	总投资额	已回款金额
新松江置业	中山二路南龙潭苑二期动迁安置房建造项目	2.30	3.80
新松江置业	茸北苑动迁安置 AB 地块改造项目	2.98	2.98
合计	-	5.28	6.78

在建项目方面，公司共有 7 个在建安置房项目，计划总投资合计为 94.39 亿元，截至 2022 年末，累计完成投资 43.83 亿元。

方松公司承担了较多的市属动迁安置房项目建设。具体项目来看，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。方松公司以“招拍挂”形式获得区内对应土地使用权，并与市、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。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，由方松公司通过“招拍挂”形式获得建设用地，并在 46 个月内完

成小区的全部建设。回购总费用包括开发建设成本、建安配套费和开发管理费用等，回购资金按项目建设进度支付，公司不需要垫付建设资金。依据协议约定，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。公司通过银行借款筹集资金，经“招拍挂”购买土地并进行项目建设。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；但因受外部环境及项目推进等因素的影响，截至目前，公司仅收到车墩镇政府支付的 0.10 亿元，因原协议已到期，经沟通，车墩镇政府将与公司补充签订后续还款协议，相关款项回收情况还需持续关注。

新城集团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。新城集团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。新城集团通过“招拍挂”形式获取建设用地，建设工程资金由区土储中心依据协议规定的时间节点拨付至新城公司，新城集团依据工程金额 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 2022 年末，新城集团重点项目为松江南站大型居住社区动迁安置房项目。

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。

表 10：截至 2022 年末松江国投主要在建保障房项目情况（亩、万平方米、亿元）

运营主体	项目名称	用地面积	建筑面积	建设周期	总投资	已完成投资	资金来源
方松公司	余山北大型居住社区	175.20	29.66	2011.7-2018.9	25.68	21.45	财政拨款
方松公司	九里亭 SJP00101 单元 07A-07A 地块	3.14	10.08	2020.1-2022.6	10.05	5.92	财政拨款
新城集团	松江南站大型居住社区 c18-28-01 地块动迁安置房项目	73.60	12.96	2018.6-2022.6	10.80	6.59	财政拨款
新松江置业	松江区岳阳街道 SJC10012 单元 28A-06 号地块动迁安	39.31	8.67	2019.9-2022.10	8.51	3.95	自筹及银行贷款

置房项目							
新松江置业	沪松路 50 弄（城中村改造项目）	11.95	1.88	2019.1~2021.12	1.49	1.26	自筹及银行贷款
新松江置业	戴家浜、大涨泾前期阶段（城中村改造项目）	221.76	15.61	2020.1~2025.12	30.66	1.03	自筹及银行贷款
新松江置业	工业区 SJC10024 单元 09-10 号地块租赁住房新建工程项目	33.52	6.43	2020.6~2023.01	7.20	3.63	自筹及银行贷款
合计	-	558.48	85.29	-	94.39	43.83	-

注：余山北大型居住社区项目超期，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

拟建项目方面，截至 2022 年末，公司保障房业务板块无拟建项目。

工程施工板块

公司工程施工业务资质优良，展业范围主要集中于松江区；但 2022 年受外部因素影响，工程进度有所滞后，收入下降明显。

工程施工业务主要是由新开发集团的子公司上海市凯达公路工程有限公司（以下简称“凯达公司”）负责经营。凯达公司主要拥有市政公用总承包一级、公路总承包二级、建筑工程三级以及环保工程专业承包三级资质。

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。2020~2022 年，道路工程收入分别为 58,212.37 万元、102,654.78 万元和 76,555.97 万元，占营业收入比重分别为 10.16%、14.39%和 12.53%，2022 年受外部因素影响，工程进度整体有所滞后，且市场项目招投标亦由于外部环境因素推迟，影响公司项目承接，整体有所下降。

在项目获取上，凯达公司主要通过公开招投标方式获取工程施工项目，签订施工合同并负责组织实施。凯达公司工程项目采用总承包模式，无 BT 或 BOT 项目。在结算方式上，凯达公司通常按工程完成进度分期收取款项，通常按照合同规定收取合同价值的 20%~30%作为预付款；收到预付款后进入施工阶段，并按工程进度收取工程款，项目竣工时一般已收取合同金额的 70~80%；剩余款项待项目结算完成，质保期到期后支付。

截至 2022 年末，凯达公司在建项目 14.77 亿元，已投资 6.17 亿元，均按照协议约定回款。

表 11：截至 2022 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	2019.05-2022.12	4.26	2.12
叶新-大叶公路（新工路-老黄桥港）道路改建工程 C03 标	2020.03-2022.12	2.17	0.90
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	2021.01-2022.12	1.26	0.77
叶新-大叶公路（老黄桥港-叶榭镇界）道路改建工程（四标）	未开工	1.25	-
G320 公路（松江金山区界-北松公路）改建工程 SJ-2 标段	2022.01-2023.12	2.38	0.15
沪松路、外青松公路等公路清扫、绿化日常养护	2022.01-2022.12	0.30	0.08
沈砖公路、闵松公路等公路清扫、绿化日常养护	2022.01-2022.12	0.30	0.10
北松公路（松江东路-松金公路）中修工程	2022.06-2022.12	0.19	0.19
书林路（车新公路-申港路）中修工程	2022.06-2022.12	0.11	0.11
泗泾镇高技公路（江河路-莘砖公路）中修工程	2022.06-2022.12	0.11	0.02
松江区夏家浜路（中凯路-中创路）新建工程	2022.06-2022.12	0.41	0.21
2022 年大叶公路 2 标养护（运行）	2022.01-2022.12	0.07	0.07

2022 年嘉松南路及新车公路养护（运行）	2022.01-2022.12	0.05	0.27
2022 年公路小修保养项目	2022.01-2022.12	0.28	0.05
松江区 2022 年市政小修保养项目	2022.01-2022.12	0.58	0.45
松江区新飞路（松闵路-闵申路）中修工程	2022.06-2022.12	0.32	0.18
松江区新飞路（申港路-松闵路）中修工程	2022.06-2022.12	0.22	0.21
2022 年公路应急抢修项目	2022.01-2022.12	0.03	0.03
2022 年沪莘枫公路 2 标日常养护（运行）	2022.01-2022.12	0.11	0.10
香花桥街道雨污水管道养护项目	2022.02-2023.01	0.18	0.09
公路雨水管网、泵站日常养护（2022 年至 2024 年）项目服务	2022.01-2022.12	0.19	0.07
合计		14.77	6.17

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设板块

作为松江区重要的基础设施建设主体，公司承担了松江区较多的基础设施建设任务，其中包括较多无需垫资、不确认收入的代管项目；此外，部分确认收入的基础设施代建项目未签署协议，代建管理费收入的取得及资金回流存在不确定性。

公司目前实际基础设施建设任务承担者主要系松江城投、方松公司、水业公司、新城集团及新开发集团，其中松江城投主要承担基础设施建设的监管职能；方松公司主要承接佘山北大型居住社区的配套基础设施建设项目；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；新城集团则主要从事市政公园基础设施工程；新开发集团主要负责上海松江站南、北广场及周边配套建设。公司基础设施建设收入主要来源于方松公司收取的代建管理费，2020~2022 年，公司基础设施建设收入分别为 14,521.95 万元、17,758.70 万元和 0.00 万元，占营业收入比重分别为 2.54%、2.49%和 0.00%，基础设施建设业务收入占比较小。

松江城投承担了松江区较多基础设施建设的监管职能。2014 年底前，松江城投承担着松江区政府相关基础设施建设管理、运营及投融资职能，除获得轨道交通周边土地开发补贴收入之外，无实际收入。2015 年以来，随着国家对地方政府平台债务梳理，松江城投已将本部所有此类不产生收入的基础设施建设业务的融资职能剥离，不再承担该类项目的融资，但仍继续履行政府项目的监管职能，所有建设投入资金均由财政统一安排并拨付，此类项目对于松江城投并不产生盈利。原有存量基础设施项目融资均纳入地方政府一类债务并通过发行地方政府债券进行最终置换，新增项目全部资金投入均由松江区财政划拨，截至目前，债务置换工作均已完成。

方松公司承接了佘山北大型居住社区的配套基础设施代建项目，方松公司未就该项目与政府签订委托代建类协议，项目的规划建设按照政府批复文件执行。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代建收入。根据佘山项目整体规划，佘山项目区域内需投资建设市政、公用、公建配套项目。截至 2022 年末，佘山项目区域内的基础设施项目计划总投资 27.91 亿元，已投资 26.80 亿元，已确认收入 1.23 亿元。建设资金来源方面，1.56 亿元来自松江区大型社区推进办，8.85 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入配套资金，1.51 亿元为方松公司自有资金。

水业公司经营水务工程施工业务，通过招标方式寻找市场化施工主体进行各类供排水市政公用工程的施工，公司与相应的企事业单位签订合同，按照合同价款确认收入。此外，水业公司亦承接

部分水务类政府工程，承接的水务类政府工程未与政府单位签订委托代建类协议，相关工程的规划、建设根据松江区政府部门出具的批复文件执行。项目建设资金全部来自于政府预拨款，水业公司无需承担融资职能，无需以自有资金垫付建设款项，公司不对相关项目确认收入成本。截至 2022 年末，水业公司基础设施建设板块在建项目 4 个，计划总投资 37.12 亿元，已投资 22.60 亿元。

表 12：截至 2022 年末水业公司在建项目情况（亿元）

项目名称	建设期间	总投资	已投资
松江污水厂第四期改扩建	2020-2022	8.57	6.32
西部污水处理厂三期改扩建工程	2020-2021	8.11	6.28
松东污水处理厂改扩建	2021-2023	7.95	4.00
松申污水处理厂三期扩建	2020-2024	12.49	6.00
合计	--	37.12	22.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

新城集团亦承担了部分松江新城区域城市建设开发的职责，主要包括松南郊野公园项目、广富林郊野公园内基础设施建设。松南郊野公园项目及广富林郊野公园项目建设资金全部来自于松江区财政局财政资金，新城集团无需垫资，不确认收入，未就项目与政府签订委托代建类协议。项目计划总投资合计 56.18 亿元，截至 2022 年末，新城公司已完成投资 39.44 亿元。

表 13：截至 2022 年末新城集团在建项目（亿元）

项目名称	总投资	已投资	资金来源
松南郊野公园	29.00	25.16	松江区财政局
广富林郊野公园	27.18	14.28	松江区财政局
合计	56.18	39.44	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

新开发集团主要负责上海松江站南广场、北广场及周边配套工程项目建设，项目是沪苏湖铁路上海松江站的重要配套工程，北广场包含高架落客匝道、旅客活动平台、地面城市通廊，地下联通车道、进站及换乘厅等涉铁综合工程；南广场包含服务中心、南广场、新老站联系通道、既有站前广场雨棚工程。项目采用自营模式，公司自筹资金进行建设，经发改委批复项目计划总投资 66.37 亿元，除项目资本金外，公司将通过银行借款、发行债券等形式筹集剩余资金。截至 2022 年末，已投资金额 11.17 亿元。该项目投资体量较大，公司未来或将面临一定筹资压力。

房屋租赁板块

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；但受免租政策等原因影响，公司出租业务收入波动较大，相关情况还需持续关注。

公司房屋管理租赁业务涉及的房产主要为住房（含公租房）、商铺和办公楼的出租。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。盈利模式上，公司与承租方签订租赁协议，约定租赁面积、时间以及单价。根据合同约定的价款以及付款时间，向承租人收取相应的费用。盈利模式上，公司与承租方签订租赁协议，约定租赁面积、时间以及单价。根据合同约定的价款以及付款时间，向承租人收取相应的费用。

2020~2022 年，公司租赁业务收入分别为 4.23 亿元、6.78 亿元和 5.55 亿元，近年来收入波动较

大，主要系公司出租资产不断增加，同时 2022 年受外部因素影响，减免租金较多所致。

表 14：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	2022 年出租率	平均租金水平
安贝尔花园	5,505.65	95.89	1.16
金地积木	3,678.92	100.00	1.23
雅居乐星徽	3,295.04	98.18	1.28
尚品雅筑	6,227.20	86.46	1.55
中海悦府	6,299.47	61.46	1.50
茸城新业苑	22,072.77	98.34	1.32
万科云间传奇	4,316.20	100.00	1.47
合景天悦	6,342.30	97.54	1.86
首创锦悦	5,793.48	98.61	1.32
象屿佳苑	9,081.32	99.22	1.53
国贸天悦观澜庭	3,643.86	98.11	1.47
国贸天悦悦山庭	4,884.60	100.00	1.48
海珀佘山	7,016.16	20.83	1.40
恒大佘山首府	3,701.76	89.58	1.44
佘北家园云庭	3,851.01	75.00	1.39
翡丽华庭	6,908.98	99.04	1.63
建发玖珑湾	3,838.95	98.33	1.64
融创枫丹雅苑	4,017.78	100.00	1.38
同济晶萃晶典嘉苑	5,775.96	100.00	1.89
万业名苑	3,083.22	97.50	1.36
佘山院子	2,829.83	100.00	0.98
佘山院子（二期）	6,189.30	89.74	1.14
中海九峯里	3,654.91	92.06	1.18
都会阳光嘉苑	3,416.93	100.00	1.36
都荟艺境	5,953.47	36.92	1.47
金地时光雅苑	4,690.64	40.45	1.63
象屿欣苑	9,039.50	83.59	1.43
桂语云居	1,200.45	100.00	1.26
华亭公租房二期	22,816.41	95.96	1.10
华亭公租房一期	32,929.12	96.34	1.10
金地艺境	5,267.63	98.80	1.10
锦宸公馆	1,975.84	100.00	1.26
麓源	2,007.12	100.00	0.96
绿地松江名苑	2,985.57	97.96	1.38
水云间	1,954.64	100.00	1.21
松江颐景园	5,183.33	100.00	1.17
新城云间锦院	1,371.45	100.00	0.97
831 弄公租房	1,313.98	94.00	1.22
休闲绿地	6,235.62	98.68	1.48
恒大茸景佳苑	3,206.44	100.00	1.47
恒大茸景名园	2,491.91	100.00	1.46
林肯公园	4,900.76	98.53	1.48
上坤红树湾	1,882.87	100.00	1.69
红宾苑小区	365.46	100.00	1.06
万科梦想派	7,355.28	98.95	1.94
信达蓝爵	6,664.96	97.92	1.75
信达蓝尊	4,853.50	98.82	1.62
云著苑	3,502.80	98.33	1.55
雅居乐星徽(公共服务类)	3,295.04	-	1.07

上坤旭辉(公共服务类)	3,182.76	-	1.20
绿地云雅园(公共服务类)	2,408.85	100.00	1.28
松汇东路 25 号城东汽车站	27,764.90	100.00	0.44
松通停车场	7,259.00	100.00	2.78
城通大楼	6,174.48	100.00	1.55
九峰路地下车库	2,889.46	100.00	1.86
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	1.21
玉树路地块	20,781.27	100.00	0.91
三辰苑	21,769.33	100.00	0.88
戴家浜	13,048.50	70.01	0.88
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
小商品市场	1,014.47	100.00	1.08
新城集团所属资产	148,774.32	94.65	0.48
大学城公司所属资产	24,217.24	100.00	1.11
学雅公司所属资产	44,325.00	99.66	1.05
工程服务公司所属资产	54,009.87	73.33	0.53
新城投资集团所属资产	14,476.13	93.07	1.64
建设大厦	16,080.03	100.00	1.20
合计	790,441.38	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公交板块

公司承担了松江地区的公共运输职能，公交业务在松江地区具有垄断地位，运营车辆采购、轨道交通建设等资金全部来源于财政，投资压力较小。但由于公共交通运输业务整体盈利能力较弱，需要依靠政府补助保持平衡。

公交业务方面，上海松江交通投资运营集团有限公司（以下简称“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 2022 年末，松江交投拥有公交线路 128 条，拥有公交车 858 辆。2020~2022 年，公司公交运输收入分别为 8,404.69 万元、11,833.34 万元和 7,983.39 万元。

2020~2022 年，松江交投客运人数分别为 6,501 万人、7,400 万人和 3,862 万人，近年来受外部环境影响客运数明显下降；同期，完成里程数分别为 4,506 万公里、4,688 万公里和 3,578 万公里。

表 15：2020~2022 年公交业务运营情况

项目名称	2020	2021	2022
车辆数（辆）	816	855	858
公交线路数（条）	128	127	128
客运数（万人）	6,501	7,400	3,862
里程（万公里）	4,506	4,688	3,578

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，2020~2022 年公交运营亏损补贴分别为 4.10 亿元、4.74 亿元及 8.88 亿元，呈逐年增加趋势。

环境卫生业务

环境卫生业务作为城市日常运营维持所必需，营业收入相对较为稳定，但 2022 年由于属地街镇延缓结算环卫作业经费等原因影响，收入有所下降。

公司环境卫生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”）负责运营。截至 2022 年末，净达环境主要承担松江区 8 个街镇和 1 个开发区的道路保洁 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。盈利模式方面，净达环境收入主要来源于各属地街镇道路保洁收入、建筑垃圾清运收入、生活垃圾清运收入、餐厨垃圾清运收入、水域保洁收入、工业垃圾清运收入和其他垃圾清理收入。其中，市政道路保洁及垃圾清运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。

由于其城市日常运营维持所必需的业务性质，环境卫生的营业收入相对较为稳定，但 2022 年由于属地街镇延缓结算环卫作业经费等原因影响，收入有所下降，未来属地街镇的结算进度还需持续关注。2020~2022 年，公司环境卫生板块的收入分别为 43,687.38 万元、46,296.60 万元和 35,522.06 万元。

其他业务

除上述业务外，公司还涉及商品销售、融资租赁等业务，对公司营业收入形成良好补充。

商品销售板块

公司自 2015 年开始积极介入商贸业务，具体由下属子公司上海松江商业发展集团有限公司（以下简称“商发公司”）承担实施。2020~2022 年，公司商品销售板块收入分别为 90,595.90 万元、114,466.46 万元和 147,342.09 万元，呈上升趋势，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。

医疗器械的销售业务主要由商发公司子公司上海松卫医工贸有限公司（以下简称“松卫医工贸”）负责。医疗器械销售主要服务对象为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。另经营各种家庭卫生保健用的医疗器械，如体温计、血压计、磁疗器具、轮椅、医用脱脂棉、医用无菌纱布、医用口罩等。服务性质为承担卫生系统后勤保障职能，主要向上海市松江区 6 家二级医院及各社区卫生服务中心托管医疗器械及生活办公用品，配合医院零库房改革及医疗用品申领规范化工作。

公司百货、粮油零售业务主要由商发公司下属子公司上海松江商城和上海中良实业有限公司负责。业务主要针对松江本地消费群体。购销模式方面，百货、粮油等零售业务下属店铺较为分散，采购、运输、配送主要依靠各店所在地原有的渠道。销售方面，零售业务主要面向最终消费者，具有交易次数频繁、交易批量小等特点。定价上零售业务各店铺实行自主定价模式。在综合考虑采购成本、运营成本的情况下，以市场价位基础，对商品进行自主定价。零售业务采购结算采用定期结算的模式，供应商和门店分别记账，每月进行账目清算。销售结算方面，对于批量销售采用定期结算，多数压一个月再结算，个别采用隔月结算的方式，而零售则采用现销现结的方式，客户在门店选购商品后，直接在收银台进行现金结算或线上支付结算。

融资租赁业务

公司融资租赁业务主要由下属子公司上海云城融资租赁有限公司（以下简称“云城租赁”）负责运营。业务模式方面，云城租赁以租赁业务为主，致力于光伏产业、厂商租赁和小微企业三个领域，倡导绿色租赁，助力中小企业转型升级。2020~2022 年，公司融资租赁业务收入分别为 21,821.28 万元和 15,142.69 万元，占营业收入比重分别为 3.01%、3.06%和 2.48%。

行业地位方面，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。云城租赁注册资本及实收资本均为 5.00 亿元，成立以来以支持中小实体型企业发展为已任，借助松江国投的金融资源优势，为企业提供融资租赁、保理等多元化的融资综合解决方案。业务模式方面，云城租赁以售后回租业务为主，截至 2022 年末，云城租赁回租和直租业务金额分别为 2.68 亿元和 9.50 亿元，占比分别为 56.84%和 42.58%。截至 2022 年末，云城租赁的不良率为 1.12%。

表 16：截至 2022 年末融资租赁业务情况（亿元、%）

租赁资产类别	2022 年末金额	占比
回租	12.68	56.84
直租	9.50	42.58
其他	0.13	0.60
合计	22.31	100.00

投资业务板块

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 2022 年末，良辰投资已对外投资 1.87 亿元，收回投资 4.27 亿元，撬动资金约 33 亿元，投资的 121 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 2022 年末，公司共持有银行股份账面金额合计 14.68 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 17：截至 2022 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	1.63
兴业银行	2.64
上海银行	3.35
广发银行	1.64
厦门国际银行	5.42
合计	14.68

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务风险处于较低水平，主要系公司财务杠杆处于合理水平，具备较强的资本实力；公司主营业务现金流情况尚可，收入质量尚可。但公司资产流动性不足；部分应收类款项对手方经营情况不佳，款项回收存在一定的不确定性；2022 年起公司债务规模虽增长较快，但债务结构有所优化，短期债务压

力不大。

资本实力与结构

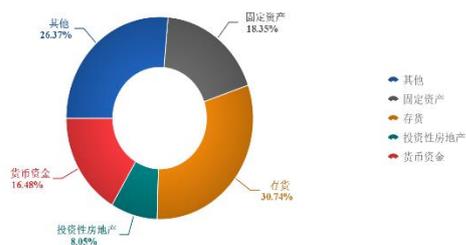
随着股东的支持力度不断增强以及公司多元化业务逐渐推进，公司资产规模、资本实力、债务规模均进一步增长，财务杠杆处于合理水平；公司资产收益性一般，流动性不足，存在一定规模公益性资产，整体资产质量一般。同时，公司应收斐讯公司及中达建设款项规模较大，款项回收存在一定不确定性，相关情况还需持续关注。

作为松江区重要的国有资产经营管理平台，在松江区具有重要的战略地位，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，近年来资产规模保持平稳增长态势。公司整合了松江区城市公用事业、基础设施建设及国有资产经营等多板块业务，资产主要由货币资金及上述业务形成存货、固定资产和投资性房地产等科目构成。近年来，公司资产以流动资产为主，流动资产占总资产的比重有所下降至 60% 以下，预计未来资产结构将保持相对稳定。

具体来看，公司保有一定规模的货币资金用于经营周转及债务偿付，货币资金保持增长趋势且受限规模较小；公司工程施工入账资产、基础设施建设板块项目及自建项目开发成本等形成了大规模存货，同时随着建设项目投资的增加，存货资产规模或将进一步上升；公司固定资产主要包括市政道路工程及市政基础工程、房屋建筑物及管网资产等；投资性房地产主要系办公楼、公租房及商铺等可供出租资产，2022 年增长较多，主要系在建工程完工结算转入所致。从资产收益性来看，公司管网及租赁物业等资产具有持续稳定的盈利能力，能够为公司提供较为稳定现金流；基金投资等业务形成的交易性金融资产及长期股权投资，亦能实现一定投资收益，对公司利润形成一定补充，但近年来受到外部环境的影响，部分业务板块盈利能力受到较大冲击，整体资产收益性一般。从资产流动性方面来看，公司存货规模较大，存货周转速度影响公司整体资产的流动性，且因承接政府出资的基础设施建设项目，资产中形成一定规模公益性资产，需关注公益性资产的后续处置情况。

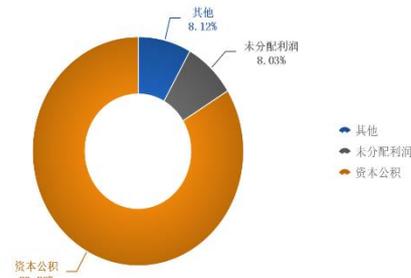
此外，需要关注的是，截至 2022 年末，公司其他应收款及长期应收款中应收斐讯公司合计 20.99 亿元，其他应收款中应收中达建设 2.82 亿元，上述款项系因维稳等原因借出形成，由于斐讯公司及中达建设均出现经营危机，截至目前斐讯公司仍在重组过程中，重组后将制定债务偿还计划；中达建设已被纳入失信被执行人名单，公司与其的应收款项在法院诉讼中已胜诉，尚在执行过程中；上述款项的回收存在一定的不确定性，相关情况还需持续关注。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来，公司收到政府增资、拨入项目建设资金等支持，公司净资产呈现逐年上升趋势，但跟踪期内因公益性资产调出，经调整的所有者权益¹下降。预计未来政府将进一步向公司拨付资金及划转资产，公司所有者权益将逐渐增厚，资本实力将保持强劲。

2022 年起公司新增松江站南、北广场等项目，有一定资金需求，债务规模增长较快，但仍处于合理水平，且债务结构大幅优化，2022 年末，公司流动负债占比由 2021 年末的 52% 下降至 47%，短期债务占比亦有所压降。总体来看，近年来公司资产负债率始终在 55% 以下，总资本化比率在 30% 以下，财务杠杆保持合理水平，且拥有一定融资空间。随着公司项目建设的逐步推进，公司总债务预计将有所增长，财务杠杆率预计将有所提升。

表 18：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
总资产	863.80	926.48	1,000.10
流动资产占比	60.95	59.75	58.80
经调整的所有者权益合计	417.97	423.64	397.14
资产负债率	48.25	51.23	52.72
总资本化比率	19.17	22.24	29.61

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司近年来虽受外部环境因素影响，收入规模有所波动，但主营业务现金流情况尚可。2022 年，公司经营活动产生现金流净额由正转负，而投资活动现金流净额持续为负，同时筹资活动现金流能够有效覆盖公司资金缺口，并保持一定规模的现金及现金等价物净增加额。

公司业务较为多元化，公用事业、商品销售、道路工程、环境卫生、房屋销售及租赁业务收入贡献较大，近年来受外部环境等因素影响，收入有所波动。其中公司燃气供应、集中供水、环境卫生等业务的现金流情况尚可，近年来收现比始终大于 1。

经营活动现金流方面，2020~2021 年公司经营活动净现金流呈现净流入状态，但公司经营活动现金流入对收到其他与经营活动有关的现金流入依赖度较高，主要系收到的政府履行出资义务的项目投入资金、政府补助及往来款等；2022 年经营活动现金呈现净流出状态，主要系公司为应对突发事件所支付的购买商品、接受劳务支付资金较上年同期大幅增加所致。

投资活动现金流方面，2020~2022 年，公司投资活动现金流持续大幅流出，主要系公司投资业务的发展及购建固定资产、投资性房地产等相关投入使其投资活动现金流出规模较大。其中，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金包括由政府履行主要出资义务的项目投入，针对政府出资部分，公司收到政府拨付的资金时，计入收到其他与经营活动有关的现金，在经营活动产生的现金流量中体现；此外，公司对公租房、保障房等投资性房地产的资金投入回收周期较长，当期无法形成投资收益现金回流。

近年来，为偿还有息债务并匹配投资支出，公司的融资需求亦有所上升，筹资活动净现金流由负

¹经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项系由政府拨付基础设施建设项目资本金而沉淀的资本公积，截至 2022 年末调整项金额为 75.74 亿元。

转正。公司主要依赖于银行借款和债券发行来弥补资金缺口。同时，受益于股东的持续支持，2022 年公司吸收投资收到的现金合计 67.65 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。总体来看，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等方式筹集的资金，能够有效覆盖资金缺口，并保持一定规模的现金及现金等价物净增加额。

表 19：近年来公司现金流情况（亿元、%）

项目	2020	2021	2022
经营活动产生的现金流量净额	13.69	36.90	-37.21
投资活动产生的现金流量净额	-21.62	-33.82	-50.22
筹资活动产生的现金流量净额	15.47	40.54	107.64
现金及现金等价物净增加额	7.55	43.62	20.21
收现比	1.14	1.13	1.33

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

近年来，公司债务规模逐年增长，其中 2022 年债务增长较快，但债务结构大幅优化，短期债务压力不大，与其业务特征相匹配。

公司债务规模持续增长，尤其 2022 年公司债务规模大幅增长，主要系当年发行较多债券所致。公司债务以债券发行及银行借款为主，且银行借款多有抵质押及担保措施；2022 年末，公司债务结构进一步优化，债务结构合理。

表 20：截至 2022 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	成本	金额	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3-4 年	4-5 年	5 年以上
银行借款	信用、质押、抵押、保证、保理 短期借款 2.80-3.90% 长期借款 1.20-5.39% 贷款	48.66	17.5	10.18	4.06	5.88	1.72	9.31
债券融资	ABS、中期票据、公司债券	113.48	8.37	49.93	55.18	-	-	-
其他	租赁负债等	-	4.94	1.35	-	-	-	3.59
合计	-	167.08	27.22	60.12	59.23	5.88	1.72	12.90

注：1、公司 2022 年度半年度财务报表未将一年内到期的应付债券及一年内到期的长期应付款调整至一年内到期的非流动负债，因此一年以内到期债务与短期债务金额有差异；2、上表中债务不含租赁负债。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来，公司经营活动净现金流波动较大，其对利息的保障能力随着经营活动净现金流的波动而有所波动，EBITDA 对利息保障能力较强。

表 21：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）

	2020	2021	2022
总债务	121.60	132.98	167.08
短期债务占比	43.46	20.19	16.29
EBITDA	--	--	16.48
EBITDA 利息覆盖倍数	--	--	3.36
经营活动净现金流利息覆盖倍数	2.70	8.25	-7.59

注：公司未提供 2019~2021 年现金流量补充表，故 EBITDA 等相关指标无效。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司受限资产余额为 208,400.63 万元，占同期总资产的比重为 2.08%，仍存在一定的抵质押融资空间。或有负债方面，截至 2022 年末，公司对外担保余额为 20,000.00 万元，占期末净资产的比例为 0.42%；系对斐讯公司的担保，斐讯公司目前处于重组阶段，该公司日常生产经营尚未完全恢复，若未来斐讯公司经营状况未得到好转，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。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 1 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

假设与预测²

假设

- 2023 年，公司仍作为松江区最主要的国有资产经营管理平台，没有显著规模的资产划入和划出，仍能得到政府及股东在资金及补贴等方面的有力支持。
- 2023 年，公司各业务板块稳步发展，但因受外部环境的因素影响，租赁业务、道路工程、公交业务等板块收入有所下降，且对公司整体盈利能力产生一定不利影响。
- 2023 年，公司经营类资本支出规模预计在 10~20 亿元，金融类资产无大规模新增。
- 公司债务规模将呈增长态势，2023 年新增债务类融资 20~30 亿元。

预测

表 22：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	23.88	29.61	31.7~33.0
EBITDA 利息保障倍数（X）	--	3.36	2.0~2.4

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

近年来公司经营活动净现金流有所波动，2022 年末公司未受限货币资金为 201.92 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2022 年末公司尚未使用的授信额度为 1,090,468.88 万元，备用流动性充足。此外，公司作为松江区唯一的国有资产经营管理平台，可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，预计公司未来的再融资渠道

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

将保持畅通，但仍需持续关注相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于上海松江站南广场、北广场及周边配套工程等项目投资，资金需求较大。但是公司短期债务及利息支出压力不大，截至 2022 年末，公司未来一年的到期债务约 27.22 亿元，此外 2022 年公司利息支出为 4.9 亿元，预计未来一年的利息支出将随着债务规模的增加而增加。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司积极响应新能源政策，未发生安全生产事故，制定了较为完善的内部规章制度及治理结构；但对子公司的经营管控面临一定挑战 ESG 对持续经营和信用风险无影响。

环境方面，公司各业务板块未被纳入重点排放单位名单，各业务板块近年来没有排放不达标等情况。公交等板块积极响应新能源政策，油耗明显下降。

社会方面，公司未发生安全生产事故、扰乱市场秩序等情况。在员工发展方面，公司制定了员工绩效考核办法，将培训融入日常化管理，建立企业人才梯队培养体系，推动企业人才培养和发展。

治理方面，公司制定了较为完善的内部规章制度及治理结构，未发生延时披露、监管部门处罚等情形；近三年企业高管团队存在正常变动，不影响公司正常经营，但是公司下属子公司众多，行业跨度较大，公司对子公司的经营管控面临一定挑战；战略规划方面，公司制定了匹配区域发展战略的公司规划。

外部支持

中诚信国际认为，松江区政府的支持能力很强，主要体现在以下方面：

松江区经济发展韧性不断增强，发展态势持续向好，区域内重点项目 G60 科创走廊已上升为长三角一体化国家战略的重要平台，为区域发展提供了良好基础。2022 年，松江区 GDP 在上海市 16 个区中排名第 10 位、一般预算收入在上海市 16 个区中排名第 8 位。同时，松江区政府融资规模在上海市下辖各区中排名较低，截至 2022 年末，松江区政府债务率（30.81%）低于国际 100% 警戒标准，债务风险相对可控。

同时，松江区政府对公司的支持意愿很强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性很强：公司是直属于松江区国资委的大型国有独资企业，整合了松江区内基础设施建设、公用事业及国有资产经营业务，业务覆盖松江区全域，承担着松江区重大基础设施建设任务及燃气、水务、环卫及公交等民生业务，且具有重要的战略地位。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由松江区国资委直接控股，作为上海市松江区其他国资企业的出资人，且各项业务关系到国计民生的重点行业，股权结构和业务开展均与政府具有高度的关联性。
- 3) 过往支持力度大：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。另

³中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

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。

表 23：松江区主要发债平台比较（2022 年数据期）（亿元、%）

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
松江国投	松江区国资委 100.00%	松江区唯一的国有资产经营管理平台，整合了松江区基础设施建设、公用事业及国有资产经营业务	1,000.10	472.88	52.72	61.10	0.26	87.20
松江城投	松江国投 100.00%	松江区最重要的公用事业经营平台及重要的基础设施建设监管主体	321.81	159.09	50.56	27.62	-0.23	18.00

注：1、债券融资余额为截至 2023 年 6 月 14 日上述企业本部公开市场存续境内信用债的债券本金余额。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，松江区政府很强的支持能力和对公司很强的支持意愿可为公司带来极强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，松江国投与松江城投、新静安等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府具有强或很强的支持能力，并对上述公司均具有强或很强支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，松江区与静安区行政层级均为直辖市行政区，上述区域经济水平、经济增长潜力、财政实力、区域债务压力和市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。松江国投与上述平台均为区国资委实际控制的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对上述公司的支持意愿强或极强。

其次，松江国投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为多元化，在区域内战略地位显著。

然后，松江国投的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产和权益规模处于比较组较高水平，总体资本实力较强，总资本化比率较低且债务结构合理，EBITDA 对利息覆盖能力处于较高水平；债券融资规模较高，债券市场认可度较高，再融资能力较强。

表 24：2022 年同行业对比表

	松江国投	松江城投	新静安
最新主体信用等级	AAA	AAA	AAA
地区	上海市-松江区	上海市-松江区	上海市-静安区
GDP（亿元）	1,750.12	1,750.12	2,627.97
GDP 增速（%）	-4.3	-4.3	-1.50
人均 GDP（万元）	8.95	8.95	27.20
一般公共预算收入（亿元）	221.31	221.31	279.42
公共财政平衡率（%）	61.65	61.65	86.06
政府债务余额（亿元）	193.90	193.90	419.66
控股股东及持股比例	松江区国资委 100.00%	松江国投 100.00%	静安区国有资产监督管理委员会 100.00%
职能及地位	松江区唯一的国有资产经营管理平台	松江区最重要的公用事业经营平台及	静安区重要的国有资产经营和城市更新开发建

	台，整合了松江区基础设施建设、公用事业及国有资产经营业务	重要的基础设施建设监管主体	设主体，主要开展资产运营、城市更新和类金融等业务
核心业务及收入占比	燃气供应 19.37%、道路工程 12.53%、商品销售 24.11%、房屋租赁 9.08%、集中供水 12.61%	燃气供应 42.42%、供水 27.90%、环卫 12.86%、园林工程 3.32%	资产经营 50.50%、商品住宅销售 21.54%、酒店管理 21.31%
总资产（亿元）	1,000.10	321.81	192.06
经调整的所有者权益合计（亿元）	397.14	105.81	69.37
总债务（亿元）	167.08	27.12	82.53
总资本化比率（%）	29.61	20.40	54.33
营业总收入（亿元）	61.10	27.62	5.7
净利润（亿元）	0.26	-0.23	1.97
EBITDA（亿元）	16.48	3.56	3.81
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	3.36	3.79	1.27
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-37.21	1.98	1.49
可用银行授信余额（亿元）	109.05	0.00	15.92
债券融资余额（亿元）	87.20	18.00	57.00

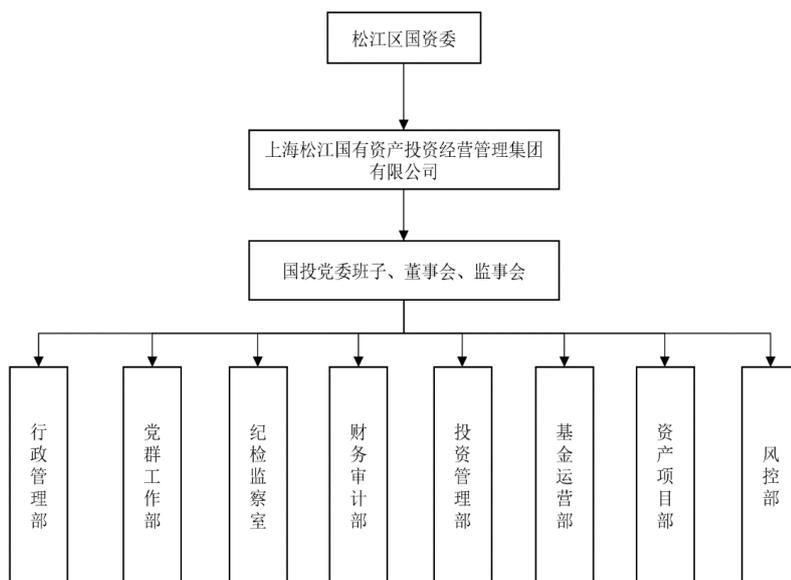
注：1、债券融资余额为截至 2023 年 6 月 14 日上述企业本部公开市场存续境内信用债的债券本金余额。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

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”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 2022 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）	2020	2021	2022
货币资金	1,015,450.12	1,449,668.43	1,648,373.76
非受限货币资金	1,000,244.83	1,440,538.95	1,639,244.28
应收账款	69,118.41	105,945.87	124,576.13
其他应收款	389,925.14	441,551.25	433,230.49
存货	3,241,857.61	2,874,485.15	3,074,612.11
长期投资	624,913.23	605,267.49	593,025.00
在建工程	623,245.52	680,124.48	463,113.11
无形资产	36,390.14	30,508.51	29,681.75
总资产	8,637,989.04	9,262,685.43	10,000,955.15
其他应付款	635,601.92	506,640.77	534,096.04
短期债务	438,442.29	266,929.40	272,248.57
长期债务	552,995.22	944,385.18	1,398,517.96
总债务	991,437.50	1,211,314.58	1,670,766.53
总负债	4,168,032.14	4,745,022.76	5,272,191.84
利息支出	50,732.71	44,723.33	49,033.57
经调整的所有者权益合计	4,179,696.01	4,236,441.43	3,971,404.69
营业总收入	574,637.09	712,472.74	611,002.96
经营性业务利润	41,513.62	46,724.54	-5,932.75
其他收益	121,642.78	148,160.67	136,834.05
投资收益	26,481.28	25,856.47	35,806.20
营业外收入	16,289.40	19,721.08	12,192.44
净利润	56,974.35	66,367.21	2,596.15
EBIT	96,077.81	109,622.84	77,160.56
EBITDA	--	--	164,837.39
销售商品、提供劳务收到的现金	655,445.93	808,937.83	810,063.91
收到其他与经营活动有关的现金	762,071.14	2,146,974.58	995,358.77
购买商品、接受劳务支付的现金	695,730.91	739,569.53	1,202,347.05
支付其他与经营活动有关的现金	365,377.48	1,617,173.70	773,497.76
吸收投资收到的现金	104.62	52,267.31	676,519.92
资本支出	203,344.92	305,423.60	167,928.48
经营活动产生的现金流量净额	136,887.05	368,739.28	-372,123.95
投资活动产生的现金流量净额	-216,155.92	-330,677.51	-502,190.98
筹资活动产生的现金流量净额	154,749.97	402,627.31	1,076,406.74
现金及现金等价物净增加额	75,481.10	440,689.08	202,091.80
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率(%)	12.39	9.53	6.14
期间费用率(%)	23.49	22.21	27.96
应收类款项/总资产(%)	8.47	8.80	8.18
收现比(X)	1.14	1.14	1.33
资产负债率(%)	48.25	51.23	52.72
总资本化比率(%)	19.17	22.24	29.61
短期债务/总债务(%)	44.22	22.04	16.29
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.70	8.24	-7.59
总债务/EBITDA(X)	--	--	10.14
EBITDA/短期债务(X)	--	--	0.61
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	--	3.36

注：1、中诚信国际根据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 2021 年审计报告及公证天业会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告整理，其中，2020 年及 2021 年财务数据采用审计报告期初数，2022 年财务数据采用审计报告期末数据；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 2020-2021 年现金流量补充表，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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	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	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益)
	EBIT(息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
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	
现金流	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/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn