



上海松江国有资产投资经营管理 集团有限公司 2024 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[2024]跟踪0746号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 18 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”、“22 松江国投 MTN001” AAA	
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。	
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财政实力强，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有资产管理委员会（以下简称“松江区国资委”）直属唯一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”）及中达建设集团股份有限公司（以下简称“中达建设”）款项，斐讯公司目前处于重组阶段，中达建设已于2019年12月被纳入失信被执行人名单，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：吴凯琳 klwu@ccxi.com.cn

项目组成员：黄雪晋 huangxuejin@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）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	926.27	1,000.10	1,021.16
经调整的所有者权益合计 ¹ （亿元）	451.77	472.88	472.04
负债合计（亿元）	474.50	527.22	549.12
总债务（亿元）	121.13	167.08	185.40
营业总收入（亿元）	71.25	61.10	90.36
经营性业务利润（亿元）	4.67	-0.59	6.50
净利润（亿元）	6.64	0.26	5.11
EBITDA ² （亿元）	--	16.48	23.58
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	36.87	-37.21	-2.55
总资本化比率（%）	21.14	26.11	28.20
EBITDA 利息保障倍数（X）	--	3.36	4.57

注：1、中诚信国际根据松江国投提供的其经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 2022 年审计报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年审计报告整理，其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用 2023 年审计报告期末数；2、松江国投未提供 2021 年现金流量补充表，故相关指标无效；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

同行业比较（2023 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/稳定	AAA/稳定	AAA/稳定
地区	上海市-松江区	上海市-松江区	上海市-静安区
GDP（亿元）	1,740.03	1,740.03	2,846.03
一般公共预算收入（亿元）	229.03	229.03	287.80
经调整的所有者权益合计（亿元）	472.04	150.17	70.89
总资本化比率（%）	28.20	11.24	62.44
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	4.57	5.91	8.81

中诚信国际认为，松江区与静安区均为上海市下属行政区，松江区与静安区相比，虽经济财政实力相对较弱，但近年来松江区经济发展势头较好，具有较强的经济发展潜力，对当地平台企业的支持能力处于相同区间；公司与可比公司的定位均为当地重要的基建主体，业务运营实力相当；公司资产和权益规模高于比较组平均水平，总体资本实力较强，总资本化比率较低且债务结构合理。同时，当地政府的支持能力均很强，并对上述公司均具有很强或极强的支持意愿。

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 有效期	发行金额/债项余额 （亿元）	存续期	特殊条款
21 松江国投 MTN001	AAA	AAA	2023/06/26 至 本报告出具日	12/12	2021/07/22~2026/07/22（3+2）	回售、票面利率选择权
21 松国 01	AAA	AAA	2023/06/26 至 本报告出具日	20/20	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	2023/06/29 至 本报告出具日	16/16	2022/03/17~2027/03/17（3+2）	回售、票面利率选择权

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
松江国投	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/29 至本报告出具日

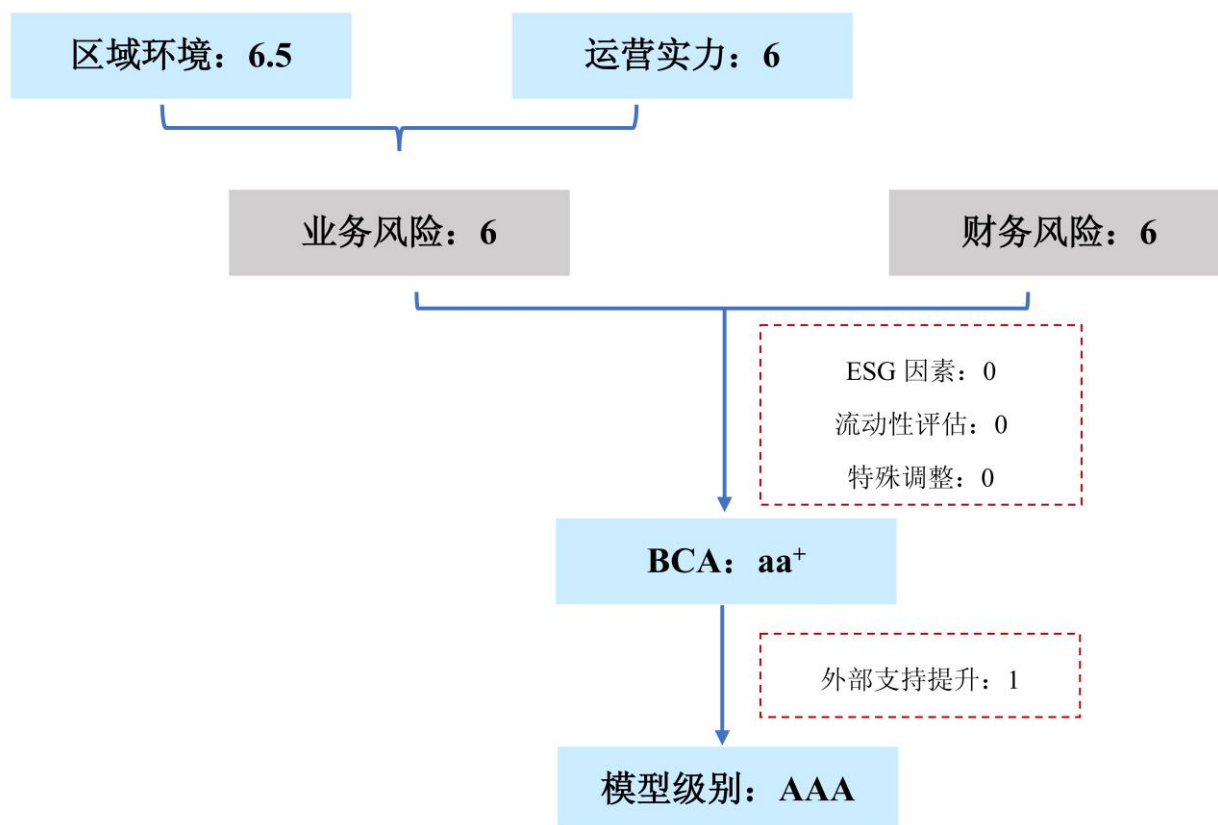
¹ 经调整的所有者权益=所有者权益-调整项，其中调整项包括因发行永续债等资本工具形成的其他权益工具，松江国投 2021~2023 年末上述调整项均为 0。

² 除特别说明外，此处及报告中使用的 EBITDA 及相关指标均经调整营业外损益等非经常性损益。

● 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

(C220000_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

个体信用状况 (BCA): 中诚信国际认为, 松江区固定资产投资规模大幅提速、一般公共预算收入质量提升, 公司债务结构持续优化、综合融资成本下降, 受区域环境提升和公司财务指标改善影响, 公司个体信用状况由 aa 调整至 aa⁺。

外部支持: 松江区政府具备很强的支持能力, 对公司支持意愿很强, 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。

方法论: 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2024_04

宏观经济与行业政策

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。政策环境方面，2024 年基投行业政策主基调延续，化债与发展统筹兼顾，政策要求进一步落实，基投企业流动性压力阶段性缓释，转型和分化发展加速，政策执行情况待关注。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

详见《基础设施投融资行业 2024 年一季度政策回顾及影响分析》，报告链接

<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11066?type=1>

区域环境

中诚信国际认为，松江区区位优势明显，经济平稳发展，经济结构不断调整优化，再融资环境较好，潜在的支持能力很强。

松江区凭借良好的区位，不断推进产业结构优化升级，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。2023 年松江区为支持经营主体更好发展，继续落实减税降费政策，一般公共预算收入规模增长 3.5%，税收收入占比提升至 80.46%。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，非标占比较少，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来松江区地方经济财政实力

项目名称	2021	2022	2023
GDP（亿元）	1,782.28	1,750.12	1,740.03
GDP 增速（%）	6.5	-4.3	-0.9
人均 GDP（万元）	9.19	8.95	8.81
固定资产投资增速（%）	1.4	-14.6	15.6
一般公共预算收入（亿元）	250.10	221.31	229.03
政府性基金收入（亿元）	153.39	197.16	155.83
税收收入占比（%）	80.27	75.74	80.46
公共财政平衡率（%）	70.52	61.65	60.07

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，跟踪期内公司仍作为松江区唯一的国有资产经营管理平台，地位保持不变，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，进一步丰富了收入结构；2023 年随着外部环境不利因素的逐渐消除，多板块业务收入恢复明显。

表 2：2021~2023 年公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 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	10.70	15.00	22.94	11.83	19.37	20.36	12.83	14.20	20.90
集中供水	7.93	11.11	18.90	7.70	12.61	12.67	9.12	10.09	15.42

环境卫生	4.63	6.49	13.09	3.55	5.81	7.10	3.47	3.84	6.61
公交运输	1.18	1.66	-564.01	0.80	1.31	-919.82	1.10	1.22	-687.43
租赁业务	6.78	9.50	44.33	5.55	9.08	20.34	8.43	9.33	40.81
融资租赁	2.18	3.06	63.48	1.51	2.48	58.70	1.27	1.41	55.52
房屋销售	4.87	6.82	2.32	1.02	1.66	42.08	21.45	23.74	1.08
道路工程	10.27	14.39	11.6	7.66	12.53	20.07	9.06	10.03	24.69
园林工程	1.90	2.66	3.22	0.87	1.43	13.73	1.38	1.52	9.97
商品销售	11.45	16.05	7.78	14.73	24.11	6.65	11.13	12.32	6.22
其他板块	9.45	13.25	27.48	5.87	9.60	40.47	11.10	12.29	34.56
营业收入/毛利率合计	71.33	100.00	9.99	61.10	100.00	6.14	90.36	100.00	8.88

注：1、集中供水收入包含（供水业务相关的）基础设施建设收入；2、其他板块收入包括旅游饮食服务业、绿化保洁工程、物业及停车费收入、地块开发、广富林运营、水电费、拆迁补偿款、燃气供应业务的管道建设费及表具、商品及其他、接水工程、利息、代建等收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

燃气供应业务，跟踪期内公司燃气供应业务运营主体及业务模式均未发生变化。从业务开展情况来看，天然气供应业务在松江区具有区域垄断优势，2023 年管道天然气采购及销售均呈增长趋势；瓶装液化石油气的销售以零售为主，随着天然气普及市场需求量整体减少。

表 3：近年来公司燃气业务收入情况（亿元）

项目名称	2021	2022	2023
管道天然气	9.74	11.06	11.66
瓶装液化石油气	0.34	0.32	0.28
管道建设费	0.98	1.24	0.92
表具、商品及其他	0.62	0.34	0.77
合计	11.68	12.96	13.63

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：近年来公司管道天然气采购情况

项目名称	2021	2022	2023
采购数量（万立方米）	31,439.00	32,361.30	32,760.43
平均采购价格（元/立方米）	2.49	2.73	2.83
销售数量（万立方米）	30,281.64	31,344.86	31,541.84
平均销售价格（元/立方米）	3.22	3.53	3.70
管道天然气销售收入（亿元）	9.74	11.06	11.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

供水业务，公司的供水业务在松江区具有垄断地位，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，供水业务能够带来稳定的经营性收入及现金流。跟踪期内，公司运营水厂、供水能力、松江区自来水及污水处理价格均未发生调整，2023 年公司供水量和售水量较上年小幅增长，漏损率较上年略有下降。2023 年末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，建成后预计增加公司日污水处理能力 25.70 万立方米。

表 5：近年来水业公司供水业务情况（亿元）

项目名称	2021	2022	2023
设计日供水量（万立方米/日）	66	66	66
供水量（万立方米）	17,097.50	16,903.63	17,451.62
销售量（万立方米）	13,903.07	13,978.40	14,892.33
管网漏损率（%）	13.25	13.57	11.47
供水收入（亿元）	3.29	3.22	3.32

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：截至 2023 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	6.82

西部污水处理厂三期改扩建工程	9.50	8.11	6.41
松申污水处理厂三期扩建	6.00	12.49	6.86
松东污水处理厂改扩建	4.00	7.95	4.47
合计	25.70	37.12	24.56

注：西部污水处理厂三期改扩建工程已完工，尚未竣工结算。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房屋销售业务，跟踪期内公司仍为松江区保障房的建设主体，业务运营主体及业务模式均未发生变化，其中部分项目与各级政府签订供应协议，回购资金按项目建设进度支付，公司不需要垫付建设资金；部分项目由公司自筹项目建设资金，完工后由政府按照协议价格回购并委托街道分配给动迁户；部分项目为公司自行开发和销售，包含动迁安置房和商品房。从业务开展情况来看，公司已完工安置房项目已确认收入部分回款基本到位，回款情况较好；截至 2023 年末，公司在建安置房尚需投资规模较大，需关注自行开发项目后续去化情况，暂无拟建的安置房项目。

表 7：截至 2023 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	拟回款金额	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	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	2.98
方松公司	余山北大型居住社区 48A-02A	25.68	23.66	22.86
	余山北大型居住社区 65A-04A			
	余山北大型居住社区 66A-04A			
合计	-	30.96	30.44	29.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2023 年末公司在建保障房项目情况（万平方米、亿元）

运营主体	项目名称	建筑面积	建设周期	总投资	已投资
新开发集团	松江区岳阳街道 SJC10012 单元 28A-06 号地块动迁安置房项目	8.67	2019.09-2024.12	8.51	4.82
新开发集团	沪松路 50 弄（城中村改造项目）	1.85	2019.01-2023.12	1.49	1.37
新开发集团	戴家浜、大涨泾前期阶段（城中村改造项目）	15.61	2020 年起	30.66	1.19
新开发集团	工业区 SJC10024 单元 09-10 号地块租赁住房新建工程项目	6.43	2020.06-2023.12	7.20	5.00
方松公司	九里亭 SJP00101 单元 07A-07A 地块	10.08	2020.01-2024.06	10.05	6.79
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	12.96	2018.6-2021.05	10.80	6.66
合计	-	55.60	-	68.71	25.83

注：建设期间到期的项目为未结算项目；戴家浜、大涨泾前期阶段（城中村改造项目）包含动迁安置房和商品房。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

工程施工业务，跟踪期内工程施工业务运营主体、业务模式、施工资质均未发生变化，仍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，业务主要集中在松江区，区域内具备一定竞争优势。目前在手项目工程较为充足，业务具有一定可持续性；且主要业务对手方主要为政府单位，历史回款情况稳定。

表 9：截至 2023 年末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	2019.05-2024.06	4.26	2.61
G320 公路（松江金山区界-北松公路）改建工程 SJ-2 标段	2022.01-2024.12	2.38	0.69
叶新-大叶公路（新工路-老黄桥港）道路改建工程 C03 标	2020.03-2024.12	2.17	0.99
上海松东水环境净化有限公司四期改扩建工程（厂外管网及泵站标）	2021.06-2023.12	1.70	1.10
叶新-大叶公路（老黄桥港-叶榭镇界）道路改建工程（四标）	待开工	1.25	0.00

合计	11.76	5.39
----	-------	------

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基础设施建设板块，跟踪期内，公司仍作为松江区重要的基础设施建设主体，运营主体及业务模式均未发生变化，承担松江区较多的基础设施建设任务，其中包括较多无需垫资、不确认收入的监管项目；部分代建管理费收入的基础设施代建项目未签署协议，项目的规划建设按照政府批复文件执行。此外，公司以自营模式负责上海松江站南广场、北广场及周边配套工程项目建设，项目总投资额为 76.34 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，或将面临一定筹资压力。

房屋租赁板块，跟踪期内，公司房屋租赁业务经营主体及业务模式均未发生变化，经营性资产仍主要为住房（含公租房）、商铺和办公楼。2022 年受免租政策影响租金收入下滑，2023 年随着新建物业投入使用，公司经营性资产面积增加，同时出租率整体保持较高水平，当年收入增长较快，毛利率水平亦大幅提升。

表 10：截至 2023 年末公司主要可供出租资产情况（平方米、元/平米/每天、%）

物业名称	可供出租面积	2023 年末出租率	2023 年末平均租金水平
安贝尔花园	5,505.65	98.69	1.16
金地积木	3,678.92	96.36	1.23
雅居乐星徽	3,295.04	98.21	1.29
都荟名庭	4,130.56	96.16	1.45
光明雅筑	3,913.28	100.00	1.45
尚品雅筑	6,227.20	97.26	1.55
中海悦府	6,299.47	94.97	1.50
茸城新业苑	22,072.77	98.15	1.32
万科云间传奇	4,316.20	63.05	1.50
合景天悦	6,342.30	99.19	1.89
首创锦悦	5,793.48	100.00	1.35
象屿佳苑	9,081.32	96.93	1.53
国贸佘山源筑	5,222.78	56.12	1.42
国贸天悦观澜庭	3,643.86	97.70	1.47
国贸天悦悦山庭	4,884.60	100.00	1.48
海珀佘山	7,016.16	49.15	1.40
恒大佘山首府	3,701.76	92.11	1.44
佘北家园云庭	3,851.01	100.00	1.39
翡丽华庭	6,908.98	99.01	1.65
建发玫瑰湾	3,838.95	98.06	1.67
融创枫丹雅苑	4,017.78	100.00	1.38
泗水和鸣苑	6,881.84	98.65	1.45
同济晶萃晶典嘉苑	5,775.96	97.88	1.89
万业名苑	3,083.22	100.00	1.36
云璟雅园	3,929.72	98.46	1.53
佘山院子	2,829.83	100.00	1.00
佘山院子（二期）	6,189.30	100.00	1.14
中海九峯里	3,654.91	93.70	1.18
中海九峯里璟苑	1,915.92	97.45	1.45
都会阳光嘉苑	3,416.93	100.00	1.36
都荟艺境	5,953.47	100.00	1.47
金地时光雅苑	4,690.64	96.53	1.63
象屿欣苑	9,039.50	98.00	1.43
桂语云居	1,200.45	94.60	1.26
国贸松江华庭	3,099.91	71.12	1.49
国贸松江名庭	3,349.50	76.95	1.44

华亭公租房一期	32,929.12	63.37	1.10
华亭公租房二期	22,816.41	88.39	1.11
金地艺境	5,267.63	93.50	1.14
锦宸公馆	1,975.84	77.29	1.26
麓源	2,007.12	95.33	0.98
绿地松江名苑	2,985.57	82.36	1.42
名城璞园	3,729.78	24.22	1.46
水云间	1,954.64	100.00	1.24
松江颐景园	5,183.33	91.09	1.18
新城云间锦院	1,371.45	93.33	1.00
831 弄公租房	1,313.98	98.28	1.23
休闲绿地一期	2,203.62	96.41	1.39
休闲绿地二期	4,032.00	86.93	1.56
光星名邸	2,563.08	100.00	1.68
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
红宾院	365.46	100.00	1.06
景瑞茸鑫佳苑	1,409.94	100.00	1.50
林肯公园	4,900.76	100.00	1.50
上坤红树湾	1,882.87	100.00	1.69
万科梦想派	7,355.28	89.81	1.97
信达蓝爵	6,665.28	81.95	1.78
信达蓝尊	4,853.50	98.99	1.65
云著苑	3,502.80	98.33	1.55
雅居乐星徽（公共服务类）	3,295.04	0.00	1.08
上坤旭辉（公共服务类）	3,182.76	0.00	1.22
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
松汇东路 25 号（开心公寓）	3,047.00	100.00	0.50
西林北路 333 号	2,501.37	100.00	2.10
洞泾路 336 号	7,766.00	100.00	1.26
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	79.93	0.82
云城大厦	11,900.00	97.22	1.21
玉树路地块	20,781.27	100.00	0.91
三辰苑	21,769.33	100.00	0.94
戴家浜	9,135.20	100.00	0.93
烟草大楼	9,261.60	100.00	2.03
胡氏公司	8,592.92	100.00	2.55
云间商厦	2,370.92	84.96	0.92
小商品市场	1,014.47	100.00	1.20
新城建设公司所属资产	148,017.00	94.93	1.16
大学城公司所属资产	24,217.00	100.00	1.89
学雅公司所属资产	44,287.00	86.09	1.17
工程服务公司所属资产	54,014.00	58.27	0.77
新城投资集团所属资产	14,476.00	95.70	3.52
广富林文旅公司所属资产	123,013.00	63.18	0.51
佘山联发公司所属资产	7,999.00	100.00	1.87
佘山投资公司所属资产	8,235.00	100.00	0.98
森林宾馆所属资产	10,639.00	100.00	0.33
建设大厦	16,161.03	100.00	1.20
合计	988,209.52	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公交板块，跟踪期内公司仍承担松江区全域公共运输职能，公交业务在松江区具有垄断地位，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。从业务开展情况来看，2023 年随着外部不利因素的逐渐消除，客运数和运营里程恢复性增长，带动收入有所增长。公交业务公益属性较强，近年来持续亏损，整体盈利能力较弱，主要依靠政府补助来保持运营，2023 年获得公交运营补贴 5.58 亿元。

表 11：2021~2023 年公交业务运营情况

项目名称	2021	2022	2023
车辆数（辆）	855	858	858
公交线路数（条）	127	128	125
客运数（万人）	7,400	3,862	5,796
里程（万公里）	4,688	3,578	4,535

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

园林工程业务，跟踪期内业务运营主体及业务模式未发生变动，仍通过招标与松江区各街道签订合同，进行区内绿化工作，合同每年签订一次，合同金额根据园林项目具体的地理位置、绿化面积及处理难易程度而定。随着外部不利因素消除，2023 年公司新承接项目量恢复性增长带动收入有所增长。

环境卫生，跟踪期内，公司环境卫生的业务主体、业务模式、展业范围、收入构成均未发生变动，仍主要承担松江区 7 个街镇和 1 个开发区的道路、公厕、水域保洁、垃圾清运工作及 13 座垃圾房、6 个中转站、1 个填埋场封场后的管理。2023 年环卫收入与上年基本持平，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。此外，参股的建筑垃圾末端处置项目、湿垃圾末端处置项目已投产，参股的危废处置项目正在建设中，预计 2024 年二季度投入运营。

商品销售板块，跟踪期内，商品销售业务的运营主体、业务模式、货种、结算方式均未发生变化。其中医疗器械销售主要服务对象为松江区各医疗卫生单位，同时经营各种家庭卫生保健用的医疗器械，受需求回落影响，医疗器械销售收入下滑；百货、粮油零售主要针对松江本地消费群体，各店铺实行自主定价，经营情况较为稳定。

融资租赁业务，跟踪期内运营主体和业务模式均未发生变化，截至 2023 年末云城租赁注册资本及实收资本均为 5.00 亿元，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；业务类型以售后回租为主，2023 年末租赁资产金额较上年末小幅减少，2023 年融资租赁收入同比小幅下滑。

表 12：截至 2023 年末融资租赁业务情况（亿元、%）

租赁资产类别	2023 年末金额	占比
回租	12.14	56.14
直租	9.37	43.33
其他	0.12	0.53
合计	21.63	100.00

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，所有者权益保持稳定，具备很强的资本实力，随着业务持续推进带动总资产规

模进一步增长，财务杠杆率随债务融资规模的增加持续提升但仍处于合理水平；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；公司经营获现能力一般，EBITDA 对利息的保障能力进一步提升。

资本实力与结构

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、投资性房地产、固定资产、在建工程等科目构成，并呈现以流动资产为主的资产结构。近年来公司匹配政府战略推动松江区城镇化建设，资产规模整体呈增长态势。公司公用事业经营业务形成的固定资产及在建工程可产生较为稳定的运营收益，但因基础设施建设监理任务，公司资产构成中工程施工成本规模较大、结算较慢。总体来看，公司资产收益性尚可，流动性较弱，资产质量一般。

此外，需要关注的是，截至 2023 年末，公司其他应收款及长期应收款中应收斐讯公司合计 21.07 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。

跟踪期内，公司债务规模保持增长，短期债务占比进一步下降，债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构合理。由于资产划出以及部分基建项目由国有资本金注入调整为由区财力承担，公司资本公积有所下降，但受益于利润留存，所有者权益规模较为稳定，财务杠杆水平小幅提升，整体仍处于合理水平。

表 13：截至 2023 年末公司债务到期分布情况（亿元）

	成本	金额	1 年以内	1 年以上
银行借款 信用、质押、抵押、保证、保理贷款	--	61.65	22.45	39.20
债券融资 ABS、中期票据、公司债券	2.90-3.49%	121.97	1.84	120.13
合计	-	183.62	24.29	159.33

注：1、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

现金流及偿债能力

公司经营活动净现金流跟踪期内有所改善，但仍呈现净流出状态，整体来看经营获现能力一般，无法对利息形成有效覆盖。公司投资活动仍保持净流出但规模缩减，主要系投资业务的发展及购建无形资产、投资性房地产等相关投入；为偿还有息债务并匹配投资支出，筹资活动现金流保持流入但规模收窄。2023 年，折旧规模和利润总额提升带动 EBITDA 同比增加，EBITDA 对利息的保障能力进一步提升。

截至 2023 年末，公司银行授信总额为 294.41 亿元，尚未使用授信额度为 175.48 亿元，备用流动性充足；此外，得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，同期末在手可用批文包括 30 亿元私募公司债。此外，公司保有较大规模的货币资金用于经营周转及债务偿付。

表 14：近年来公司财务相关科目及指标情况（亿元、%）

项目	2021	2022	2023
----	------	------	------

货币资金	144.97	164.84	168.74
存货	287.45	307.46	314.66
投资性房地产	73.82	80.54	83.98
固定资产	129.47	183.52	180.69
在建工程	68.01	46.31	46.92
资产总计	926.27	1,000.10	1,021.16
经调整的所有者权益合计	451.77	472.88	472.04
总债务	121.13	167.08	185.40
短期债务占比	22.04	16.29	13.51
资产负债率	51.23	52.72	53.77
总资本化比率	21.14	26.11	28.20
经营活动产生的现金流量净额	36.87	-37.21	-2.55
投资活动产生的现金流量净额	-33.07	-50.22	-9.74
筹资活动产生的现金流量净额	40.26	107.64	15.22
收现比	1.14	1.33	1.07
EBITDA	--	16.48	23.58
EBITDA 利息保障倍数	--	3.36	4.57
经营活动净现金流利息覆盖倍数	8.24	-7.59	-0.49

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 2023 年末，公司受限资产占同期总资产的比重为 2.62%，仍存在一定的抵押融资空间。

或有负债方面，截至 2023 年末，公司对外担保余额为 2.00 亿元，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 2024 年 5 月，公司近三年未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

外部支持

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。公司维持区域重要性，由松江区国资委直接控股，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极高的关联性，在获得项目建设资金拨付、运营补贴等方面有良好记录。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，跟踪期内共计获得各类补贴 19.07 亿元。综上，跟踪期内松江区政府具备很强的支持能力，同时保持对公司极强的支持意愿，可为公司带来极强的外部支持。

跟踪债券信用分析

“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。截至目前，均已按用途使用。

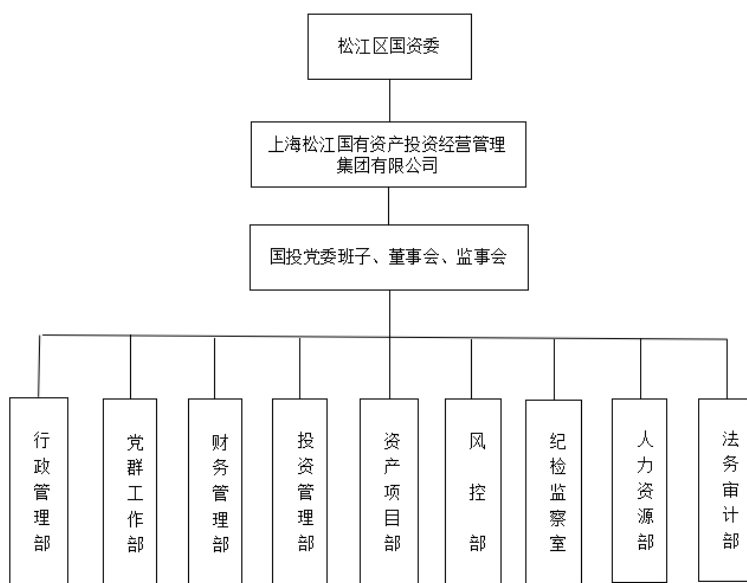
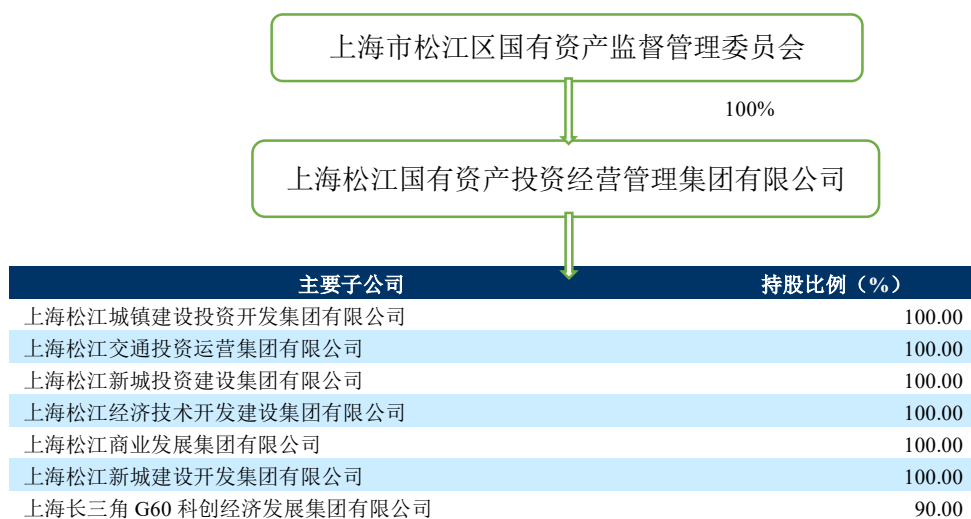
“21 松江国投 MTN001”、“21 松国 01”、“22 松江国投 MTN001”均未设置担保增信措施，债券

信用水平与公司信用实力高度相关。公司职能定位持续重要，经营层面仍保持区域竞争力，多元化板块增强业务持续性和稳定性，虽然债务规模持续增长，但考虑到公司外部支持有力，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，目前跟踪债券信用风险极低。

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”、“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 2023 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）	2021	2022	2023
货币资金	1,449,668.43	1,648,373.76	1,687,388.91
非受限货币资金	1,440,538.95	1,639,244.28	1,674,423.56
应收账款	105,945.87	124,576.13	129,912.32
其他应收款	441,551.25	433,230.49	492,062.76
存货	2,874,485.15	3,074,612.11	3,146,630.89
长期投资	605,267.49	593,025.00	622,918.66
在建工程	680,124.48	463,113.11	469,248.34
无形资产	30,508.51	29,681.75	48,655.03
总资产	9,262,685.43	10,000,955.15	10,211,602.86
其他应付款	506,640.77	534,096.04	397,919.75
短期债务	266,929.40	272,248.57	250,448.37
长期债务	944,385.18	1,398,517.96	1,603,501.64
总债务	1,211,314.58	1,670,766.53	1,853,950.00
总负债	4,745,022.76	5,272,191.84	5,491,191.69
利息支出	44,723.33	49,033.57	51,593.25
经调整的所有者权益合计	4,517,662.67	4,728,763.32	4,720,411.17
营业总收入	712,472.74	611,002.96	903,597.01
经营性业务利润	46,724.54	-5,932.75	64,992.28
其他收益	148,160.67	136,834.05	190,667.98
投资收益	25,856.47	35,806.20	21,061.70
营业外收入	19,721.08	12,192.44	4,485.13
净利润	66,367.21	2,596.15	51,099.97
EBIT	109,622.84	77,160.56	131,094.36
EBITDA	--	164,837.39	235,807.20
销售商品、提供劳务收到的现金	808,937.83	810,063.91	968,937.79
收到其他与经营活动有关的现金	2,146,974.58	995,358.77	747,574.01
购买商品、接受劳务支付的现金	739,569.53	1,202,347.05	1,022,976.74
支付其他与经营活动有关的现金	1,617,173.70	773,497.76	449,907.14
吸收投资收到的现金	52,267.31	676,519.92	15,040.22
资本支出	305,423.60	167,928.48	123,853.79
经营活动产生的现金流量净额	368,739.28	-372,123.95	-25,478.13
投资活动产生的现金流量净额	-330,677.51	-502,190.98	-97,411.60
筹资活动产生的现金流量净额	402,627.31	1,076,406.74	152,153.90
现金及现金等价物净增加额	440,689.08	202,091.80	29,264.16
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率(%)	9.53	6.14	8.88
期间费用率(%)	22.21	27.96	21.10
应收类款项/总资产(%)	8.80	8.18	8.78
收现比(X)	1.14	1.33	1.07
资产负债率(%)	51.23	52.72	53.77
总资本化比率(%)	21.14	26.11	28.20
短期债务/总债务(%)	22.04	16.29	13.51
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	8.24	-7.59	-0.49
总债务/EBITDA(X)	--	10.14	7.86
EBITDA/短期债务(X)	--	0.61	0.94
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	--	3.36	4.57

注：1、中诚信国际根据松江国投提供的其经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 2022 年审计报告、经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年审计报告整理，其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用 2023 年审计报告期末数；2、松江国投未提供 2021 年现金流量补充表，故相关指标无效；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径。

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
	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