

上海市北高新股份有限公司

2015 年公司债券

跟踪评级报告

主体信用等级：AA<sup>+</sup> 级

债项信用等级：AA<sup>+</sup> 级

评级时间：2018 年 4 月 24 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

# 上海市北高新股份有限公司 2015 年公司债券跟踪评级报告

## 概要

编号：【新世纪跟踪[2018]100039】

**存续期间** 5 年期公司债券 9 亿元人民币，2015 年 12 月 21 日—2020 年 12 月 21 日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
<b>本次跟踪：</b>	AA <sup>+</sup> 级	稳定	AA <sup>+</sup> 级	2018 年 4 月
<b>前次跟踪</b>	AA <sup>+</sup> 级	稳定	AA <sup>+</sup> 级	2017 年 5 月
<b>首次评级：</b>	AA 级	稳定	AA 级	2015 年 9 月

## 主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位：人民币亿元			
<b>发行人母公司数据：</b>			
货币资金	9.02	2.98	1.90
刚性债务	15.40	16.63	19.64
所有者权益	23.77	51.40	52.33
经营性现金净流入量	3.61	-1.83	-1.80
<b>发行人合并数据及指标：</b>			
总资产	88.06	128.38	126.99
总负债	52.23	69.99	65.74
刚性债务	37.87	47.82	47.18
所有者权益	35.83	58.40	61.25
营业收入	9.91	11.80	21.91
净利润	1.18	1.55	3.05
经营性现金净流入量	-12.69	0.23	-7.31
EBITDA	2.95	4.43	7.44
资产负债率[%]	59.31	54.51	51.77
长短期债务比[%]	99.35	54.88	59.18
权益资本与刚性债务比率[%]	94.62	122.11	129.82
流动比率[%]	207.00	195.33	184.27
现金比率[%]	46.63	74.42	52.41
利息保障倍数[倍]	1.59	1.59	2.65
EBITDA/利息支出[倍]	1.94	2.04	3.23
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.10	0.16

注：发行人数据根据市北股份经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。

## 分析师

钟士芹 常雅靓

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: [mail@shxsj.com](mailto:mail@shxsj.com)

<http://www.shxsj.com>

## 跟踪评级观点

跟踪期内，静安区财政实力进一步增强；得益于显著的区位优势及产业集聚优势，园区整体发展质量进一步提升。受益于祥腾麓源项目销售确认收入，市北股份营业收入和毛利均实现大幅增长。受土地储备和园区产业载体项目投入增加影响，公司刚性债务规模仍维持在较高水平，且在在建项目投资规模较大，或将进一步加大公司资本支出压力。但受益于自身经营积累，公司资本实力有所增强，负债经营程度进一步下降；同时，公司货币资金较充裕，外部融资渠道畅通，即期债务偿付压力不大。

- 跟踪期内，静安区财政实力进一步增强，同时市北高新园区积极对接全球科技创新中心建设，得益于显著的区位优势及产业集聚优势，园区整体发展质量不断提升，市北股份外部发展环境持续优化。
- 跟踪期内，受益于祥腾麓源项目销售确认收入，市北股份营业收入及毛利均实现大幅增长。
- 跟踪期内，受益于自身经营积累，市北股份资本实力有所增强，负债经营程度进一步下降；且公司货币资金较为充裕，即期债务偿付压力不大。
- 市北股份作为上市公司，能够在资本市场上直接募集资金，外部融资渠道畅通，为公司债务偿付和资金周转提供了一定保障。
- 市北股份以参股形式投资了部分商业房产项目，长期股权投资规模相对较大，投资回收存在一定不确定性。
- 跟踪期内，受土地储备和园区产业载体持续投入影响，市北股份刚性债务规模仍维持在较高水平，且在在建项目投资规模较大，资本支出压力或将进一步加大。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

## 跟踪评级报告

按照上海市北高新股份有限公司（以下简称“市北股份”、“该公司”或“公司”，A 股股票代码 600604，B 股股票代码 900902）2015 年公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据该公司提供的经审计的 2017 年审计报告及相关经营数据，对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论。

### 一、债券发行情况

截至 2017 年末，该公司已发行待偿还的债券本金余额为 9.00 亿元，目前公司已发行债券付息情况正常，本金尚未到兑付期。

图表 1. 截至 2017 年末公司已发行债券情况（单位：亿元，%）

债券简称	起息日	兑付日	发行金额	票面利率
15 市北债	2015-12-21	2020-12-21 <sup>1</sup>	9.00	4.00

资料来源：Wind

### 二、跟踪评级结论

#### （一）公司管理

2017 年，该公司通过资本公积转增股本的方式向全体股东每 10 股转增 10 股，转增完成后公司总股本由 93665.24 万股增加至 187330.48 万股；截至 2017 年末，公司注册资本为 18.73 亿元，上海市北高新（集团）有限公司（以下简称“市北集团”）直接持有公司的股权比例为 45.08%，同时通过市北高新集团（香港）有限公司间接持股比例为 0.81%，仍是公司控股股东；公司实际控制人仍为上海市静安区国有资产监督管理委员会（以下简称“静安区国资委”）。2017 年 12 月，公司董事长及法定代表人由周群变更为罗岚；此外，公司组织架构、内部管理制度等方面均未发生重大变更。截至 2017 年末，公司纳入合并范围的子公司共 13 家，较上年末未发生变化。

<sup>1</sup> “15 市北债”发行期限为 5 年，附第 3 年末该公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

该公司日常关联交易及往来主要体现在向关联方提供劳务、关联租赁、关联担保以及与关联方的临时性资金拆借等方面。2017年，公司出售商品、提供劳务形成的关联交易款项金额为0.21亿元，主要为电费、服务费等收入；公司向关联方采购商品、接受劳务形成的关联交易金额为0.50亿元，主要为资金使用费、会务费、餐费等；公司作为出租人向上海市北高新集团（南通）有限公司、上海数据港股份有限公司（以下简称“数据港”，证券代码603881）等关联方提供房屋租赁服务，2017年确认租赁收入合计0.13亿元；子公司开创发展作为承租人向市北集团租赁房屋，2017年确认租赁费0.02亿元。关联担保方面，截至2017年末，公司为合营企业上海睿涛房地产开发有限公司（以下简称“睿涛房产”）提供担保1.05亿元。关联资金往来方面，公司应付关联方往来款项主要系公司因项目开发及物业经营向关联方拆入的资金；应收关联方往来款项主要系公司按照协议向合作开发房地产的项目公司垫付的项目开发款。截至2017年末，公司主要关联方应收应付款项详见图表2。

**图表 2. 2017 年末公司主要关联资金往来情况（单位：万元）**

科目名称	关联方名称	2017 年末
应收账款	上海闸北绿地企业发展有限公司	200.00
	其他关联方	82.16
其他应收款	上海根祥置业有限公司	12649.52
	其他关联方	50.08
预收款项	上海数据港股份有限公司	15.10
	其他关联方	6.48
其他应付款	南通新城创置房地产有限公司	17000.00
	上海恒固房地产开发有限公司	10920.00
	上海闸北绿地企业发展有限公司	10600.00
	上海松铭房地产开发有限公司	8680.00
	上海中铁市北投资发展有限公司	8000.00
	上海睿涛房地产开发有限公司	7500.00
	其他关联方	224.49
短期借款	上海市北高新（集团）有限公司	60000.00
应付利息	上海市北高新（集团）有限公司	79.75

资料来源：市北股份

## (二) 业务运营

2015年10月，国务院批准撤销闸北区、静安区建制，设立新静安区。两区合并后，静安区提出“一轴三带”的发展战略<sup>2</sup>，以进一步统筹区域发展，实现资源联动、产业互补等重要功能。2017年，静安区加快推进“三带”区域发展，其中南京西路两侧高端商务商业集聚带、苏州河两岸人文休闲创业集聚带、中环两翼产城融合发展集聚带分别实现税收总收入282.57亿元、95.76亿元和93.12亿元；“三带”集聚了全区40.53%的纳税企业，税收贡献度达68.77%。从产业结构看，静安区以高端化和国际化为导向，重点发展商贸服务业、金融服务业、专业服务业、文化创意产业和信息服务业五大产业，推进产业梯度合理分布和能级全面提升。2017年，上述五大重点产业实现税收总收入483.01亿元，同比增长4.68%，占全区总税收的70.46%；其中商贸服务业、金融服务业和信息服务业分别实现税收总收入175.84亿元、134.49亿元和44.17亿元；此外，云计算、大数据产业优势加速形成，2017年上海大数据联盟静安服务中心正式运营，大数据应用创新研究中心挂牌成立。

2017年，静安区加大招商引资力度，健全招商模式，全年引进重点招商项目105个，其中税收千万级以上项目22个。总部经济不断集聚，全年引进跨国公司地区总部6家，截至2017年末全区跨国公司地区总部累计达70家。同期，静安区涉外经济得到快速发展，外商直接投资合同金额10.18亿美元，涉外经济实现税收总收入349.76亿元，占全区税收总收入的51.02%。静安区楼宇经济发展优势进一步巩固，全区收入超亿元楼宇达到67幢，楼宇经济实现税收总收入407.66亿元，占全区税收总收入的59.46%。同期，静安区整体经济发展态势良好，全年完成社会消费品零售总额720.37亿元，同比增长15.6%；全社会固定资产投资额316.81亿元，同比增长0.5%。

“撤二建一”使静安区财力有了较大提升，2017年，静安区完成区级一般公共预算收入232.80亿元，同口径较上年增长8.48%，全年实现税收收入217.53亿元，其中实现增值税收入78.57亿元，剔除“营改增”等因素影响，同口径较上年增长3.79%；

<sup>2</sup> 即打造一条贯通南北、共享互融的复合发展轴，建设南京西路两侧高端商务商业集聚带、苏州河两岸人文休闲创业集聚带、中环两翼产城融合发展集聚带。

实现所得税 73.66 亿元，同比增长 11.44%。同期，静安区完成一般公共预算支出 312.17 亿元，同比下降 9.62%，以城乡社区、住房保障、教育、商业服务业、社会保障和就业等支出为主，受城乡社区支出缩减影响，当年一般公共预算支出有所下降。从收支平衡情况看，2017 年静安区一般公共预算自给率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 74.57%，一般公共预算自给能力一般，财政收支平衡一定程度上依赖于上级转移支付收入、预算稳定调节基金等；同期，全区实现上级补助收入 82.83 亿元，动用预算稳定调节基金 20.88 亿元。静安区政府性基金预算收入以国有土地使用权出让收入为主，2017 年完成政府性基金预算收入 10.80 亿元，较上年大幅下降，主要系受国家宏观调控及政府土地出让规划等因素影响，土地出让进度放缓所致；政府性基金预算支出 43.48 亿元，收支平衡主要依赖于历年结转资金，当年动用历年结转资金 33.52 亿元。

上海市财政局下达静安区 2017 年末地方政府债务限额为 387.10 亿元，截至 2017 年末，静安区实际政府债务余额为 242.00 亿元。

市北高新园区是张江国家自主创新示范区的重要组成部分，基本形成了由总部经济带动，以软件信息、检验检测、节能环保、人力资源、金融衍生等为特色的产业发展格局。2017 年，市北高新园区品牌辐射效应进一步增强，园区获批“上海市电子商务示范园区”，大数据流通与交易技术国家工程实验室落户园区，市北高新美国创新中心在硅谷揭牌成立。同时，园区结合自身大数据产业集聚优势，着力推进大数据、云计算、人工智能等新兴产业领域，截至 2017 年末，园区注册企业达 1800 余家，其中大数据、云计算企业已超过 150 家，包括上海数据交易中心、浪潮、洋码头、金棕榈等一批龙头企业。总部经济方面，园区着力实施战略招商，截至 2017 年末，园区内以德凯质量认证、科勒等为代表的跨国公司地区总部累计达 18 家，具有总部特征的企业达 50 余家。在创业孵化平台方面，园区作为对接上海科创中心建设的核心承载区，不断提升产业能级，已经建立了较为完善的“苗圃+孵化器+加速器”的全孵化链体系，目前聚能湾孵化器累计孵化苗圃项目 222 项，孵化企业达 255 户，加速器企业达 47 户。目前，园区已成为全国首批“长江经济带国家级转型升级示范区”，得益于显著

的区位优势及产业集聚优势，其在全市开发区单位土地利润和税收排名中继续保持前列。2017年，市北高新园区全年累计实现营业收入1966.00亿元，其中服务业收入1920.00亿元；总税收达80.02亿元，占全区总税收的比重为11.70%；园区内市北壹中心、西岸壹号、聚能湾创新社区等重点项目稳步推进。

此外，市北高新园区与江苏南通市合作建立的市北高新（南通）科技城（以下简称“南通科技城”）建设已见成效，融生态、健康、人文于一体的高品质园区正逐渐形成。2016年，南通科技城获批江苏省省级高新区。截至2017年末，南通科技城已引进企业166家，并成功引进南通名校——启秀中学，以优质教育资源带动科技城产城融合发展。

该公司是市北集团旗下的一家以“产业地产开发运营、产业投资孵化、产业服务集成”三大核心业务为主的上市公司。其中，产业地产开发运营业务主要立足于“一区一城”（即市北高新园区和南通科技城），同时努力拓展外延空间，通过自行开发、参股合作等方式开发和运营产业载体、商业配套和商品住宅，运营方式主要采用的是租售结合的方式；产业投资孵化业务主要依托园区的优势产业和丰富的企业资源，通过对优质企业的股权投资，获取未来溢价退出的投资收益；产业服务集成业务主要是凭借公司多年形成的“市北特色产业服务体系”，实现品牌输出和管理输出，获取服务增值收入。

2017年，该公司实现营业收入21.91亿元，较上年大幅增长85.69%，主要系祥腾麓源项目销售确认收入所致；当年公司实现住宅销售收入10.55亿元，占营业收入的比重较高，但园区产业载体销售业务和园区产业载体租赁业务仍是公司重要的收入来源，2017年上述三项业务收入占营业收入的比重分别为48.13%、36.63%和10.10%；其他服务收入主要是公司向市北集团收取的委托服务费及向承租企业收取的电费<sup>3</sup>等，2017年该项业务收入为0.73亿元，较上年下降13.16%，主要系园区内部分入驻企业当年自行缴纳电费，不再由公司统一代收代付所致。此外，2017年公司实现其他业务收入0.40亿元，主要为子公司上海市北高新南通

<sup>3</sup> 该公司作为市北高新园区物业的业主，因园区企业电费统一结算而产生了电费收入，属于非盈利性业务。

有限公司（以下简称“南通公司”）当年转让云院 2 期项目地块获得的土地转让收入<sup>4</sup>。

图表 3. 2015 年以来公司营业收入及毛利构成情况<sup>5</sup>（单位：万元，%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	99119.60	100.00	118013.86	100.00	219139.53	100.00
园区产业载体销售业务	77763.89	78.45	88250.60	74.78	80276.15	36.63
园区产业载体租赁业务	15577.33	15.72	21019.59	17.81	22130.67	10.10
住宅销售业务	--	--	--	--	105468.69	48.13
其他服务业务	5778.38	5.83	8359.20	7.08	7259.50	3.31
其他	--	--	384.47	0.33	4004.54	1.83
营业毛利	39208.43	100.00	48012.72	100.00	87496.64	100.00
园区产业载体销售业务	30311.03	77.31	38838.44	80.89	50190.12	57.36
园区产业载体租赁业务	7580.37	19.33	7878.06	16.41	4664.87	5.33
住宅销售业务	--	--	--	--	30610.42	34.98
其他服务业务	1317.03	3.36	911.76	1.90	675.80	0.77
其他	--	--	384.47	0.80	1355.43	1.55
综合毛利率		39.56		40.68		39.93
园区产业载体销售业务		38.98		44.01		62.52
园区产业载体租赁业务		48.66		37.48		21.08
住宅销售业务		--		--		29.02
其他服务业务		22.79		10.91		9.31
其他		--		100.00		33.85

资料来源：根据市北股份提供的资料整理、计算

## 1. 园区产业载体开发经营

该公司产业载体开发业务模式主要有两种：一是公司自行购拍土地进行载体开发建设和租售；二是公司选择与合作方共同成立项目公司，由相应项目公司独立运作。目前，公司从事产业载体开发与经营的主体主要包括开创发展、上海市北生产性企业服务发展有限公司（以下简称“市北发展”）和南通公司等。

### (1) 园区产业载体销售业务

2017 年，该公司实现产业载体销售收入 8.03 亿元，较上年下降 9.04%。公司在售产业载体项目主要包括云院项目和智汇园项目等，截至 2017 年末，上述项目累计已投资 32.37 亿元，可售面积合计 13.70 万平方米，已售面积 10.55 万平方米，累计回笼资金

<sup>4</sup> 为支持南通市政府推进港闸区市北科创中心建设及进一步完善南通科技城的产业集聚和综合配套，2017 年南通公司将所开发的南通科技城 M13235 地块（云院项目）部分地块转让予南通市宝月湖信息科技有限公司，转让面积 5.64 万平方米，获得地块转让收入 0.37 亿元。

<sup>5</sup> 以下表格中合计项与各分项之和存在尾数差系四舍五入所致。



25.58 亿元。

**图表 4. 截至 2017 年末公司产业载体项目销售情况 (单位: 万平方米, 亿元)**

经营业态	物业名称	经营主体	地区	累计投资	可售面积	已售面积	累计确认收入	累计回笼资金
商办	新中新项目	市北发展	静安区	19.70	6.64	5.21	16.15	16.47
工业	云院项目	南通公司	南通	1.91	4.90	3.18	1.73	2.03
工业	智汇园项目	开创发展	静安区	10.03	0.94	0.94	2.34	2.45
工业	江场三路 126、128、130 号	市北发展	静安区	0.73	1.22	1.22	4.41	4.63
--	<b>合计</b>	--	--	<b>32.37</b>	<b>13.70</b>	<b>10.55</b>	<b>24.63</b>	<b>25.58</b>

资料来源：市北股份

## (2) 园区产业载体租赁业务

该公司从事园区产业载体租赁业务的主体主要为公司本部、开创发展、市北发展、上海泛业投资顾问有限公司（以下简称“泛业投资”）、越光投资管理（上海）有限公司（以下简称“越光管理”）和上海创越投资有限公司（以下简称“创越投资”）。其中，公司本部、开创发展和市北发展出租的物业均为公司自行开发载体；泛业投资、越光管理和创越投资则主要通过承租整幢物业后再向第三方转租的形式获利。

截至 2017 年末，该公司主要租赁载体可出租面积合计 35.31 万平方米，其中已出租面积 26.44 万平方米，出租率为 74.88%。主要承租人包括上海品天信息技术服务有限公司、成都鹏博士电信传媒集团股份有限公司、威士伯（上海）企业管理有限公司、德凯质量认证（上海）有限公司等。2017 年，公司实现园区产业载体租赁业务收入 2.21 亿元，随着云立方及智汇园等项目陆续签约，公司产业载体租赁业务收入有所增长。

**图表 5. 截至 2017 年末公司主要载体租赁情况<sup>6</sup> (单位: 万平方米, %)**

地块	物业名称	经营主体	总建筑 面积	可出租 面积	已出租 面积	出租率
12 号	总部经济园北园	市北发展	2.98	2.79	2.02	72.38
		开创发展	6.66	2.44	1.78	72.87
13-1 号	总部经济园南园	市北发展	4.15	4.15	3.40	81.96
		开创发展	3.49	0.38	0.38	100.00
13-2 号	-	市北发展	0.28	0.26	0.26	100.00
7 号地块	亚太数据中心	开创发展	1.58	1.32	1.32	100.00
16 祥腾房产	祥腾财富广场	开创发展	0.67	0.67	0.62	92.19
395 号	-	市北发展	0.67	0.67	0.66	98.94
10 号地块	-	市北发展	1.19	1.18	1.18	100.00
9 号地块	-	市北发展	0.11	0.11	0.11	100.00
澳门路房产	-	市北股份	0.50	0.50	0.00	0.00
西藏路房产	-	市北股份	0.01	0.01	0.01	100.00
利玛大厦	-	泛业投资	0.54	0.54	0.53	97.62
彭江路 602 号	-	创越投资	0.69	0.69	0.00 <sup>7</sup>	0.46
光通信大厦	-	越光管理	0.95	0.95	0.69	72.76
长江新能源	-	创越投资	0.98	0.98	0.51	51.75
上水地块	云立方	开创发展	8.03	6.30	4.78	75.83
智汇园	-	开创发展	11.91	7.31	4.13	56.58
新中新项目	-	市北发展	16.38	3.18	3.18	100.00
南通科技城办 公楼项目	-	南通公司	1.45	0.88	0.88	100.00
<b>合计</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>63.22</b>	<b>35.31</b>	<b>26.44</b>	<b>74.88</b>

资料来源：市北股份

### (3) 在建产业载体项目

截至 2017 年末，该公司自行开发及由公司控股合作开发的在建产业载体项目主要包括壹中心、西岸壹号和聚能湾创新社区等，概算总投资 86.68 亿元，已完成投资 47.86 亿元。其中投资规模较大的壹中心项目（14-06 地块）承建主体为上海市北高新欣云投资有限公司（以下简称“欣云投资”），该项目位于市北高新园区东南角；规划总建筑面积 20.96 万平方米，将建设高层办公建筑两栋、多层办公建筑七栋、商业综合办公楼两栋、独立商业建筑一栋；壹中心项目周边交通发达，南边临近中环高架，西边紧邻地铁 1

<sup>6</sup> 表格中可出租面积与已出租面积各细分项之和与合计数存在尾数差，系各载体面积四舍五入所致。

<sup>7</sup> 截至 2017 年末，彭江路 602 号已出租面积为 32 平方米。

号线和 7 号线，距地铁 1 号线彭浦新村站和汶水路站各约 800 米，距离上海火车站约 5 千米。西岸壹号项目由开创发展负责开发和运营，该项目位于市北高新园区西侧偏北，规划总建筑面积 16.51 万平方米，定位为集高端商业、智慧办公、生态绿地、高端养老为一体的“产城融合”示范项目，该项目也是公司首次涉足养老地产。

图表 6. 2017 年末公司主要在建项目情况 (单位: 万平方米, 亿元)

项目名称	经营业态	建设单位	建筑面积	概算投资	累计投资额	预计完工时间
壹中心	商办	欣云投资	20.96	32.68	17.30	2019.05
西岸壹号	商办	开创发展	16.51	31.86	16.70	2019.12
13-05 地块项目	工业	启日投资	1.84	2.07	1.43	2018.12
13-06 地块项目	工业	钧创投资	1.83	2.06	1.44	2018.12
聚能湾创新社区	商办	聚能湾	6.91	18.01	10.99	2019.03
合计	--	--	48.05	86.68	47.86	--

资料来源：市北股份

此外，该公司通过参股的形式投资了部分商业地产项目，计入“长期股权投资”科目，2017 年末长期股权投资余额为 12.71 亿元。目前公司非控股的合作开发项目主要包括南通香溢紫郡苑项目、嘉定区徐行镇 06-04 号地块和青浦区盈浦街道胜利路西侧 03-04 地块等；其中，公司对嘉定区徐行镇 06-04 号地块的权益占比为 50%，但由于无控股权，故不合并报表，此外对其他项目的权益占比均在 20%-30% 区间，公司对上述项目均不参与具体经营管理，仅以投资额为限获取投资回报。

2017 年，该公司下属二级子公司上海松宏置业有限公司（以下简称“松宏置业”）<sup>8</sup>开发的松江区永丰街道新城主城 H 单元 H14-08 号地块商品房住宅项目（祥腾麓源项目）竣工销售，当年实现住宅销售收入 10.55 亿元。截至 2017 年末，该项目累计已投资 6.72 亿元，可售面积 4.94 万平方米，已售面积 3.54 万平方米，累计回笼资金 11.24 亿元。

<sup>8</sup> 松宏置业系该公司下属子公司上海市北祥腾投资有限公司（以下简称“祥腾公司”）全资子公司，祥腾公司由公司、上海祥腾投资有限公司及市北集团共同出资设立，持股比例分别为 45%、35% 和 20%；由于市北集团将其持有的 20% 股权委托公司管理，故公司对祥腾公司享有 65% 的表决权。

## 2. 产业孵化和股权投资业务

该公司旗下的国家 A 级科技企业孵化器由子公司上海聚能湾企业服务有限公司（以下简称“聚能湾”）负责运作，目前聚能湾已建立了较为完善的“苗圃+孵化器+加速器”的全孵化链体系。截至 2017 年末，聚能湾累计孵化苗圃项目 222 项，孵化企业达 255 户，加速器企业 47 家，并获评“国家级中小企业公共服务示范平台”称号，同时，聚能湾还积极推进孵化品牌的输出，首个“聚能湾”品牌在南通科技城落户。此外，聚能湾积极与英特尔、上海超级计算机中心等合作伙伴联合，进一步做大做强产业孵化平台。

产业投资方面，2016 年该公司成功参与设立了上海火山石一期股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“火山石基金”）<sup>9</sup>，积极推动与知名投资机构和大数据企业合作成立产业投资基金，构建覆盖企业全生命周期需求的投资体系。截至 2017 年末，公司参股投资企业共 14 家，产业投资逐步从以房地产开发经营为主转变为“原始股投资-天使投资-风险投资-股权投资”企业全生命周期的投资体系。

### （三）财务质量

瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及相关规定。

2017 年，该公司实现营业毛利 8.75 亿元，较上年大幅增长 82.29%，主要由于当年住宅项目祥腾麓源销售确认收入，实现住宅销售毛利 3.06 亿元所致，当年住宅销售业务毛利率为 29.02%。同期，公司园区产业载体销售毛利为 5.02 亿元，较上年增长 29.38%；毛利率为 62.52%，较上年提升 18.51 个百分点，主要由于公司当年将江场三路 126、128、130 号地块自有房产销售给科勒（中国）投资有限公司，而该项目早期拿地成本较低，致使销售毛利率较高。园区产业载体租赁业务毛利为 0.47 亿元，较上年下降 40.51%；毛利率较上年下降 16.40 个百分点至 21.08%，主要系公司新开发的智汇园等项目投入运营，当年出租率不高但成本

<sup>9</sup> 截至 2017 年末，火山石基金募集资金规模为 15.52 亿元，该公司认缴出资额为 2.00 亿元，占募集资金规模的 12.89%，目前实缴出资额为 1.40 亿元。

摊销较大所致。2017年，公司期间费用为1.90亿元，以管理费用和财务费用为主，较上年增长9.20%，主要系当年职工薪酬及福利增加使得管理费用同比增长26.47%所致；公司期间费用率为8.68%，得益于营业收入的大幅增长，期间费用率较上年下降6.06个百分点。此外，2017年公司营业税金及附加同比大幅增长105.19%至2.59亿元，主要受房产转让产生的土地增值税增加影响。公司盈利主要来源于营业毛利，投资收益和营业外收入对盈利形成一定补充。2017年，公司投资收益为0.09亿元，较上年大幅下降75.98%，主要系当年公司权益法核算的长期股权投资中所投资的部分合营及联营企业项目尚处于开发阶段，当年净利润为负所致；以政府补助为主的营业外收入为0.02亿元。主要受益于祥腾麓源住宅项目的销售，当年公司实现净利润3.05亿元，较上年大幅增长96.72%。同期，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为4.78%和5.09%。

2017年末，该公司负债总额为65.74亿元，较上年末下降6.07%，主要由于当年祥腾麓源项目结转确认收入，年末预收款项大幅下降所致。得益于公司自身经营积累及负债规模下降，年末资产负债率较上年末下降2.74个百分点至51.77%。同期末，公司刚性债务余额为47.18亿元，与上年末基本持平，平均融资成本约为4.69%，较上年上升0.09个百分点；股东权益与刚性债务比率为129.82%，较上年末提升7.71个百分点，股东权益对刚性债务的覆盖程度有所提高。其中，短期刚性债务余额为22.87亿元，短期刚性债务现金覆盖率为94.63%，现金资产对短期刚性债务的覆盖程度尚可。

从债务期限结构来看，该公司负债仍以流动负债为主，2017年末，公司长短期债务比为59.18%，较上年末上升4.30个百分点。同期末，公司流动负债余额为41.30亿元，同比下降8.61%，主要系祥腾麓源项目结转确认收入，导致年末预收款项大幅下降所致；公司流动负债以短期借款、一年内到期的非流动负债、其他应付款和应付账款为主。其中，年末短期借款余额为11.66亿元，同比下降20.46%，均为信用借款；一年内到期的非流动负债余额11.15亿元，同比增长33.00%，均系一年内到期的长期借款；其他应付款为7.81亿元，主要为与合营及联营企业的往来款，同比增长54.04%，主要系应付南通新城创置房地产有限公司等单位往来款

增加所致；应付账款余额 6.02 亿元，同比增长 33.10%，主要系应付建设单位工程款增加所致。此外，年末应交税费同比大幅增长 122.21% 至 3.76 亿元，主要由于当年房产销售计提土地增值税增加所致。2017 年末，公司非流动负债余额为 24.44 亿元，与上年末基本持平，其中，长期借款余额为 15.35 亿元，同比略降 2.63%，以抵押借款和信用借款为主；应付债券余额 8.96 亿元，系公司于 2015 年 12 月发行的 5 年期公司债券。

截至 2017 年末，该公司对外担保余额为 1.05 亿元，担保比率为 1.71%，系子公司祥腾公司对睿涛房产提供的担保，担保期限为 2017 年 7 月-2020 年 5 月。睿涛房产系祥腾公司、中垠（上海）房地产投资有限公司和上海新城万嘉房地产有限公司共同投资设立的项目公司，祥腾公司为其项目开发贷款按 30% 的持股比例提供担保。公司对外担保规模不大，担保代偿风险可控。

经营性现金流方面，2017 年该公司营业收入现金率为 59.87%，较上年大幅下降，主要系当年确认收入规模较大的祥腾麓源项目房屋销售款已于上年度收到所致。当年公司经营活动产生的现金流转为净流出状态，净流出量为 7.31 亿元，主要系子公司聚能湾竞拍土地支付土地出让金 10.60 亿元所致。投资活动产生的现金流主要反映公司对外股权投资，2017 年公司投资活动产生的现金净流出量为 1.55 亿元，净流出规模较上年大幅下降，主要系 2016 年公司新增对火山石基金、上海景域园林建设发展有限公司等的投资，导致上年度投资活动产生的现金净流出规模较大。公司主要依靠金融机构借款、公开发行人公司债券、发行股票以及重大资产重组配套募集资金融资等方式弥补资金缺口，2017 年由于公司偿还到期债务规模较大，当年筹资活动产生的现金转为净流出状态，净流出量为 3.13 亿元。

2017 年末，该公司所有者权益为 61.25 亿元，较上年末增长 4.89%。公司所有者权益主要由资本公积、股本和未分配利润构成，2017 年末三者占比分别为 50.34%、30.58% 和 14.50%，资本结构稳定性较好。同期末，由于资本公积转增股本，公司股本较上年末增加 9.37 亿元至 18.73 亿元；资本公积为 30.83 亿元，同比减少 23.30%。

2017 年末，该公司资产总额为 126.99 亿元，与上年末基本持平，仍以流动资产为主。同期末，公司流动资产余额为 76.10 亿元，较上年末减少 13.78%，主要由货币资金和存货构成；其中，货币资金余额为 21.64 亿元，同比减少 35.64%，资金支出主要为聚能湾竞拍土地支付土地出让金 10.60 亿元，现金比率为 52.41%，现金资产对流动负债的保障程度一般；存货余额为 51.81 亿元，与上年末基本持平，主要为经营性产业载体项目开发成本。此外，公司其他应收款余额 1.50 亿元，同比大幅增长 139.27%，主要系当年祥腾公司按合作协议垫付给合营企业上海垠祥置业有限公司（以下简称“垠祥置业”）嘉定徐行镇 06-04 地块项目开发款所致；其他流动资产余额 0.65 亿元，同比大幅下降 35.27%，主要系当年祥腾麓源项目结转确认收入，原预缴的各项税金转入相关费用所致。2017 年末，公司非流动资产余额为 50.89 亿元，同比增长 26.85%，其中，投资性房地产余额为 34.43 亿元，主要系公司持有的用于租赁的物业资产，均以成本模式计量，同比增长 38.58%，主要为智汇园项目竣工转入所致；长期股权投资余额 12.71 亿元，较上年末变化不大，主要为对合营及联营企业的股权投资；此外，由于当年公司增加对火山石基金、上海极清慧视科技有限公司等的投资，年末可供出售金融资产余额同比增长 83.20% 至 2.88 亿元。同期末，公司受限资产合计 21.30 亿元，主要为用于抵押融资的投资性房地产，占总资产的比重为 16.77%。2017 年末，公司流动比率和速动比率分别为 184.27% 和 58.79%，公司流动资产中货币资金和存货占比较大，考虑到公司存货主要为产业载体项目开发成本，公司资产流动性整体较好。

综上所述，跟踪期内，静安区经济财政实力进一步增强，市北高新园区积极对接全球科技创新中心建设，得益于显著的区位优势及产业集聚优势，园区整体发展质量不断提升，该公司外部发展环境进一步优化。

跟踪期内，园区产业载体销售业务及园区产业载体租赁业务仍为该公司重要的收入来源；得益于祥腾麓源项目销售确认收入，当年公司收入及毛利实现大幅增长；此外，公司产业孵化业务稳步推进，并已建立了较完善的全孵化链体系。同期末，受益于自身经营积累及负债规模下降，公司负债经营程度进一步降低；且公司货币资金较为充裕，外部融资渠道畅通，即期债务偿付压力

不大。但由于土地储备及产业载体项目的持续投入，公司刚性债务规模仍维持在较高水平，且在建项目投资规模较大，未来公司仍存在一定资本支出压力。公司资产主要集中于货币资金、存货和以租赁物业为主的投资性房地产，考虑到存货中产业载体项目开发成本较大且物业具有较高的变现价值，公司资产质量较好，必要时资产变现可为到期债务偿付提供较好保障。

本评级机构仍将持续关注：（1）静安区经济和财政情况及大数据等产业政策落地情况；（2）市北高新园区招商引资情况；（3）该公司产业载体建设进展及后续资本支出计划；（4）公司债务规模的扩张及偿还情况。



附录一：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	88.06	128.38	126.99
货币资金 [亿元]	12.22	33.63	21.64
刚性债务[亿元]	37.87	47.82	47.18
所有者权益[亿元]	35.83	58.40	61.25
营业收入[亿元]	9.91	11.80	21.91
净利润 [亿元]	1.18	1.55	3.05
EBITDA[亿元]	2.95	4.43	7.44
经营性现金净流入量[亿元]	-12.69	0.23	-7.31
投资性现金净流入量[亿元]	-1.54	-6.90	-1.55
资产负债率[%]	59.31	54.51	51.77
长短期债务比[%]	99.35	54.88	59.18
权益资本与刚性债务比率[%]	94.62	122.11	129.82
流动比率[%]	207.00	195.33	184.27
速动比率 [%]	71.94	79.21	58.79
现金比率[%]	46.63	74.42	52.41
利息保障倍数[倍]	1.59	1.59	2.65
有形净值债务率[%]	146.88	120.62	107.91
担保比率[%]	20.93	12.84	1.71
毛利率[%]	39.56	40.68	39.93
营业利润率[%]	17.02	18.55	20.31
总资产报酬率[%]	3.43	3.20	4.78
净资产收益率[%]	3.98	3.29	5.09
净资产收益率*[%]	5.09	3.58	4.00
营业收入现金率[%]	62.15	222.71	59.87
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-59.99	0.64	-16.90
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-31.14	0.38	-10.77
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-67.26	-18.69	-20.48
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-34.91	-10.91	-13.05
EBITDA/利息支出[倍]	1.94	2.04	3.23
EBITDA/刚性债务[倍]	0.11	0.10	0.16

注：表中数据依据市北股份经审计的2015-2017年财务数据整理、计算。

## 附录二：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末短期投资余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初负债总额+期末负债总额)/2×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级、CCC级（含）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。