

上海城投（集团）有限公司上海城市建设债券

跟踪评级报告

主体信用等级：	AAA 级
05 沪建设：	AAA 级
07 沪建债：	AAA 级
08 沪建债：	AAA 级
14 沪建债：	AAA 级
评级时间：	2017 年 6 月 29 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.

上海城投（集团）有限公司上海城市建设债券跟踪评级报告
概要

编号：【新世纪跟踪[2017]100693】

存续期间

05 沪建设：15 年期债券 10 亿元人民币，2005 年 7 月 27 日-2020 年 7 月 27 日
 07 沪建设：15 年期债券 12 亿元人民币，2007 年 7 月 31 日-2022 年 7 月 31 日
 08 沪建设：品种一：10 年期债券 30 亿元人民币，2008 年 9 月 8 日-2018 年 9 月 8 日
 品种二：15 年期债券 30 亿元人民币，2008 年 9 月 8 日-2023 年 9 月 8 日
 14 沪建设：10 年期债券 20 亿元人民币，2014 年 11 月 5 日-2024 年 11 月 5 日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间	
本次跟踪：	上述债券	AAA 级	稳定	AAA 级	2017 年 6 月
前次跟踪：	上述债券	AAA 级	稳定	AAA 级	2016 年 6 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
金额单位：人民币亿元			
发行人合并数据及指标：			
总资产	3894.68	4766.61	5151.76
总负债	2199.55	2550.30	2781.66
刚性债务	1220.05	1031.73	679.28
所有者权益	1695.13	2216.30	2370.11
营业收入	197.64	219.86	239.05
净利润	16.32	38.05	28.99
经营性现金净流入量	34.60	61.86	43.80
EBITDA	84.71	108.68	88.44
资产负债率[%]	56.48	53.50	53.99
长短期债务比[%]	384.04	471.07	554.56
权益资本与刚性债务比率[%]	138.94	214.81	348.91
流动比率[%]	152.87	184.85	177.08
现金比率[%]	70.27	98.77	109.16
利息保障倍数[倍]	1.23	1.98	2.09
EBITDA/利息支出[倍]	2.15	2.86	3.36
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.10	0.10
05 沪建设担保方国开行：			
	2013 年	2014 年	2015 年
所有者权益	5619.50	6808.40	10702.57
营业收入	1818.72	2245.75	2492.74
资产负债率[%]	93.14	93.40	91.52
07 沪建设担保方久事集团：			
	2014 年	2015 年	2016 年
所有者权益	1611.15	2117.18	2533.36
营业收入	187.05	186.07	199.28
资产负债率[%]	58.72	47.73	42.00
08 沪建设担保方农业银行：			
	2014 年	2015 年	2016 年
所有者权益	10326.19	12188.85	13215.91
营业收入	5208.58	5361.68	5060.16
资产负债率[%]	93.54	93.19	93.25

注：发行人数据根据上海城投经审计的 2014-2016 年财务数据整理、计算。担保方数据根据国家开发银行 2013-2015 年经审计的财务数据，久事集团和农业银行经审计的 2014-2016 年财务数据整理、计算。

分析师

吴晓丽 杨亿

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
<http://www.shxsj.com>
跟踪评级观点

跟踪期内，上海城投主营业务经营稳定，营业收入进一步增长，资本实力雄厚，资产结构稳定，公司主业现金回笼能力强，货币资金存量充裕，同时可获得有力的财政支持，整体偿债能力极强。公司未来投资性现金流出规模仍较大，面临一定的资金压力。

- 上海城投各项业务运营稳定，水务业务保持很强的区域垄断性，环境业务和保障房项目交易对手仍主要为地方政府，收入和盈利稳定总体较强。
- 上海城投资本实力雄厚，跟踪期内财务结构依旧稳健，刚性债务规模大幅缩减，主业回笼资金能力保持较强水平，货币资金存量仍较为充裕，且持有规模较大、变现能力较强的金融资产，公司整体保持极强的债务偿付能力。
- 上海城投水务、环境、置业和路桥等四大业务对上海市城市建设和发展具有重要意义，上海市财政能为公司提供较稳定的城市建设专项资金和偿债资金拨款，进一步增强公司的债务偿付能力。
- 上海城投水务、路桥等业务收费会受到公用事业价格水平和调整程序的限制，城市公用事业收费的及时性与价格水平会在很大程度上影响公司的盈利水平和现金流量情况。
- 上海城投盈利对投资收益依赖性较强，由于投资收益具有一定不确定性，公司整体盈利水平易受投资收益波动影响。
- 债券担保人国家开发银行、久事集团、农业银行资本实力极强，且逐步提升，分别为 05 沪建设、07 沪建设债和 08 沪建设债的到期偿付提供有力保障。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司


本报告表述了新世纪评级对上海城投上述债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有本期债券的一种建议。报告中引用的资料主要由上海城投提供，所引用资料的真实性由上海城投负责。

跟踪评级报告

按照上海城投（集团）有限公司（以下简称“上海城投”、“该公司”或“公司”）上海城市建设债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上海城投提供的经审计的 2016 年审计报告及相关经营数据，对上海城投的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，得出跟踪评级结论。

一、债券发行情况

该公司于 2005 年 7 月 27 日发行了金额为 20 亿元人民币的 10 年期债券（品种一）和金额为 10 亿元人民币的 15 年期债券（品种二），发行利率分别为固定利率 4.98% 和 5.18%，其中品种二尚未到期，付息情况正常；公司于 2007 年 7 月 31 日发行了金额为 12 亿元人民币的 15 年期债券，发行利率为固定利率 5.48%；公司于 2008 年 9 月 8 日发行了金额为 30 亿元人民币的 10 年期债券和金额为 30 亿元人民币的 15 年期债券，发行利率分别为固定利率 5.40% 和 5.50%；公司于 2014 年 11 月 4 日发行了金额为 20 亿元人民币的 10 年期债券，发行利率为固定利率 4.80%，该债券将在存续期第 3 至 10 年末逐年按照 10%、10%、10%、10%、15%、15%、15%、15% 的比例偿还债券本金，后八年利息随本金的兑付一起支付，截至 2016 年末该债券待偿还余额为 20 亿元。

图表 1. 截至 2016 年末公司本部及并表范围内子公司未到期的债券情况

债券类型	债券名称	发行金额 (亿元)	发行利率	发行期限	起息日	到期日
中期票据	12 沪环境 MTN1	4	4.14%	5 年	2012/11/13	2017/11/13
中期票据	14 沪城控 MTN001	20	6.28%	5 年	2014/4/22	2019/4/22
中期票据	15 沪城控 MTN001	15	4.59%	3 年	2015/4/23	2018/4/23
		15	5.25%	7 年	2015/4/23	2022/4/23
企业债券	06 沪水务债	15	4.25%	15 年	2006/6/29	2021/6/29
企业债券	05 沪建设	10	5.18%	15 年	2005/7/27	2020/7/27
企业债券	07 沪建债	12	5.48%	15 年	2007/7/31	2022/7/31
企业债券	08 沪建债	30	5.40%	10 年	2008/9/8	2018/9/8
		30	5.50%	15 年	2008/9/8	2023/9/8
企业债券	12 沪建债	20	4.63%	7 年	2012/7/30	2019/7/30
企业债券	14 沪建债	20	4.80%	10 年	2014/11/5	2024/11/5

债券类型	债券名称	发行金额 (亿元)	发行利率	发行期限	起息日	到期日
中期票据	14 沪城投 MTN001	20	5.80%	5 年	2014/10/16	2019/10/16

注：根据上海城投提供的数据绘制（截至 2016 年末）

二、跟踪评级结论

（一） 公司管理

跟踪期内，该公司产权结构与法人治理情况保持稳定。公司为国有独资企业，实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”），控股比例为 100%。

跟踪期内，该公司子公司城投控股股份有限公司（简称“城投控股”）通过向上海阳晨投资股份有限公司（简称“阳晨投资”）全体股东发行 A 股股份，以换股方式吸收合并阳晨投资，并安排其全资子公司上海环境集团有限公司（以下简称“环境集团”）承继及承接阳晨投资的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务，随后城投控股将环境集团以存续分立的方式实施分立。换股程序于 2016 年 12 月 23 日完成，分立事项已于 2017 年 2 月 22 日完成并完成相应股份注销登记。2017 年 3 月 31 日，环境集团于上交所上市，更名为上海环境集团股份有限公司。分立完成后环境集团成为公司二级子公司（以公司本部为一级）。

截至 2016 年末，该公司纳入合并报表范围内的二级子公司共 11 家。2016 年，公司新纳入合并报表范围的子公司共 14 家，其中 7 家为新设立，4 家为无偿划拨，2 家为其他股东减资公司持股比例增加，1 家通过民事调解实现并表；不再纳入合并报表范围的子公司共 4 家，其中 2 家进行股权转让，2 家注销。

（二） 经营环境

上海市经济实力保持较强水平，财政收入稳步增长，区域经济结构逐步优化升级，为该公司业务开展提供了良好的外部环境。

上海市经济总体保持稳步增长态势，经济总量维持我国所有城市首位。2016 年实现地区生产总值 27466.15 亿元，按可比价值计算，较 2015 年增长 6.8%，增速小幅回落 0.1 个百分点。其中第一产业增加值 109.47 亿元，下降 6.6%；第二产业增加值 7994.34 亿元，增长 1.2%；第三产业增加值 19362.34 亿元，增长 9.5%。上海经济结构持续优化，第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 70.5%，比上年提高 2.7 个百分点；第三产业对经济增长贡献率达 94.7%。另外第三产业中的高附加值行业增长较快。其中，金

融业、信息服务业增加值分别比上年增长 12.8%和 11.9%，均高于第三产业平均增速，占第三产业比重则分别达到 24.6%和 10.1%。按常住人口计算的上海市人均生产总值为 11.36 万元。上海市财政实力不断增强，2016 年一般公共预算收入为 6406.13 亿元，较 2015 年增加 16.06%；一般公共预算支出 6918.94 亿元，增长 11.7%。全年税务部门组织的税收收入完成 11847.05 亿元（不含关税及海关代征税），同比增长 5.5%。

跟踪期内，得益于供给侧改革的积极推进，上海地区经济质量及效益进一步提升。经济质量方面，2016 年，全市加快淘汰“三高一低”落后产能，实施产业结构调整项目 1176 项。与此同时，节能环保、新一代信息技术、生物医药、高端装备、新能源、新材料和新能源汽车等战略性新兴产业制造业工业总产值比上年增长 1.5%，增速显著快于规模以上工业总产值平均增速。非公经济地位持续巩固，市场在资源配置中的决定性作用继续得到充分尊重。全年全市非公有制经济增加值 1.43 万亿元，占生产总值的比重为 52.0%，与上年持平。经济效益方面，“降成本”助企业降本增效。2016 年，全市规模以上工业企业实现利润总额比上年增长 8.1%，扭转上年下降态势。随着全市下调工商业用电价格和非居民用户天然气价格，降低进出口环节收费，企业税费负担切实减轻。全年规模以上工业企业每百元营业收入中的成本下降 1.2%，促使企业能够不断拓展内生性利润增长空间。

上海市长三角城市群核心城市的服务功能进一步强化，“四个中心”建设得到有效推进。国际金融中心方面，2016 年金融市场交易总额超过 1300 万亿元；国际贸易中心方面，全年全市货物进出口总额 2.87 万亿元，比上年增长 2.7%，占全国的比重达到 11.8%；国际航运中心方面，全年上海港口货物吞吐量超过 7 亿吨，集装箱吞吐量超过 3700 万国际标准箱，继续保持全球第一；国际经济中心方面，至 2016 年末在上海落户的跨国公司地区总部达到 580 家，投资性公司 330 家，外资研发中心 411 家，在上海投资的国家地区达 168 个。

总体看，上海市不断增强的经济和财政实力以及不断优化的产业结构为公司未来业务开展提供了良好的外部环境。根据《上海市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，上海“十三五”期间的奋斗目标之一是基本建成国际经济、金融、贸易、航运中心和社会主义现代化大都市。

水务行业是重要的公用事业行业，行业内企业的垄断优势较强，2013 年以来水价的调整使得行业盈利能力有所提高，但仍面临设备管线更新、维护与升级换代所带来的成本压力。

水务行业是重要的公用事业行业，具有较强的垄断特征。从需求的角度，上海市常住人口总数增长较为平稳，保证了水务行业的稳定发展。2015年，上海市自来水日供水能力 1152 万立方米，较上年增加 15 万立方米。全年自来水供水总量为 32.04 亿立方米，较上年增长 2.6%；自来水售水总量为 25.24 亿立方米，较上年增长 2.7%。

从价格的角度，由于水务行业涉及基本民生，各地水价由政府部门通过举行听证会制定，因此水务企业收入增长幅度受到较大限制，甚至会面临成本倒挂的可能。目前我国水务行业仍处于微利保本，甚至亏损状态。2013 年 9 月 1 日，上海实行新的综合水价，水务行业近两年盈利能力有所提高，但仍面临设备管线更新、维护与升级换代所带来的成本压力。

我国垃圾处理行业起步较晚，发展较快，目前仍属朝阳产业，未来该行业面临良好的发展前景和政策优势。

该公司的环境业务主要涉及生活垃圾和市政污水业务领域，同时拓展市政污泥、危废医废、餐厨垃圾及污染土壤等新兴领域。

根据国外行业发展历程来看，生活垃圾处理一般都经历了卫生填埋、垃圾焚烧、资源回收利用三个阶段，并已形成了“源头避免-资源利用-末端处置”的源消减管理战略。我国垃圾填埋已处于行业成熟期，垃圾处理则已进入焚烧阶段且处于行业快速成长期。城市污水处理行业方面，企业规模普遍较小，以本地化经营为主，分布较为分散，在节能减排战略、发展战略性新兴产业背景下，产业整合及市场化改革持续推进。危废处理、污泥处理、餐厨处理、土壤修复等则由于技术层面暂未突破，目前仍处于初级阶段。

近年来，随着城镇化水平的不断提高，我国城市生活垃圾及污水处理需求不断增长。2015 年生活垃圾无害化处理量达 18013.00 万吨，同比增长 9.88%；废水排放总量达 735.30 亿吨，同比增加 2.67%。2015 年垃圾及污水处理市场容量有了显著增加，进入环保行业的企业数量迅猛增加，处理能力大幅提升。2015 年，我国共有无害化处理工厂 890 座，较 2014 年增加 72 座，日处理能力达到 57.69 万吨，同比增长 8.14%。其中，卫生填埋厂 640 座，较 2014 年增加 36 座，日处理能力为 34.41 万吨，同比增长 2.63%。垃圾焚烧厂 220 座，较 2014 年增加 32 座，日处理能力为 21.91 万吨，同比增长 17.81%。城镇污水处理厂 6910 座，较 2014 年增加 879 座，城镇污水日处理能力达 18736.00 万吨，同比增长 5.69%。2015 年，上海市清运生活垃圾 789 万吨，生活垃圾无害化处理率达到 100%；新增 2020 个垃圾分类收集处置试点场所，实现生活垃圾分类居住区覆盖家庭 400 万户。

跟踪期内，上海市房地产市场投资增速有所下滑；调控政策密集出台，政策变化使得房地产市场未来走向存在一定不确定性。但作为重要的基础民生工程，上海市保障房建设持续得到大力支持。

2016年，受宏观经济影响，上海市房地产投资增速有所下滑，上半年房地产销售市场量价齐升，但三季度起，受到调控政策密集颁布的影响，土地供应及房屋成交量双降。2016年全年，上海市完成房地产开发投资3709.03亿元，比上年增长6.9%，增速较上年回落1.3个百分点。房屋施工面积15111.24万平方米，增长0.1%；其中新开工面积2840.95万平方米，增长9.1%；竣工面积2550.64万平方米，减少3.6%。商品房销售面积2705.69万平方米，增长11.3%；其中，商品住宅销售面积2019.80万平方米，增长0.53%。全年商品房销售额6695.85亿元，增长31.46%；其中，商品住宅销售额5233.29亿元，增长21.14%。2016年存量房买卖登记面积3398.31万平方米，增长28.3%。

作为重要的社会民生项目，上海市保障房建设近年来稳步推进。2016年3月上海市住房城乡建设管理委等四部门发布的《关于进一步完善本市住房市场体系和保障体系促进房地产市场平稳健康发展的若干意见》要求进一步深化完善廉租住房、共有产权保障住房（经济适用住房）、公共租赁住房、征收安置住房（动迁安置房）“四位一体”的住房保障体系。2016年新增供应各类保障性住房5.2万套。中心城区实际完成二级旧里以下房屋改造约59万平方米，受益居民约3万户。2017年上海将预计新增供应5万套各类保障性住房，完成48万平方米中心城区二级旧里以下房屋改造、4.4万平方米郊区城镇旧区改造，实施300万平方米旧住房综合改造。在国家 and 上海市大力支持保障性住房建设的背景下，预计未来几年上海市保障性住房开工规模仍将较大。

（三）经营状况

跟踪期内，该公司各项业务运营总体保持稳定。2016年公司实现营业收入239.05亿元，同比增长8.72%；毛利率为25.29%，较2015年上升2.75个百分点。公司主要业务涉及水务、环境、置业、路桥四大板块，2016年收入占比分别为39.50%、22.04%、29.93%与8.53%。

该公司水务业务主要负责上海中心城区及部分集约化郊区的原水与自来水供应、防汛排水和污水污泥处理等业务。该板块主要由子公司上海城投水务（集团）有限公司（简称“水务集团”）运营，跟踪期内水务集团运营业绩稳定，经营模式未发生重大变化。2016年，公司水务板块营业收

入 94.44 亿元，较上一年增加 0.24 亿元。

截至 2016 年末，该公司已累计形成 1593 万立方米/日的原水制取能力（占全市的 97.5%），851 万立方米/日的自来水供应能力（约占全市的 74.8%）；拥有 10 座雨污水调蓄池、10.83 万立方米的调蓄能力，325 座市政排水泵站（其中防汛泵站 177 座）、2008 立方米/秒的防汛能力（约占全市的 49%），505 万立方米/日的干线污水设计输送能力、593.3 万立方米/日的污水处理能力（约占全市的 78.7%）和 545.25 吨干泥/日的污泥处理能力。2016 年，公司完成原水供应总量 23.85 亿立方米，自来水供水总量 23.38 亿立方米；防汛排水总量 2.82 亿立方米，日均处理污水 537.70 万立方米。

跟踪期内，该公司水务板块工程项目平稳推进。2016 年，公司黄浦江上游水源地工程基本建成并逐步投入运营；泰和水厂扩建、徐泾水厂扩建、沈杜泵站、泗泾水库泵站、凤溪水库增压泵站工程基本建成，供水保障能力有了新的提升；大定海、新宛平排水系统汛期已发挥作用，松潘、庙彭等 5 个排水系统项目实现开工，陇西和汉阳二期 2 个排水系统项目持续推进。

整体看，公司水务业务具有较强的区域垄断性，总体经营平稳，2013 年以来自来水价保持稳定，但公司持续面临较大的管线设备升级与维护成本，盈利能力较弱。

环境业务方面，该公司环境业务在资金实力、市场规模、技术经验及人员储备等方面均保持行业领先地位，在渗滤液处理、飞灰填埋、污泥协同处置方面取得了一定进展，具有较强的竞争力。公司该板块业务主要由子公司环境集团运营。跟踪期内，环境集团收入同比大幅增长，毛利率保持较高水平。2016 年，公司环境板块实现营业收入 52.68 亿元，较上年增加 16.49 亿元。

截至 2016 年末，该公司已运营固废项目处理能力达 2.675 万吨/日（上海 1.895 万吨/日），其中焚烧 1.505 万吨/日（上海 0.86 万吨/日），总装机容量 297 兆瓦，填埋 1.17 万吨/日（上海 1.035 万吨/日）；在建固废项目处理能力 0.999 万吨/日（上海 0.62 万吨/日），总装机容量 114 兆瓦；医废焚烧处理能力 97 吨/日，危废填埋处理能力 213.5 吨/日；生活垃圾陆上中转能力 9300 吨/日，水上集运中转能力 7000 吨/日、水上散装中转能力 3000 吨/日。

跟踪期内该公司环境板块工程项目建设推进平稳。污水处理方面，截

至 2016 年末，环境集团投入运营的污水处理厂共 6 座，其中 4 座位于上海，2 座位于成都，全年处理污水总量为 66753 万吨。垃圾焚烧业务方面，截至 2016 年末，环境集团已在上海、成都、青岛、威海、漳州、南京、洛阳、太原等地拥有 12 个生活垃圾焚烧厂。其中，投入商业（试）运营的垃圾焚烧项目共 10 个，跟踪期内新增松江天马项目、奉贤东石塘和崇明项目。2016 年入厂焚烧垃圾共计 556.67 万吨，同比增长 25.49%，焚烧上网电量 15.75 亿度，同比增长 32.00%。环境集团目前在建垃圾焚烧项目 2 个，分别为太原项目和洛阳项目。垃圾填埋业务方面，截至 2016 年末，环境集团负责运营的生活垃圾填埋项目共 5 个，其中已投入运营的有上海老港、上海崇明瀛洲、浙江宁波鄞州和浙江宁波奉化 4 个填埋场。2016 年，环境集团新中标浙江新昌县生活垃圾卫生填埋场，已于 2016 年 1 月正式开工建设，目前尚未投入运营。垃圾中转业务方面，环境集团在上海建设了黄浦、杨浦、浦东、虹口和崇明等 5 个大型生活垃圾中转站，2016 年中转垃圾共计 123.16 万吨，同比增加 8.16 万吨。

环保行业尚属朝阳行业，未来较大的发展空间。预计随着公司在建垃圾处理项目的逐步建成投入运营，产能进一步释放，公司环境业务收入仍具有较强增长性。

置业业务方面，该公司置业板块主要由下属子公司上海城投控股股份有限公司（简称“城投控股”），其业务主要为保障性住房开发、部分涉及商品房领域，开发模式包括自主开发和合作开发。2016 年，公司置业板块实现营业收入 71.54 亿元，较上年减少 3.19 亿元。

该公司是上海市主要的保障房建设机构。跟踪期内，公司子公司城投控股在建保障房项目包括韵意、洞泾 30-04 及 34-04、佘山北、南部新城和九亭项目，并于 2016 年新开工建设新凯二期经适房集中商业项目。截至 2016 年末，上述在建项目总计容建筑面积 116.83 万平方米，其中已竣工 47.73 万平方米；计划总投资额 106.25 亿元，2016 年实际投资额为 21.99 亿元，截至 2016 年末已累计投资 58.17 亿元。2016 年签约面积和金额分别为 47.95 万平方米和 56.25 亿元，当年签约项目主要为新开盘的佘山北和南部新城动迁房项目，二者分别已完成 77.86%和 100%的房源配售，签约金额分别为 21.67 亿元和 24.13 亿元。2016 年结转项目主要为新凯三期项目，结转金额 11.88 亿元。2016 年，城投控股主要在售商品房项目包括新江湾城 C4、闻喜华庭、露香园（高区）。当年签约销售面积合计 2.42 万平方米，签约销售金额合计 17.21 亿元，结转面积合计 12.98 万平方米，结转金额合计 75.36 亿元。截至 2016 年末，上述项目累计销售面积分别占可供出售面

积的 57.06%、88.63%和 37.17%，其中露香园项目数据是以露香园高区已累计销售面积与露香园总可供出售面积为基础求得，按高区可供出售面积计算的去化率近 94%，总体看公司商品房项目整体去化情况较好。

城投控股部分房地产项目采取合作开发模式，主要包括“湾谷”科技园项目与新江湾 F 区尚浦领世项目，公司权益占比分别为 36%和 50%。2016 年，公司权益法下确认的投资损益分别为 1.93 亿元和 0.28 亿元。新江湾城 F 区尚浦领世已经销售完毕，目前已通过对联营企业减资收回投资和收益。公司未来将进一步发展形成产业地产的商业模式，形成继“湾谷”科技园之后的“科创园区”开发品牌，全面推进“湾谷”科技园二期开发。科技园北块和南块二期项目土地面积分别为 5.75 万平方米和 5.40 万平方米，规划计容建筑面积分别为 11.87 万平方米和 13.44 万平方米，公司权益占比为 50%。跟踪期内公司另获取了金山区朱泾镇“城中村”项目，土地面积 37.39 万平方米（包括待开发土地 14.53 万平方米和一级土地整理 22.87 万平方米），规划计容建筑面积为 31.33 万平方米，该项目拟采用合作开发模式，公司权益占比为 90%，目前已完成框架协议及前期费用大包干协议的签署，并启动地块动迁工作。

作为重要的社会民生项目，跟踪期内保障性住房的建设持续获得大力支持，预计未来几年上海市保障性住房开工规模仍将较大，为公司创造良好的外部环境；公司部分涉及商品房业务，易受房地产调控政策变化影响。

路桥业务方面，该公司路桥业务可分为收费和非收费路桥业务，主要由子公司上海城投公路投资（集团）有限公司（简称“公路集团”）运营。跟踪期内因新增收购项目，通行费收入增加，公司路桥业务营业收入明显增长。2016 年，公司路桥业务实现营业收入 20.39 亿元，较上年增加 6.42 亿元，其中公司实现通行费收入 18.62 亿元，同比增长 55.95%。

收费路桥方面，截至 2016 年末，公路集团运营高速公路共计 13 条，累计 494.19 公里，占上海市收费高速公路的 71.75%。其中政府还贷高速公路 4 条，包括沪常高速上海段（S26）、申嘉湖高速上海段（S32）、沈海高速（G15 上海段）及崇启通道上海段，累计 197 公里；经营性高速公路 9 条，包括 G1501、沪芦高速上海段（S2）等，累计 296 公里。非收费路桥主要为市内部分干线道路和过江隧道，以及郊区部分开放式公路等。

跟踪期内，该公司交通基础设施建设项目稳步推进。2016 年公司完成了长江西路越江隧道、嘉闵高架北北延伸、沪宜公路、杭申线航道整治、中环路固定东路下匝道等 6 个项目建设；新开工昆阳路越江、龙耀路越江

(复工)、江浦路越江、江杨北路改建、G320、G228、武宁路快速化改造、中兴路下匝道、平申线亭枫公路桥、赵家沟东段桥梁工程等 11 个项目，其中 S3 先行段通过工艺创新，实现当年开工当年通车；公司另有 23 个项目持续推进，其中上海一号工程北横通道“纵横号”盾构始发推进，其余项目基本完成年度节点目标。

随着公司经营性高速公路项目的逐步成长及相关路网的不断完善，公司路桥业务收入规模预计将保持稳步增长。但公司政府收费还贷高速公路和非收费公益性项目对政府资金拨付的依赖程度较高，政府资金拨付若不及时，则可能会对公司资金形成一定占用。

(四) 财务质量

跟踪期内，该公司营业收入继续保持稳定增长，2016 年实现营业收入 239.05 亿元，同比增长 8.72%；综合毛利为 25.29%，较上年提升 4.69 个百分点；主要得益于公司刚性债务的缩减，当年财务费用下降明显，期间费用较上年下降 9.57%至 38.68 亿元，主营业务盈利能力有所提升，当年扣除其他经营收益的营业利润为 9.32 亿元，较上年增加 17.03 亿元。2016 年，公司投资净收益虽较上年下降 56.68%，但规模依旧较大，为 23.65 亿元，投资收益占利润总额的比重依旧较高，为 62.44%。公司投资收益中，因持有长期股权投资获得的投资收益为 9.39 亿元，主要来自联营企业光明食品（集团）有限公司、上海合庭房地产开发有限公司（系公司合作项目新江湾 F 区尚浦领世的合作方）和西部证券证券股份有限公司，金额分别为 4.13 亿元、1.93 亿元和 1.77 亿元；处置长期股权投资和可供出售金融资产获得的投资收益分别为 5.54 亿元和 11.33 亿元，主要系公司减持西部证券、光大银行等金融资产。同年，公司营业外收入为 6.04 亿元，较上年增长 33.04%，主要系公司持续获得以增值税返还和财政补贴收入为主的政府补助共计 5.34 亿元，同比增加 1.70 亿元。在投资收益及营业外收入的补益下，公司当年实现利润总额 37.87 亿元，同比下降 25.06%；净利润为 2.90 亿元，下降 23.82%。

该公司持续进行城市基础设施等项目的投资建设，资金需求规模较大。2016 年末，公司负债总额为 2781.66 亿元，较上年末增长 9.07%。随着公司利润的逐年累积以及将每年收到的项目资本金转增资本公积，公司净资产规模亦同步扩大。整体来看，公司资本结构较为稳定，资产负债率保持在较低水平，2016 年末，公司资产负债率为 53.99%，上年末提升 0.49 个百分点。

该公司债务以长期为主，与投资规模大、项目回收期长的资产特征匹配度较高。2016年末，公司长短期债务比为554.56%，短期偿债压力较上一年有所缓解。债务构成方面，公司负债主要集中在银行借款、应付债券等刚性债务以及专项应付款，其中专项应付款主要为城建项目拨款，截至2016年末，余额为1603.56亿元，占负债总额的57.65%；同期末刚性债务总额为679.28亿元，占负债总额的24.42%，比上年同期减少352.45亿元（降幅为34.16%），主要系因长期借款较上年减少321.36亿元。总体看刚性债务偿付压力较上年大幅缓解。

截至2016年末，该公司合并范围内担保余额为192.93亿元¹，合并范围外担保余额为168.41亿元²。被担保企业经营基本正常。

该公司水务、环境等业务涉及的自来水、排水、污水处理、废弃物处置等公用事业具有一定的区域垄断性，可保证现金流入的稳定性。整体来看，公司主营业务资金回笼状况较好。2016年营业收入现金率为100.56%。公司经营性现金流保持持续较大规模的净流入，能对债务偿付形成基础保障。2016年，公司经营性现金净流量为43.80亿元，较上年减少18.05亿元。公司因持续进行城市基础设施项目投资建设，资金投入保持在较高水平，2016年投资活动现金净流出量为285.92亿元，规模较上年增加20.69亿元。公司主要通过城市建设专项资金拨款、金融机构借款、发行债券等方式弥补资金缺口，同年筹资活动现金流量净额为263.42亿元，较上年减少62.11亿元。

随着经营利润的逐年累积以及上海市政府对该公司注入资本金的增加，公司近年来资本实力逐渐增强，2016年末，公司所有者权益为2370.11亿元，较上年末增长6.94%。同时，随着公司业务规模及股权投资规模的不断增大，公司资产总额稳步上升，2016年末，公司资产总额为5151.76亿元，较上年末增长8.08%。公司资产以非流动资产为主，占比逾80%，其中固定资产和在建工程主要为已建成和在建的城市基础设施，2016年末，两者合计金额为2655.58亿元，占资产总额的比重为51.55%。公司持有较大规模的金融资产，同期末可供出售金融资产为990.91亿元，其中以公允价值计量的账面价值为280.64亿元，主要为持有上市公司股份，变现能力强。同时，公司2016年末货币资金余额为461.56亿元，较上年末增长4.67%，能对短期债务偿付提供较强的保障。

¹ 其中人民币17,956,219,516.27元、美元187,895,345.90元、欧元11,144,785.41元，按照2016年12月31日汇率中间价换算。

² 其中人民币150亿元，美元29,801,381.67元，欧元219,111,281.70元，按照2016年12月31日汇率中间价换算。

该公司具有良好的偿债信誉，与多家商业银行建立了良好的长期合作关系。截至 2016 年末，公司合并口径已获得商业银行授信总额为 3966.30 亿元，其中尚未使用的授信余额为 3561.23 亿元，间接融资渠道较顺畅，且具有较强的融资成本优势。除此之外，公司还能够得到上海市政府较大力度的政策支持和资金支持，2016 年，公司收到上海市政府偿债资金拨款共计 331.39 亿元，从而为公司基础设施项目建设和债务偿付提供有力支撑。

根据该公司提供的《企业信用报告》显示，截至 2017 年 5 月 11 日公司不存在信用违约记录。

(五) 担保分析

05 沪建设的担保方为国家开发银行。截至 2015 年末，国家开发银行总资产规模为 126196.75 亿元，2015 年实现净利息收入 1583.57 亿元，净利润 1027.88 亿元。07 沪建债的担保方为久事集团。截至 2016 年末，久事集团总资产规模为 4368.22 亿元，资产负债率为 42.00%，2016 年实现营业收入 199.28 亿元，净利润 37.82 亿元。08 沪建债的担保方为农业银行。截至 2016 年末，农业银行总资产规模为 195700.61 亿元，2016 年实现利息净收入 3981.04 亿元，净利润 1840.60 亿元。整体来看，上述担保方对相关债券的担保有效性强，可为相关债券的到期偿还提供有力的外部支持。

综上所述，跟踪期内该公司各主业经营稳定，营业收入进一步增长，毛利率有所上升，期间费用有所缩减，主营业务盈利性增强，投资收益虽有所减少但依然对公司盈利形成显著补充。公司资本实力雄厚，资产负债率仍保持在合理水平，刚性债务大幅缩减，主业回笼资金能力保持在较强水平，货币资金储备较充裕，且持有较大规模变现能力强的金融资产，整体看公司债务本息偿付能力极强。

本评级机构仍将持续关注：(1) 公用事业收费调整对该公司盈利能力的影响；(2) 公司城市基础设施建设的资金投入和偿债资金的保障情况。

附录一：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年
资产总额 [亿元]	3,894.68	4,766.61	5,151.76
货币资金 [亿元]	319.06	440.97	461.56
刚性债务[亿元]	1,220.05	1,031.73	679.28
所有者权益 [亿元]	1,695.13	2,216.30	2,370.11
营业收入[亿元]	197.64	219.86	239.05
净利润 [亿元]	16.32	38.05	28.99
EBITDA[亿元]	84.71	108.68	88.44
经营性现金净流入量[亿元]	34.60	61.86	43.80
投资性现金净流入量[亿元]	-174.06	-265.32	-285.92
资产负债率[%]	56.48	53.50	53.99
长短期债务比[%]	384.04	471.07	554.56
权益资本与刚性债务比率[%]	138.94	214.81	348.91
流动比率[%]	152.87	184.85	177.08
速动比率 [%]	80.58	108.89	122.66
现金比率[%]	70.27	98.77	109.16
利息保障倍数[倍]	1.23	1.98	2.09
有形净值债务率[%]	148.88	127.44	131.56
担保比率[%]	4.76	3.55	7.11
毛利率[%]	21.68	20.60	25.29
营业利润率[%]	10.18	21.31	13.80
总资产报酬率[%]	1.29	1.74	1.11
净资产收益率[%]	1.01	1.95	1.26
净资产收益率*[%]	0.34	1.00	0.87
营业收入现金率[%]	116.22	101.24	100.56
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.28	13.73	10.05
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.62	2.60	1.64
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-29.33	-45.16	-55.56
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.52	-8.57	-9.08
EBITDA/利息支出[倍]	2.15	2.86	3.36
EBITDA/刚性债务[倍]	0.06	0.10	0.10

注：表中数据依据上海城投经审计的 2014-2016 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。