

# 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：	2018 年 6 月 11 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[2018]100118】

**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 沪建债：15 年期债券 12 亿元人民币，2007 年 7 月 31 日-2022 年 7 月 31 日

08 沪建债：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 沪建债：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：	AAA 级	稳定	AAA 级	2018 年 6 月
前次跟踪：	AAA 级	稳定	AAA 级	2017 年 6 月

## 主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
<b>金额单位：人民币亿元</b>			
<b>发行人合并数据及指标：</b>			
总资产	4766.61	5151.76	5475.83
总负债	2550.30	2781.66	2973.89
刚性债务	1038.38	685.37	571.30
所有者权益	2216.30	2370.11	2501.94
营业收入	219.86	239.05	224.03
净利润	38.05	28.99	41.93
经营性现金净流入量	61.86	43.80	36.92
EBITDA	108.68	88.44	105.78
资产负债率[%]	53.50	53.99	54.31
长短期债务比[%]	471.07	554.56	536.22
权益资本与刚性债务比率[%]	213.44	345.81	437.93
流动比率[%]	184.85	177.08	177.73
现金比率[%]	98.77	109.16	95.34
利息保障倍数[倍]	1.98	2.09	2.81
EBITDA/利息支出[倍]	2.86	3.36	4.27
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.10	0.17
<b>05 沪建设担保方国开行：</b>			
	2014 年	2015 年	2016 年
所有者权益	6808.40	10702.57	11627.20
营业收入	2245.75	2492.74	2226.77
资产负债率[%]	93.40	91.52	91.89
<b>08 沪建设担保方久事集团：</b>			
	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
<b>07 沪建设担保方农业银行：</b>			
	2015 年	2016 年	2017 年
所有者权益	12188.85	13215.91	14293.97
营业收入	5361.68	5060.16	4318.96
资产负债率[%]	93.19	93.25	93.21

注：发行人数据根据上海城投经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算。担保方数据根据国家开发银行（简称“国开行”）和上海久事（集团）有限公司（简称“久事集团”）2014-2016 年经审计的财务数据，和中国农业银行股份有限公司（简称“农业银行”）经审计的 2015-2017 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](mailto:mail@shxsj.com)

<http://www.shxsj.com>

## 跟踪评级观点

跟踪期内，上海城投主要业务运营外部环境依然较好，公司持续获得较大的政府支持。受置业板块收入下滑影响，公司营业收入有所下降，盈利对投资收益依赖性依然较高。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。公司资本实力雄厚，主业现金回笼能力强，货币资金存量充裕，同时持有较大规模可迅速变现金融资产，整体偿债能力极强。

- 上海城投各项业务运营相对稳定，水务业务继续保持很强的区域垄断性，路桥业务可获得较稳定的政府资金支持，环境业务和保障房业务所处政策环境较好。
- 上海城投水务、环境、置业和路桥等四大业务对上海市城市发展和建设具有重要意义，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，有利于增强公司的债务偿付能力。
- 上海城投资本实力雄厚，财务结构稳健，跟踪期内刚性债务规模持续缩减，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、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。
- 上海城投利润总额主要来源于投资收益，由于投资收益存在一定不确定性，公司盈利水平易受投资收益波动影响。

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

按照上海城投（集团）有限公司（以下简称“上海城投”、“该公司”或“公司”）发行的 2005 年、2007 年、2008 年、2014 年上海城市建设债券信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据上海城投提供的经审计的 2017 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 2017 年末该债券待偿还本金余额为 18 亿元。

图表 1. 截至 2018 年 4 月末公司本部及并表范围内子公司存续债券情况

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	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	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
中期票据	14 沪城投 MTN001	20	5.80%	5+N 年	2014/10/16	2019/10/16

注：根据上海城投提供的数据绘制

## 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”）。公司产权状况详见附录二。

跟踪期内，该公司修订了公司章程，主要是根据市委、市政府以及市国资两委关于加强企业党建的有关要求做出调整，同时按照规定设立董事会，完善法人治理结构，并增加“容错条款”的要求，以支持和推动企业改革创新。

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（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（简称“上海环境”）。分立完成后公司持有城投控股股份数由 15.02 亿股减少至 11.75 亿股，持股比例不变；公司持有上海环境 3.26 亿股，持股比例为 46.46%，为其第一大股东，上海环境成为公司二级子公司（以公司本部为一级）。

截至 2017 年末，该公司纳入合并报表范围内的二级子公司为 12 家。当年，公司新纳入合并报表范围的子公司共 10 家，其中 4 家系收购合并，6 家系新设立；不再纳入合并报表范围的子公司共 2 家，原因均系工商注销。

### (二) 经营环境

#### 1. 上海市经济发展情况

**上海市经济实力保持极强水平，财政收入稳步增长，区域经济结构持续优化升级，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。2017 年实现地区生产总值 30133.86 亿元，按可比价值计算，较上年增长 6.9%，增速与上年持平。其中第一产业增加值 98.99 亿元，较上年下降 9.5%；第二产业增加值 9251.40 亿元，较上年增长 5.8%；第三产业增加值 20783.47 亿元，较上年增长 7.5%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为

69.0%，同比小幅回落 1.5 个百分点。另外第三产业中的高附加值行业增长较快。其中，金融业、信息产业增加值分别为 5330.54 亿元和 3274.78 亿元，比上年分别增长 11.8% 和 12.1%，均高于第三产业平均增速，占第三产业比重分别达到 25.6% 和 15.8%。按常住人口计算的上海市人均生产总值为 12.46 万元，较上年增长 9.7%。上海市财政实力不断增强，2017 年一般公共预算收入为 6642.26 亿元，较上年增长 9.1%；一般公共预算支出 7547.62 亿元，增长 9.1%。全年税务部门组织的税收收入完成 12839.92 亿元(不含关税及海关代征税)，同比增长 8.4%。

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，现代产业体系加快形成。上海市坚持以供给侧结构性改革为主线，二、三产业协同发展，2017 年工业增加值增长率为近六年最高，工业投资增长率为近十年来最高，实体经济发挥了重要的核心支撑作用。上海市通过去产能减少无效低端供给，通过价格机制有效倒逼行业转型升级、优化产品结构，带动主要行业发展效益持续向好。2017 年全年规模以上工业产品销售率为 99.9%；规模以上工业企业实现利润总额超过 3200 亿元，比上年增长 10.5%，增速同比提高 2.4 个百分点；规模以上工业企业亏损面为 20.9%，同比降低 1.0 个百分点。随着经济新增长点不断涌现，上海已经构建出以现代服务业为主、战略性新兴产业为引领、先进制造业为支撑的现代产业体系框架。工业方面，以新技术、新产品和智能制造为特征的战略性新兴产业制造业占规模以上工业总产值的比重达到 30.8%。服务业方面，以高附加值为特征的金融业、信息产业等增加值占生产总值的比重分别达到 17.7% 和 10.9%；电子商务交易额继续保持两位数增长。战略性新兴产业增加值占生产总值的比重达到 16.4%，比上年提高 1.2 个百分点。

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。2017 年，上海商品销售总额、社会消费品零售总额分别达到 11.31 万亿元和 1.18 万亿元；金融市场交易总额超过 1400 万亿元，各类金融单位接近 1500 家，股票、期货、外汇、黄金等金融市场交易量位居世界前列；口岸贸易总额占全球的 3% 以上，跃居世界城市首位，高新技术产品出口占全市比重超过 40%；集装箱吞吐量连续 8 年位居世界第一，现代航运集疏运体系和航运服务体系持续优化，上海成为全国第一个、全球第五个航空旅客年吞吐量突破 1 亿人次的城市。

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该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的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。

## 2. 所处行业环境

### (1) 水务业务

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，但受水费价格调整限制，收入增幅有限，设备管线更新、维护与升级换代所带来的成本压力增加，使得盈利压力持续加大，2017年非居民用水价格下调，加剧行业盈利压力。

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。根据国家统计局数据显示，2016年上海市供水管道长度为36642公里，较上年增加259公里；供水综合生产能力为1152万立方米/日，较上年增加15万立方米/日；水供水总量为32.04亿立方米，较上年增长2.6%。

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，居民供水价格由2.8元/立方米的综合水价提高至3.45元/立方米（第一阶梯）、4.83元/立方米（第二阶梯）和5.83元/立方米（第三阶梯），水务行业盈利能力有所提高，但也持续面临设备管线更新、维护与升级换代所带来的成本压力。2017年4月1日，上海下调了非居民用水价格，工商业和行政事业用户供水价格每立方米下调0.27元，综合水价分别由5.00元/立方米和4.90元/立方米下调至4.73元/立方米和4.63元/立方米，特种用水用户供水价格每立方米下调0.2~0.82元/立方米不等。非居民用水价格下调会加剧水务行业盈利压力。

### (2) 环境业务

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。

垃圾处理方面，近年来随着城镇化水平的不断提高，我国城市生活垃圾处理需求不断增长，2016年垃圾处理市场容量持续扩大，进入该行业的企业数量持续增长，处理能力有所提升。根据国家统计局披露数据，2016年生活垃圾清运量2.04亿吨，同比增长6.37%；生活垃圾无害化处理量达19673.8万吨，同比增长9.22%；2016年全国共有无害化处理工厂940座，同比增加50座，日处理能力达到62.14吨，同比增长7.71%。其中，卫生填埋厂657座，较上年增加17座，日处理能力为35.01万吨，同比增长1.73%；垃圾焚烧厂249座，同比增加29座，日处理能力为25.59万吨，同比增长16.78%。垃圾填埋量及处理能力增速已有所放缓，但垃圾焚烧无害化处理量及处理能力近年来保持两位数增长率，远高于总体垃圾处理量增速，成为固废领域增速最快的子行业。污水处理方面，2016年我国废水排放总量为711.10亿吨，同比下降3.29%。2016年我国城镇污水日处理能力达16779.00万立方米，同比增长4.44%。上海地区，2016年清运生活垃圾629.4万吨，同比增长2.64%；无害化垃圾处理厂共14座，其中填埋厂未有新增，垃圾焚烧厂较上年增加2座，垃圾无害化处理能力相应增加3000吨/天至23530吨/天，生活垃圾无害化处理率维持100%。

### **(3) 置业业务**

**2017年，上海市房地产市场投资增速有所放缓。随着调控政策趋严，商品住宅成交量同比下滑。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。**

上海作为全国的经济和金融中心，教育、医疗、就业岗位等资源优势显著，房地产市场需求量大，住房价格亦处于国内高水平。从年度数据看，政策调控等因素对上海市房地市场景气度的影响很大，因此近年出现了较大波动。2017年上海市房地产开发投资额为3,856.53亿元，同比增长4.00%，增速较上年回落2.90个百分点；其中住宅开发投资额为2,152.40亿元，同比增长9.50%。

为平抑楼市的过快发展，2016年3月及10月，上海市住房城乡建设管理委等部门下发了《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若干意见的通知》以及《关于进一步加强本市房地产市场监管促进房地产市场平稳健康发展的意见》，旨在促进房地产市场平稳健康发展。2016年11月，上海市住建委、人民银行上海分行、上海银监局联合印发《关于促进本市房地产市场平稳健康有序发展进一步完善差别化住房信贷政策的通知》，进一步收紧上海住房信贷政策。

2017年以来，上海市继续加强房地产市场监管，房地产销售大幅回落。2017年，上海市商品房销售面积为1,691.60万平方米，同比下降37.50%，其中商品住宅销售面积为1,341.62万平方米，同比下降33.60%。同期上海市商品房销售金额为4,026.67亿元，同比下降39.90%，其中商品住宅销售金额为3,336.09亿元，同比下降36.30%。

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。根据上海市人民政府于2017年7月发布的《上海市住房发展“十三五”规划》（简称“规划”），指出未来将持续以住有所居为目标，进一步完善“多层次、多渠道、成系统”的住房市场和保障两大体系，以政府为主提供基本住房保障，以市场为主满足多样性住房需求，保障和改善市民基本居住条件。规划指出将增加城镇住房供应总量，商品住房供应稳中有升，保障性住房确保供应，租赁住房供应大幅增加，住房供应结构进一步优化。“十三五”期间将稳步推进保障性安居工程建设，优化廉租住房、公共租赁住房、共有产权保障住房、征收安置住房“四位一体”的住房保障体系，稳步改善中低收入住房困难群体居住条件；加大土地、金融、财税等支持力度，促进住房保障可持续发展。“十三五”期间，将供应保障性住房用地1800公顷，预计新增供应各类保障性住房4500万平方米，约55万套。纳入保障性安居工程的旧住房综合改造项目完成30万户，建筑面积约1500万平方米。旧区改造及旧住房修缮改造方面，将按照“留、改、拆并举，以保留保护为主”的原则有序推进。“十三五”期间计划完成中心城区240万平方米成片二级旧里以下房屋改造，预计实施约5000万平方米的各类旧住房修缮改造（含纳入保障性安居工程三类综合改造1500万平方米）。

2017年，上海新增供应各类保障性住房8万套，完成中心城区二级旧里以下房屋改造49万平方米、受益居民2.4万户。在国家和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依然较为平稳。2017 年公司实现营业收入 224.03 亿元，同比减少 6.28%；综合毛利率为 23.79%，较上年下降 1.50 个百分点。公司主要业务涉及水务、环境、置业、路桥四大板块，当年各板块收入分别为 101.56 亿元、54.76 亿元、43.80 亿元和 28.00 亿元，同比分别增长 7.53%、3.95%、-42.75%和 37.31%，占总收入比重分别为 45.37%、24.44%、19.55%与 12.50%。

#### (1) 水务业务

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。2017 年，水务业务营业收入 101.56 亿元，较上年增长 7.53%。

截至 2017 年末，该公司拥有 1788 万立方米/日的原水制取能力（约占全市的 97%），884.5 万立方米/日的自来水供应能力（约占全市的 75%），以及 690 万立方米/日的原水应急备用供应能力。截至当年末，公司拥有中心城区 610 万立方米/日的干线污水设计输送能力、583.4 万立方米/日的污水处理能力（约占全市的 73.8%）和 616.5 吨干泥/日的污泥设计处理能力。2017 年，公司完成原水供应总量 30.41 亿立方米，自来水供水总量 22.45 亿立方米；实际防汛排水总量 1.38 亿立方米；日均处理污水 544.6 万立方米。

跟踪期内，该公司水务板块工程项目平稳推进。2017 年水务集团共承接重大工程 17 项，当年新开工重大工程项目 8 个，基本建成 4 个，实际完成投资 54.38 亿元。其中，金泽水库青浦及松江支线完成原水切换，全市原水供应正式进入集中式管理新阶段；徐泾水厂、泰和水厂扩建工程建成投运，长桥水厂、新风溪水库泵站建设等一批工程性措施全面完成；中心城区排水系统项目全面开工；石洞口、吴淞污水厂提标改造工程按期完工；虹桥、泰和污水厂新建工程、白龙港污水厂提标改造工程以及苏州河段深层排水调蓄管道系统工程（试验段）顺利开工。2018 年水务集团将持续推进上述 17 项重大工程建设进度，预计 2018 年投资金额 126 亿元。

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。水务业务涉及基本民生问题，具有较强公益性，自 2013 年居民水价调整以来自

来水价格保持稳定，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。2017年以来非居民用水价格下调会加剧公司盈利压力。公司水务业务投资回收期较长，当前承接大型工程较多，后续面临一定投融资压力。

## (2) 环境业务

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。公司该板块业务主要由子公司上海环境等公司运营。2017年，公司环境业务实现收入 54.76 亿元，较上年增长 3.95%。当年上海环境实现营业收入 25.66 亿元，较上年增长 0.59%；毛利率为 33.71%，较上年下降 1.03 个百分点。

截至 2017 年末，该公司已运营固废项目处理能力达 3.31 万吨/日（其中上海 2.51 万吨/日），其中焚烧 1.55 万吨/日（上海 0.88 万吨/日），填埋 1.76 万吨/日（上海 1.63 万吨/日）；生活垃圾陆上中转能力 8400 吨/日，水上集运中转能力 9700 吨/日、水上散装中转能力 3100 吨/日。

污水污泥处理方面，截至 2017 年末，上海环境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，共计处理污水 67,523.36 万吨，日均处理量为 185 万吨，与上年末基本持平。2017 年上海环境完成竹园第一污水处理厂提标改造工程的设计优化、环评和 EPC 招标；上海金山环境再生能源有限公司污泥干化车间工程于 2017 年 9 月通过环保验收并进入商业运行；松江区污水厂污泥干化处理工程于 2017 年 8 月进行污泥干化技改，并于 2017 年 12 月恢复进泥。

垃圾转运方面，上海环境共运营垃圾中转站 5 个，分别位于黄浦、杨浦、浦东、虹口和崇明，2017 年共计中转垃圾 134.08 万吨，比去年同期略有增加。垃圾焚烧业务方面，跟踪期内上海环境运营生活垃圾焚烧项目 11 个，共计入厂垃圾 569.74 万吨，同比增长 4.66%，垃圾焚烧上网电量 169,468.07 万度，同比增长 9.39%。上海环境目前在建垃圾焚烧项目 2 个，分别为太原项目和洛阳项目，其中洛阳项目土建和安装均已完成，于 2017 年 12 月 21 日通过“72+24”小时满负荷试运考核，并进入试运营阶段；太原项目已取得施工许可证，11 月底完成主厂房基础垫层，渣坑基础施工开始，12 月 28 日完成 1#锅炉钢架吊装工作。垃圾填埋业务方面，上海环境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，2017 年共计填埋垃圾 275.52 万吨，沼气发电上网电量 7,638.56 万度，基本与去年同期持平。2016 年中

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，2017 年已通过政府初步验收并具备试运行条件。

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

### **(3) 置业业务**

该公司置业板块主要由下属子公司城投控股运营，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。2017 年置业业务实现收入 43.80 亿元，较上年下降 42.75%。当年因新推项目较少，房地产销售减少，城投控股房地产业务实现营业收入 28.41 亿元，较上年下降 58.40%。

该公司是上海市主要的保障房建设机构。跟踪期内，城投控股在建保障房项目主要包括新凯二期、洞泾 30-04 及 34-04 经适房项目，韵意、佘山北、南部新城和九亭动迁房项目。上述在建项目总计容建筑面积 116.83 万平方米，计划总投资额 106.25 亿元，2017 年实际投资 10.12 亿元，截至当年末已累计投资额为 68.29 亿元。销售方面，城投控股在售保障房项目 2017 年签约销售面积合计 5.26 万平方米，较上年减少 42.69 万平方米；签约销售金额为 8.04 亿元，较上年减少 48.21 亿元。签约销售面积及金额降幅较大的主要原因系 2016 年佘山北和南部新城动迁房项目新开盘，当年签约配售率高，而 2017 年仅进行尾盘销售。2017 年城投控股保障性住房结转面积 13.41 万平方米，较上年减少 3.77 万平方米；结转金额 13.78 亿元，较上年减少 1.50 亿元。

商品房方面，2017 年城投控股主要在售项目包括新江湾城 C4、闻喜华庭（当年加推商铺及车位）、露香园（高区及车位），当年签约销售面积合计 2.00 万平方米，较上年减少 1.55 万平方米；签约销售金额合计 10.43 亿元，较上年减少 7.56 亿元；结转面积合计 2.30 万平方米，较上年减少 4.91 万平方米；结转金额合计 13.53 亿元，较上年减少 23.23 亿元。截至 2017 年末，闻喜华庭商品房去化率达 88.89%，当年加推商铺全部去化，车位去化率为 66.94%；露香园推盘销售部分仅高区和所配车位，基本完全去化；新江湾城 C4 去化率为 67.53%。整体看，去化情况较好。公司在建市场化销售项目为青浦朱家角地块项目，计容建筑面积 21.74 万平方米，截至 2017 年末已累计投资 9.13 亿元。

该公司目前储备项目主要为朱泾镇“城中村”项目，该项目包括待开发

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%，2017 年已完成动迁工程的 95%。另外，2017 年城投控股获得闵行九星“城中村”安置房项目（简称“闵行九星”）和松江南站保障房项目对应土地 238 亩。

跟踪期内由于该公司置业业务新推盘量较少，销售及结转收入呈较大幅度下滑。但鉴于保障性住房的建设支持力度维持，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，2017 年公司积极落实土地资源储备计划，目前储备项目已得到补充。

#### **(4) 路桥业务**

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。跟踪期内复兴东路隧道和外环隧道划转至公路集团。得益于公路通行流量增长，通行费收入增加，公司路桥业务营业收入明显增长。2017 年，公司路桥业务实现收入 28.00 亿元，较上年增长 37.33%。

收费路桥方面，截至 2017 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 197.44 公里；经营性高速公路 9 条，包括 G1501、沪芦高速上海段（S2）及 G40 长江隧桥等，累计 296.75 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。2017 年公路集团实际完成投资 203.05 亿元，其中市重大工程实际完成投资 199.01 亿元。当年 S32 嘉闵立交及收费广场工程、昌平路-恒通路跨苏州河桥、G320 公路金山段二期（金山大桥-G60）改建工程、G228 国道（省界-老龙泉港以东、海湾路以东-南芦公路）新建工程、军工路快速化改造工程 5 个项目开工；沿江通道越江段浦西风塔工程、龙水南路越江隧道 2 个项目启动；S3 公路先期实施段地面部分、浦星公路改建工程（丰南路-环城北路）、虹梅南路-金海路通道（虹梅南路段）、G318 沪青平公路嘉松公路跨线桥、南北高架中兴路下匝道、S32 嘉闵立交及收费广场、嘉闵高架南南延伸（S32-莘松路）（高架部分）、中山南路地下通道工程（地道部分）等 8 个项目通车。公司另有 30 个项目持续推进。

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**

众华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 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——基本准则》和其他各项会计准则。

跟踪期内，主要受置业板块收入下降影响，该公司营业收入有所下滑，2017 年实现营业收入 224.03 亿元，同比下降 6.28%；综合毛利率为 23.79%，较上年下降 1.50 个百分点；当年期间费用大致维持上年水平，为 39.22 亿元，期间费用率为 17.51%，因收入下降较上年提升 1.33 个百分点。主营业务盈利能力较上年略有下降，扣除其他经营收益的营业利润为 8.32 亿元，较上年减少 1.00 亿元。

2017 年，该公司投资净收益较上年增长 48.83%至 35.19 亿元，投资收益占利润总额的比重依旧较高，为 71.23%。公司投资收益中，因持有长期股权投资获得的投资收益为 10.84 亿元，主要来自光明食品（集团）有限公司、上海新江湾城投资发展有限公司和西部证券股份有限公司（简称“西部证券”），金额分别为 8.01 亿元、1.06 亿元和 1.11 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 7.42 亿元和 4.55 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 2.98 亿元，较上年下降 50.72%，主要系根据财会[2017]15 号文件，将与日常经营活动有关的政府补助列入“其他收益”，当年其他收益为 4.79 亿元，若调整进营业外收入科目，则同口径下增长 28.56%。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 49.41 亿元，同比增长 30.47%；净利润为 41.93 亿元，增长 44.64%。

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，近年来公司负债逐年增加，但增加部分主要为经营性款项和列入负债的项目拨款，而刚性负债则逐年减少。2017 年末，公司负债总额为 2973.89 亿元，较上年末增长 6.91%。随着公司利润的累积和被投资单位的权益变动，公司净资产规模亦同步增加，资产负债率保持在合理水平，2017 年末为 54.31%，较上年末微幅上升 0.32 个百分点。

该公司债务以长期为主，2017 年末长短期债务比为 536.22%，与公司投资规模大、项目回收期长的资产特征匹配性较好。债务构成方面，公司负债集中在银行借款、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，2017 年末余额为 1850.31 亿元，较上年末增加 246.75 亿元，占负债总额的 62.22%；同期末刚性债务总额为 571.30 亿元，占负债总额的 19.21%，较上年末减少 114.07 亿元，主要系应付债券及长期借款的减少。总体看公司刚性债务偿付压力较上年大幅缓解，而项目拨款金额则大幅增加。

截至 2017 年末，该公司合并范围内担保余额为 179.01 亿元<sup>1</sup>，合并范围外担保余额为 167.81 亿元<sup>2</sup>。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。2017 年营业收入现金率为 119.62%。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。2017 年，公司经营性现金净流量为 36.92 亿元，较上年减少 6.88 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，当年投资活动现金净流出量为 186.65 亿元，净流出规模较上年缩减 99.27 亿元。公司主要通过城市建设专项资金拨款、金融机构借款等方式弥补资金缺口，同年筹资活动现金流量净额为 133.26 亿元，较上年减少 130.16 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，2017 年末公司所有者权益为 2501.94 亿元，较上年末增长 5.56%；同期末公司资产总额为 5475.83 亿元，较上年末增长 6.29%。公司资产以非流动资产为主，占比逾 80%。流动资产中货币资金余额为 445.00 亿元，较上年末减少 3.59%，受限金额仅 0.11 亿元；存货余额 280.81 亿元，较上年末增长 51.83%，主要系城投控股开发成本增加所致。非流动负债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，2017 年末两者合计金额为 2706.10 亿元，占资产总额的比重为 49.42%。公司另持有较大规模的金融资产，同期末可供出售金融资产为 1074.05 亿元，其中以公允价值计量的资产账面价值为 320.46 亿元，主要为持有的上市公司股份，变现能力强。

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 2017 年末，公司合并口径已获得商业银行授信总额为 4275.00 亿元，其中尚未使用的授信余额为 3995.73 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

<sup>1</sup> 其中包括 155.11 亿元人民币和 3.66 亿美元，外币按照 2017 年 12 月 31 日汇率中间价换算。

<sup>2</sup> 其中包括 150 亿元人民币、0.26 亿美元和 2.07 亿欧元，外币按照 2017 年 12 月 31 日汇率中间价换算。

度的政策支持和资金支持，2017 年公司收到上海市政府各项拨款资金共计 259.16 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 2018 年 2 月 9 日公司不存在信用违约记录。此外，公司已发行但尚未到期的债券如下，每年付息正常。

### **(五) 担保分析**

05 沪建债的担保方为国开行。截至 2016 年末，国开行总资产规模为 143405.00 亿元，2016 年实现净利息收入 1361.24 亿元，净利润 1407.47 亿元。08 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。07 沪建债的担保方为农业银行。截至 2017 年末，农业银行总资产规模为 210533.82 亿元，2017 年实现利息净收入 4419.30 亿元，净利润 1929.62 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，跟踪期内主要受置业板块收入下滑影响，该公司营业收入同比有所减少，毛利率亦小幅回落，当年投资收益增加带动公司利润大幅增长，盈利对投资收益依赖性依旧较强。公司资本实力雄厚，资产负债率仍保持在合理水平，刚性债务持续缩减，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。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司置业板块业务后续开展情况；（2）公用事业收费调整对公司盈利能力的影响；（3）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]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	4,766.61	5,151.76	5,475.83
货币资金 [亿元]	440.97	461.56	445.00
刚性债务[亿元]	1,038.38	685.37	571.30
所有者权益 [亿元]	2,216.30	2,370.11	2,501.94
营业收入[亿元]	219.86	239.05	224.03
净利润 [亿元]	38.05	28.99	41.93
EBITDA[亿元]	108.68	88.44	105.78
经营性现金净流入量[亿元]	61.86	43.80	36.92
投资性现金净流入量[亿元]	-265.32	-285.92	-186.65
资产负债率[%]	53.50	53.99	54.31
长短期债务比[%]	91.23	93.07	92.75
权益资本与刚性债务比率[%]	213.44	345.81	437.93
流动比率[%]	184.85	177.08	177.73
速动比率 [%]	108.89	122.66	107.32
现金比率[%]	98.77	109.16	95.34
利息保障倍数[倍]	1.98	2.09	2.81
有形净值债务率[%]	127.44	131.56	131.62
担保比率[%]	18.01	13.90	14.50
毛利率[%]	20.60	25.29	23.79
营业利润率[%]	21.31	13.80	21.58
总资产报酬率[%]	1.74	1.11	1.31
净资产收益率[%]	1.95	1.26	1.72
净资产收益率*[%]	1.51	0.41	1.35
营业收入现金率[%]	101.24	100.56	119.62
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	13.73	10.05	8.28
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.60	1.64	1.28
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-45.16	-55.56	-33.56
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.57	-9.08	-5.20
EBITDA/利息支出[倍]	2.86	3.36	4.27
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	0.10	0.17

注：表中数据依据上海城投经审计的 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。