

2019 年第一期上海城投（集团）有限公司公司债券

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2019)010670】

评级对象: 2019年第一期上海城投(集团)有限公司公司债券

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA

评级时间: 2019年6月18日

计划发行: 15亿元

存续期限: 品种一: 5+5年

品种二: 3+2年

增级安排: 无

发行目的: 补充流动资金, 项目投资

偿还方式: 每年付息一次, 按募集说明书约定还本, 到期利息随本金一起支付

主要财务数据及指标

| 项目 | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|-----------------|---------|---------|---------|
| 金额单位: 人民币亿元 | | | |
| 母公司数据: | | | |
| 货币资金 | 193.82 | 192.96 | 233.50 |
| 刚性债务 | 179.77 | 152.33 | 113.98 |
| 所有者权益 | 2087.62 | 2173.86 | 2501.47 |
| 经营性现金净流入量 | -0.39 | -0.51 | -1.17 |
| 合并数据及指标: | | | |
| 总资产 | 5151.76 | 5475.83 | 5894.36 |
| 总负债 | 2781.66 | 2973.89 | 3019.37 |
| 刚性债务 | 685.37 | 571.30 | 612.22 |
| 所有者权益 | 2370.11 | 2501.94 | 2875.00 |
| 营业收入 | 239.05 | 224.03 | 264.97 |
| 净利润 | 28.99 | 41.93 | 34.15 |
| 经营性现金净流入量 | 43.80 | 36.92 | 8.35 |
| EBITDA | 88.44 | 105.78 | 98.61 |
| 资产负债率[%] | 53.99 | 54.31 | 51.22 |
| 长短期债务比[%] | 554.56 | 536.22 | 511.63 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 345.81 | 437.93 | 469.60 |
| 流动比率[%] | 177.08 | 177.73 | 188.19 |
| 现金比率[%] | 109.16 | 95.34 | 98.84 |
| 利息保障倍数[倍] | 2.09 | 2.81 | 2.74 |
| EBITDA/利息支出[倍] | 3.36 | 4.27 | 4.38 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.10 | 0.17 | 0.17 |

注: 根据上海城投经审计的2016-2018年财务数据整理、计算。

分析师

吴晓丽 wxl@shxsj.com

杨亿 yangyi@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- 主营业务垄断经营及竞争优势。上海城投业务整体运营稳定, 水务业务具有较强区域垄断性; 环境业务产业链完整, 在行业中具有较强竞争力, 环境行业前景向好, 未来发展空间较大。公司为上海市主要的保障房及交通基础设施建设机构, 上海市未来仍将大力支持保障性住房及交通基础设施建设, 置业业务及路桥业务的外部环境良好。
- 上海市政府保持很大的支持力度。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, 公司能够获得较稳定的城市建设专项资金和资金拨款, 有利于增强债务偿付能力。
- 财务结构稳健, 债务偿付保障程度高。上海城投投资实力雄厚, 财务结构稳健, 存量货币资金充裕, 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。

主要风险:

- 部分业务受公用事业收费限制影响较大。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。
- 盈利水平对投资收益依赖性强。上海城投利润总额对投资收益依赖性强, 投资收益的波动易对盈利水平产生影响。

➤ 未来展望

通过对上海城投及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为本期债券还本付息安全性极强,并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2019 年第一期上海城投（集团）有限公司公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

该公司是经上海市人民政府批准和授权，根据沪建(92)第 660 号文《关于成立上海市城市建设投资开发总公司的通知》，由上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海市国资委”）出资设立的专业投资控股公司，主要负责上海市城市建设资金和维护资金的筹措、使用、管理。公司成立于 1992 年 7 月 21 日，初始注册资本为人民币 10.20 亿元。之后根据有关主管部门的批准，经多次增资及资产注入，截至 2004 年末，公司注册资本为 204.06 亿元。2014 年 11 月，根据上海市国资委《关于上海市城市建设投资开发总公司公司化改制有关问题的批复》（沪国资委改革[2014]277 号）批文，上海市城市建设投资开发总公司进行公司化改制，企业名称变更为上海城投（集团）有限公司（简称上海城投、该公司或公司）。改制后公司系由国家单独出资、由上海市人民政府授权上海市国资委履行出资人职责的国有独资公司。公司类型由“全民所有制”变更为“有限责任公司（国有独资）”，注册资本增加至 500.00 亿元。截至 2018 年末，公司注册资本及实收资本仍为 500.00 亿元，上海市国资委持有公司 100% 的股权。公司股权未被质押。

该公司是上海市重要的城市基础设施运营主体和重大项目投资建设主体。公司经营范围包括：城市建设和公共服务投资、市政营销策划，项目投资与资产管理，实业投资，股权投资，自有设备租赁，投资咨询，管理咨询，房地产开发经营（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。截至 2018 年末，公司拥有 12 家二级子公司（以本部为一级起计），主营业务涉及水务、环境、置业和路桥业务等。

2. 债项概况

（1）债券条款

该公司发行本次企业债券相关事项已经中共上海城投（集团）有限公司委员会于 2018 年 7 月 4 日召开的 2018 年度第十五次党委会议审议通过；并经上海市国资委于 2018 年 10 月 30 日出具的《关于上海城投（集团）有限公司申请储架发行 150 亿元企业债券的批复》（沪国资委评价[2018]372 号）审批同意。本次债券计划发行规模为 150 亿元人民币，其中本期发行规模为 15 亿元。本期债券分两个品种：品种一发行规模为 9 亿元，期限为 10 年期，在存续期的

第 5 个计息年度末附设发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二发行规模为 6 亿元，期限为 5 年期，在存续期的第 3 个计息年度末附设发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券募集资金中，9 亿元用于自来水深度处理改造项目和租赁住房项目的投资建设，6 亿元用于补充公司营运资金。具体情况详见图表 1。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

| | |
|---------|--|
| 债券名称: | 2019 年第一期上海城投（集团）有限公司公司债券 |
| 总发行规模: | 150 亿元人民币 |
| 本期发行规模: | 15 亿元人民币，其中品种一发行 9 亿元人民币，品种二发行 6 亿元人民币 |
| 债券期限: | 品种一期限为 10 年，并附第五个计息年度末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权； 品种二期限为 6 年，并附第三个计息年度末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权 |
| 债券利率: | 固定利率； 品种一存续的第 5 个计息年度末，发行人有权选择在原债券票面利率基础上上调或下调 0-300 个基点（含本数），调整后的票面利率在后 5 个计息年度固定不变； 品种二存续的第 3 个计息年度末，发行人有权选择在原债券票面利率基础上上调或下调 0-300 个基点（含本数），调整后的票面利率在后 3 个计息年度固定不变 |
| 定价方式: | 按面值发行 |
| 偿还方式: | 每年付息一次，按募集说明书约定还本，到期利息随本金一起支付 |
| 增级安排: | 无 |

资料来源：上海城投

(2) 募集资金用途

A. 补充营运资金

该公司拟将本期债券所募资金中 6 亿元用于补充营运资金，以满足公司在实际营运过程中对流动资金的需求，确保经营活动的顺利进行。

B. 项目投资

该公司拟将本期债券所募资金中 9 亿元用于自来水深度处理改造项目和租赁住房建设等同类项目的投资建设。

图表 2. 拟投资项目情况（单位：万元）

| 序号 | 项目类型 | 项目名称 | 投资总额 | 拟使用募集资金 |
|----|-------------|---|------------|-----------|
| 1 | 自来水深度处理改造项目 | 月浦水厂深度处理改造工程 | 38,368.79 | 20,000.00 |
| 2 | 租赁住房项目 | 杨浦区新江湾社区 N091104 单元 A3-05 地块租赁住房项目 | 173,835.00 | 70,000.00 |
| | | 闵行区浦江镇浦江社区 MHPO-1307 单元 G03-04 地块租赁住房项目 | 206,064.57 | |
| 合计 | - | - | 418,268.36 | 90,000.00 |

资料来源：上海城投

月浦水厂深度处理改造工程项目是依据《上海市发展和改革委员会关于月浦水厂 40 万 m³/d 深度处理改造工程项目核准的批复》（沪发改环资[2018]119 号）批复而实施的工程。该项目位于上海市宝山区联水路 167 号月浦水厂内。主要建设内容包括：新建预臭氧接触池、提升泵房、后臭氧接触池、活性炭滤

池、臭氧制备车间及氧气站、回用池等；更换一期滤池鼓风机、二期滤池反冲洗泵等设备和阀门；改造加氯、加氨泵、排泥水系统、厂区管线取样系统、沉淀池排泥系统及清水库清洗消毒处理排放设施等。项目计划总投资 38,368.79 万元，目前已开工。

杨浦区新江湾社区 N091104 单元 A3-05 地块租赁住房项目是依据《关于杨浦区新江湾社区 N091104 单元 A3-05 地块（新江湾城街道原 D4）租赁住房项目核准的批复》（沪发改城[2019]16 号）批复而实施的工程。该项目位于上海市杨浦区新江湾城街道，东至政澄路，西至淞沪路，南至国泓路，北至国晓路。主要建设内容为新建 7 栋住宅楼和配套用房，含约 1,719 套租赁住房、公共服务设施、地下停车库等。项目总建筑面积为 121,637 平方米，其中地上计容建筑面积为 84,515 平方米、地下建筑面积为 37,122 平方米。项目计划总投资为 173,835 万元。项目周期为 70 年，其中项目建设期约 3 年，租赁运营期 67 年。项目于 2018 年 5 月取得土地，2018 年 12 月开工建设，预计于 2020 年 12 月竣工交付。2020 年末开始租赁运营。项目建成后获得的收益主要是住宅、商业和车位的租金收入，能够对本期债券还本付息提供一定补充。

闵行区浦江镇浦江社区 MHPO-1307 单元 G03-04 地块租赁住房项目是依据《关于闵行区浦江镇浦江社区 MHPO-1307 单元 G03-04 地块租赁住房项目核准的批复》（沪发改城[2019]8 号）批复而实施的工程。该项目位于闵行区浦江镇 451 街坊，东至恒南路、西至浦星公路、南至沈庄塘、北至用地红线。主要建设内容为新建 11 栋住宅楼和 3 栋配套建筑，内含 2,362 套租赁住房、公共服务设施、地下停车库等。项目总建筑面积约为 161,983.25 平方米，其中地上计容建筑面积为 121,358.25 平方米、地下建筑面积为 40,625 平方米。项目计划总投资为 206,064.57 万元。项目周期为 70 年，其中项目建设期约 3 年，租赁运营期 67 年。项目预计于 2018 年 9 月取得土地，2019 年 4 月开工建设，2020 年 10 月竣工交付，2020 年末开始租赁运营。项目建成后获得的收益主要是住宅、商业和车位的租金收入，能够对本期债券还本付息提供一定补充。

（3）信用增进安排

本期债券未安排增信。

业务

1. 外部环境

（1）宏观环境

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的

况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至9月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府

债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业环境

城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。43号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将保持，且随着政府预算管理制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基

基础设施建设“十三五”规划》(简称“《规划》”) 对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求, 其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体, 各级政府需确保必要投入, 强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障; 充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用; 大力推广政府和社会资本合作 (PPP), 推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道, 形成政府投资和社会资本的有效合力; 推进价格机制改革, 统筹运用税收、费价政策, 按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则, 清晰界定政府、企业和用户的权利义务, 建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2018 年末, 我国城镇化率为 59.58%, 与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间, 在未来一段时间内, 城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务, 而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛, 包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设, 以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中, 城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用, 但债务规模也不断增大, 风险有所积聚。为规范政府举债行为, 监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月, 国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》(国发[2014]43 号, 简称“43 号文”), 明确提出政府债务不得通过企业举借, 剥离城投企业的融资职能。10 月, 财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》(财预[2014]351 号), 对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年, 新预算法实施, 地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年, 国务院、财政部等部委陆续出台多项政策, 从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展, 进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年, 随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为, 以及一系列地方融资监管政策的密集出台, 行业监管力度显著趋严, “疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月, 财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50 号), 加强融资平台公司融资管理。5 月, 财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87 号), 严格规范政府购买服务预算管理, 明确列示政府购买服务负面清单。6 月, 财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券, 进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018 年以来, 切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之, 但与此同时, 扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措, 城投企业合理融资需求仍需保障。2 月, 国家发展改革委和财政部联合发布《关于进

进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业面临集中偿付压力。

A. 水务业务

近年来，我国供水领域随着最严格水资源管理制度的落实，开始出现供水总量增速趋缓甚至下降现象，但污水处理领域需求仍不断增长。在近年来持续的政策推动下，黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域需求快速增长，未来将成为水务市场的重点发展领域，市场前景广阔。我国水价受限，总体价格水平不高，导致行业内企业盈利能力偏弱。但近年来全国居民用水价

格逐步上调，预计未来水务企业盈利能力将逐步提升。

目前我国正处于高速城市化和工业化的发展阶段，截至 2018 年末，城镇常住人口占总人口的比重达到 59.58%，较上年末提高 1.06 个百分点；同时，2018 年我国 GDP 总量达到 90.03 万亿元，较上年增长 6.6%。在城市化和经济增长的持续推动下，我国水务市场容量不断增长。

供水方面，我国供水总量在 2013 年达到前期峰值，之后开始出现供水总量增速趋缓甚至下降现象，主要是随着国务院和各省区的一系列最严格水资源管理制度政策出台，省市县全覆盖的“三条红线”控制指标体系基本建立，用水总量控制、用水效率控制、水功能区限制纳污“三条红线”指标逐级分解到省市县三级行政区，农业和工业用水效率逐步提升。2015-2017 年，全国供水总量分别为 6,103.20 亿吨、6,040.20 亿吨和 6,043.4 亿吨，其中 2017 年生活用水、工业用水、农业用水和人工生态环境补水占用水总量的比重分别为 13.9%、21.1%、62.3%和 2.7%，近三年用水格局基本稳定。具体来看，2016 年全国用水总量较上年减少 63.0 亿吨，其中农业用水量减少 84.2 亿吨，工业用水量减少 26.8 亿吨，生活用水量及人工生态环境补水量分别增加 28.1 亿吨和 19.9 亿吨；2017 年全国用水总量较上年小幅增加 3.2 亿吨，其中农业用水量和工业用水量分别减少 1.6 亿吨和 31.0 亿吨，生活用水量及人工生态环境补水量则继续分别增加 16.5 亿吨和 19.3 亿吨。

污水处理方面，近年来我国污水排放总量逐年增加，增幅主要来自生活污水排放，其受城镇化程度和人口数量影响较大，呈快速增长状态；工业污水排放量于 2007 年达到了前期峰值，之后在国家大力实施产业结构调整、淘汰落后产能及积极推广节能减排等政策的作用下，呈逐步下降趋势。根据环保部于 2017 年 2 月发布的《全国环境统计公报（2015 年）》，2015 年我国废水排放总量 735.3 亿吨，其中城镇生活污水排放量 535.2 亿吨，工业废水排放量 199.5 亿吨。2014-2016 年，我国城市年污水处理总量分别为 401.52 亿吨、428.83 亿吨和 448.80 亿吨，城市污水处理率分别为 90.18%、91.90%和 93.44%，城市污水处理效率逐年提高。

随着我国国民环保意识的提升，其对生活品质和环境要求有所提高，并且在相关政策的推动下，除供水和污水处理两大传统领域之外，我国黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域的需求快速增长，未来将成为水务行业的重要利润增长点。黑臭水体治理方面，根据规划，地级及以上城市建成区需于 2017 年底前实现河面无大面积漂浮物，河岸无垃圾，无违法排污口，于 2020 年底前完成黑臭水体治理目标；直辖市、省会城市、计划单列市建成区要于 2017 年底前基本消除黑臭水体。海绵城市建设方面，根据《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》（国办发【2015】75 号），“十三五”海绵城市建设总投资据测算将突破 1 万亿元。农村水环境治理方面，“十三五”期间，结合水质改善要求和国家重大战略部署，我国农村环境综合整治范围将涉及各省（区、市）的 14 万个建制村。预计上述领域的资金投入需求较大。

从固定资产投资情况来看，自 2010 年以来，水务行业固定资产投资完成额整体呈快速增长态势，但其增速受政策的周期性影响有所波动，近三年投资增速趋于放缓，其中 2017 年行业固定资产投资完成额共 5509.15 亿元，同比增长约 11%。整体上，从规模和增速来看，传统领域的城市供水项目投资逐步趋于饱和，但随着污水处理、黑臭水体治理、海绵城市建设等方面政策出台，预计未来两年行业投资规模仍将处于较高水平。

作为水务行业市场化改革的核心，水价水平直接影响行业内企业的运营水平，并对拓宽水务市场融资渠道及改革现行供排水管理体制至关重要。我国水价主要由水资源费、供水价格和污水处理费三部分组成。其中，供水价格由政府主导定价，采用价格听证会制度，根据加成成本保证水务企业合理的利润空间，2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的供水价格分别为 2.04 元/吨、2.14 元/吨、2.19 元/吨和 2.22 元/吨。根据《城市供水价格管理办法》，供水企业合理盈利的平均水平应当是净资产利润率 8-10%；其中主要靠政府投资的，企业净资产利润率不得高于 6%；主要靠企业投资的，还贷期间净资产利润率不得高于 12%，还贷结束后恢复到平均值水平。我国污水处理费按照“污染付费、公平负担、补偿成本、合理盈利”的原则，一般每三年核定一次。根据发改价格〔2015〕119 号《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》，2016 年底前，设市城市污水处理收费每吨调整至居民不低于 0.95 元，非居民不低于 1.4 元；县城、重点建制镇每吨调整至居民不低于 0.85 元，非居民不低于 1.2 元；相关收费已达最低收费标准但尚未补偿成本并合理盈利的，应当结合污染防治形势等进一步提高污水处理收费标准；至于未征收污水处理费的市、县和重点建制镇，最迟应于 2015 年底前开征，并在 3 年内建成污水处理厂投入运行。2015-2017 年末及 2018 年 6 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的污水处理费价格分别为 0.88 元/吨、0.89 元/吨、0.97 元/吨和 0.97 元/吨。

总体来说，从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，我国水价仍然偏低，现行水价既不能反映市场供求关系，也不能反映资源稀缺程度和环境污染成本，但是在资源品价格改革以及节能减排的大趋势下，水的资源属性将逐渐得以体现。同时，近年来我国对自来水生产企业出水质量要求不断提高，2015 年 11 月原环保部公布《城镇污水处理厂污染物排放标准》（征求意见稿），预计未来我国污水处理厂排放标准也将全面提高，水质标准的提高也将促使水务企业不断加大自身投入，提升服务质量。

政策方面，近年来，我国不断出台推动水利水务事业的相关规划，预计将推动行业投资规模进一步提升。

在传统水务领域，国务院于 2016 年 12 月发布的《“十三五”全国城镇污水处理及再生利用设施建设规划》，对“十三五”期间新增管网、污水处理设施、污泥无害化处置、再生水利用设施、初期雨水治理设施以及提标改造污水处理设施等的规模和投资额作出了具体规划。在黑臭水体治理、海绵城市建设、农村水环境治理等领域，相关规划文件也已出台，虽然文件中并未明确十三五期

间的计划投资规模，但若需实现文件中提出的建设或治理目标，黑臭水体治理领域市场空间预计超过 1,500 亿元，海绵城市建设投资市场空间预计在 1.5 万亿元左右¹，农村水环境治理的市场空间预计超过 500 亿元。同时，2017 年 10 月 17 日，原国家环保部、国家发改委、水利部联合印发《重点流域水污染防治规划（2016-2020 年）》（简称“规划”），《规划》落实“水十条”编制实施七大重点流域水污染防治规划的要求，将“水十条”水质目标分解到各流域，明确了各流域污染防治重点方向和京津冀区域、长江经济带水环境保护重点，第一次形成覆盖全国范围的重点流域水污染防治规划。

B. 环境业务

随着我国城镇化水平的提高，城市生活垃圾处理需求不断增加，且受环保需求、政策推动、大城市土地供应不足等因素影响，对垃圾焚烧发电需求日益增加，固废处理行业未来面临良好的发展空间。

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。

生活垃圾处理指城市垃圾中由居民排弃的各种废弃物的处理，包括为了运输、回收利用所进行的加工过程，其发展与城镇化进程密切相关。根据国外行业发展历程来看，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，危废处理、污泥处理、餐厨处理、土壤修复等则由于技术等因素目前仍处于初级阶段，但未来增长空间很大。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。2015-2017 年，我国城市生活垃圾清运量分别为 19,142.41 万吨、20,362.01 万吨和 21,547.95 万吨，同比分别增长 7.18%、6.37%和 5.83%，其中无害化处理量分别为 18,013.01 万吨、19,673.78 万吨和 20,931.11 万吨，无害化处理率分别为 94.10%、96.62%和 97.14%。

生活垃圾无害化处理主要包括卫生填埋、焚烧和堆肥等方式，近年来在垃圾产生量快速增长、国家政策及垃圾填埋场占地面积大而大城市土地相对不足等因素影响下，以及“循环经济”理念的日益普及和垃圾处理技术的发展，焚烧等处理方式日益得到重视和推广。2004-2016 年，我国城市生活垃圾焚烧厂从 54 座增加到 249 座，增长了 3.61 倍。日处理能力从 1.69 万吨增长到 25.59 万吨，复合增长率达 25.41%，年实际处理量从 449.00 万吨增长到 7,378.40 万吨，复合增长率达 26.27%。十年间，垃圾焚烧量占无害化处理量的比例由 2006 年的 14.45%增至 37.50%，作为垃圾填埋的主要替代，垃圾焚烧占比逐年提高，并规划“十三五”期间将达到 50%以上。我国垃圾焚烧发电起步较晚，但发展迅速，随着垃圾填埋受到用地的限制，预计未来一段时间内垃圾焚烧占比将持

¹ 根据《国务院办公厅关于推进海绵城市建设的指导意见》（国办发【2015】75 号），海绵城市建设将综合采取“渗、滞、蓄、净、用、排”等措施，最大限度地减少城市开发建设对生态环境的影响，将 70%的降雨就地消纳和利用，到 2020 年城市建成区 20%以上的面积达到目标要求；到 2030 年，城市建成区 80%以上的面积达到目标要求。按每个城市平均 25 亿元左右的投资测算，海绵城市的建设将拉动超过 1.5 万亿左右的投资。

续上升，垃圾焚烧发电行业具有较大的市场发展空间。

垃圾焚烧发电项目收入来源包括垃圾处理补贴、发电收入、供热收入、退税等，其中以垃圾处理补贴收入和发电收入为核心收入来源，垃圾发电厂电费收入占 70~85%左右，垃圾处理补贴收入占 15~30%左右。我国政府将焚烧视为减少水污染和甲烷排放量的一种方式，予以上网电价方面的优惠政策，2012 年 3 月，国家发改委下发《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》规定，自 4 月 1 日起，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，并执行全国统一的垃圾发电标杆电价，即每千瓦时 0.65 元，其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。

从投资规模来看，“十二五”期间，我国节能环保产业以 15%至 20%的速度增长，比“十一五”期间增长了 62%。2016 年随着“十三五”开启，环保等新兴产业被寄予厚望。据环保部规划院测算，预计“十三五”期间环保投入将增加到每年 2 万亿元左右，“十三五”期间社会环保总投资有望超过 17 万亿元。根据世界银行的研究报告显示，环保投入达到 GDP 的 1.5%~2%才能控制污染，达到 2%~3%才能改善环境质量。根据 Wind 资讯数据，2016 年我国环境污染治理投资总额为 9,219.80 亿元，占 GDP 比重仅为 1.24%。总体看来我国在污染治理方面投资金额仍处于较低水平，滞后于经济发展，未来有较大提升空间。

从运作模式来看，固废处理行业目前以 BOT、EPC、PPP 等为主要运作模式，并以 BOT 为主，但在政策推动下，近年来 PPP 模式亦开始大力发展。2017 年 7 月财政部、环境保护部等发布的《关于政府参与的污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式的通知》提出，以全面实施为核心，在污水、垃圾处理领域全方位引入市场机制，推进 PPP 模式应用；政府参与的新建污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式，有序推进存量项目转型为 PPP 模式；在财政政策上，大力支持污水、垃圾处理领域全面实施 PPP 模式工作，各级地方财政积极推进污水、垃圾处理领域财政资金转型，加大对各类财政资金的整合力度，形成资金政策合力，优先支持民营资本参与的项目。

政策方面，2017 年国家相继出台了《国家环境保护标准“十三五”发展规划》、《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》（简称《规划》）、《生活垃圾分类制度实施方案》等，完善了环保相关的制度体系。“十三五”期间，我国将启动约 300 项环保标准制修订项目，以及 20 项解决环境质量标准、污染物排放(控制)标准制修订工作中有关达标判定、排放量核算等关键和共性问题项目，发布约 800 项环保标准。

根据《规划》，到 2020 年底，直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）生活垃圾无害化处理率达到 100%，其他设市城市生活垃圾无害化处理率达到 95%以上，县城（建成区）生活垃圾无害化处理率达到 80%以上，建制镇生活垃圾无害化处理率达到 70%以上；具备条件的直辖市、计划单列市和省会城市（建成区）实现原生垃圾“零填埋”，建制镇实现生活垃圾无害化处理能力全覆盖；设市城市生活垃圾焚烧处理能力占无害化处理总能力的 50%以上；

建立较为完善的城镇生活垃圾处理监管体系。

对于垃圾焚烧业务，住房城乡建设部等部门在《关于进一步加强城市生活垃圾焚烧处理工作的意见》中指出，“十三五”期间，要建设高标准清洁焚烧项目，选择先进适用技术；推进产业园区建设，积极开展静脉产业园区、循环经济产业园区、静脉特色小镇等建设，统筹生活垃圾、建筑垃圾、餐厨垃圾等不同类型垃圾处理，形成一体化项目群；严控工程建设质量；合理确定补贴费用，以进厂垃圾量计算，吨垃圾售电超过 280 千瓦时的部分按当地标杆电价计算；加强飞灰污染防治。

C. 置业业务

2018 年，上海市继续实施严格的房地产调控政策，当年上海市房地产市场投资增速继续保持在较低水平。在经历了 2017 年商品房销售面积大幅下滑之后，2018 年销售面积实现了微增，但住宅销售面积仍继续下滑。不过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产市场景气度的影响很大，因此近年出现了较大波动。

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 年上海市房地产开发投资额为 4,033.18 亿元，同比增长 4.60%，增速较上年增加 0.6 个百分点；其中住宅开发投资额为 2,225.92 亿元，同比增长 3.40%，增速回落 6.1 个百分点。当年商品房销售面积为 1,691.60 万平方米，同比下降 37.50%；其中住宅销售面积为 1,341.62 万平方米，同比下降 33.60%。

2018 年以来，上海市继续加强房地产市场监管，但在经历了 2017 年商品房销售面积大幅下滑之后，2018 年销售面积恢复增长，不过住宅销售面积仍继续下滑。2018 年，上海市商品房销售面积为 1,767.01 万平方米，同比增长 4.5%；其中住宅销售面积为 1,333.29 万平方米，同比下降 0.6%。同期，上海市商品房销售金额为 4,751.5 亿元，同比增长 18.0%。

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“分层次、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 1,800 公顷，预计新增供应各类保障性住房 4,500 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 1,500 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 5,000 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 1,500 万平方米）。

2018 年上海市加大租赁房建设力度，新建和转化租赁房源 21.2 万套，新增代理经租房源 14.60 万套。全年新增供应各类保障房 8 万套。完成中心城区二级旧里以下房屋改造 42.7 万平方米、受益居民 2.2 万户；完成 1,046 万平方米旧住房综合改造、受益居民 17 万户；完成 110 万平方米里弄房屋修缮保护。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。

（3）区域经济环境

上海市经济实力保持极强水平，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。2018 年实现地区生产总值 32,679.87 亿元，按可比价值计算，较上年增长 6.6%，继续处于合理区间。其中第一产业增加值 104.37 亿元，较上年下降 6.9%；第二产业增加值 9,732.54 亿元，较上年增长 1.8%；第三产业增加值 22,842.96 亿元，较上年增长 8.7%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 69.9%，比上年提高 0.7 个百分点。2018 年，上海市贯彻新发展理念，发布上海市产业地图，成功举办 2018 年世界人工智能大会，推进特斯拉超级工厂等一批重大项目开工建设，战略性新兴产业比重进一步提升。2018 年上海市战略性新兴产业增加值 5,461.91 亿元，比上年增长 8.2%；其中，工业增加值 2,377.60 亿元，增长 4.2%，服务业增加值 3,084.31 亿元，增长 11.3%；战略性新兴产业增加值占上海市生产总值的比重为 16.7%，比上年提高 0.3 个百分点。

图表 3. 2016-2018 年上海市主要经济指标及增速

| 项目 | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 | |
|--------------|---------------|--------|---------------|--------|---------------|--------|
| | 金额 | 增速 (%) | 金额 | 增速 (%) | 金额 | 增速 (%) |
| 地区生产总值 (亿元) | 27,466.15 | 6.8 | 30,133.86 | 6.9 | 32,679.87 | 6.6 |
| 第一产业增加值 (亿元) | 109.47 | -6.6 | 98.99 | -9.5 | 104.37 | -6.9 |
| 第二产业增加值 (亿元) | 7,994.34 | 1.2 | 9,251.40 | 5.8 | 9,732.54 | 1.8 |
| 第三产业增加值 (亿元) | 19,362.34 | 9.5 | 20,783.47 | 7.5 | 22,842.96 | 8.7 |
| 三次产业结构 | 0.4:29.1:70.5 | | 0.3:30.7:69.0 | | 0.3:29.8:69.9 | |

| 项目 | 2016年 | | 2017年 | | 2018年 | |
|---------------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
| | 金额 | 增速(%) | 金额 | 增速(%) | 金额 | 增速(%) |
| 人均生产总值(元) | 11.36 | 10.2 | 12.46 | 9.7 | 13.50 | 8.3 |
| 工业增加值(亿元) | 7,145.02 | 1.0 | 8,303.54 | 6.4 | 8,694.95 | 1.9 |
| 全社会固定资产投资(亿元) | 6,755.88 | 6.3 | 7,246.60 | 7.3 | 7,623.00 | 5.2 |
| 社会消费品零售总额(亿元) | 10,946.57 | 8.0 | 11,830.27 | 8.1 | 12,668.69 | 7.9 |
| 进出口总额(亿元) | 52,334.85 | 3.3 | 79,211.40 | 15.1 | 85,317.00 | 7.7 |

资料来源：上海市国民经济和社会发展统计公报，其中 2018 年全社会固定资产投资额为根据增速推算的数据。

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。2018 年上海市实现工业增加值 8,694.95 亿元，比上年增长 1.9%；完成工业总产值 36,451.84 亿元，增长 1.3%。其中，规模以上工业总产值 34,841.84 亿元，增长 1.4%。2018 年六个重点工业行业完成工业总产值 23,870.77 亿元，比上年增长 1.4%，占全市规模以上工业总产值的比重为 68.5%。节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备、新能源、新能源汽车、新材料等工业战略性新兴产业完成工业总产值 10,659.91 亿元，比上年增长 3.8%，增速快于规模以上工业总产值 2.4 个百分点，占全市规模以上工业总产值比重达 30.6%。

在供给侧结构性改革总体方针的指引下，通过去产能减少无效低端供给、促进行业转型升级，带动主要行业发展效益持续提升。2018 年，上海市规模以上工业产品销售率为 99.8%；规模以上工业企业利润总额 3,350.44 亿元，比上年增长 4.3%；规模以上工业企业亏损面为 20.4%，降低 0.5 个百分点。

上海市城市综合服务功能持续增强。2018 年，上海金融业深化改革创新，金融法院获批成立，原油期货成功上市，中国人寿上海总部、建信金融科技等总部型功能性机构落户。在 2018 年 GFCI 全球金融中心指数排名中，上海位列第五，仅位于纽约、伦敦、香港、新加坡之后。2018 年上海金融市场交易总额达到 1,645.78 万亿元，比上年增长 15.2%。贸易规模进一步扩大，贸易中心辐射效应继续显现。全年完成电子商务交易额 28,938.2 亿元，增长 19.3%；上海关区货物进出口总额 6.41 万亿元，增长 7.3%，占全国的比重超过五分之一；服务贸易进出口总额首次超过 2,000 亿美元。国际航运中心建设扎实推进，航运服务功能持续提升，全年集装箱吞吐量 4,201.02 万国际标准箱，增长 4.4%，规模连续 9 年保持全球第一。

总体看，上海市不断增强的经济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。

土地市场交易方面，在商住用地成交量上升带动下，2017 年上海市土地成交面积回升至 983.19 万平方米，同比增长 21.83%。但主要受成交地块土地单价下跌影响，2017 年土地出让总价有所下降。2018 年上海市工业用地成交面积大幅增长 80.60%至 423.54 万平方米，商住用地成交量略有减少，当年土

地出让总面积同比增长 22.19%。商住用地成交单价有所回升，带动土地出让金同比增长 29.69%。

图表 4. 2016-2018 年上海市土地市场交易情况

| 项目 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|---------------------|----------|----------|---------|
| 土地出让总面积（万平方米） | 806.99 | 983.19 | 1201.33 |
| 其中：工业用地出让面积（万平方米） | 245.55 | 234.52 | 423.54 |
| 商住用地出让面积（万平方米） | 501.62 | 721.46 | 709.78 |
| 土地出让总价（亿元） | 1,638.97 | 1,471.85 | 1908.79 |
| 其中：工业用地出让总价（亿元） | 31.10 | 27.63 | 49.40 |
| 商住用地出让总价（亿元） | 1,589.83 | 1,438.66 | 1833.54 |
| 土地出让均价（万元/平方米） | 2.03 | 1.50 | 1.59 |
| 其中：工业用地出让单价（万元/平方米） | 0.13 | 0.12 | 0.12 |
| 商住用地出让单价（万元/平方米） | 3.17 | 1.99 | 2.58 |

资料来源：CREIS

2. 业务运营

该公司主营业务涉及水务、环境、置业、路桥四大核心板块，其中水务业务具有较强区域垄断性，近年来整体运营相对平稳；环境业务产业链完整，在行业中具有较强竞争力，行业前景向好，未来仍有较大发展空间；置业业务涵盖商品房和保障性住房开发及物业经营，受结转时间点影响收入波动较大，目前公司房地产在建面积较大，储备项目较为充足，可满足未来项目续接；路桥业务得益于通行流量增长，通行费收入增加，营业收入明显增长，目前公司道路建设施工任务较繁重。

2016-2018 年该公司分别实现营业收入 239.05 亿元、224.03 亿元和 264.97 亿元；综合毛利率分别为 25.29%、23.79%和 25.23%。公司主要业务涉及水务、环境、置业、路桥四大核心板块。近三年水务板块收入较为平稳；路桥板块收入受益于资产划入和通行费的增长，收入增长较快；置业板块受项目结转周期影响，2017 年收入下滑明显，2018 年因合并子公司收入大幅增长恢复；环境板块得益于垃圾焚烧发电项目的陆续投入运营，收入保持良好。

图表 5. 2016 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 | |
|------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 营业收入 | | | | | | |
| 水务板块 | 99.49 | 41.62% | 101.63 | 45.37% | 102.32 | 38.61% |
| 环境板块 | 29.82 | 12.47% | 42.46 | 18.95% | 41.13 | 15.52% |
| 置业板块 | 89.19 | 37.31% | 52.08 | 23.25% | 88.44 | 33.38% |
| 路桥板块 | 19.41 | 8.12% | 26.83 | 11.98% | 30.66 | 11.57% |
| 其他 | 1.14 | 0.48% | 1.02 | 0.45% | 2.43 | 0.92% |
| 合计 | 239.05 | 100.00% | 224.02 | 100.00% | 264.97 | 100.00% |
| 毛利率 | 2016 年 | | 2017 年 | | 2018 年 | |
| 水务板块 | 22.53% | | 24.77% | | 25.23% | |

| | | | |
|-------|--------|--------|--------|
| 环境板块 | 29.62% | 22.58% | 22.59% |
| 置业板块 | 28.70% | 22.53% | 25.92% |
| 路桥板块 | 15.58% | 23.32% | 26.89% |
| 其他 | 50.98% | 52.10% | 24.24% |
| 综合毛利率 | 25.29% | 23.79% | 25.23% |

资料来源：上海城投

注：上表存在加总尾差

(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，近三年水务集团运营业绩稳定，经营模式未发生重大变化。2016-2018 年公司水务板块分别实现营业收入 99.49 亿元、101.63 亿元和 102.32 亿元，收入保持平稳；毛利率分别为 22.53%、24.77% 和 25.23%。

截至 2018 年末，该公司已累计形成 1,310 万立方米/日的原水制取能力(占全市的 98%)，备用取水能力 500 万立方米/日，923.3 万立方米/日的自来水供应能力（约占全市的 74%）；截至 2018 年末，拥有中心城区 610 万立方米/日的干线污水设计输送能力、582.7 万立方米/日的污水处理能力（约占全市的 74.1%）和 679.1 吨干泥/日的污泥设计处理能力。2018 年，公司完成原水供应总量 31.50 亿立方米，自来水供水总量 22.16 亿立方米；实际防汛排水总量 1.31 亿立方米；日均处理污水 562.2 万立方米。

该公司水务板块工程项目持续平稳推进。2018 年，水务集团共承担基础设施建设项目 36 项，累计完成投资约 129 亿元，其中市重大工程 17 项，累计完成投资约 126 亿元。其中，排水工程方面，10 月原龙华水质净化厂服务范围内污水完成切换，由白龙港污水厂集中处理。污水厂项目方面，吴淞污水厂提标改造工程 9 月底实现开工，年末基本改造工作完成；竹园一厂污水厂提标改造工程完成 25%，竹园二厂污水厂提标改造工程基本完成，竹园污水厂升级补量工程达到 80 万立方米/日出水规模及一级 A 排放标准；虹桥污水厂工程基本建成，具备通水条件；长兴岛污水厂提标改造工程于年初全线通水，石洞口污水厂大气提标工程于 6 月开工；白龙港污水厂提标改造工程以及泰和污水厂工程持续推进中。此外，3 月，竹园片区污泥处理处置扩建工程、白龙港污水厂污泥处理处置二期工程开工；4 月，石洞口污水厂污泥处理处置二期工程开工。

图表 6. 截至 2018 年末公司水务板块主要项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 预计总投资 | 已累计投资 | 工程累计投入占预算比例 (%) | 资金来源 |
|----------------|--------|--------|-----------------|-------|
| 青草沙水源地原水工程 | 172.76 | 171.41 | 99.22 | 贷款及自筹 |
| 白龙港污水处理厂提标改造工程 | 81.91 | 42.36 | 51.71 | 市级财力 |
| 黄浦江上游水源地原水工程 | 76.03 | 51.73 | 68.04 | 贷款及自筹 |

| 项目名称 | 预计总投资 | 已累计投资 | 工程累计投入占预算比例 (%) | 资金来源 |
|----------------------|---------------|---------------|-----------------|---------|
| 白龙港污水处理厂提标改造一期(除臭)项目 | 8.53 | 8.37 | 98.23 | 市级财力、银行 |
| 闵奉支线 | 8.53 | 7.29 | 85.48 | 自筹及财力资金 |
| 石洞口厂提标改造 | 8.38 | 6.76 | 80.71 | 市级财力 |
| 泰和污水处理厂 | 39.07 | 21.91 | 56.24 | 市级财力 |
| 虹桥污水处理厂 | 29.18 | 19.38 | 66.43 | 市级财力 |
| 竹园第一、第二污水处理厂升级补量工程 | 32.11 | 22.46 | 69.94 | 自筹 |
| 白龙港污泥二期 | 33.89 | 11.58 | 34.17 | 市级财力 |
| 合计 | 490.38 | 363.32 | -- | -- |

资料来源：上海城投

整体看，该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，管线设备升级与维护带来一定成本压力，整体看该业务盈利能力较弱。水务业务投资回收期较长，公司当前在建大型工程较多，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集团股份有限公司（简称“上海环境”）、上海环境实业有限公司、上海老港固废综合开发有限公司（简称“老港固废”）²等公司运营。2016-2018年，公司环境业务分别实现收入 29.82 亿元、42.46 亿元和 41.13 亿元；毛利率分别为 29.62%、22.58%和 22.59%。同期，上海环境分别实现营业收入 25.51 亿元、25.66 亿元和 25.83 亿元，占该板块收入比重超过 50%，系该板块核心运营实体。

截至 2018 年末，该公司已运营固废项目处理能力达 3.45 万吨/日（上海 2.64 万吨/日），其中焚烧 1.55 万吨/日（上海 0.88 万吨/日），填埋 1.9 万吨/日（上海 1.76 万吨/日）；生活垃圾陆上中转能力 9,300 吨/日，水上集运中转能力 10,000 吨/日、水上散装中转能力 3,000 吨/日。

污水污泥处理方面，截至 2018 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，2018 年共计处理污水 56,819 万吨，日均处理量为 155.67 万吨，较上年有所下降，主要因竹园第一污水处理厂缩量提标所致。在建项目方面，2018 年竹园第一污水处理厂提标改造工程新建部分完成并投入试运营；同时当年新增成都温江城市污水处理厂三期项目，处理规模 6 万吨/日，总投资 1.42 亿元。

垃圾转运方面，上海环境共运营垃圾中转站 6 个，分别位于黄浦、杨浦、浦东、虹口和崇明，2018 年新增长兴岛垃圾中转。2018 年共计中转垃圾 137.68 万吨，比去年略有增加。垃圾填埋业务方面，上海环境运营的生活垃圾填埋项目共 4 个，分别为老港、上海崇明瀛洲、浙江宁波奉化和绍兴新昌 4 个填埋场，

² 老港固废旗下垃圾焚烧项目由上海环境受托运营管理。

其中浙江宁波鄞州已于 2017 年提前终止协议，并于 2018 年新投入运营绍兴新昌项目，2018 年共计填埋垃圾 242.81 万吨，老港沼气发电项目上网电量 8,900 万度，同比增长 16.52%。

垃圾焚烧业务方面，截至 2018 年末上海环境运营生活垃圾焚烧项目 12 个（含老港垃圾焚烧项目），共计入厂垃圾 637.16 万吨，同比增长 11.83%，垃圾焚烧上网电量 194,349 万度，同比增长 9.74%。

图表 7. 2018 年上海城投运营中垃圾焚烧项目情况

| 项目 | 地理位置 | 项目总投资 (万元) | 设计日处理能力 (吨/日) | 商业运营/试运营 开始日期 |
|-------|------|-------------------|------------------|------------------|
| 江桥焚烧厂 | 上海嘉定 | 95,408.14 | 1,500 | 2005.1 |
| 成都焚烧厂 | 成都 | 52,632.00 | 1,200 | 2009.7 |
| 威海焚烧厂 | 威海 | 37,453.48 | 700 | 2012.9 |
| 青岛焚烧厂 | 青岛 | 69,828.19 | 1,500 | 2013.8 |
| 金山焚烧厂 | 上海金山 | 47,085.00 | 800 | 2014.1 |
| 漳州焚烧厂 | 漳州 | 41,552.31 | 1,050 | 2014.5 |
| 南京焚烧厂 | 南京 | 107,155.00 | 2,000 | 2015.3 |
| 松江焚烧厂 | 上海松江 | 210,719.95 | 2,000 | 2016.7 |
| 奉贤焚烧厂 | 上海奉贤 | 81,042.91 | 1,000 | 2016.7 |
| 崇明焚烧厂 | 上海崇明 | 36,862.00 | 500 | 2016.9 |
| 洛阳焚烧厂 | 洛阳 | 54,522.00 | 1,500 | 2017.12 |
| 老港焚烧厂 | 上海浦东 | 146,089.00 | 3,000 | 2014.5 |
| 合计 | - | 980,349.98 | 16,750.00 | - |

资料来源：上海城投

2018 年以来上海环境中标数个垃圾焚烧发电或一体化项目，近年来上海环境业务中标量增加，中标额扩大，且从单纯的垃圾焚烧项目向项目一体化合作商发展，在环保领域致力于提供一站式服务和一揽子解决方案。截至 2018 年末，上海环境在建垃圾焚烧项目共 8 个。此外，上海环境还在危废医废、土壤修复、固废资源化等领域取得良好拓展。

图表 8. 截至 2018 年末上海环境在建及拟建垃圾焚烧发电项目基本情况

| 项目 | 状态 | 地理位置 | 总投资 (亿元) | 垃圾焚烧 处理能力 (吨/日) | 特许经营期 |
|--------------------------|----|-------|-------------|-----------------------|-----------------|
| 太原市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目 | 在建 | 太原 | 7.77 | 1,800 | - |
| 威海市文登区生活垃圾焚烧发电项目 | 在建 | 威海文登区 | 4.57 | 1,050 | 30 年（含建设期） |
| 蒙城县生活垃圾焚烧发电 PPP 项目 | 在建 | 蒙城县 | 3.14 | 1,050 | 30 年（含建设期） |
| 上海天马生活垃圾末端处置综合利用中心二期工程项目 | 在建 | 上海松江 | 11.66 | 1,500 | 与一期同步（30 年含建设期） |
| 成都宝林环保发电厂项目 | 在建 | 成都 | - | 1,500 | 与洛项目厂剩余特许经营期一致 |
| 奉化区活垃圾焚烧发电项目 | 在建 | 宁波 | 6.5 | 1,200 | 自协议日 22 年 |
| 金华市生活垃圾焚烧发电二期 | 在建 | 金华 | 19.80 | 3,000 | 自协议日 30 年 |
| 漳州蒲姜岭生活垃圾焚烧发电厂二期项目 | 在建 | 漳州 | 3.77 | 750 | - |

| 项目 | 状态 | 地理位置 | 总投资(亿元) | 垃圾焚烧处理能力(吨/日) | 特许经营期 |
|-----------------------|----|------|---------|---------------|-----------|
| 宜宾市资源循环利用产业基地建设项目 | 拟建 | 宜宾 | 不低于40亿 | - | - |
| 福州市红庙岭生活垃圾焚烧协同处置PPP项目 | 拟建 | 福州 | 8.17 | 1,200 | 30年(含建设期) |
| 晋中市市城区生活垃圾焚烧发电PPP项目 | 拟建 | 晋中 | 7.48 | 1,200 | 30年(含建设期) |

资料来源：上海城投

注：总投资额为上海环境公告中金额，与实际投资额存在一定差异。

(3) 置业业务

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”）和上海中心大厦建设发展有限公司（简称“上海中心公司”）等运营，其中前者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；后者主要为上海中心大厦的建设及运营实体。2016-2018年，置业业务分别实现收入89.19亿元、52.08亿元和88.84亿元，毛利率分别为28.70%、22.53%和25.92%。城投控股对该板块收入贡献大，同期其房地产业务分别实现收入68.30亿元、28.41亿元和68.78亿元，2017年城投控股因新推项目较少，当年房产交付量下降以致结转收入下滑；2018年因合并上海新江湾城投资发展有限公司，城投控股房地产业务收入同比大幅增长。

城投控股是上海市主要的保障房建设机构，陆续建成徐泾北项目、新凯项目、洞泾项目和诸光路项目等保障性住房项目，2018年新完工项目为韵意项目（其中商业项目仍在建）和洞泾34-04项目，在建项目为新凯二期、洞泾30-04、佘山北、南部新城、九亭项目和九星10-04地块，其中九星10-04地块为当年新开工地块。截至2018年末，上述在建项目规划计容建筑面积为88.86万平方米，总建筑面积为120.97万平方米，其中已竣工28.80万平方米；计划总投资额67.96亿元，截至2018年末已累计投资58.94亿元，其中2018年投资额为15.13亿元。

图表9. 2018年末城投控股主要在建保障性住房项目（单位：万平方米、亿元）

| 项目 | 地区 | 经营业态 | 项目用地面积 | 规划计容建筑面积 | 总建筑面积 | 在建建筑面积 | 已竣工面积 | 计划总投资 | 累计投资额 | 2018年投资额 |
|---------------|----|------|--------|----------|--------|--------|-------|-------|-------|----------|
| 新凯二期集中商业 | 松江 | 经适房 | 2.81 | 5.25 | 8.11 | 8.11 | - | 0.58 | 0.58 | 0.06 |
| 洞泾30-04、34-04 | 松江 | 动迁房 | 6.81 | 11.18 | 14.78 | 11.42 | 3.36 | 9.21 | 10.85 | 1.91 |
| 佘山北 | 松江 | 动迁房 | 12.62 | 19.30 | 25.50 | - | 25.44 | 18.88 | 18.88 | 3.82 |
| 南部新城 | 松江 | 动迁房 | 8.81 | 17.62 | 24.69 | 24.69 | - | 12.85 | 12.85 | 3.31 |
| 九亭 | 松江 | 动迁房 | 11.55 | 20.24 | 25.69 | 25.69 | - | 13.35 | 13.35 | 3.60 |
| 九星10-04地块 | 闵行 | 动迁房 | 7.71 | 15.28 | 22.20 | 22.20 | - | 13.10 | 2.44 | 2.44 |
| 合计 | | -- | 50.32 | 88.86 | 120.97 | 92.11 | 28.80 | 67.96 | 58.94 | 15.13 |

资料来源：上海城投

注：小数点因四舍五入存在尾差

销售方面，截至2016年末城投控股主要保障房已基本去化，2017年仅进

行尾盘销售，当年加推的徐泾北、诸光路 1#及诸光路 2#的商铺面积均不大，2018 年新增九亭保障房项目的销售，目前该项目销售协议已签，将于 2019 年完成交付和资金回笼。2018 年在售项目签约销售面积和金额分别为 21.07 万平方米和 20.02 亿元，较上年分别增加 15.81 万平方米和 11.98 亿元，主要原因即为新增的九亭保障房销售。截至 2018 年末，公司在售保障房项目累计签约销售面积和累计签约销售金额分别为 158.66 万平方米和 187.74 亿元，整体去化率为 78.54%。2018 年结转项目主要为佘山北项目、诸光路 1#2#、新凯三期 CD 块及底商等，结转金额合计 26.10 亿元。

图表 10. 城投控股主要保障性住房项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目 | 地区 | 经营业态 | 可供出售面积 | 2018 年销售情况 | | | | 截至 2018 年末累计销售情况 | | | |
|----------------|----|----------------|--------|------------|--------|-------|-------|------------------|--------|--------|--------|
| | | | | 签约销售面积 | 签约销售金额 | 结转面积 | 结转金额 | 签约销售面积 | 签约销售金额 | 结转面积 | 结转金额 |
| 诸光路 1#2# | 青浦 | 经适房、公租房、廉租房、商铺 | 24.17 | - | - | 0.06 | 0.05 | 23.73 | 16.53 | 23.46 | 16.18 |
| 徐泾北华新拓展 15-01 | 青浦 | 动迁房、经适房 | 6.23 | - | - | - | - | 5.62 | 4.58 | 5.27 | 4.42 |
| | | 商铺 | 0.09 | - | - | - | - | 0.09 | 0.09 | - | - |
| 新凯三期 CD 块及底商 | 松江 | 经适房 | 52.04 | - | - | 0.84 | 1.42 | 52.04 | 37.00 | 50.13 | 40.55 |
| 新凯三期 D 块 | 松江 | 经适房转动迁房 | 2.35 | 0.83 | 1.39 | - | - | 2.35 | 3.15 | 1.52 | 1.68 |
| 洞泾 30-04、34-04 | 松江 | 动迁房 | 11.78 | - | - | - | - | 11.78 | 13.72 | 2.82 | 3.14 |
| 韵意、底商及集中商业 | 松江 | 动迁房、商业 | 46.92 | - | - | - | - | 4.62 | 41.13 | 44.02 | 37.18 |
| 佘山北 | 松江 | 动迁房 | 19.81 | - | - | 18.03 | 24.63 | 19.81 | 28.79 | 20.01 | 27.67 |
| 南部新城 | 松江 | 动迁房 | 18.39 | - | - | - | - | 18.39 | 24.13 | - | - |
| 九亭保障房 | 松江 | 动迁房 | 20.24 | 20.24 | 18.63 | - | - | 20.24 | 18.63 | - | - |
| 合计 | -- | -- | 202.02 | 21.07 | 20.02 | 18.93 | 26.10 | 158.66 | 187.74 | 147.24 | 130.82 |

资料来源：上海城投（2018 年末）

注：小数点因四舍五入存在尾差

商品房方面，截至 2018 年末，城投控股在建项目为露香园项目（低区）、朱家角项目（一期）和湾谷科技园（南地块）³。上述在建项目规划计容面积合计 87.36 万平方米，总建筑面积 133.62 万平方米，其中已竣工面积为 73.55 万平方米；计划总投资额为 156.60 亿元，截至 2018 年末已累计投资 154.82 亿元，其中 2018 年投资 10.97 亿元。

图表 11. 城投控股主要在建商品房项目（单位：万平方米、亿元）

| 项目 | 地区 | 经营业态 | 项目用地面积 | 项目规划计容建筑面积 | 总建筑面积 | 在建建筑面积 | 已竣工面积 | 计划总投资 | 累计投资额 | 2018 年投资额 |
|------------|----|------|--------|------------|--------|--------|-------|--------|--------|-----------|
| 露香园低区 | 黄浦 | 商品房 | 8.00 | 18.44 | 30.01 | 12.25 | 17.10 | 98.95 | 98.14 | 4.34 |
| 朱家角一期 | 青浦 | 商品房 | 24.17 | 14.59 | 28.01 | 28.01 | - | 11.57 | 10.71 | 2.43 |
| “湾谷”科技园南地块 | 杨浦 | 办公楼 | 21.64 | 54.33 | 75.60 | 19.17 | 56.45 | 46.09 | 45.97 | 4.20 |
| 合计 | - | - | 53.81 | 87.36 | 133.62 | 59.42 | 73.55 | 156.60 | 154.82 | 10.97 |

³湾谷科技园原系非并表合作项目，由新江湾城公司运营，该项目已于 2017 年 12 月纳入合并范围。

资料来源：上海城投（2018 年末）

注：小数点因四舍五入存在尾差

商品房销售方面，截至 2018 年末城投控股在售项目包括新江湾城 C4、“湾谷”科技园、露香园及闻喜华庭项目，合计可供出售面积为 82.80 万平方米。2018 年商品房签约销售面积及签约销售金额分别为 5.87 万平方米和 20.04 亿元，主要是继续对“湾谷”科技园销售。截至 2018 年末，上述项目商品房项目去化率（根据签约销售面积与可供出售面积计算）分别为 79.63%、78.11%、40.27%⁴和 86.01%。2018 年，结转面积及金额合计分别为 14.50 万平方米和 41.80 亿元，主要结转项目为“湾谷”科技园项目。

图表 12. 城投控股主要商品房项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目 | 地区 | 经营业态 | 可供出售面积 | 2018 年销售情况 | | | | 截至 2018 年末累计销售情况 | | | |
|---------|----|------------------------------|--------|------------|--------|-------|-------|------------------|--------|-------|--------|
| | | | | 签约销售面积 | 签约销售金额 | 结转面积 | 结转金额 | 签约销售面积 | 签约销售金额 | 结转面积 | 结转金额 |
| 新江湾城 C4 | 杨浦 | P1 公共服务 P2 人才公寓 P3 商品房 | 7.49 | 0.91 | 7.78 | 0.95 | 7.91 | 5.96 | 42.18 | 5.39 | 36.39 |
| “湾谷”科技园 | 杨浦 | 办公楼、车位 | 51.80 | 4.73 | 8.24 | 12.98 | 30.68 | 40.46 | 79.85 | 38.93 | 77.65 |
| 露香园 | 黄浦 | 商品房、车位 | 18.41 | 0.22 | 3.94 | 0.34 | 2.71 | 7.41 | 47.76 | 6.99 | 46.16 |
| 闻喜华庭 | 静安 | 商品房、商铺、车位等 | 5.10 | 0.01 | 0.07 | 0.22 | 0.50 | 4.39 | 18.17 | 4.41 | 17.45 |
| 合计 | -- | -- | 82.80 | 5.87 | 20.04 | 14.50 | 41.80 | 58.23 | 187.95 | 55.72 | 177.65 |

资料来源：上海城投（2018 年末）

土地储备方面，该公司于 2016 年取得金山区朱泾镇“城中村”项目，总占地面积 16.29 万平方米，经规划调整后的计容建筑面积为 35.21 万平方米，采用合作开发模式，公司权益占比为 90%，该项目计划总投资 43.65 亿元，目前仍处动迁阶段，2018 年末已投入 6.79 亿元。另外，2017 年公司新增九星动迁安置房项目（于 2018 年开工建设）及松江南站二期保障房项目（即南部新城项目）用地合计 238 亩。

2018 年，城投控股根据国家大力发展住房租赁市场的政策趋势以及自身发展要求，积极参与租赁住房业务，2018 年摘得 3 个租赁住宅地块；同时积极拓展上海市以外业务，分别在安徽和常州摘得地块。截至 2018 年末，城投控股土地储备面积合计 134.15 万平方米，其中权益面积 103.86 万平方米。

图表 13. 城投控股土地储备情况（单位：万平方米）

| 持有待开发土地 | 获得时间 | 土地面积 | 规划计容建筑面积 | 权益比例 |
|------------------------|--------|-------|----------|------|
| 杨浦区新江湾城科技园北块 | 2008 年 | 5.40 | 11.87 | 60% |
| 青浦区朱家角二期 | 2009 年 | 19.31 | 7.68 | 100% |
| 金山区朱泾镇城中村改造项目 | 2016 年 | 16.29 | 35.21 | 90% |
| 杨浦区新江湾城社区 A3-05 地块租赁住宅 | 2018 年 | 3.38 | 8.45 | 100% |
| 杨浦区新江湾城扶苏路地块租赁住宅 | 2018 年 | 1.91 | 4.39 | 100% |

⁴露香园项目商品房部分可供出售面积含低区，目前低区尚未开始销售，高区销售情况良好，已经基本去化。

| | | | | |
|--------------------------|--------|-------|--------|------|
| 闵行区浦江镇漕开发 G03-04 地块租赁住宅 | 2018 年 | 4.49 | 12.14 | 100% |
| 松江区洞泾镇新农河三号-1 地块 | 2018 年 | 6.51 | 7.81 | 70% |
| 安徽黄山市高铁片区 A-1 商住项目 | 2018 年 | 13.80 | 27.61 | 70% |
| 江苏常州市钟楼区 JZX20181403 号地块 | 2018 年 | 8.63 | 18.99 | 40% |
| 合计 | | 79.73 | 134.15 | |

资料来源：上海城投（2018 年末）

注：上述表格中的规划计容建筑面积最终以规划调整结果为准，数据因四舍五入存在尾差

（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。2017 年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。2016-2018 年，公司路桥业务分别实现收入 19.41 亿元、26.83 亿元和 30.66 亿元，毛利率分别为 15.58%、23.32%和 26.89%。

收费路桥方面，截至 2018 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，合计 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。

图表 14. 公司收费路产情况

| 路产 | 收费里程 (千米) | 收费期限 | 通行费收入 (万元) | | |
|-------------|--------------|-----------------|------------|---------|---------|
| | | | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
| 经营性路产: | | | | | |
| 沪芦高速 (S2) | 42.31 | 2004.12-2029.12 | 27,578 | 34,808 | 35,905 |
| 长江隧桥 | 25.53 | 2009.10-2034.10 | 61,879 | 68,981 | 77,337 |
| G1501 | 228.92 | 2002.12-2034.10 | 99,061 | 129,631 | 146,836 |
| 政府还贷路产: | | | | | |
| 沪常高速 (S26) | 18.23 | 2010.3-2025.3 | 13,302 | 16,941 | 18,514 |
| 申嘉湖高速 (S32) | 83.51 | 2010.1-2024.4 | 59,795 | 71,688 | 83,333 |
| 沈海高速 (G15) | 64.96 | 2007.12-2029.12 | 78,016 | 82,781 | 76,753 |
| 崇启通道 | 30.74 | 2011.12-2022.11 | 8,340 | 10,232 | 11,379 |

资料来源：上海城投（2018 年末）

注：G1501 共分 5 条高速公路，收费期限各不相同，最早于 2002.12 月通车收费，最晚于 2034.10 结束收费。

近年来该公司交通基础设施建设项目稳步推进。2018 年，公路集团承担公路、市政、航道建设项目 45 项，其中重大工程 43 项；2018 年公路集团实际完成投资 157.77 亿元，其中市重大工程实际完成投资 154.47 亿元。2018 年公路集团开工（启动）7 个项目，分别为北横通道（东段）、S7 公路（月罗公路-宝钱公路）新建工程、浦星公路跨芦恒路节点改造新建工程、G318 跨线桥

人行天桥、嘉闵-崧泽立交人非完善工程、S2 广祥路匝道附属设施新建工程、吴淞江航道工程（苏申内港线西段航道工程）。当年实现 3 个项目建成通车，嘉闵高架南南延伸（S32-莘松路）（地面部分）于 2018 年 6 月 22 日建成通车、S26 公路东延伸入城段于 2018 年 9 月 28 日建成通车、中山南路地下通道工程地面道路于 2018 年 9 月 30 日建成通车。公司另有 34 个项目持续推进。

图表 15. 公司主要在建公路项目情况（单位：亿元）

| 项目 | 预计总投资 | 已累计投资 | 拟投资金额 | | |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
| 北横通道新建一期工程 | 240.00 | 105.16 | 21.10 | 20.00 | 30.00 |
| 沿江通道越江隧道（浦西牡丹江路~浦东外环线）新建工程 | 74.13 | 47.99 | 12.50 | - | - |
| S26 入城段（G15-嘉闵高架路）新建工程 | 52.42 | 45.13 | - | - | - |
| 嘉闵高架路（S32-莘松路）新建工程 | 46.69 | 40.27 | - | - | - |
| 龙耀路越江隧道 | 51.72 | 38.65 | 1.53 | 1.50 | - |
| S7 公路（主线收费站-月罗公路）新建工程 | 35.53 | 26.00 | 5.50 | - | - |
| S7 公路（S20-主线收费站）新建工程 | 29.41 | 24.16 | 2.00 | - | - |
| 昌平路-恒通路跨苏州河桥新建工程 | 27.62 | 21.53 | 6.00 | 0.50 | - |
| 大芦线二期（闵行浦江段） | 30.61 | 20.77 | 3.16 | 3.30 | 3.50 |
| 江浦路越江隧道新建工程 | 44.39 | 17.77 | 5.60 | 12.00 | 9.00 |
| 合计 | 631.47 | 387.43 | 57.39 | 37.30 | 42.50 |

资料来源：上海城投（截至 2018 年末）

随着该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。上海市交通基础设施建设持续推进，公司承担的项目建设工作量大，后续投融资需求很大，由于相关建设资金对财政资金拨付的依赖程度较高，若资金拨付不及时，可能会对公司资金形成一定占用。

管理

该公司系国有独资企业，控股股东及实际控制人为上海市国资委。公司根据业务开展及管理需要设立相关部门，建立了较为完善的内部控制管理体系，可为公司及下属企业经济活动的开展提供必要的制度保障。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司为国有独资企业，控股股东及实际控制人为上海市国资委。公司产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

该公司设党委，设党委书记 1 名。公司不设股东会，设董事会及监事会。董事会决定公司重大问题，且事先听取党委的意见。根据《公司章程》，公司董事会由 3-9 名董事组成（其中职工董事 1 名），设董事长 1 名；董事由出资人委派，职工董事由职工代表大会选举产生。监事会由 5 名监事组成，由出资人任命、委派以及由职工代表担任，其中职工代表的比例不得低于三分之一；监事会主席 1 名，由出资人在监事中指定。目前公司共有董事 7 名、监事 2 名。

该公司实行总经理负责制，设总裁（总经理）1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司设副总裁（副总经理），协助总裁（总经理）工作，接受领导，并在分管职权范围内行使有关职权（由公司管理制度确定）；公司设财务总监，由出资人委派，任期和职权按照出资人有关规定执行。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司关联方主要系本部及下属子公司合营及联营企业、子公司其他少数股东等，关联方数目较多。根据审计报告所载，2016-2018 年公司因采购商品、接受劳务产生的关联交易金额分别为 9.09 亿元、2.35 亿元和 2.89 亿元，主要产生于上海建工集团股份有限公司（系上海中心公司之少数股东）施工总承包业务；销售商品、提供劳务产生的关联交易金额分别为 0.67 亿元、0.36 亿元和 0.20 亿元，金额不大。公司关联采购及销售均以市场价格作为定价依据。2016-2018 年末，公司应收关联方款项分别为 4.78 亿元、3.63 亿元和 18.28 亿元；应付关联方款项分别为 20.46 亿元、14.70 亿元和 8.81 亿元。

图表 16. 2016-2018 年公司关联交易情况（单位：亿元）

| 项目 | 2016 年（末） | 2017 年（末） | 2018 年（末） |
|---------|-----------|-----------|-----------|
| 关联方采购 | 9.09 | 2.35 | 2.89 |
| 关联方销售 | 0.67 | 0.36 | 0.20 |
| 关联方应收款项 | 4.78 | 3.63 | 18.28 |
| 关联方应付款项 | 20.46 | 14.70 | 8.81 |

资料来源：上海城投

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据业务开展及管理需要设立了运营管理部、项目管理部（重大办）、安全管理部（安委办）、资产（投资）管理部、合规风控部、信息科技部（总工程师办公室）、计划财务部、战略企划部等 15 个职能部门，各职能部门分工较为明确，能够相互独立并保持顺畅协作。公司组织架构详见附录二。

该公司主要业务板块运营实体主要为下属子公司，公司本部主要行使管理职能。子公司管理方面，公司所有下属公司的全面预算都通过财务信息系统进行编制、上报和审批，未经公司的程序批准，任何下属公司均无权更改预算。

公司委派财务总监至下属公司，对直属企业及重大建设项目的财务、会计活动进行管理和监控。财务总监参与所辖企业的重大决策、监督规章制度的执行、审核财会部门负责人任免事项、对企业资金支出进行联签，使下属公司的财务管理和资金使用都纳入公司财务监管体系，实现了对可能出现的风险的及时防范。

(2) 管理制度及水平

该公司建立了较为完善的内部控制管理体系，可为公司及下属企业经济活动的开展提供必要的制度保障。

项目投资管理方面，为规范项目审批、核准管理，该公司根据上海市发改委《上海市市级建设财力项目管理暂行办法》、《上海市企业投资项目核准暂行办法》、上海市建管委《上海市市级城市维护项目管理暂行办法》等文件精神，制定了《项目审批和核准管理办法》，其中明确：计划财务部是项目审批、核准工作的归口管理单位，负责制定公司项目审批、核准制度，按规定负责项目审批、核准工作各阶段申请文件的上报及批复文件的转发工作；对项目前期工作情况和前置审查工作开展检查与监督。同时对建设及维护项目的审批和核准管理进行了明确。另外，公司制定了《项目用款管理办法》，办法规定原则上每个月的月初提出用款申请，经公司审核汇总、月度资金平衡会审议、总裁审定后，在下半月安排资金拨付。月度项目用款未通过当月资金平衡会审议的为预算外用款，须由用款申请单位提出书面申请，经公司审核、总裁审定后予以安排。

资金及担保管理方面，该公司根据相关法律法规，制定了《银行账户管理办法》，对银行账户的开立、变更和撤销一级账户的使用、管理和监督等方面进行规范管理。公司制定了《银行综合授信业务管理办法》，以加强银行综合授信业务管理，整合集团资源，控制债务总量，降低综合融资成本，提高持续融资能力；授信管理遵循优化结构、分级操作、动态监控的原则。公司制定了《担保业务管理办法》，明确了担保业务归口管理部门、评审和决策流程等；担保业务管理遵循严格控制、统一管理的原则。公司制定了《债务性筹资业务管理办法》，其中明确公司下属各级企业应当建立筹资业务的岗位责任制，明确有关部门和岗位的职责、权限，确保办理筹资业务的不相容岗位相互分离、制约和监督；集团总部计划财务部负责集团筹资业务的综合管理。公司制定了《现金池管理办法》，要求各下属企业根据年度资金情况编制预算，明确了各企业与集团资金调度开展的业务流程规范等，从而保证集团资金运行秩序，发挥资金规模效益，提高资金使用效率及保障建设资金的供应。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

该公司本部及下属公司以往发行过多期债券，截至 2019 年 5 月末公司合并口径尚在存续期内的债券共计 9 支，待偿还本金余额为 147.00 亿元。公司已发行债券还本付息均正常。

图表 17. 截至 2019 年 5 月末公司存续期内债券情况

| 发行主体 | 债项名称 | 发行金额 (亿元) | 期限 (年) | 发行利率 (%) | 起息日 | 到期日 | 待偿还本金余额 (亿元) |
|-------------------|-------------------------|--------------|-----------|-------------|------------|------------|-----------------|
| 上海城投 | 05 沪建设(2) | 10.00 | 15 | 5.18 | 2005-07-27 | 2020-07-27 | 10.00 |
| | 07 沪建债 | 12.00 | 15 | 5.48 | 2007-07-31 | 2022-07-31 | 12.00 |
| | 08 沪建债 02 | 30.00 | 15 | 5.50 | 2008-09-08 | 2023-09-08 | 30.00 |
| | 12 沪建债 | 20.00 | 7 | 4.63 | 2012-07-30 | 2019-07-30 | 4.00 |
| | 14 沪城投 MTN001 | 20.00 | 5+N | 5.80 | 2014-10-16 | 2019-10-16 | 20.00 |
| | 14 沪建债 | 20.00 | 10 | 4.80 | 2014-11-05 | 2024-11-05 | 16.00 |
| 上海水务 ⁵ | 06 沪水务债 | 15.00 | 15 | 4.25 | 2006-06-29 | 2021-06-29 | 15.00 |
| 城投控股 | 19 沪城控 MTN001 | 25.00 | 5 | 4.53 | 2019-04-17 | 2024-04-17 | 25.00 |
| | 15 沪城控 MTN001 (7 年期) | 15.00 | 7 | 5.25 | 2015-04-23 | 2022-04-23 | 15.00 |
| 合计 | | 167.00 | - | - | - | - | 147.00 |

资料来源：上海城投

根据该公司提供的 2019 年 5 月 16 日的《企业信用报告》，公司本部近三年不存在银行借款违约及欠息情况。经查国家企业信用信息公示系统，截至 2019 年 5 月末公司本部及下属二级子公司本部近三年不存在重大行政处罚情况。另外，公司本部及二级子公司本部均不存在被列入经营异常及严重违法失信企业黑名单的情况。

2016 年 12 月 2 日，宝山区环境监测站对该公司下属石洞口污水处理厂进行烟气监测，当日烟气中颗粒物排放浓度超《生活垃圾焚烧大气污染物排放标准》规定的限值，宝山区环保局对这一事件于 2018 年 1 月 3 日开具了处罚 85 万元的处罚决定书。石洞口污水处理厂目前仍不同意接受该处罚，并且已经通过行政复议等措施主张撤销该处罚决定。

根据审计报告所载，该公司存在数个以公司（或下属子公司）为被告的诉讼事项，但单个诉讼金额均不大，预计不会对公司经营状况形成重大影响。

3. 发展战略

根据该公司提供的发展规划，“十三五”期间公司将全面落实“创新、协调、绿色、开放、共享”发展理念，坚持基础设施投资公司定位，以“提升城市基础设施和公共服务核心竞争力”为主线，以“完善可持续发展体制机制”为保障，以“确保重大工程建设，确保城市运行安全”为目标，不断提高城市基础设施和公共服务质量、效率和水平，在上海保障城市安全、完善服务功能、改善生态环境、提升现代化水平发挥主力军作用。到“十三五”末，公司将成为专注于交通、水务、环境、房地产等城市基础设施和公共服务领域，专业运作水平和核心竞争力突出，投资建设运营集成效应和产融协同优势显著，行业地位和品牌形象居于国内前列的基础设施投资控股集团。

⁵ 上海水务资产经营发展有限公司，系水务集团下属子公司。

财务

该公司资本实力雄厚，近年来随着国家资本金拨款和未分配利润留存，所有者权益逐年增加，资产负债率维持在合理水平。公司负债逐年增加，主要系收到财政拨款及债务置换资金增加，刚性债务规模有所波动，债务期限结构合理。公司收现水平高，经营性现金净流入量虽有所缩减，但规模尚可，可对即期债务偿付提供基础保障；投资现金净支出规模大，经营性现金流覆盖缺口主要由以财政拨款为主的外部融资弥补。公司资产以非流动资产为主，主要为基础设施资产；存量非受限货币资金充裕，且持有大规模变现能力较强的金融资产，流动性表现好，即期债务偿付能力极强。公司主营业务盈利能力 2016 年以来虽有提高但对整体盈利贡献依然较低，盈利对投资收益依赖度依旧较高。

1. 公司财务质量

众华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2018 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。2018 年公司根据财政部《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）进行了会计政策变更。

2016 年末，该公司合并范围共有 11 家二级子公司。2017 年，公司新纳入合并报表范围的子公司共 10 家（均为三、四级子公司），其中 6 家系新设立，4 家系收购合并；不再纳入合并报表范围的子公司共 2 家（非二级），原因均系工商注销。同年，上海环境分立事项于 2017 年 2 月 22 日完成；3 月 31 日，上海环境于上交所上市（更名为上海环境集团股份有限公司）；分立完成后上海环境成为公司二级子公司。截至 2017 年末，公司纳入合并报表范围内的二级子公司增至 12 家。2018 年，公司新纳入合并报表范围的子公司共 31 家（非二级），其中 22 家为新设，9 家为无偿划拨；不再纳入合并报表范围的子公司为 8 家（非二级），截至 2018 年末，公司纳入合并报表范围内二级子公司仍为 12 家。

为使数据指标具可比性，其他应收款不含应收利息和应收股利，固定资产不含固定资产清理，长期应付款不含专项应付款，管理费用含研发费用。

2. 公司偿债能力

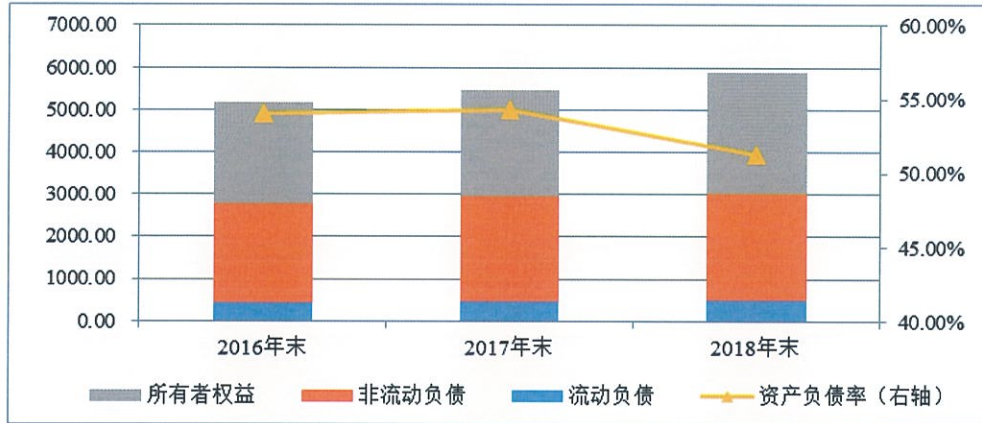
（1）债务分析

A. 债务结构

2016-2018 年末，该公司总负债分别为 2,781.66 亿元、2,973.89 亿元和 3,019.37 亿元，近年来有所增长；所有者权益分别为 2,370.11 亿元、2,501.94

亿元和 2,875.00 亿元，随着国家资本金拨款和未分配利润留存，所有者权益亦逐年增加，资产负债率大体维持，分别为 53.99%、54.31%和 51.22%，公司当前负债经营水平较为合理。

图表 18. 公司资金来源及财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元）



| 资金来源构成 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 |
|------------|----------|----------|----------|
| 流动负债 (亿元) | 424.97 | 467.43 | 493.66 |
| 非流动负债 (亿元) | 2,356.69 | 2,506.46 | 2,525.71 |
| 所有者权益 (亿元) | 2,370.11 | 2,501.94 | 2,875.00 |
| 资产负债率 | 53.99% | 54.31% | 51.22% |

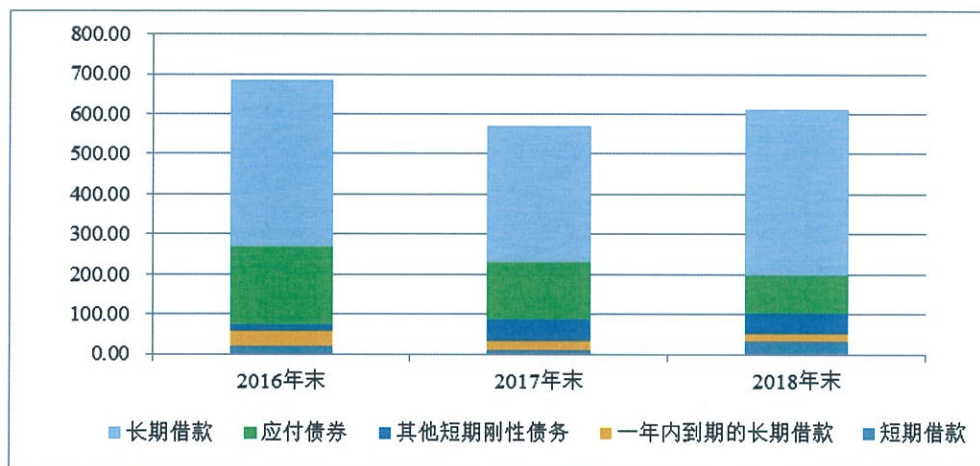
注：根据上海城投提供的资料绘制

从负债构成情况看，2016-2018 年末该公司刚性债务分别为 685.37 亿元、571.30 亿元和 612.22 亿元，2018 年末虽有所增加，但总量上看刚性债务规模较 2015 年以前已明显压减，其占负债总额的比重有所下降（2018 年末为 20.28%）。除刚性债务外，负债主要包括其他应付款、长期应付款和专项应付款。2016-2018 年末，其他应付款余额分别为 107.90 亿元、100.83 亿元和 96.66 亿元，主要包括保证金、质保金和押金以及工程款。同期末，长期应付款分别为 91.13 亿元、95.88 亿元和 175.78 亿元，主要为市区县拨款、圆沙社区动迁安置基地款等，2018 年末大幅增加主要是市区县拨款增加。同期末，专项应付款分别为 1,603.56 亿元、1,850.31 亿元和 1,777.72 亿元，主要包括上海市财政拨款、财政偿债资金等，2018 年末上海市财政拨款、财政偿债资金、城市基础设施类固定资产备抵、财政性资金项目和拨入贷款本金资金分别为 902.72 亿元、172.90 亿元、172.11 亿元、161.15 亿元和 50.17 亿元。

从债务期限结构看，该公司债务结构趋于长期化，2016-2018 年末长短期债务比分别为 554.56%、536.22%和 511.63%。整体看，公司债务期限结构与公司主营业务回款匹配性较好。

B. 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成情况（单位：亿元）



| 项 目 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 |
|------------|---------|---------|---------|
| 短期借款 | 19.33 | 8.60 | 32.19 |
| 一年内到期的长期借款 | 38.40 | 22.12 | 19.12 |
| 其他短期刚性债务 | 16.08 | 56.61 | 50.76 |
| 应付债券 | 192.69 | 141.81 | 95.89 |
| 长期借款 | 418.88 | 342.17 | 414.26 |
| 刚性债务合计 | 685.37 | 571.30 | 612.22 |

注：根据上海城投提供的资料绘制

刚性债务构成方面，2016-2018 年末该公司银行间接融资本金余额（含短期借款、长期借款及一年内到期的长期借款）分别为 476.61 亿元、372.89 亿元和 465.57 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 69.54%、65.27%和 76.5%，银行借款仍然为公司最主要的债务融资手段。直接融资方面，截至 2018 年末公司合并口径内发行的债券尚在存续期内的共计 9 支，待偿还本金余额为 142 亿元。

图表 20. 截至 2018 年末有息负债期限分布

| 到期年份 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年及以后 |
|------------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 有息负债当年偿付金额 | 147.16 | 103.56 | 133.5 | 88.81 | 220.45 |

注：根据上海城投提供的资料绘制

C. 或有负债

截至 2018 年末，该公司合并范围内担保余额为 206.57 亿元⁶，合并范围外担保余额为 166.74 亿元⁷。被担保企业经营基本正常。

⁶ 其中包括 181.71 亿元人民币和 3.62 亿美元，外币按照 2018 年 12 月 31 日汇率中间价换算。

⁷ 其中包括 150 亿元人民币、0.22 亿美元和 1.94 亿欧元，外币按照 2018 年 12 月 31 日汇率中间价换算。

图表 21. 公司合并范围外对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方名称 | 人民币金额 | 美元金额 | 欧元金额 |
|--------------|--------------|----------|-----------|
| 上海地产（集团）有限公司 | 700,000.00 | - | - |
| 上海久事公司 | 200,000.00 | - | - |
| 上海申通地铁集团有限公司 | 600,000.00 | - | - |
| 上海地铁总公司 | - | 2,185.43 | 19,416.00 |
| 合计 | 1,500,000.00 | 2,185.43 | 19,416.00 |

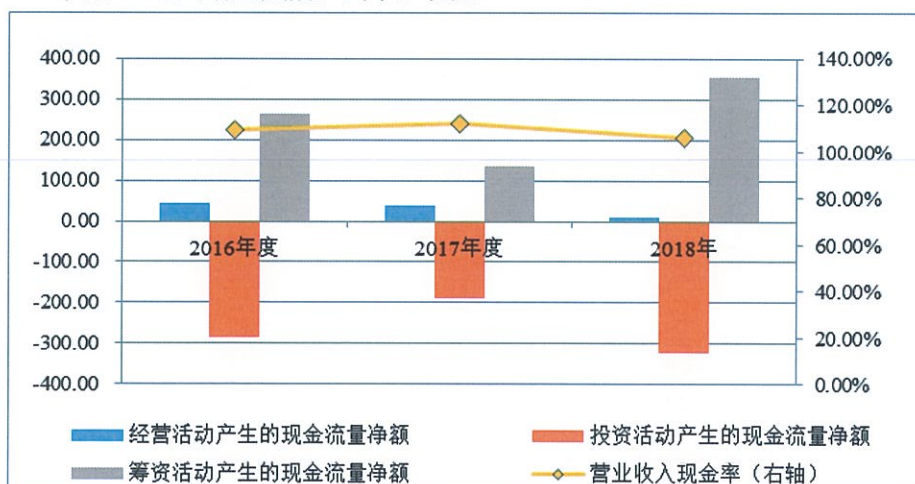
资料来源：上海城投（截至 2018 年末）

（2）现金流分析

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。2016-2018 年营业收入现金率分别为 100.56%、119.62%和 106.06%，主营业务资金回笼状况较好。同期，公司经营性现金净流量分别为 43.80 亿元、36.92 亿元和 8.35 亿元，近年来规模虽有所缩减，但其规模尚可，能对即期债务偿付形成基础保障，其中 2018 年净流入量降幅较大主要受支付其他与经营活动有关的现金大幅增加有关，其业务现金收支净额仍保持稳定。公司因持续进行城市基础设施项目投资建设，近年来保持大规模资金投入，2016-2018 年构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 201.29 亿元、199.10 亿元和 306.02 亿元；投资活动现金净流出额分别为 285.92 亿元、186.65 亿元和 322.08 亿元。

由于投资现金净支出规模大，该公司经营性现金流难以覆盖，近年来资金缺口通过融资弥补。融资方式包括财政拨款及金融机构借款等方式，以前者为主。2016-2018 年取得借款收到的现金分别为 107.67 亿元、21.19 亿元和 139.29 亿元；收到其他与筹资活动有关的现金（主要为财政拨款、财政资金债务置换等）分别为 555.07 亿元、292.71 亿元和 335.93 亿元。同期，筹资活动现金流量净额分别为 263.42 亿元、133.26 亿元和 354.13 亿元。

图表 22. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：上海城投

2016-2018 年，该公司 EBITDA 分别为 88.44 亿元、105.78 亿元和 98.61

亿元，其中利润总额分别为 37.87 亿元、49.41 亿元和 43.66 亿元，占 EBITDA 的比重相对稳定，在 45%左右。由于近年来公司刚性债务规模压减明显，利息支出随之下降，EBITDA 对其覆盖能力持续上升，同期分别为 3.36、4.27 和 4.38。2018 年 EBITDA 对刚性债务覆盖倍数 0.17，覆盖程度仍然较低。

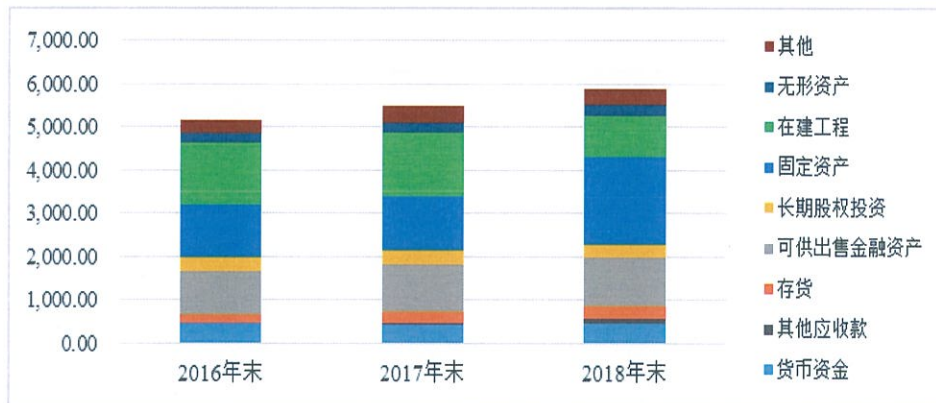
图表 23. 公司 EBITDA 对债务的覆盖情况

| 指标名称 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| EBITDA/利息支出(倍) | 3.36 | 4.27 | 4.38 |
| EBITDA/刚性债务(倍) | 0.10 | 0.17 | 0.17 |

资料来源：上海城投

(3) 资产质量分析

图表 24. 2016-2018 年末公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：上海城投

2016-2018 年末，该公司资产总额分别为 5,151.76 亿元、5,475.83 亿元和 5,894.36 亿元。公司资产以非流动资产为主，近年来占比均超过 80%。

该公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款和存货。2018 年末，货币资金余额为 485.39 亿元（占总资产的 8.23%），较上年末增加 40.39 亿元，其中受限金额仅 0.14 亿元，主要系履约保证金。其他应收款为 72.98 亿元，较上年末增加 49.98 亿元，主要系公司应收上海市普陀区住房保障和房屋管理局旧改款项增加所致。存货账面价值 295.46 亿元（占总资产的 5.01%），较上年末增加 14.66 亿元。

该公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产。2018 年末，可供出售金融资产账面价值为 1,125.63 亿元（占总资产的 19.10%），大部分集中于公司本部；其中以公允价值计量的部分主要为持有的上市公司股份，账面价值 279.60 亿元，较上年末减少 40.86 亿元，主要系上市公司股价下跌所致。长期股权投资账面价值为 305.00 亿元（占总资产的 5.17%），主要为对联营、合营企业的投资，其中对光明食品（集团）有限公司（简称“光明食品”）及西部证券股份有限公司（简称“西部证券”）投资账面价值分别为 245.25 亿元和 30.44 亿元。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，账面价值分别为 2,039.53 亿元和 937.98 亿元，

占资产总额的比重分别为 34.60%和 15.91%。

(4) 流动性/短期因素

2016-2018 年末，该公司流动比率分别为 177.08%、177.73%和 188.19%；现金比率分别为 109.16%、95.34%和 98.84%，流动性指标表现良好。公司业务收现能力强，应收账款规模不大，应收账款周转速度快。

图表 25. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 |
|-------------|---------|---------|---------|
| 流动比率 (%) | 177.08 | 177.73 | 188.19 |
| 现金比率 (%) | 109.16 | 95.34 | 98.84 |
| 应收账款周转速度[次] | 20.18 | 15.64 | 16.66 |

资料来源：上海城投

截至 2018 年末，该公司受限资产账面价值合计 353.45 亿元，占总资产比重为 6.00%，公司资产受限比例低。

图表 26. 截至 2018 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

| 名称 | 受限金额 | 受限金额占比 | 受限原因 |
|-------------|--------|--------|-----------|
| 货币资金 | 0.14 | 0.002% | 保证金 |
| 应收账款 | 3.23 | 0.05% | 质押 |
| 存货 | 115.78 | 1.96% | 抵押 |
| 可供出售金融资产 | 4.90 | 0.08% | 质押等 |
| 长期应收款 | 68.99 | 1.17% | 质押 |
| 一年内到期的长期应收款 | 1.14 | 0.02% | 质押 |
| 投资性房地产 | 108.15 | 1.83% | 抵押、未办理产权等 |
| 固定资产 | 19.05 | 0.32% | 未办理产权等 |
| 无形资产 | 32.07 | 0.54% | 抵押、质押 |
| 合计 | 353.45 | 6.00% | - |

资料来源：上海城投

整体看，该公司流动性指标表现好，货币资金充裕，且基本不受限，同时鉴于持有大规模金融资产，其中持有上市公司股权变现能力较强，且主要集中于公司本部，公司即期债务能力极强。

3. 公司盈利能力

2016-2018 年，该公司营业毛利分别为 60.45 亿元、53.29 亿元和 66.86 亿元，2018 年有所增加主要是置业板块收入规模大幅增加致该业务毛利增加，综合毛利率分别为 25.29%、23.79%和 25.23%。同期，期间费用分别为 38.68 亿元、39.22 亿元和 39.35 亿元，期间费用率分别为 16.18%、17.51%和 14.85%，期间费用对毛利侵蚀明显。扣除其他经营收益的营业利润分别为 9.32 亿元、8.32 亿元和 14.21 亿元，2018 年得益于营业毛利的增加，扣除其他经营收益的营业利润有明显增加。

2016-2018 年，该公司分别实现投资收益 23.65 亿元、35.19 亿元和 20.56 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益分别为 9.39 亿元、10.84 亿元和 4.50 亿元，主要来自光明食品、上海新江湾城投资发展有限公司和西部证券等合营联营企业，2018 年该项投资收益有所下降；持有可供出售金融资产期间确认的投资收益亦较大，分别为 11.33 亿元、10.80 亿元和 9.81 亿元。此外，资产处置收益分别为 2.44 亿元、11.96 亿元和 4.48 元，2017 年收益金额较大主要是城投控股因处置上海建工、中国铁建等股权合计产生投资收益 6.78 亿元。

2016-2018 年，该公司营业外收入分别为 6.04 亿元、2.98 亿元和 3.11 亿元，2017 年同比下降 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”，2017-2018 年其他收益分别为 4.79 亿元和 4.75 亿元。在投资收益、营业外收入及其他收益的补益下，公司分别实现利润总额 37.87 亿元、49.41 亿元和 43.66 亿元；净利润分别为 28.99 亿元、41.93 亿元和 34.15 亿元。

整体看，该公司主营业务盈利能力 2016 年以来虽有提高但对整体盈利贡献依然较低，盈利对投资收益依赖性依旧较高。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司主营业务涉及水务、环境、置业、路桥四大核心板块，上述业务板块对上海市城市发展和建设具有重要意义。公司水务业务具有较强区域垄断性，近年来经营较为稳定；环境业务产业链完整，在行业中具有较强竞争力，行业前景向好，未来发展空间较大。公司为上海市主要的保障房及交通基础设施建设机构。置业业务方面由于销售推盘量减少，交付量下降以致 2017 年收入有所下滑，但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，目前公司通过落实土地资源储备计划，储备项目已得到补充。路桥业务得益于通行流量增长，通行费收入增加，营业收入明显增长，目前公司道路建设施工任务较繁重，后续仍维持大规模投融资需求。

该公司资本实力雄厚，近年来随着国家资本金拨款和未分配利润留存，所有者权益逐年增加，资产负债率维持在合理水平。公司负债逐年增加，主要系收到财政拨款及债务置换资金增加，刚性债务规模有所波动，债务期限结构合理。公司收现水平高，经营性现金净流入量虽有所缩减，但规模尚可，可对即期债务偿付提供基础保障；投资现金净支出规模大，经营性现金流覆盖缺口主要由以财政拨款为主的外部融资弥补。公司资产以非流动资产为主，主要为基础设施资产；存量非受限货币资金充裕，且持有大规模变现能力较强的金融资产，流动性表现好，即期债务偿付能力极强。公司主营业务盈利能力 2016 年以来虽有提高但对整体盈利贡献依然较低，盈利对投资收益依赖度依旧较高。

2. 外部支持因素

该公司信誉良好，与多家商业银行建立了良好的长期合作关系。截至 2018 年末，公司合并口径已获得商业银行授信总额为 4,705.00 亿元，其中尚未使用的授信余额为 4,328.91 亿元，间接融资渠道顺畅。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，2018 年公司收到上海市政府各项拨款资金共计 389.69 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。

本期债券偿付保障分析

1. 可变现资产

该公司目前货币资金存量充裕，且持有大规模金融资产，其中变现能力较强的上市公司股份总市值高，可为公司的流动性形成进一步保障。

2. 政府支持

该公司主要经营业务公益性较强，可获得上海市政府的较大力度支持。上海市财政的城市建设专项资金和资金拨款不仅弥补了公司城市基础设施项目投资建设资金的不足，还对债务本息的偿付形成有力的支撑。

3. 再融资能力

该公司凭借强大的股东背景及优良的信誉，与商业银行等金融机构保持长期良好的合作关系，公司获得巨额授信，剩余授信充裕。上海环境上市后，目前公司合并范围内二级子公司中上市公司包括城投控股和上海环境 2 家，股权融资渠道拓宽。整体看，公司再融资能力很强。

评级结论

该公司系国有独资企业，控股股东及实际控制人为上海市国资委。公司为上海市基础设施建设重要开发实体，主营业务涉及水务、环境、置业、路桥四大核心板块，其中水务业务具有较强区域垄断性，近年来经营较为稳定；环境业务产业链完整，在行业中具有较强竞争力，行业前景向好，未来发展空间较大；置业业务方面由于销售推盘量减少，交付量下降以致 2017 年收入有所下滑，但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，目前公司通过落实土地资源储备计划，储备项目已得到补充；路桥业务得益于通行流量增长，通行费收入增加，营业收入明显增长，目前公司道路建设施工任务较繁重，后续维持大规模投融资需求。公司主营业务盈利能力 2016 年以来虽有提高但对整体盈利贡献依然较低，盈

利对投资收益依赖性依旧较高。

该公司资本实力雄厚，资产负债率维持在合理水平。近年来，公司刚性债务规模有所波动，债务期限结构合理。公司投资现金净支出规模大，经营性现金流覆盖缺口主要由以财政拨款为主的外部融资弥补。公司资产以非流动资产为主，主要为基础设施资产，存量货币资金充裕，且持有大规模变现能力较强的金融资产，流动性表现好，即期债务偿付能力极强。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年6月30日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

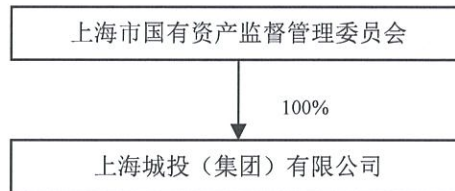
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

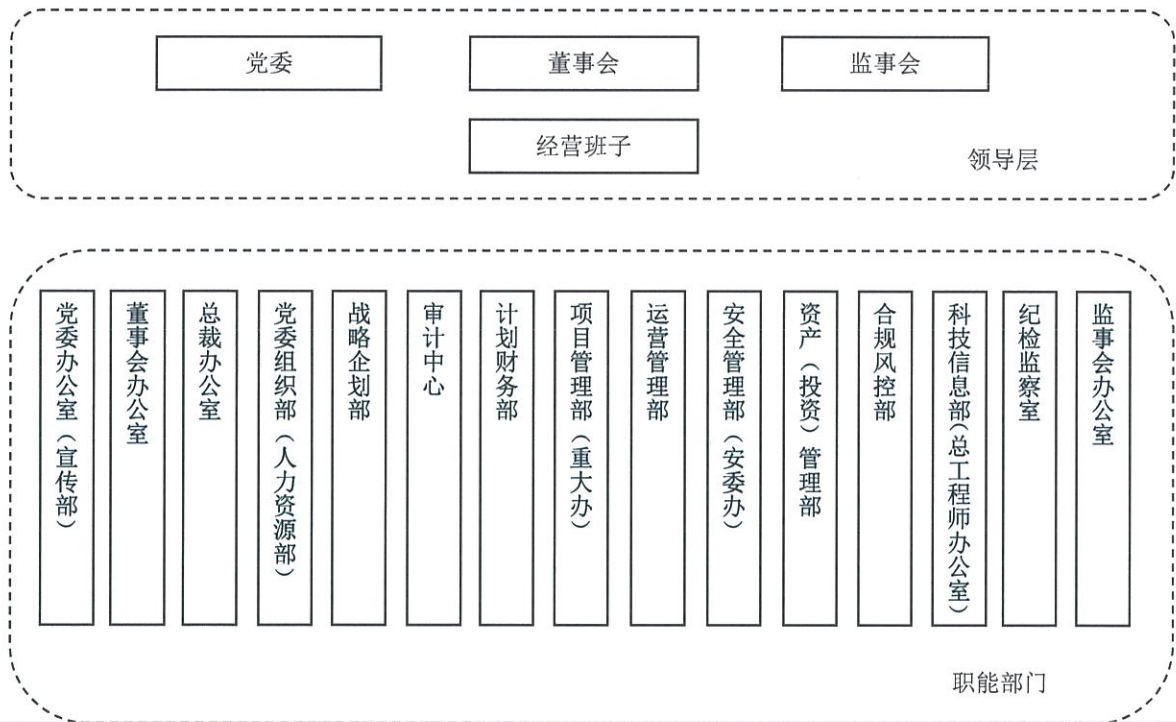
公司与实际控制人关系图



注：根据上海城投提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据上海城投提供的资料绘制（截至 2018 年末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

| 名称 | | 母公司 持股比例 (%) | 主营业务 | 2018年(末)主要财务数据 | | | | | 备注 |
|------------------|------|--------------------|-----------------|----------------|---------------|--------------|-------------|------------------|------|
| 全称 | 简称 | | | 刚性债务余额 (亿元) | 所有者权益 (亿元) | 营业收入 (亿元) | 净利润 (亿元) | 经营环节现金流量 (亿元) | |
| 上海城投(集团)有限公司 | 上海城投 | - | 城市建设、公共服务投资等 | 113.98 | 2501.47 | 0.92 | 14.32 | -1.17 | 本部口径 |
| 上海城投水务(集团)有限公司 | 水务集团 | 100.00 | 自来水生产和供应、排水 | 160.60 | 441.15 | 102.34 | 4.34 | 25.07 | |
| 上海城投控股股份有限公司 | 城投控股 | 46.46 | 投资与资产管理 | 79.88 | 200.02 | 69.03 | 11.70 | 0.57 | |
| 上海环境集团股份有限公司 | 上海环境 | 46.46 | 生态保护、环境治理 | 44.72 | 73.31 | 25.83 | 6.74 | 10.00 | |
| 上海城投公路投资(集团)有限公司 | 公路集团 | 100.00 | 公路建设管理养护、市政设施管理 | 97.69 | 1055.92 | 30.75 | 0.24 | 21.48 | |
| 上海城投资产管理(集团)有限公司 | 资产集团 | 100.00 | 房地产开发经营、投资 | 35.58 | 91.25 | 12.16 | 2.82 | -57.84 | |

注：根据上海城投提供资料整理

附录四：

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] | 2016年 | 2017年 | 2018年 |
|----------------------|----------|----------|----------|
| 资产总额 [亿元] | 5,151.76 | 5,475.83 | 5,894.36 |
| 货币资金 [亿元] | 461.56 | 445.00 | 485.39 |
| 刚性债务[亿元] | 685.37 | 571.30 | 612.22 |
| 所有者权益 [亿元] | 2,370.11 | 2,501.94 | 2,875.00 |
| 营业收入[亿元] | 239.05 | 224.03 | 264.97 |
| 净利润 [亿元] | 28.99 | 41.93 | 34.15 |
| EBITDA[亿元] | 88.44 | 105.78 | 98.61 |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 43.80 | 36.92 | 8.35 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -285.92 | -186.65 | -322.08 |
| 资产负债率[%] | 53.99 | 54.31 | 51.22 |
| 长短期债务比[%] | 554.56 | 536.22 | 511.63 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 345.81 | 437.93 | 469.60 |
| 流动比率[%] | 177.08 | 177.73 | 188.19 |
| 速动比率 [%] | 122.66 | 107.32 | 120.25 |
| 现金比率[%] | 109.16 | 95.34 | 98.84 |
| 利息保障倍数[倍] | 2.09 | 2.81 | 2.74 |
| 有形净值债务率[%] | 131.56 | 131.62 | 115.50 |
| 担保比率[%] | 7.11 | 6.71 | 5.80 |
| 毛利率[%] | 25.29 | 23.79 | 25.23 |
| 营业利润率[%] | 13.80 | 21.58 | 15.71 |
| 总资产报酬率[%] | 1.11 | 1.31 | 1.09 |
| 净资产收益率[%] | 1.26 | 1.72 | 1.27 |
| 净资产收益率*[%] | 0.41 | 1.35 | 0.94 |
| 营业收入现金率[%] | 100.56 | 119.62 | 106.06 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 10.05 | 8.28 | 1.74 |
| 经营性现金净流入量与负债总额比率[%] | 1.64 | 1.28 | 0.28 |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | -55.56 | -33.56 | -65.29 |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -9.08 | -5.20 | -10.47 |
| EBITDA/利息支出[倍] | 3.36 | 4.27 | 4.38 |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.10 | 0.17 | 0.17 |

注：表中数据依据上海城投审计的2016-2018年度财务数据整理、计算。

附录五：

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+期末交易性金融资产余额+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% |
| 营运资金与非流动负债比率(%) | (期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×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% |
| 净资产收益率*(%) | 报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/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

附录六：

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于2015年11月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。