

2021 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(2020)012348】

**评级对象:** 2021 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:** 2020 年 12 月 31 日

**计划发行:** 品种一: 15 亿元

品种二: 5 亿元

**发行目的:** 项目投资, 补充流动资金

**存续期限:** 品种一: 3+2 年

品种二: 5+2 年

**偿还方式:** 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金一起支付

**增级安排:** 无

## 主要财务数据及指标

| 项 目                  | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年<br>前三季度 |
|----------------------|---------|---------|---------|----------------|
| 金额单位: 人民币亿元          |         |         |         |                |
| <b>母公司数据:</b>        |         |         |         |                |
| 货币资金                 | 192.96  | 233.50  | 226.94  | 251.84         |
| 刚性债务                 | 152.33  | 115.44  | 103.57  | 121.85         |
| 所有者权益                | 2173.86 | 2501.47 | 2581.53 | 2598.70        |
| 经营性现金净流入量            | -0.51   | -1.17   | -1.66   | -0.07          |
| <b>合并数据及指标:</b>      |         |         |         |                |
| 总资产                  | 5475.83 | 5894.36 | 6376.20 | 6662.84        |
| 总负债                  | 2973.89 | 3019.37 | 3378.57 | 3632.56        |
| 刚性债务                 | 571.30  | 612.22  | 668.28  | 804.52         |
| 所有者权益                | 2501.94 | 2875.00 | 2997.64 | 3030.28        |
| 营业收入                 | 224.03  | 264.97  | 276.17  | 149.37         |
| 净利润                  | 41.93   | 34.15   | 31.54   | 23.54          |
| 经营性现金净流入量            | 36.92   | 8.35    | -1.81   | -4.41          |
| EBITDA               | 105.78  | 98.61   | 99.10   | -              |
| 资产负债率[%]             | 54.31   | 51.22   | 52.99   | 54.52          |
| 长短期债务比[%]            | 536.22  | 511.63  | 558.19  | 599.90         |
| 营业利润率[%]             | 21.58   | 15.71   | 14.13   | 17.78          |
| 短期刚性债务现金覆盖率[%]       | 510.31  | 478.06  | 470.98  | 661.75         |
| 营业收入现金率[%]           | 119.62  | 106.06  | 90.49   | 122.48         |
| 非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%] | -23.83  | -53.02  | -48.06  | -              |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 4.27    | 4.38    | 3.87    | -              |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.17    | 0.17    | 0.15    | -              |

注: 根据上海城投经审计的 2017-2019 年及未经审计的 2020 年前三季度财务数据整理、计算。

## 分析师

杨亿 yangyi@shxsj.com

许婧 xujing@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。**上海城投水务整体运营稳定, 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



## 2021 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 2020 年 9 月末，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 2019 年末，公司拥有 15 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；于 2019 年 3 月经国家发展和改革委员会发改企业债券[2019]22 号文件批准公开发行。本次债券计划发行规模为 150 亿元人民币，公司已于 2019 年 9 月发

行第一期债券，发行金额为 15 亿元；于 2020 年 3 月发行第二期债券，发行金额为 30 亿元。本期债券拟发行规模为 20 亿元，分两个品种：品种一发行规模为 15 亿元，期限为 5 年，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；品种二发行规模为 5 亿元，期限为 7 年，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。本期债券募集资金中，13.50 亿元用于污水处理项目、垃圾处理项目和租赁住房项目的投资建设，6.50 亿元用于补充营运资金。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:   | 2021 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: | 20 亿元人民币                                                                                                                                                                   |
| 债券期限:   | 品种一期限为 5 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；品种二期限为 7 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                                                                                      |
| 债券利率:   | 固定利率；<br>品种一存续的第 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 2 个计息年度固定不变；<br>品种二存续的第 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 2 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，到期一次还本，最后一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 6.50 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 13.50 亿元用于污水处理项目、垃圾处理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：亿元）**

| 项目名称 |        |                                           | 投资总额   | 募集资金拟使用金额 |
|------|--------|-------------------------------------------|--------|-----------|
| 1    | 污水处理项目 | 竹园第一、第二污水处理厂提标改造（升级补量）工程                  | 65.85  | 3.00      |
| 2    | 垃圾处理项目 | 上海市固体废物处置中心（二期）项目                         | 10.73  | 4.00      |
|      |        | 上海生物能源再利用二期工程                             | 10.78  | 2.00      |
| 3    | 租赁住房项目 | 浦东新区康桥工业区东区 PDPO-1402 单元 E08B-05 地块租赁住房项目 | 24.33  | 4.50      |
| 合计   |        |                                           | 111.69 | 13.50     |

资料来源：上海城投

竹园第一、第二污水处理厂提标改造（升级补量）工程是依据《市发展改革委关于竹园第一、第二污水处理厂提标改造（升级补量）工程概算调整的批

复》（沪发改投[2019]205 号）批复而实施的工程。该项目概算总投资为 658,456.73 万元，新增建设内容包括新建调蓄池、提升泵房、进水混合井、粗格栅及细格栅、循环水泵房以及相关附属配套设施。项目已于 2020 年开工。项目建成后运营期间将持续获得污水处理收入，能够对本期债券还本付息提供一定补充。

上海市固体废物处置中心（二期）项目是依据《上海市发展改革委关于上海市固体废物处置中心（二期）项目核准的批复》（沪发改环资[2020]104 号）批复而实施的工程。该项目一阶段工程总投资 107,287.00 万元，工程主要建设内容包括一般工业固废填埋库、危险废物填埋库、库区防渗系统及渗滤液收集导排系统、暂存与预处理车间、机修车间及仓库、综合水池、污水处理站、渗滤液调节池、检测中心、门卫计量间、综合楼，以及配套设施。该项目拟于 2021 年开工。项目建成后运营期间将持续获得垃圾处理收入，能够对本期债券还本付息提供一定补充。

上海生物能源再利用二期工程是依据《上海市发展改革委关于上海生物能源再利用二期工程可行性研究报告的批复》（沪发改投[2020]244 号）批复而实施的工程。该项目总投资估算 107,820.00 万元，主要建设内容包括新建综合预处理车间、锅炉房及发电机房、黑水虻养殖车间、厌氧反应罐、均质罐、沼液罐、沼渣罐、沼气净化区、沼气柜、火炬、初雨事故池、高浓度废水调节罐、废弃油脂储存罐等建构筑物，设置预处理系统、厌氧消化系统、沼气系统、沼渣处理系统、除臭系统等设施；同步实施配套电器、仪表自控、厂区道路、绿化、附属用房等配套设施，以及一期工程厌氧消化系统、沼气利用系统能力补缺。该项目已于 2020 年 9 月开工。项目建成后运营期间将持续获得垃圾处理收入，能够对本期债券还本付息提供一定补充。

浦东新区康桥工业区东区 PDPO-1402 单元 E08B-05 地块租赁住房项目是依据《关于浦东新区康桥工业区东区 PDPO-1402 单元 E08B-05 地块租赁住房项目核准的批复》（沪发改城[2019]60 号）批复而实施的工程。该项目位于浦东新区康桥镇，东至箭桥路，西至 E08B-04 地块，南至宁丰路，北至康科路。主要建设内容为新建 10 栋住宅楼和配套用房，内含 4,455 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 194,430.78 平方米，其中地上计容建筑面积为 133,868 平方米、地下建筑面积为 57,412.48 平方米。项目总投资为 243,339 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。该项目已于 2020 年开工。项目建成后获得的收益主要是租金收入及项目公司其他综合收入，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

2020 年三季度以来，全球经济缓慢恢复，新冠肺炎疫情反弹、保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长在未来一段时期内仍将面临复杂多变的外部环境，压力依然较大。我国经济恢复在全球范围内表现亮眼，短期内预计将继续稳步修复，同时需关注海外疫情形势、国内秋冬季疫情反弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

2020 年三季度以来，新冠肺炎疫情在全球范围内仍未得到有效控制，部分国家或地区出现明显反弹。全球经济在经历了疫情快速传播下的重创后缓慢恢复，主要经济体的修复步调不一，美欧等发达经济体的经济修复相对于除中国外的新兴经济体较快。全球性的货币政策宽松及强力的财政政策刺激将不可避免地推升全球债务水平，经济疲弱下的主权债务风险，特别是新兴经济体的主权债务风险上升。全球疫情防控形势依然严峻，贸易、投资环境未见好转，保护主义升级、中美关系紧张以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧等进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济增长仍面临着复杂多变的外部环境。

我国经济稳步修复，在全球范围内表现亮眼，为人民币汇率稳中有升奠定了重要基础。经济供需两端持续改善，供给端的好转仍优于需求端。规模以上工业企业的生产活动已基本恢复到正常状态，其中电气机械及器材、汽车、设备制造等高技术制造业及新产品的生产增长相对较快；需求方面，整体消费在消费升级类商品零售的快速增长带动下重回正增长，而餐饮、石油及制品类的消费仍较为低迷；房地产开发投资和基建投资增长较快，制造业投资中除医药、计算机、通信和其他电子设备制造业的投资表现相对较好外，其余均疲弱；我国对美国及东盟的出口表现强劲，出口增长持续超预期。但在内外部需求偏弱的情况下，国内工业企业存货规模较高，应收账款周转偏慢，现金流平衡对融资的依赖度上升，整体工业企业面临的经营压力仍较大；同时，我国物价指数同比涨幅下降，失业率仍处于高位，仍对经济的正常发展形成较大压力。

为应对前所未有的局面和稳住“经济基本盘”，我国除了持续深入推进供给侧结构性改革、进一步扩大开放、推动构建“双循环”发展新格局等长期战略部署外，各类短期的宏观逆周期调节政策也在为推动经济回归常态提供积极支持。我国积极的财政政策更加积极有为，将在拉动内需修复方面发挥更重要

的作用；提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，疫情期间的专项政策正有序退出，政策宽松力度随着经济持续恢复而边际递减，企业部门的债务融资增长速度随之边际放缓；结构性货币政策工具将是主要政策选项，且更加强调直达性和精准调控。金融监管继续强化，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂多变的状态。短期内，在逆周期政策支持下我国经济将继续稳步修复：消费结构升级将持续带动消费恢复；制造业投资疲态难改，房地产开发投资在房企融资收紧的制约下进一步提升的难度大，基建投资在专项债资金加快投放使用的支持下将是固定资产投资回稳的重要动力；出口在外需的边际修复下仍有望保持较快增长；同时需关注海外疫情形势、国内秋冬季疫情反弹可能、美对我国的战略遏制、全球经济恢复缓慢等因素对我国经济发展回归常态带来的挑战。从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，宏观经济基本面仍有望长期向好。

## （2）行业因素

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继43号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但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，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，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。

2017年至2018年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年以来，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。2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

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《全国城市市政基础设施建设“十三五”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，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。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，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，是我国城镇化建设的重要力量。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了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《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。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，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，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，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。

2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。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，依法合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。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

## A. 水务业务

水务行业作为弱周期性行业，行业发展程度与经济增长水平、人口数量及城市化进程等因素高度相关，近年来我国城市及县城供水量和污水处理量保持稳定增长的趋势，行业运营基础稳定。随着近年来我国环保监管的趋严和生态治理的需求升级，在持续的政策的支持下，黑臭水体治理、海绵城市建设、农村等水环境治理类新兴领域的需求正快速增长，市场发展潜力较大。

我国是一个干旱缺水的国家，2019 年，我国水资源总量为 28,670 亿立方米，人均水资源量 2,077.7 立方米，为轻度缺水。在此背景下，近年来国家实行了一系列措施强化水资源管理，提高用水质量，包括实行最严格水资源管理制度、颁布《水污染防治行动计划》（简称“水十条”）、《节水型社会建设“十三五”规划》等。2017-2019 年，全国用水总量分别为 6,043.4 亿吨、6,015.50 亿吨和 6,021.20 亿吨，其中 2019 年生活用水、农业用水、工业用水和生态环境用水占用水总量的比重分别为 14.48%、61.16%、20.22%和 4.15%，近三年用水格局基本稳定。城市供水方面，2017-2019 年，全国城市供水总量分别为 593.76 亿吨、614.62 亿吨和 628.30 亿吨，其中生活用水占比维持在 52%-54%。

2016-2018 年，我国城市污水排放量分别为 480.03 亿吨、492.39 亿吨和 521.12 亿吨，污水处理量分别为 448.79 亿吨、465.49 亿吨和 497.61 亿吨，污水处理率分别为 93.44%、94.54%和 95.49%；同期，我国县城污水排放量分别为 92.72 亿吨、95.07 亿吨和 99.40 亿吨，污水处理量分别为 81.02 亿吨、87.77 亿吨和 90.64 亿吨，污水处理率分别为 87.38%、90.21%和 91.16%。近年来城市和县城污水排放量和处理量逐年增长，但增速均逐步放缓。从污水处理率角度看，城市和县城污水处理率均已处于较高水平，但仍有一定上升空间。

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运营能力，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。从我国水资源的稀缺性以及水污染程度来看，我国水价相对于国外水平仍然偏低，其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，预计水的资源属性将逐渐体现。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，2017-2019 年末及 2020 年 9 月末，全国 36 个大中城市居民生活用水的供水价格分别为 2.19 元/吨、2.26 元/吨、2.29 元/吨和 2.30 元/吨，污水处理费价格分别为 0.97 元/吨、0.98 元/吨、0.98 元/吨和 0.98 元/吨。

政策方面，2019 年 1 月，生态环境部、发改委发布《长江保护修复攻坚战行动计划》（简称“行动计划”）提出，到 2020 年底，长江流域水质优良（达到或优于Ⅲ类）的国控断面比例达到 85%以上，丧失使用功能（劣于Ⅴ类）的国控断面比例低于 2%。长江经济带沿线 11 个省市的地区生产总值占全国比重超过 45%，是中国重要的工业基地和经济走廊，长江生态保护工作的启动，是我国水环境治理市场的进一步扩容。

随着行业运营模式从原本的单个供水、污水处理项目的点源治理逐步向黑臭水体治理、海绵城市建设和农村水环境治理等面源治理过渡，单个项目的投资规模大幅提高，对项目参与方的资金实力和融资能力也提出了更高要求。因此，政府也在项目融资方面出台相应政策，以确保项目顺利开展，包括 2015 年的《关于推进水污染防治领域政府和社会资本合作（PPP）的实施意见》、2017 年的《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》。2019 年 3 月，财政部发布《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》，进一步规范 PPP 项目实施。根据上述安排，预计有丰富 PPP 经验的和较强融资能力的公司有望逐渐提升市场占有率，实现快速成长。

## 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。

生活垃圾处理指城市垃圾中对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。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。2017-2019 年，我国城市生活垃圾无害化处理量分别为 21,034.16 万吨、22,565.36 万吨和 24,012.82 万吨，无害化处理率分别为 97.74%、98.96%和 99.20%，无害化处理能力分别为 67.99 万吨/日、76.62 万吨/日和 86.99 万吨/日。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。作为垃圾填埋的主要替代，垃圾焚烧占比逐年提高。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。

政策方面，2017 年国家出台《国家环境保护标准“十三五”发展规划》和《“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》”），完善了环保相关的制度体系。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。

2019 年 6 月 5 日，国务院常务会议通过《固体废物污染环境防治法（修订草案）》。2020 年 4 月 29 日，十三届全国人大常委会第十七次会议审议通过了修订后的《固体废物污染环境防治法》，自 2020 年 9 月 1 日起施行，明确了固体废物污染环境防治坚持减量化、资源化和无害化的原则；从国家层面推行生活垃圾分类制度；明确了各级人民政府监督管理职责。

### C. 置业业务

2019 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；商品房销售面积有所减少，但销售单价继续上升，商品房销售额有所增加。保障房方面，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。

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。2017-2019 年，上海市房地产开发投资额分别为 3,856.53 亿元、4,033.18 亿元和 4,231.38 亿元，同比分别增长 3.98%、4.58%和 4.91%，在严格的房地产调控政策下，上海市房地产市场投资增速近年来保持在较低水平。

2017-2019 年，上海市商品房销售面积分别为 1,691.60 万平方米、1,767.01 万平方米和 1,696.34 万平方米，同比分别增长-37.48%、4.46%和-4.00%，其中 2017 年受政策调控影响下，销售面积出现大幅下滑，2018-2019 年则处于波动状态。同期，商品房销售金额分别为 4,026.67 亿元、4,751.50 亿元和 5,203.82 亿元，同比分别增长-39.86%、18.00%和 9.52%，销售单价仍呈上升态势。

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》，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)。

2019 年上海市继续保持较大的租赁房建设力度,当年新建和转化租赁房源 10.1 万套,新增代理经租房源 12.8 万套。全年新增供应各类保障房 6.3 万套。大力推进旧区改造,当年完成中心城区成片二级旧里以下房屋改造 55.3 万平方米、受益居民 2.9 万户;完成 1,184 万平方米三类旧住房综合改造,受益居民约 20 万户;完成 104 万平方米各类里弄房屋修缮改造。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。

### (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。2019 年实现地区生产总值 38,155.32 亿元,按可比价值计算,较上年增长 6.0%,继续处于合理区间。其中第一产业增加值 103.88 亿元,较上年下降 5.0%;第二产业增加值 10,299.16 亿元,较上年增长 0.5%;第三产业增加值 27,752.28 亿元,较上年增长 8.2%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 72.7%,比上年提高 2.8 个百分点。2019 年上海市战略性新兴产业增加值 6,133.22 亿元,比上年增长 8.5%;其中,工业增加值 2,710.43 亿元,增长 3.3%,服务业增加值 3,422.79 亿元,增长 13.3%;战略性新兴产业增加值占上海市生产总值的比重为 16.1%,比上年提高 0.4 个百分点。

图表 3. 2017-2019 年上海市主要经济指标及增速

| 项目          | 2017 年            |       | 2018 年            |       | 2019 年            |       |
|-------------|-------------------|-------|-------------------|-------|-------------------|-------|
|             | 金额                | 增速(%) | 金额                | 增速(%) | 金额                | 增速(%) |
| 地区生产总值(亿元)  | 30,133.86         | 6.9   | 32,679.87         | 6.6   | 38,155.32         | 6.0   |
| 第一产业增加值(亿元) | 98.99             | -9.5  | 104.37            | -6.9  | 103.88            | -5.0  |
| 第二产业增加值(亿元) | 9,251.40          | 5.8   | 9,732.54          | 1.8   | 10,299.16         | 0.5   |
| 第三产业增加值(亿元) | 20,783.47         | 7.5   | 22,842.96         | 8.7   | 27,752.28         | 8.2   |
| 三次产业结构      | 0.3 : 30.7 : 69.0 |       | 0.3 : 29.8 : 69.9 |       | 0.3 : 27.0 : 72.7 |       |

| 项目            | 2017 年    |       | 2018 年    |       | 2019 年    |       |
|---------------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
|               | 金额        | 增速(%) | 金额        | 增速(%) | 金额        | 增速(%) |
| 人均生产总值(万元)    | 12.46     | 9.7   | 13.50     | 8.3   | 15.73     | 16.5  |
| 工业增加值(亿元)     | 8,303.54  | 6.4   | 8,694.95  | 1.9   | 9,670.68  | 0.4   |
| 全社会固定资产投资(亿元) | 7,246.60  | 7.3   | -         | 5.2   | -         | 5.1   |
| 社会消费品零售总额(亿元) | 11,830.27 | 8.1   | 12,668.69 | 7.9   | 13,497.21 | 6.5   |
| 进出口总额(亿元)     | 79,211.40 | 15.1  | 85,317.00 | 7.7   | 84,267.90 | -1.2  |

资料来源：上海市国民经济和社会发展统计公报。

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。2019 年上海市实现工业增加值 9,670.68 亿元，比上年增长 0.4%；完成工业总产值 35,487.05 亿元，下降 0.3%。其中，规模以上工业总产值 34,427.17 亿元，下降 0.3%。在规模以上工业总产值中，国有控股企业总产值 13,501.66 亿元，增长 1.3%。2019 年六个重点工业行业完成工业总产值 23,279.15 亿元，比上年增长 0.1%，占全市规模以上工业总产值的比重为 67.6%。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 11,163.86 亿元，比上年增长 3.3%，增速快于规模以上工业总产值 3.6 个百分点，占全市规模以上工业总产值比重达 32.4%。

在供给侧结构性改革总体方针的指引下，上海市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。2019 年，上海市规模以上工业产品销售率为 99.9%，全年燃料油产量 360,448 吨，比上年增长 84.0%；新能源汽车产量 8.30 万辆，增长 29.6%；3D 打印设备产量 780 台，增长 34.9%。规模以上工业企业利润总额 2,906.25 亿元，规模以上工业企业亏损面为 21.1%。

上海市城市综合服务功能持续增强。2019 年实现金融业增加值 6,600.60 亿元，比上年增长 11.6%。金融中心开放创新深入推进。全年持牌金融机构新增 54 家，“沪伦通”、沪深 300ETF 期权及股指期权、长三角一体化 ETF、天然橡胶期权等金融创新产品成功推出。2019 年末，全市中外资金融机构本外币各项存款余额 132,820.27 亿元，比年初增加 11,679.94 亿元；贷款余额 79,843.01 亿元，比年初增加 5,609.84 亿元。2019 年上海金融市场交易总额达到 1,934.31 万亿元，比上年增长 16.6%。贸易规模进一步扩大，贸易中心辐射效应继续显现。全年上海口岸货物进出口总额 84,267.90 亿元，比上年下降 1.2%，仍继续位居世界城市首位；其中，进口 35,453.00 亿元，下降 2.6%；出口 48,814.90 亿元，下降 0.2%。全年上海关区货物进出口总额 63,457.78 亿元，比上年下降 0.9%。

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》，2020 年是我国全面建成小康社会的决胜之年，上海承担着基本建成国际经济、金融、贸易、航运中心和社会主义现代化大都市的国家战略。

## 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，营业收入保持增长，2020 年受高速免费政策影响营业收入同比下降，目前公司道路建设施工任务较繁重。

2017-2019 年该公司分别实现营业收入 224.03 亿元、264.97 亿元和 276.17 亿元；综合毛利率分别为 23.79%、25.23%和 21.10%。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增长较为平稳；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较大，2019 年因结转规模小收入下滑明显；环境板块得益于垃圾焚烧发电项目的陆续投入运营，收入保持良好水平。

2020 年前三季度，该公司营业收入和毛利率分别为 149.37 亿元和 22.59%，较上年同期分别下降 10.57%和 1.87 个百分点；同时公司成立财务公司后前三季度获得利息收入 4,016.85 万元。

图表 4. 2017 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 \ 年份 | 2017 年 |         | 2018 年 |         | 2019 年 |         |
|---------|--------|---------|--------|---------|--------|---------|
| 营业收入    | 金额     | 占比      | 金额     | 占比      | 金额     | 占比      |
| 水务板块    | 101.63 | 45.37%  | 102.32 | 38.61%  | 110.41 | 39.98%  |
| 环境板块    | 42.46  | 18.95%  | 41.13  | 15.52%  | 59.96  | 21.71%  |
| 置业板块    | 52.08  | 23.25%  | 88.44  | 33.38%  | 60.54  | 21.92%  |
| 路桥板块    | 26.83  | 11.98%  | 30.66  | 11.57%  | 33.92  | 12.28%  |
| 其他      | 1.02   | 0.45%   | 2.43   | 0.92%   | 11.33  | 4.10%   |
| 合计      | 224.03 | 100.00% | 264.97 | 100.00% | 276.17 | 100.00% |
| 毛利率     | 2017 年 |         | 2018 年 |         | 2019 年 |         |
| 水务板块    | 24.77% |         | 25.23% |         | 22.12% |         |
| 环境板块    | 22.58% |         | 22.59% |         | 21.45% |         |
| 置业板块    | 22.53% |         | 25.92% |         | 15.32% |         |
| 路桥板块    | 23.32% |         | 26.89% |         | 23.48% |         |
| 其他      | 52.10% |         | 24.24% |         | 33.10% |         |
| 综合毛利率   | 23.79% |         | 25.23% |         | 21.10% |         |

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。2017-2019 年公司水务板块分别实现营业收入 101.63 亿元、102.32 亿元和 110.41 亿元，收入保持平稳增长；毛利率分别为 24.77%、25.23%和 22.12%。

截至 2019 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 2019 年末，拥有中心城区 650 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。2019 年，公司完成原水供应总量 30.78 亿立方米，自来水供水总量 21.70 亿立方米；实际防汛排水总量 2.32 亿立方米；日均处理污水 576.8 万立方米。

该公司水务板块工程项目持续平稳推进。2019 年，水务集团共承担基本建设项目 58 项，全年完成投资额 107.58 亿元，其中承担市重大工程 25 项，年度投资实际完成 89.55 亿元。其中，原水方面，青草沙水库输水闸井拦藻设施工程、五号沟泵站溢流管及雨水管接入赵家沟工程、青草沙水源地水文水质监测预警系统改造工程、青草沙水库长兴岛老海塘防渗墙加固改造工程等 4 个市水务重大工程参照项目均按期完成。制水工程方面，月浦、金海、徐泾、泰和等水厂深度处理工程开工，长桥水厂一阶段 20 万吨工程提前完成调试通水。排水工程方面，新接管防汛泵站 7 座并部分发挥能力；继续加快推进南干线、龙水南、桃浦智慧城等排水系统建设等项目。污水工程方面，白龙港污水厂提标改造工程已实现水质一级 A 达标排放；泰和污水厂工程已通水；苏州河段深层排水调蓄管道系统工程试验段有序推进；竹园第一、第二污水厂提标改造（升级补量）新增调蓄池工程年内开工。污泥工程方面，白龙港污水厂污泥二期工程、竹园片区污泥扩建工程、石洞口污水厂污泥二期工程等三大污泥项目按照节点有序推进。

**图表 5. 截至 2019 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   |
|----------------|---------------|---------------|-----------------|--------|
| 白龙港污水处理厂提标改造工程 | 81.91         | 69.09         | 84%             | 调整财力项目 |
| 黄浦江上游水源地原水工程   | 76.03         | 54.33         | 71%             | 自筹及贷款  |
| 苏州河深层排水调蓄管道工程  | 21.89         | 8.76          | 40%             | 市级财力   |
| 闵奉支线           | 8.53          | 7.59          | 89%             | 自筹及贷款  |
| 石洞口厂提标改造       | 8.38          | 7.54          | 90%             | 市级财力   |
| 泰和污水处理厂        | 39.07         | 33.25         | 85%             | 市级财力   |
| 虹桥污水处理厂        | 29.18         | 25.9          | 89%             | 市级财力   |
| 竹园污泥扩建工程       | 11.66         | 8.38          | 72%             | 市级财力   |
| 石洞口污泥二期        | 11.02         | 8.44          | 77%             | 市级财力   |
| <b>合计</b>      | <b>321.93</b> | <b>247.60</b> | -               | -      |

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，但在水价支撑下，该业务盈利能力尚可。水务业务投资回收期较长，公司当前在建大型工程较多，但基本都有市级财力支撑，资金压力不大。

## (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”）<sup>1</sup>等公司运营。2017-2019 年，公司环境业务分别实现收入 42.46 亿元、41.13 亿元和 59.96 亿元；毛利率分别为 22.58%、22.59%和 21.45%。同期，上海环境分别实现营业收入 25.66 亿元、25.83 亿元和 36.47 亿元，占该板块收入比重超过 60%，系该板块核心运营实体。

截至 2019 年末，该公司已运营固废项目处理能力达 4.07 万吨/日。其中在上海市已运营固废项目处理能力 3.39 万吨/日，包含干垃圾焚烧能力 1.48 万吨/日，湿垃圾处置能力 0.15 万吨/日，干垃圾、分拣残渣、污泥、飞灰合计填埋处理能力为 1.76 万吨/日。在上海市生活垃圾运输中转能力已达 1.58 万吨/日，其中陆上中转能力 0.52 万吨/日，水上集运中转能力 1.06 万吨/日。

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站。2017-2019 年上述垃圾中转站合计中转垃圾量分别为 134.08 万吨、137.68 万吨和 119.99 万吨，2019 年由于上海市施行垃圾分类导致垃圾处理量比上年同期有所下降。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，总设计处理能力达到 6,850 吨/日，2017-2019 年垃圾填埋处理量分别为 275.52 万吨、242.81 万吨和 214.21 万吨。

垃圾焚烧业务方面，截至 2019 年末，上海环境运营中的垃圾焚烧发电项目共 13 个（含委托运营 1 个），全部以 BOT 模式开展，运营期多以 30 年为主，其中 2019 年文登和蒙城两个项目投入商业运营。运营项目合计处理能力为 17,300 吨/日，2017-2019 年垃圾处理量分别为 569.74 万吨、637.15 万吨和 664.76 万吨，上网售电量分别为 16.95 亿千瓦时、18.54 亿千瓦时和 20.88 亿千瓦时。

**图表 6. 截至 2019 年末上海环境运营中的垃圾焚烧发电项目基本情况**

| 项目    | 地理位置 | 设计处理能力（吨/日） | 商业运营开始日期 | BOT 协议年限（年） | 2017 年垃圾处理量（万吨） | 2018 年垃圾处理量（万吨） | 2019 年垃圾处理量（万吨） | 2019 年上网售电量（万千瓦时） |
|-------|------|-------------|----------|-------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|
| 江桥焚烧厂 | 上海嘉定 | 1,500       | 2005.1   | 自协议日 20 年   | 52.67           | 50.09           | 47.01           | 13,482.09         |
| 威海焚烧厂 | 威海   | 700         | 2012.9   | 自运营日 25 年   | 29.06           | 31.50           | 32.13           | 8,366.58          |
| 青岛焚烧厂 | 青岛   | 1,500       | 2013.8   | 自协议日 27 年   | 70.63           | 71.05           | 73.34           | 21,316.29         |
| 金山焚烧厂 | 上海金山 | 800         | 2014.1   | 自协议日 30 年   | 31.87           | 33.01           | 35.71           | 8,650.91          |
| 漳州焚烧厂 | 漳州   | 1,050       | 2014.5   | 自协议日并获得     | 48.71           | 52.40           | 51.61           | 13,972.12         |

<sup>1</sup> 老港固废旗下垃圾焚烧项目由上海环境受托运营管理。

| 项目                 | 地理位置     | 设计处理能力(吨/日)   | 商业运营开始日期 | BOT 协议年限(年)          | 2017 年垃圾处理量(万吨) | 2018 年垃圾处理量(万吨) | 2019 年垃圾处理量(万吨) | 2019 年上网售电量(万千瓦时) |
|--------------------|----------|---------------|----------|----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|
|                    |          |               |          | 土地日 30 年             |                 |                 |                 |                   |
| 老港焚烧厂 <sup>2</sup> | 上海浦东     | 3,000         | 2014.5   | -                    | 110.91          | 111.48          | 109.06          | 50,264.76         |
| 南京焚烧厂              | 南京       | 2,000         | 2015.3   | 自协议日 30 年            | 91.03           | 87.36           | 90.51           | 27,842.35         |
| 松江焚烧厂              | 上海松江     | 2,000         | 2016.7   | 自开工日 30 年            | 81.77           | 82.09           | 81.42           | 24,339.42         |
| 奉贤焚烧厂              | 上海奉贤     | 1,000         | 2016.7   | 自开工日 30 年            | 37.23           | 41.09           | 40.48           | 12,596.56         |
| 崇明焚烧厂              | 上海崇明     | 500           | 2016.9   | 自补充协议日 30 年(2015 年起) | 15.84           | 17.24           | 20.37           | 4,830.29          |
| 洛阳焚烧厂              | 洛阳       | 1,500         | 2017.12  | 自运营日 28 年            | -               | 59.84           | 71.47           | 21,428.33         |
| 文登焚烧厂              | 威海文登     | 1,050         | 2019.11  | 自协议日 30 年            | -               | -               | 5.81            | 606.24            |
| 蒙城焚烧厂              | 蒙城       | 700           | 2019.10  | 自协议日 30 年            | -               | -               | 5.84            | 1,116.47          |
| <b>合计</b>          | <b>-</b> | <b>17,300</b> | <b>-</b> | <b>-</b>             | <b>569.74</b>   | <b>637.15</b>   | <b>664.76</b>   | <b>208,812.39</b> |

资料来源：上海城投

2017 年以来，上海环境业务规模扩大，中标多个项目。截至 2019 年末，上海环境共有 13 个垃圾焚烧在建项目，其中 2018 年中标宁波奉化、金华、漳州、晋中、福州等多个垃圾焚烧项目和综合处理项目，2019 年获得奉贤区再生能源综合利用中心项目、新昌县眉岱垃圾焚烧厂建设工程项目，并启动了崇明和金山项目二期工作。上海地区的垃圾处理项目近期基本都要启动扩建工作，未来投资规模预计较大。

**图表 7. 截至 2019 年末上海环境在建垃圾焚烧发电项目基本情况**

| 项目                               | 地理位置 | 中标时间    | 总投资(亿元) | 垃圾焚烧处理能力(吨/日) | 垃圾填埋处理能力(吨/日) | 特许经营期                                |
|----------------------------------|------|---------|---------|---------------|---------------|--------------------------------------|
| 太原市生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目              | 太原   | 2013.1  | 7.77    | 1,800         | -             | 自协议日 27 年                            |
| 上海天马生活垃圾末端处置综合利用中心二期工程项目         | 上海松江 | -       | 10.64   | 1,500         | -             | 与一期同步                                |
| 成都宝林环保发电厂项目                      | 成都   | 2017.4  | 9.98    | 1,500         | -             | 至 2041 年 12 月 31 日                   |
| 奉化区城市环境基础设施项目                    | 宁波   | 2018.3  | 9.25    | 1,200         | 600           | 焚烧项目自开工日 30 年/填埋项目 9 年 (2018-2026 年) |
| 金华市第二生活垃圾焚烧发电项目及金华市飞灰(含其它危废)填埋项目 | 金华   | 2018.8  | 19.80   | 3,000         | 900           | 自协议日 30 年                            |
| 漳州浦美岭生活垃圾焚烧发电厂二期项目               | 漳州   | 2018.6  | 3.77    | 750           | -             | 与一期同步                                |
| 晋中市市城区生活垃圾焚烧发电 PPP 项目            | 晋中   | 2018.9  | 7.48    | 1,200         | -             | 30 年(含建设期)                           |
| 福州市红庙岭生活垃圾焚烧协同处置 PPP 项目          | 福州   | 2018.12 | 8.17    | 1,200         | -             | 30 年(含建设期)                           |
| 奉贤区再生能源综合利用中心项目                  | 上海奉贤 | 2019 年  | 7.61    | 1,000         |               | 30 年(含建设期)                           |
| 崇明生活垃圾焚烧发电二期项目                   | 上海崇明 | -       | 4.67    | 500           |               | -                                    |

<sup>2</sup> 老港焚烧厂运营公司为上海老港固废综合开发有限公司(上海城投对其持股比例为 100%)，由上海环境负责运营管理。

| 项目                     | 地理位置 | 中标时间    | 总投资(亿元) | 垃圾焚烧处理能力(吨/日) | 垃圾填埋处理能力(吨/日) | 特许经营期            |
|------------------------|------|---------|---------|---------------|---------------|------------------|
| 金山永久生活垃圾综合处理厂改扩建工程(二期) | 上海金山 | 2019.11 | 4.50    | 500           |               | 30年(含建设期)至2040年底 |
| 新昌县眉岱垃圾焚烧厂建设工程项目       | 新昌   | 2019年   | 3.29    | 500           |               | 30年(含建设期)        |
| 威海市生活垃圾焚烧厂扩建项目         | 威海   | 2019年   | 3.08    | 500           |               | -                |

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和商品房开发，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。2017-2019年，公司置业业务分别实现收入52.08亿元、88.84亿元和60.54亿元，毛利率分别为22.53%、25.92%和15.32%。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28.41亿元、68.78亿元和35.56亿元，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；2019年因多数销售项目处尾盘销售，当期结转项目较少，结转收入下滑。

城投控股是上海市主要的保障房建设企业，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，2019年末在建项目为新凯二期、洞泾30-04、南部新城、九亭项目和九星10-04地块。截至2019年末，上述在建项目规划计容建筑面积为69.57万平方米，总建筑面积为95.47万平方米，其中已竣工40.54万平方米；截至2019年末已累计投资56.67亿元，其中2019年完成投资额7.58亿元。销售方面，2019年城投控股九星保障房开始销售。截至2019年末，城投控股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216.69万平方米和211.64亿元，整体去化率为99.48%。

图表 8. 2019 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 | 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 | 累计投资额 | 2019年投资额 |
|----------------|----|--------|----------|-------|--------|-------|-------|----------|
| 新凯二期集中商业       | 松江 | 2.81   | 5.25     | 8.11  | 8.11   | -     | 1.02  | 0.43     |
| 洞泾 30-04、34-04 | 松江 | 6.81   | 11.18    | 14.78 | 11.42  | 14.89 | 10.33 | 1.13     |
| 南部新城           | 松江 | 8.81   | 17.62    | 24.69 | 24.69  | -     | 13.62 | 0.78     |
| 九亭             | 松江 | 11.55  | 20.24    | 25.69 | 25.69  | 25.65 | 14.38 | 1.04     |
| 九星 10-04 地块    | 闵行 | 7.71   | 15.28    | 22.20 | 22.20  | -     | 17.32 | 4.21     |
| 合计             |    | 37.69  | 69.57    | 95.47 | 92.11  | 40.54 | 56.67 | 7.58     |

资料来源：上海城投

商品房方面，2019年，城投控股新开工多个商品房项目，如下表所示，露香园、朱家角一期和“湾谷”科技园南块为持续建设项目，其余项目均为2019

年新开工项目。截至 2019 年末，城投控股在建项目规划计容面积合计 133.05 万平方米，总建筑面积 194.23 万平方米，其中已竣工面积为 99.35 万平方米；截至 2019 年末已累计投资 194.69 亿元，其中 2019 年完成投资 37.08 亿元。商品房销售方面，截至 2019 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 84.82 万平方米。2019 年商品房签约销售面积及签约销售金额分别为 1.84 万平方米和 2.70 亿元。

图表 9. 2019 年末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 | 规划计容建筑面积 | 总建筑面积  | 在建建筑面积 | 已竣工面积 | 累计投资额  | 2019 年投资额 |
|------------------|-----|------|--------|----------|--------|--------|-------|--------|-----------|
| 露香园              | 黄浦  | 商品房  | 8.00   | 18.44    | 30.01  | 12.78  | 23.73 | 103.89 | 4.94      |
| 朱家角一期            | 青浦  | 商品房  | 24.17  | 14.59    | 28.01  | 28.01  | -     | 17.19  | 5.62      |
| “湾谷”科技园南块        | 杨浦  | 办公楼  | 21.64  | 54.11    | 74.23  | 19.17  | 75.62 | 49.24  | 3.15      |
| 黄山高铁 A-1 地块 I 期  | 黄山市 | 商品房  | 7.35   | 12.76    | 16.19  | 16.19  | -     | 1.75   | 1.10      |
| 黄山高铁 A-1 地块 II 期 | 黄山市 | 商品房  | 4.05   | 6.36     | 9.14   | 9.14   | -     | 1.06   | 0.71      |
| 新农河三号—1 地块       | 松江  | 商品房  | 6.51   | 7.81     | 11.69  | 11.69  | -     | 21.56  | 21.56     |
| 常州明城荷樾府项目        | 常州  | 商品房  | 8.63   | 18.99    | 24.97  | 24.97  | -     | -      | -         |
| 合计               |     |      | 80.35  | 133.05   | 194.23 | 121.94 | 99.35 | 194.69 | 37.08     |

资料来源：上海城投

城投控股还根据国家大力发展住房租赁市场的政策要求以及自身发展需要，积极参与上海市租赁住房业务建设，2018 年摘得 3 个租赁住宅地块，分别为杨浦区新江湾城社区 A3-05 地块租赁住宅、杨浦区新江湾城扶苏路地块租赁住宅和闵行区浦江镇漕开发 G03-04 地块租赁住宅，规划计容建筑面积分别为 8.45 万平方米、4.39 万平方米和 12.14 万平方米，土地出让金分别为 6.76 亿元、3.55 亿元和 6.67 亿元。上述地块均已于 2019 年开工建设。

图表 10. 2019 年末城投控股主要在建租赁住宅项目（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 | 累计投资额 | 2019 年投资额 |
|-----------------|----|------|--------|------------|-------|--------|-------|-----------|
| 新江湾社区 A3-05 地块  | 杨浦 | 租赁住房 | 3.38   | 8.45       | 13.00 | 13.00  | 7.81  | 1.05      |
| 新江湾社区 E2-02B 地块 | 杨浦 | 租赁住房 | 1.91   | 4.39       | 6.66  | 6.66   | 3.78  | 0.22      |
| 浦江镇 G03-04 地块   | 闵行 | 租赁住房 | 4.49   | 12.14      | 16.43 | 16.43  | 8.60  | 1.73      |
| 合计              |    |      | 9.78   | 24.98      | 36.09 | 36.09  | 20.19 | 3.01      |

资料来源：城投控股

土地储备方面，截至 2019 年末，城投控股土地储备面积合计 72.10 万平方米，其中权益面积 59.05 万平方米。

图表 11. 2020 年 3 月末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%  |
| 金山区朱泾镇城中村改造项目 | 2016 年 | 14.11 | 29.08    | 90%  |

| 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 |
|-------------------------------------|--------|-------|----------|------|
| 闵行区七宝镇七宝社区 MHP0-0105 单元 01-02 地块    | 2019 年 | 2.75  | 6.33     | 55%  |
| 闵行区颛桥镇闵行新城 MHC10601 单元 01-22A-04 地块 | 2019 年 | 8.16  | 16.33    | 100% |
| 黄山高铁新城 A-1 地块 III 期                 | 2018 年 | 2.40  | 8.49     | 70%  |
| 合计                                  |        | 32.82 | 72.10    | -    |

资料来源：上海城投

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

#### (4) 路桥业务

该公司路桥业务包括上海市部分高速公路和隧道的运营管理以及上海市路桥基础设施的建设，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。2017-2019 年，公司路桥业务分别实现收入 26.83 亿元、30.66 亿元和 33.92 亿元，毛利率分别为 23.32%、26.89%和 23.48%。

收费路桥方面，截至 2019 年末，公路集团运营高速公路共计 11 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 G1503、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 12. 公司收费路产情况

| 路产         | 收费里程<br>（千米） | 收费期限            | 通行费收入（万元） |         |         |
|------------|--------------|-----------------|-----------|---------|---------|
|            |              |                 | 2017 年    | 2018 年  | 2019 年  |
| 经营性路产：     |              |                 |           |         |         |
| 沪芦高速（S2）   | 42.31        | 2004.12-2029.12 | 34,808    | 34,904  | 35,913  |
| 长江隧桥       | 25.53        | 2009.10-2034.10 | 68,981    | 75,533  | 79,327  |
| G1503      | 228.92       | 2002.12-2034.10 | 129,631   | 142,602 | 150,745 |
| 政府还贷路产：    |              |                 |           |         |         |
| 沪常高速（S26）  | 18.23        | 2010.3-2025.3   | 16,941    | 18,514  | 20,471  |
| 申嘉湖高速（S32） | 83.51        | 2010.1-2024.4   | 71,688    | 83,333  | 89,683  |
| 沈海高速（G15）  | 64.96        | 2007.12-2029.12 | 82,781    | 76,753  | 85,292  |
| 崇启通道       | 30.74        | 2011.12-2022.11 | 10,232    | 11,379  | 12,468  |

资料来源：上海城投（2019 年末）

注：G1503 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。2019 年公路集团共承担公路、市政、航道建设项目 45 项，其中重大工程 41 项。2019 年，累计完成投资计划 171.78 亿元，另外代建项目累计完成投资 114.2 亿元，大中修项目完成 10.62 亿元；全年共完成投资 296.6 亿元。截至 2019 年末，公路集团实现 7 个项目开工（含 4 个计划外项目），分别为 S2 公路广祥路匝道及附属设施新建

工程，银都路越江隧道新建工程，大芦线Ⅱ期新奉公路桥、川南奉公路桥、三鲁公路桥（标段开工），以及计划外项目 S3 公路（S20-周邓公路）新建工程、龙水南路越江隧道新建工程、浦星公路芦恒路节点、沿江通道浦东段；实现 16 个项目建成通车；3 个项目实现部分通车。其他续建工程顺利推进，北横通道盾构安全穿越轨道交通 7 号线，实现西段隧道全线贯通；龙耀路越江隧道工程南北线两次安全穿越居民区；昆阳路越江大桥实现主塔结构封顶。

图表 13. 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  | 2019 年投资额 | 拟投资金额  |        |        | 资金来源   |
|---------------------------------------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|
|                                       |        |        |           | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 |        |
| 北横通道新建一期                              | 238.93 | 125.26 | 20.11     | 17.00  | 25.00  | 25.00  | 市级财力项目 |
| G228 公路（上海浙江省界-老龙泉港以东，海湾路以东-南芦公路）新建工程 | 102.64 | 27.40  | 10.60     | 4.00   | 28.25  | 24.50  | 市级财力项目 |
| 沿江通道越江隧道（浦西牡丹江路~浦东外环线）新建工程            | 74.77  | 70.99  | 23.00     | -      | -      | -      | 市级财力项目 |
| 龙耀路越江隧道新建工程                           | 53.33  | 40.20  | 1.55      | 3.90   | -      | -      | 市级财力项目 |
| 武宁路快速化改建工程                            | 47.00  | 21.33  | 9.39      | 6.00   | 13.27  | 6.39   | 市级财力项目 |
| 江浦路越江隧道新建工程                           | 44.39  | 23.50  | 5.73      | 15.60  | 5.30   | -      | 市级财力项目 |
| 银都路越江隧道新建工程                           | 43.23  | 0.24   | 0.24      | 5.00   | 7.00   | 8.00   | 市级财力项目 |
| 军工路快速化（中环线-长江西路）                      | 39.07  | 8.00   | 5.50      | 12.00  | 8.00   | 10.30  | 市级财力项目 |
| 龙水南路越江隧道新建工程                          | 32.74  | 0.09   | 0.09      | 5.00   | 5.30   | 6.20   | 市级财力项目 |
| 大芦线航道整治二期工程（闵行浦江段）                    | 30.61  | 24.78  | 3.06      | 2.62   | 3.38   | -      | 市级财力项目 |
| 合计                                    | 706.72 | 341.79 | 79.26     | 71.12  | 95.49  | 80.39  |        |

资料来源：上海城投（截至 2019 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。但于 2020 年，受新冠肺炎防疫所影响，全国高速公路实行免费通行，自 2020 年 5 月 8 日才恢复收费，2020 年前三季度公司路桥业务收入有所下降。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，后续资金需求很大，公司承担的市政项目由市级财力支撑，资金相对压力不大。

## 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，但关联交易金额相对较小。根据审计报告所载，2017-2019 年公司因采购商品、接受劳务产生的关联交易金额分别为 2.35 亿元、2.89 亿元和 6.01 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 0.36 亿元、0.20 亿元和 0.38 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。2017-2019 年末，公司应收关联方款项分别为 3.63 亿元、18.28 亿元和 17.35 亿元；应付关联方款项分别为 14.70 亿元、8.81 亿元和 9.44 亿元。

图表 14. 2017-2019 年公司关联交易情况（单位：亿元）

| 项目      | 2017 年（末） | 2018 年（末） | 2019 年（末） |
|---------|-----------|-----------|-----------|
| 关联方采购   | 2.35      | 2.89      | 6.01      |
| 关联方销售   | 0.36      | 0.20      | 0.38      |
| 关联方应收款项 | 3.63      | 18.28     | 17.35     |
| 关联方应付款项 | 14.70     | 8.81      | 9.44      |

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 2020 年 11 月末公司合并口径公开发行的尚在存续期内的债券共计 14 支，待偿还本金余额为 173 亿元。公司已发行债券还本付息均正常。

图表 15. 截至 2020 年 11 月末公司公开发行的尚在存续期内债券情况

| 发行主体 | 债项名称                | 发行金额<br>(亿元) | 期限<br>(年) | 发行利率<br>(%) | 起息日        | 到期日        | 待偿还本金余额<br>(亿元) |
|------|---------------------|--------------|-----------|-------------|------------|------------|-----------------|
| 上海城投 | 07 沪建债              | 12.00        | 15        | 5.48        | 2007/7/31  | 2022/7/31  | 12.00           |
|      | 08 沪建债 02           | 30.00        | 15        | 5.50        | 2008/9/8   | 2023/9/8   | 30.00           |
|      | 14 沪建债              | 20.00        | 10        | 4.80        | 2014/11/5  | 2024/11/5  | 12.00           |
|      | 19 沪建债 01           | 9.00         | 5+5       | 3.70        | 2019/9/12  | 2029/9/12  | 9.00            |
|      | 19 沪建债 02           | 6.00         | 3+2       | 3.38        | 2019/9/12  | 2024/9/12  | 6.00            |
|      | 20 沪建债 01           | 20.00        | 5+2       | 3.20        | 2020/3/27  | 2027/3/27  | 20.00           |
|      | 20 沪建债 02           | 10.00        | 10        | 3.75        | 2020/3/27  | 2030/3/27  | 10.00           |
| 上海水务 | 06 沪水务债             | 15.00        | 15        | 4.25        | 2006/6/29  | 2021/6/29  | 15.00           |
| 城投公路 | 20 城投公路 SCP001      | 5.00         | 180 天     | 1.50        | 2020/7/23  | 2021/1/19  | 5.00            |
| 城投控股 | 19 沪城控 MTN001       | 25.00        | 5         | 4.53        | 2019/4/17  | 2024/4/17  | 25.00           |
|      | 15 沪城控 MTN001(7 年期) | 15.00        | 7         | 5.25        | 2015/4/23  | 2022/4/23  | 15.00           |
| 上海环境 | 20 上海环境 SCP007      | 5.00         | 177 天     | 2.43        | 2020/8/11  | 2021/2/4   | 5.00            |
|      | 20 上海环境 SCP008      | 4.00         | 60 天      | 2.20        | 2020/11/18 | 2021/1/17  | 4.00            |
|      | 20 上海环境 SCP009      | 5.00         | 30 天      | 2.30        | 2020/11/24 | 2020/12/24 | 5.00            |
| 合计   |                     | 181.00       |           |             |            |            | 173.00          |

资料来源：上海城投

根据该公司提供的 2020 年 12 月 10 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 2020 年 9 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。

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

“十四五”期间，该公司将紧密围绕上海建设成为“具有国际影响力的社会主义现代化国际大都市”的城市发展战略，牢记“人民城市人民建，人民城市为人民”的光荣使命，以“两个确保”为己任，充分把握市场机遇，应对竞争挑战，改善核心板块专业服务能力和运营效率，加速推进转型升级和创新展。在“两个一百年”交汇之际，公司将践行既定战略，善为城市建设主力军，敢为创新发展突击队，勇为国企改革先行者，适应新趋势、应对新挑战、迈向新目标，奋力谱写新时代上海城投高质量发展新篇章。

## 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，刚性债务规模亦有所增长，但债务期限结构合理。公司收现水平高，但经营性现金净流入量近年来有所缩减；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资金弥补。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 2017 年至 2019 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。2019 年公司根据财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号）进行了会计政策变更，且下属上市公司上海环境和城投控股自 2019 年 1 月 1 日开始按照新金融工具准则进行会计处理。

2017 年，该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。2019 年，公司新纳入合并报表范围的子公司共 19 家，全部为新设，其中二级子公司 3 级，分别为上海城投集团财务有限公司、上海城投环保金融服务有限公司和上海城投城市更新建设发展有限公司；不再纳入合并报表范围的子公司共 13 家（非二级），原因包括工商注销、吸收合并、股权转让等。截至 2019 年末公司纳入合并报表范围内二级子公司为 15 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。

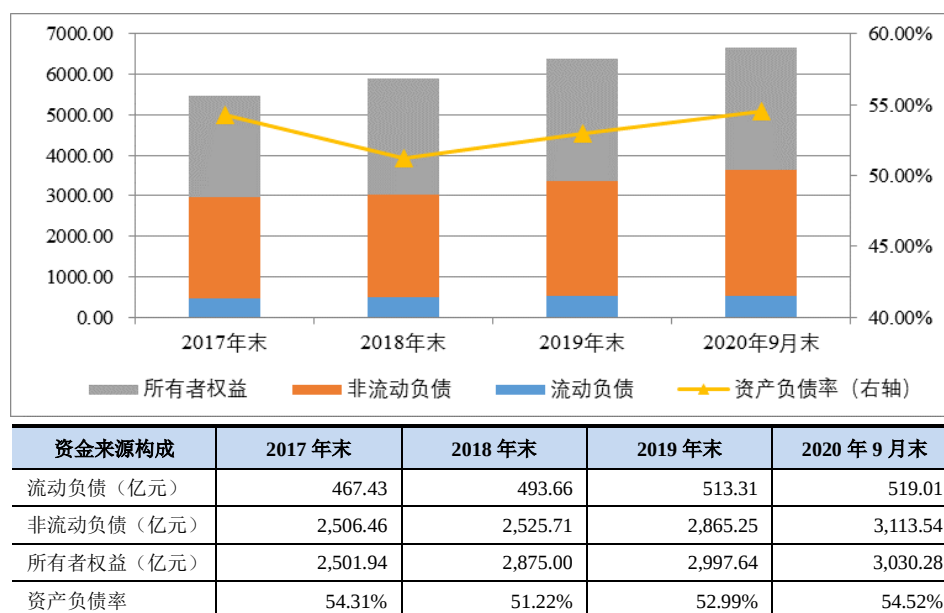
## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

#### A. 债务结构

2017-2019 年末及 2020 年 9 月末，该公司总负债分别为 2,973.89 亿元、3,019.37 亿元、3,378.57 亿元和 3,632.56 亿元，近年来有所增长；所有者权益分别为 2,501.94 亿元、2,875.00 亿元、2,997.64 亿元和 3,030.28 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 54.31%、51.22%、52.99%和 54.52%，公司当前负债经营水平较为合理。

图表 16. 公司资金来源及财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元）



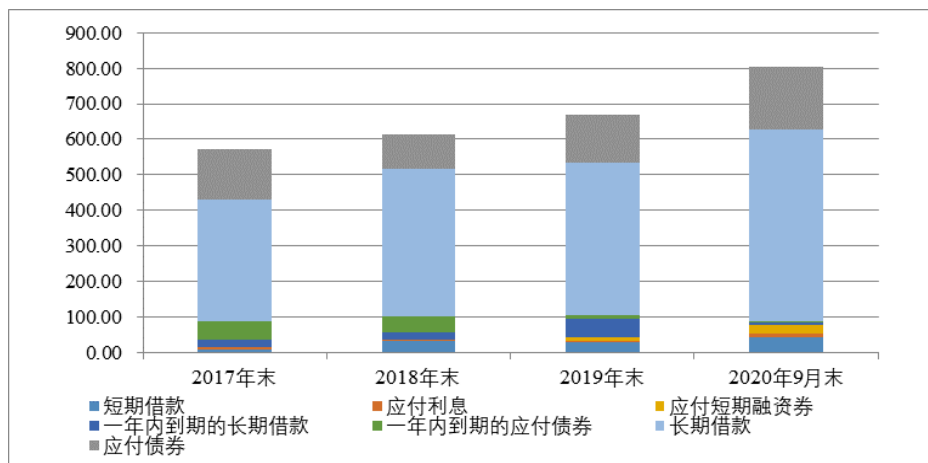
注：根据上海城投提供的资料绘制

从负债构成情况看，2017-2019 年末及 2020 年 9 月末，该公司刚性债务分别为 571.30 亿元、612.22 亿元、668.28 亿元和 804.52 亿元，近年来持续增加。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。2017-2019 年末及 2020 年 9 月末，其他应付款分别为 100.83 亿元、96.66 亿元、108.66 亿元和 112.00 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 95.88 亿元、175.78 亿元、173.71 亿元和 95.34 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，2020 年 9 月末大幅减少主要是部分子公司收到的拨款资金计入专项应付款科目核算。同期末，专项应付款分别为 1,850.31 亿元、1,777.72 亿元、2,059.87 亿元和 2,231.66 亿元，主要包括上海市财政拨款、财政偿债资金等，2019 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、拨入贷款本金资金和债务置换分别为 741.43 亿元、172.90 亿元、172.11 亿元、50.17 亿元、50.00 亿元。

从债务期限结构看，该公司债务结构趋于长期化，2017-2019 年末及 2020 年 9 月末长短期债务比分别为 536.22%、511.63%、558.19%和 599.90%。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 17. 公司刚性债务构成情况（单位：亿元）



| 项 目        | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年 9 月末 |
|------------|---------|---------|---------|-------------|
| 短期借款       | 8.60    | 32.19   | 28.59   | 42.41       |
| 应付利息       | 5.62    | 4.77    | 4.54    | 11.69       |
| 应付短期融资券    | -       | -       | 10.05   | 22.08       |
| 一年内到期的长期借款 | 22.12   | 19.12   | 50.99   | 8.37        |
| 一年内到期的应付债券 | 50.98   | 45.99   | 12.00   | 2.00        |
| 长期借款       | 342.17  | 414.26  | 428.39  | 541.81      |
| 应付债券       | 141.81  | 95.89   | 133.73  | 176.16      |
| 刚性债务合计     | 571.30  | 612.22  | 668.28  | 804.52      |

注：根据上海城投提供的资料绘制

刚性债务构成方面，2017-2019 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 372.89 亿元、465.57 亿元和 507.96 亿元，占刚性债务总额的比重分别为 65.27%、76.05%和 76.01%，银行借款仍然为公司最主要的债务融资手段。

2020 年 9 月末，该公司刚性债务增至 804.52 亿元，主要是长期借款和应付债券的增加，而随着一年内到期的长期借款的兑付，短期债务压力有所下降。

## C. 或有负债

截至 2019 年末，该公司合并范围内担保余额为 212.98 亿元<sup>3</sup>，合并范围外担保余额为 165.45 亿元<sup>4</sup>。被担保企业经营基本正常。

图表 18. 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 |
|--------|-------|------|------|
|--------|-------|------|------|

<sup>3</sup> 其中包括 189.99 亿元人民币和 3.30 亿美元，外币按照 2019 年 12 月 31 日汇率中间价换算。

<sup>4</sup> 其中包括 150 亿元人民币、0.18 亿美元和 1.82 亿欧元，外币按照 2019 年 12 月 31 日汇率中间价换算。

| 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 <sup>5</sup> | 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             | -            | 1,788.08 | 18,168.54 |
| 合计                  | 1,500,000.00 | 1,788.08 | 18,168.54 |

资料来源：上海城投（截至 2019 年末）

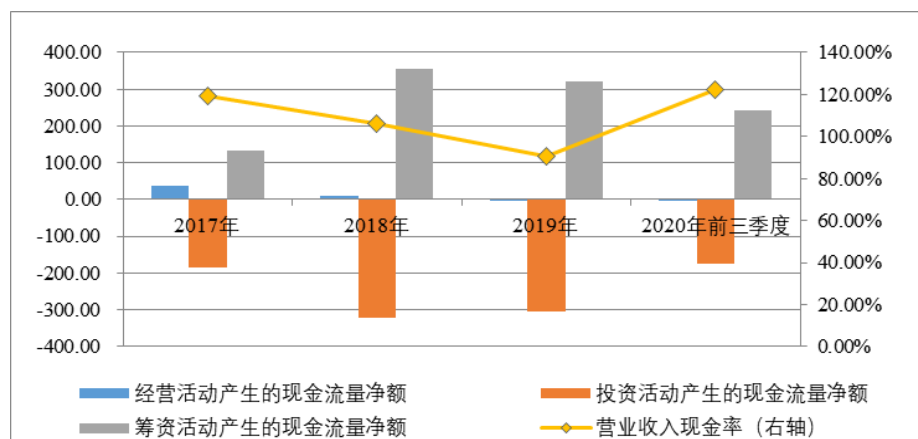
## （2）现金流分析

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。2017-2019 年营业收入现金率分别为 119.62%、106.06%和 90.49%，主营业务资金回笼状况较好，2019 年有所弱化，主要是因为置业业务当年销售规模不大，现金回笼情况一般。同期，公司经营性现金净流量分别为 36.92 亿元、8.35 亿元和-1.81 亿元，近年来规模有所缩减，但其规模尚可，能对即期债务偿付形成基础保障。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，2017-2019 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为 199.10 亿元、306.02 亿元和 245.77 亿元；投资活动现金净流出额分别为 186.65 亿元、322.08 亿元和 305.92 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财政拨款和外部融资等方式弥补并以前者为主。2017-2019 年取得借款收到的现金分别为 21.19 亿元、139.29 亿元和 202.03 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 292.71 亿元、335.93 亿元和 267.20 亿元。同期，筹资活动现金流量净额分别为 133.26 亿元、354.13 亿元和 319.75 亿元。

2020 年前三季度，该公司经营性、投资性和筹资性现金流净额分别为-4.41 亿元、-174.24 亿元和 242.62 亿元。

图表 19. 公司现金流情况（单位：亿元）



<sup>5</sup> 公司为上海久事（集团）有限公司提供的担保 20 亿元的主债务已于 2019 年 12 月结清，根据担保协议约定，该笔担保责任的期间为债券存续期及债券到期之日起二年。

资料来源：上海城投

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 105.78 亿元、98.61 亿元和 99.10 亿元，其中利润总额分别为 49.41 亿元、43.66 亿元和 39.61 亿元，占 EBITDA 的比重相对稳定，在 40%左右。EBITDA 对利息支出的覆盖能力较强，同期分别为 4.27、4.38 和 3.87，但对刚性债务覆盖程度仍然较低。

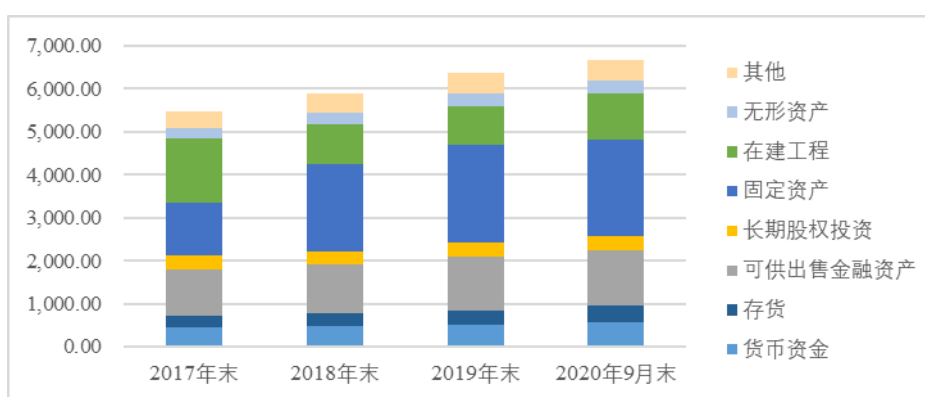
图表 20. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

| 指标名称                 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| EBITDA/利息支出(倍)       | 4.27   | 4.38   | 3.87   |
| EBITDA/刚性债务(倍)       | 0.17   | 0.17   | 0.15   |
| 经营性现金净流入与流动负债比率(%)   | 8.28   | 1.74   | -0.36  |
| 经营性现金净流入与刚性债务比率(%)   | 5.88   | 1.41   | -0.28  |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%) | -33.56 | -65.29 | -61.12 |
| 非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%) | -23.83 | -53.02 | -48.06 |

资料来源：上海城投

### (3) 资产质量分析

图表 21. 公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：上海城投

2017-2019 年末，该公司资产总额分别为 5,475.83 亿元、5,894.36 亿元和 6,376.20 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。2019 年末，货币资金余额为 497.61 亿元（占总资产的 7.80%），较上年末增加 12.22 亿元，其中受限金额仅 1.18 亿元，主要系履约保证金。其他应收款为 76.88 亿元，较上年末增加 3.90 亿元，其中应收上海市普陀区住房保障和房屋管理局旧改款项 33 亿元，其他债务人较为分散。存货账面价值 338.71 亿元（占总资产的 5.31%），较上年末增加 43.25 亿元，主要来自于在建房地产项目的增加。

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。2019 年末，可供出售金融资产账面价值为 1,264.74 亿元（占总资产的 19.84%），大部分集中于公司本部，较上年末增加 139.11 亿元，主要为对上海申通地铁集团有限公司新增投资 119 亿元，其余为公允价值变动；

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 308.62 亿元，较上年末增加 29.02 亿元。长期股权投资账面价值为 320.90 亿元（占总资产的 5.03%），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 251.78 亿元和 30.90 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 2,268.63 亿元和 902.30 亿元，占资产总额的比重分别为 35.58%和 14.15%。

2020 年 9 月末，该公司资产总额为 6,662.84 亿元，较年初增长 4.50%，其主要变化表现为货币资金增加 67.69 亿元至 565.30 亿元，存货增加 69.25 亿元至 407.96 亿元，在建工程增加 162.60 亿元至 1,064.89 亿元，其余科目相对变化较小。

#### （4）流动性/短期因素

2017-2019 年末及 2020 年 9 月末，该公司流动比率分别为 177.73%、188.19%、194.97%和 222.67%；现金比率分别为 95.34%、98.84%、97.41%和 110.36%，流动性指标表现优异。公司货币资金充裕，对短期刚性债务的覆盖率高。

图表 22. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标        | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年 9 月末 |
|----------------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率（%）        | 177.73  | 188.19  | 194.97  | 222.67      |
| 现金比率（%）        | 95.34   | 98.84   | 97.41   | 110.36      |
| 短期刚性债务现金覆盖率（%） | 510.31  | 478.06  | 470.98  | 661.75      |

资料来源：上海城投

截至 2019 年末，该公司受限资产账面价值合计 464.38 亿元，占总资产比重为 7.28%，公司资产受限比例低。

图表 23. 截至 2019 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        | 1.18   | 0.02%  | 保证金             |
| 应收账款        | 3.35   | 0.05%  | 质押              |
| 存货          | 134.78 | 2.11%  | 抵押              |
| 可供出售金融资产    | 0.01   | 0.00%  | 尚未支付股改对价而无法上市流通 |
| 长期应收款       | 66.46  | 1.04%  | 质押、抵押           |
| 一年内到期的长期应收款 | 1.43   | 0.02%  | 质押&抵押           |
| 投资性房地产      | 112.28 | 1.76%  | 抵押              |
| 固定资产        | 20.96  | 0.33%  | 未办理产权等          |
| 无形资产        | 123.92 | 1.94%  | 质押、抵押           |
| 合计          | 464.38 | 7.28%  | -               |

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

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

2017-2019 年，该公司营业毛利分别为 53.29 亿元、66.86 亿元和 58.28 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 23.79%、25.23%和 21.10%。同期，期间费用分别为 39.22 亿元、39.35 亿元和 41.17 亿元，期间费用率分别为 17.51%、14.85%和 14.91%，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 8.32 亿元、14.21 亿元和 12.89 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。

2017-2019 年，该公司分别实现投资收益 35.19 亿元、20.56 亿元和 21.21 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益分别为 10.84 亿元、4.50 亿元和 5.86 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，2018-2019 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 10.80 亿元、9.81 亿元和 10.50 亿元。此外，处置金融资产收益分别为 11.96 亿元、4.48 元和 0.47 亿元，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。

2017-2019 年，该公司营业外收入分别为 2.98 亿元、3.11 亿元和 2.01 亿元，其他收益分别为 4.79 亿元、4.75 亿元和 4.37 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 49.41 亿元、43.66 亿元和 39.61 亿元；净利润分别为 41.93 亿元、34.15 亿元和 31.54 亿元。整体看，公司主营业务盈利能力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。

2020 年前三季度，该公司实现营业毛利 33.74 亿元，较上年同期下降 17.41%，主要受公路业务营业收入下降所影响；期间费用率为 18.35%，较上年同期略有增加；投资收益为 18.74 亿元，继续保持良好水平。综合影响下，公司实现净利润 23.54 亿元，较上年同期下降 5.87%。

## 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企业，虽然 2019 年因交付量下降致当年收入下滑较为明显，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,营业收入增长。

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。公司收现水平高,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。

## 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 2019 年末,公司合并口径已获得商业银行授信总额为 5,005.00 亿元,其中尚未使用的授信余额为 4,562.88 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,2019 年公司收到上海市政府各项拨款资金共计 316.49 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，营业收入保持增长，2020 年受高速免费政策影响营业收入同比下降，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对整体盈利贡献度较低，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增长，但债务期限结构合理，即期债务压力较轻。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。

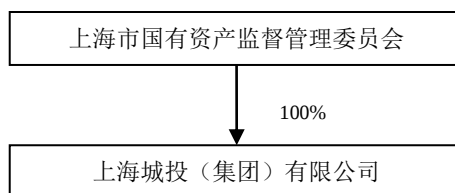
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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：

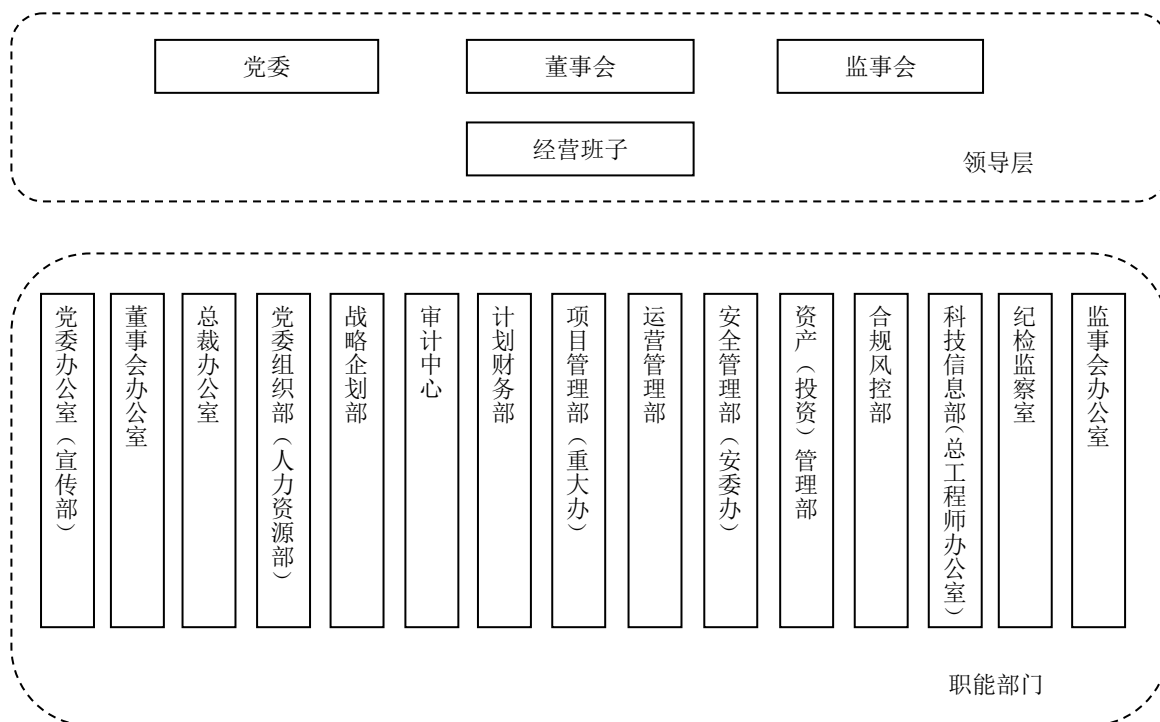
公司股权结构图



注：根据上海城投提供的资料绘制（截至 2020 年 9 月末）

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 2020 年 9 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

| 名 称              |      | 母公司<br>持股比例<br>(%) | 主营业务            | 2019 年（末）主要财务数据 |               |              |             |                        | 备注   |
|------------------|------|--------------------|-----------------|-----------------|---------------|--------------|-------------|------------------------|------|
| 全称               | 简称   |                    |                 | 刚性债务余额<br>(亿元)  | 所有者权益<br>(亿元) | 营业收入<br>(亿元) | 净利润<br>(亿元) | 经营环节现金净<br>流入量<br>(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    | 103.57          | 2,581.53      | 0.90         | 14.05       | -1.66                  | 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     | 170.35          | 449.78        | 114.03       | 5.31        | 22.12                  |      |
| 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         | 127.06          | 204.94        | 36.44        | 6.38        | -58.53                 |      |
| 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       | 67.36           | 85.82         | 36.47        | 7.23        | 16.46                  |      |
| 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 | 103.82          | 1,102.45      | 33.97        | 0.51        | 22.23                  |      |

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]      | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年<br>前三季度 |
|----------------------|----------|----------|----------|----------------|
| 资产总额 [亿元]            | 5,475.83 | 5,894.36 | 6,376.20 | 6,662.84       |
| 货币资金 [亿元]            | 445.00   | 485.39   | 497.61   | 565.30         |
| 刚性债务[亿元]             | 571.30   | 612.22   | 668.28   | 804.52         |
| 所有者权益 [亿元]           | 2,501.94 | 2,875.00 | 2,997.64 | 3,030.28       |
| 营业收入[亿元]             | 224.03   | 264.97   | 276.17   | 149.37         |
| 净利润 [亿元]             | 41.93    | 34.15    | 31.54    | 23.54          |
| EBITDA[亿元]           | 105.78   | 98.61    | 99.10    | —              |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | 36.92    | 8.35     | -1.81    | -4.41          |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -186.65  | -322.08  | -305.92  | -174.24        |
| 资产负债率[%]             | 54.31    | 51.22    | 52.99    | 54.52          |
| 长短期债务比[%]            | 536.22   | 511.63   | 558.19   | 599.90         |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 437.93   | 469.60   | 448.56   | 376.65         |
| 流动比率[%]              | 177.73   | 188.19   | 194.97   | 222.67         |
| 速动比率[%]              | 107.32   | 120.25   | 122.47   | 135.60         |
| 现金比率[%]              | 95.34    | 98.84    | 97.41    | 110.36         |
| 短期刚性债务现金覆盖率[%]       | 510.31   | 478.06   | 470.98   | 661.75         |
| 利息保障倍数[倍]            | 2.81     | 2.74     | 2.28     | —              |
| 有形净值债务率[%]           | 131.62   | 115.50   | 124.98   | 133.39         |
| 担保比率[%]              | 6.71     | 5.80     | 5.52     | —              |
| 毛利率[%]               | 23.79    | 25.23    | 21.10    | 22.59          |
| 营业利润率[%]             | 21.58    | 15.71    | 14.13    | 17.78          |
| 总资产报酬率[%]            | 1.31     | 1.09     | 0.95     | —              |
| 净资产收益率[%]            | 1.72     | 1.27     | 1.07     | —              |
| 净资产收益率*[%]           | 1.35     | 0.94     | 0.88     | —              |
| 营业收入现金率[%]           | 119.62   | 106.06   | 90.49    | 122.48         |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | 8.28     | 1.74     | -0.36    | —              |
| 经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]  | 5.88     | 1.41     | -0.28    | —              |
| 非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%] | -33.56   | -65.29   | -61.12   | —              |
| 非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%] | -23.83   | -53.02   | -48.06   | —              |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 4.27     | 4.38     | 3.87     | —              |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.17     | 0.17     | 0.15     | —              |

注：表中数据依据上海城投经审计的 2017-2019 年度及未经审计的 2020 年前三季度财务数据整理、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%                |
| 短期刚性债务现金覆盖率(%)       | (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)/期末短期刚性债务余额×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刚性债务比率(%)  | 报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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刚性债务比率(%) | (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)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/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 |
|     | AA 级  |
|     | A 级   |
|     | BBB 级 |
| 投机级 | BB 级  |
|     | B 级   |
|     | CCC 级 |
|     | CC 级  |
|     | C 级   |

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 |
|     | AA 级  |
|     | A 级   |
|     | BBB 级 |
| 投机级 | BB 级  |
|     | B 级   |
|     | CCC 级 |
|     | CC 级  |
|     | C 级   |

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尽职调查和诚信义务，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。