



内部编号: 2023060667

上海城建（集团）有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

跟踪评级报告

分析师：高珊 凌辉
gs@shxsj.com
linghui@shxsj.com

评级总监：张明海

联系电话：(021) 63501349
联系地址：上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站：www.shxsj.com



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.

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

概述

编号:【新世纪跟踪(2023)100569】

评级对象: 上海城建(集团)有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)

22 沪城 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2023 年 6 月 27 日

前次跟踪: --

首次评级: AAA/稳定/AAA/2022 年 7 月 6 日



跟踪评级观点

主要优势:

- 市场竞争优势。上海城建拥有市政公用工程施工总承包特级资质,在隧道、轨道交通等地下空间领域的设计和施工能力处于国内领先地位,具有较强的竞争优势和较高的行业地位。
- 主业发展态势良好。近年来,上海城建施工业务规模不断扩大,营业收入保持增长,盈利能力强,同时已完工投融资项目可贡献较稳定的现金回款。
- 外部融资渠道畅通。上海城建下属子公司隧道股份为 A 股上市公司,直接和间接融资渠道畅通,同时可使用授信额度充足。

主要风险:

- 项目回款风险。伴随基建业务规模扩大,上海城建形成了大量的合同资产、应收账款及长期应收款,同时房地产开发业务亦有一定规模的资金沉淀,公司存在一定的项目回款风险。
- 投资支出快速扩张,刚性债务规模大。上海城建基础设施投资运营业务投资体量大、项目周期长,近年来投资支出快速扩张,带动公司刚性债务规模持续攀升。公司现金流量状况易随项目投建及结算进度而波动,未来仍有较大投资需求,现金平衡压力大。
- 工程项目管理风险。上海城建承接的工程总承包项目建设周期较长,分包商众多且分包比例较大,合同履行过程中涉及的不确定因素多,项目管理难度大。
- 公司本部信用质量弱化风险。上海城建核心主业和资产主要集中在下属上市子公司,本部财务杠杆水平高,债务规模大且以短期借款为主。公司本部对下属子公司的房地产投资建设资金支持力度较大,房地产业务投资回收周期较长且存在一定的不确定性,本部信用质量存在弱化风险。

未来展望

通过对上海城建及其发行的上述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;认为上述公司债券还本付息安全性极强,并给予上述债券 AAA 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
母公司口径数据:				
货币资金(亿元)	9.12	26.43	28.86	26.68
刚性债务(亿元)	117.66	124.30	170.94	164.77
所有者权益(亿元)	25.92	31.44	36.55	36.20
经营性现金净流入量(亿元)	-6.12	7.94	-21.19	4.55
合并口径数据及指标:				
总资产(亿元)	1,426.45	1,667.92	1,894.14	1,844.46
总负债(亿元)	1,129.91	1,325.84	1,500.41	1,448.61

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
刚性债务（亿元）	486.32	513.61	561.19	574.73
所有者权益（亿元）	296.55	342.08	393.73	395.86
营业收入（亿元）	672.21	782.34	813.08	140.68
净利润（亿元）	24.82	29.12	33.60	3.72
经营性现金净流入量（亿元）	63.14	60.00	37.59	-41.29
EBITDA（亿元）	52.66	72.27	80.46	—
资产负债率[%]	79.21	79.49	79.21	78.54
权益资本与刚性债务比率[%]	60.98	66.60	70.16	68.88
流动比率[%]	97.97	92.67	93.34	94.95
现金比率[%]	31.62	27.70	25.74	23.33
利息保障倍数[倍]	2.17	2.45	1.85	—
净资产收益率[%]	8.78	9.12	9.13	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.40	6.54	3.51	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.22	3.39	-2.96	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.60	2.93	2.27	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.14	0.15	—

注 1：根据上海城建经审计的 2020~2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

注 2：根据实质重于形式原则，上海城建发行的其他权益工具（太平洋-上海城建债权投资计划）在本次评级中被调整至相应的债务科目。具体调整情况详见“数据与调整”。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）

评级要素			风险程度
个体信用	业务风险		2
	财务风险		3
	初始信用级别		aa
	调整因素	流动性因素	-
		ESG 因素	-
		表外因素	-
		其他因素	-
	调整理由：无。		
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素		+2
	支持理由： 公司为国有独资企业，能获得上海市政府支持。		
主体信用级别			AAA

同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据					
	营业收入 （亿元）	毛利率（%）	新签合同/营业 收入（倍）	调整后资产负 债率（%）	EBITDA/利息 支出（倍）	调整后权益资本/刚 性债务（%）
中交二航局	882.24	8.45	1.84	83.92	4.65	54.12
山西路桥	254.44	21.10	0.90	80.62	1.54	29.12
上海城建	813.08	13.01	1.30	79.21	2.27	70.16

注 1：中交二航局全称为中交第二航务工程局有限公司，山西路桥全称为山西路桥建设集团有限公司。

注 2：新签合同/营业收入为当年建筑施工合同新签与当年建筑施工营业收入比。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海城建（集团）有限公司（简称“上海城建”、“该公司”、“公司”或“发行人”）2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“22 沪城 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上海城建提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 年第一季度财务报表及相关经营数据，对上海城建的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

2022 年 9 月 9 日，经中国证监会“证监许可[2022]2080 号”文核准，该公司获准面向合格投资者公开发行不超过人民币 50 亿元的公司债券。公司分别于 2022 年 10 月和 2023 年 3 月公开发行“22 沪城 01”和“23 沪城 01”，本金规模合计 40.00 亿元，期限 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

截至 2023 年 5 月末，该公司合并范围内发债主体包括公司本部、子公司上海隧道工程股份有限公司（简称“隧道股份”，股票代码：600820.SH）和孙公司上海基础设施建设发展（集团）有限公司（简称“上海基建”），存续期债券本金余额为 105.00 亿元，公司对已发行债券均能按时还本付息。

图表 1. 截至 2023 年 5 月末公司存续债券概况

债项名称	发行主体	发行金额 (亿元)	本金余额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日期	下一行权日
22 沪城 01	上海城建	25.00	25.00	(3+2) 年	2.63	2022.10.19	2025.10.19
23 沪城 01	上海城建	15.00	15.00	(3+2) 年	3.12	2023.3.17	2026.03.17
22 隧道 01	隧道股份	25.00	25.00	3 年	2.97	2022.5.11	--
21 沪基建 MTN001	上海基建	6.00	6.00	(3+N) 年	4.50	2021.4.29	2024.04.29
21 沪基建 MTN002	上海基建	10.00	10.00	(3+N) 年	4.00	2021.10.27	2024.10.27
21 上建 Y1	上海基建	5.00	5.00	(3+N) 年	3.82	2021.11.9	2024.11.09
22 沪基建 MTN001	上海基建	4.00	4.00	(3+N) 年	3.53	2022.4.27	2025.04.27
22 上建 Y1	上海基建	15.00	15.00	(3+N) 年	3.16	2022.8.2	2025.08.22
合计	--	105.00	105.00	--	--	--	--

资料来源：上海城建

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲

央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产和盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方政府债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

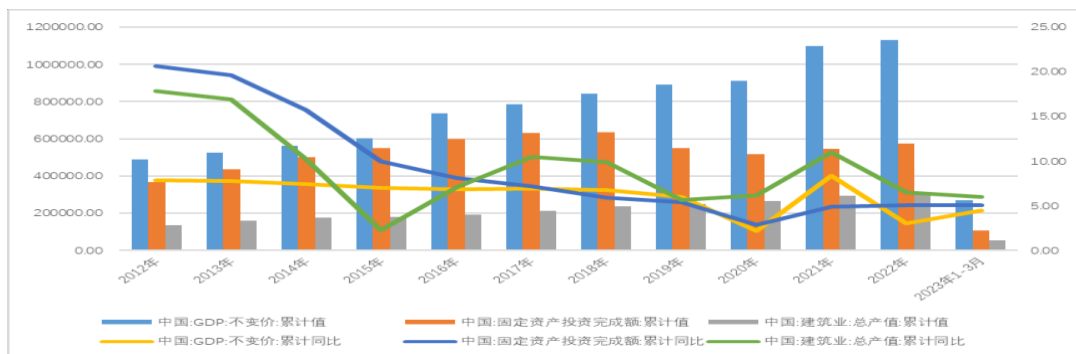
（2）行业因素

我国建筑施工行业景气度与固定资产投资增速密切相关，近年来行业总产值维持中低速增长。建筑施工行业进入壁垒低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。目前建筑施工行业集中度仍偏低，在经济形势变化、业主对施工企业资金实力要求高，行业施工资质、招投标、安全管理日趋规范，以及国家推动重大投资项目落地实施的背景下，大中型国有建筑施工企业主要凭借丰富的施工经验和资金优势在获取工程承揽方面具有竞争优势。

行业概况

我国建筑施工行业发展与宏观经济环境变化，尤其是固定资产投资情况密切相关。近年来我国宏观经济下行压力加大，固定资产投资增速放缓，建筑业总产值增速不断承压。2022 年，我国实现国内生产总值 113.21 万亿元，固定资产投资完成额 57.21 万亿元，分别同比增长 2.99% 和 5.07%，增速较上年略有提升，但仍处历史较低水平。同年建筑业总产值 31.20 万亿元，同比增长 6.45%，增速较上年下降 4.59 个百分点。当年建筑施工行业对 GDP 的贡献率达到 12.59%，是支撑经济增长的重要力量。2023 年第一季度，我国固定资产投资完成额和建筑业总产值分别为 10.73 万亿元和 5.48 万亿元，同比增速分别为 2.30% 和 5.98%，增速较上年同期分别下降了 6.95 和 3.26 个百分点。

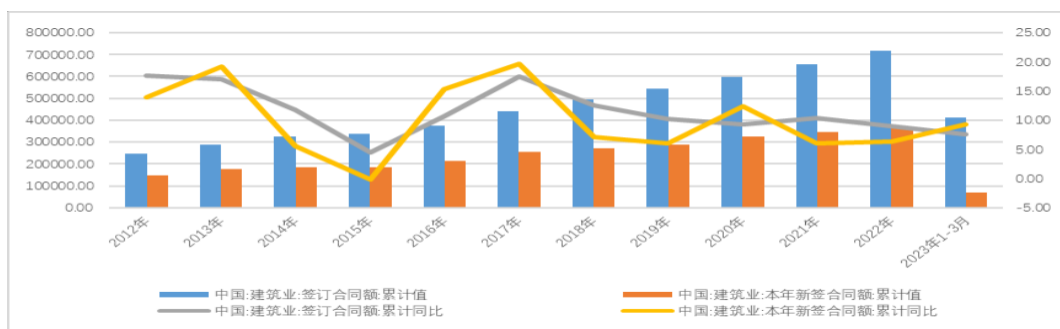
图表 2. 我国 GDP、固定资产投资及建筑业总产值变化趋势（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

新签合同为建筑行业产值形成的基础，新签合同额变化趋势与产值走势趋同，但其对市场环境变化更加敏感，短周期内的波动趋势和变化幅度更加明显。2020-2022 年，建筑业新签合同额保持增长，分别为 32.52 万亿元、34.46 万亿元和 36.65 万亿元，同比增速分别为 12.43%、5.97%和 6.36%，其中 2022 年增速略有回升。2023 年第一季度，行业新签合同额为 6.93 亿元，同比增长 9.25%，增速较上年同期提升 7.13 个百分点，增长明显。

图表 3. 建筑施工行业合同额和新签合同变化趋势（单位：亿元，%）



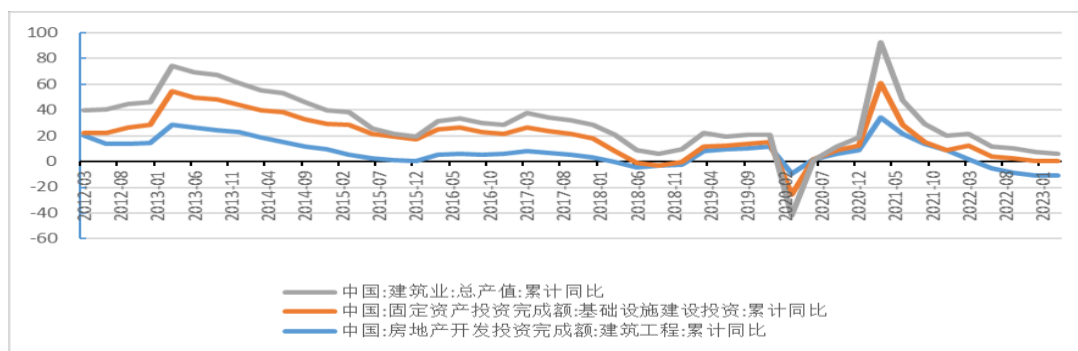
资料来源：Wind

建筑施工行业主要下游需求来自基础设施建设和房屋建设投资两大领域。2022 年，建筑施工行业虽然受到房地产市场下行的影响，但在政府大力推进基础设施建设的一揽子政策下，建筑施工行业仍然实现了平稳增长。

房地产政策收紧以及投资需求、消费需求的下降导致房地产行业产值总额和增速下降，进而传导到建筑施工行业，给行业带来较大冲击。截至 2022 年底，房地产开发投资完成额与计划投资额分别同比下降 9.96%和 0.77%，消费需求上商品房累计销售面积和累计销售额分别同比下降 24.30%和 26.71%。房地产行业投资、消费的两端压缩导致 2022 年房地产建筑工程累计值同比下降 4.20%。2022 年下半年，为了缓解房地产行业的压力，政府推出了“保交楼”等相关政策，并放松房地产保障房、租赁房政策，以支持刚性和改善性住房需求，2023 年第一季度 100 大中城市成交土地占地面积略有回升，有望支撑房地产开发的需求。

在房地产投资持续探底的背景下，基建投资作为稳增长的抓手作用凸显。为稳经济大盘，政府出台了一系列政策以充分发挥基建托底的作用，包括加大政府专项债的发行力度、加快专项债发行使用进度、支持专项债优先向在建项目倾斜等，有效支撑建筑业增长。2022 年，基础设施建设全年累计投资完成额同比增长 11.52%，较上年同期提升 11.31 个百分点；2023 年第一季度，基建投资完成额同比增长 10.82%，较上年同期提升 0.34 个百分点。

图表 4. 建筑施工行业主要下游行业投资完成额增速变化趋势（单位：%）



资料来源：Wind

政策环境

近年来，国家逐步规范建筑施工行业健康发展，推进行业“放管服”改革工作和绿色建筑发展。2020 年以来，国家住房和城乡建设部（简称“住建部”）在工程施工资质管理制度、工程造价改革和行业重点突出问题整治等方面加强管理。2020 年 12 月，住建部发布《关于印发建设工程企业资质管理制度改革方案的通知》，旨在精简企业资质类别，归并等级设置，简化资质标准，优化审批方式，放宽建筑市场准入限制。改革后，工程勘察资质分为综合资质和专业资质，工程设计资质分为综合资质、行业资质、专业和事务所资质，施工资质分为综合资质（将 10 类施工总承包企业特级资质调整为施工综合资质，可承担各行业、各等级施工总承包业务）、施工总承包资质、专业承包资质和专业作业资质，工程监理资质分为综合资质和专业资质。同年 12 月，住建部印发《关于开展建设工程企业资质审批权限下放试点的通知》，除最高等级资质（综合资质、特级资质）和需跨部门审批的资质外，将原由住建部负责审批的其他资质审批权限下放至 6 个试点地区省级住房和城乡建设主管部门；2021 年 3 月，审批权限下放试点新增 9 省。2021 年，住建部持续开展工程建设领域整治工作，遏制工程建设领域恶意竞标、强揽工程等违规行为，招标投标乱象和突出问题得到有效整治，招标投标监管制度进一步完善。

2022 年，建筑行业转型升级步伐加快，发布“十四五”建筑业发展规划、“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划、城乡建设领域碳达峰实施方案等，并公布了市政工程、装配式建筑、市域快速轨道交通设计等行业标准以规范建筑业发展。部署开展智能制造试点示范行动，装配式建筑进入快速发展阶段，建筑业数字化转型稳步推进。

图表 5. 2022 年建筑施工行业主要规划

时间	文件	核心内容
2022.1	印发“十四五”建筑业发展规划的通知（建市〔2022〕11 号）	支撑有力、市场主体有活力的现代化建筑业发展体系。主要任务为加快智能建造与新型建筑工业化协同发展，健全建筑市场运行机制，完善工程建设组织模式，培育建筑产业工人队伍，完善工程质量安全保障体系，稳步提升工程抗震防灾能力和加快建筑业“走出去”步伐。
2022.3	住房和城乡建设部关于印发“十四五”建筑节能与绿色建筑发展规划的通知（建标〔2022〕24 号）	到 2025 年，努力实现城镇新建建筑、全面建成绿色建筑，建筑能源利用效率稳步提升，基本形成绿色、低碳、循环的建设发展方式。重点发展任务包括：提升绿色建筑发展质量，提高新建建筑节能水平、加强既有建筑节能绿色改造、推动可再生能源应用、实施建筑电气化工程、推广新型绿色建造方式促进绿色建材推广应用、推荐区域建筑能源协同和推动绿色城市建设。
2022.7	住房和城乡建设部、国家发展改革委关于印发“十四五”全国城市基础设施建设规划的通知	为解决制约城市基础设施高质量发展的瓶颈，本通知要求“十四五”期间，城市建设以建设高质量城市基础设施体系为目标，以整体优化、协同融合为导向，从增量建设为主转向存量提质增效与增量结构调整并重，响应碳达峰、碳中和目标要求，统筹系统与局部、存量与增量、建设与管理、灰色与绿色、传统与新型城市基础设施协调发展，推进城市基础设施体系化建设；推动区域重大基础设施互联互通，促进城乡基础设施一体化发展；完善社区配套基础设施，打通城市建设管理“最后一公里”，保障居民享有完善的基础设施配套服务体系

资料来源：公开渠道，新世纪评级整理。

竞争格局/态势

建筑施工行业进入壁垒较低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。截至 2022 年末，我国建筑业企业数量达 14.36 万家，同比增长 11.56%。其中，国有及国有控股建筑业企业 8,914 家，较年初增加 1,088

家。同期末，建筑业从业人数 5,184.02 万人，同比下降 1.87%。从近两年数据来看，建筑施工行业集中度仍偏低。

在激烈的市场竞争中，拥有技术、资金、装备优势的大型建筑企业集团在竞争中处于有利地位。近年，以中铁工、中铁建、中国建筑和中國交建等为代表的中央国有建设集团抓住近年来快速发展的市场机遇，利用其得天独厚政策优势、有利的市场布局、雄厚的资金实力和精良的装备优势等实行大规模扩张，逐步向规划设计施工一体化、投资建设管理一体化综合型特大建设集团方向演化，在超高层建筑、桥梁、地铁、隧道等领域形成较激烈的竞争氛围。

风险关注

财务杠杆水平高，款项回收风险积累。建筑施工行业对上下游的议价能力较弱，垫资施工、工程结算周期长及业主的信用意识薄弱等因素导致建筑施工企业营运资金压力大，行业财务杠杆水平高。在地方政府财政压力加大、房地产开发企业资金链趋紧背景下，建筑施工企业回款风险持续累积。

成本控制风险。建筑施工企业在工程施工中所需水泥及钢材等原材料占生产成本比重较大，原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。同时，建筑施工属于劳动力密集型行业，随着人口老龄化及社会经济发展水平的持续提升，建筑用工供给逐步趋紧，成本持续上升。

投融资项目回报。建筑施工企业为获取施工项目参与 PPP 等投融资业务，此类项目投资规模大、回收期较长，且项目收益及回款有赖于当地政府的财政实力和履约能力。

(3) 区域因素

上海市经济实力极强，近年来区域经济运行保持韧性，产业结构持续优化。2022 年以来上海地区商品房销售面积有所下滑，但销售额仍保持小幅增长。2023 年上海将继续推进城市基础设施类项目建设，优化城市空间布局，可为相关领域施工企业提供较好的业务空间。

上海市经济总量规模大，并保持较强韧性。2020~2022 年地区生产总值（GDP）为 38,700.58 亿元、43,214.85 亿元和 44,652.80 亿元，增速分别为 1.7%、8.1%和-0.2%；同期建筑业总产值分别为 8,277.04 亿元、9,236.42 亿元和 9,273.90 亿元，增速分别为 5.9%、11.6%和 0.4%。2022 年第一产业增加值 96.95 亿元，较上年下降 3.5%；第二产业增加值 1.15 万亿元，较上年下降 1.6%；第三产业增加值 3.31 亿元，较上年增长 0.3%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 74.1%，较上年提高 0.8 个百分点。同年，上海市实现的工业增加值、全社会固定资产投资、社会消费品零售总额等金额同比均有所下降。

2022 年上海全年基础设施建设投资同比下降 7.9%，其中交通运输投资基本持平，市政建设投资下降 17.3%。当年东西通道、武宁路快速化（主线）、沿江通道浦西段高速、安远路苏州河桥等项目建成。截至 2022 年末，上海市轨道交通运营运营线路 20 条，总里程达 831 公里。2023 年，上海市将加快推进市域线机场联络线、市域线嘉闵线、市域线上海示范区线、南汇支线（两港市域铁路）、轨道交通崇明线、轨道交通 13 号线等轨道交通项目建设；推进浦东国际机场三期扩建工程、虹桥商务区东片区综合改造市政配套二期、虹桥商务区交通配套工程等对外交通项目建设。

从房产市场看，2021 年以来上海地区严格落实调控“一城一策”的要求，先后出台“沪十条”¹、“新沪七条”²等楼市新政，对现有的调控政策堵漏洞、打补丁，规范市场行为。在此背景下，上海楼市景气度呈现先高后低、总体平稳的发展态势。2022 年商品房销售面积为 1,852.88 万平方米，同比下降 1.5%，其中住宅销售面积 1,561.51 万平方米，同比增长 4.8%。全年商品房销售额为 7,467.53 亿元，同比增长 10.0%，其中住宅销售额为 6,937.77 亿元，同比增长 13.6%。在房地产市场供给端，受宏观行业及政策环境影响，区域内开发企业优先投资周转速率较快的住宅项目以加快整体资金回笼。2022 年上海市完成房地产开发投资额同比下降 1.1%，其中住宅投资同比增长 3.7%。

¹ 2021 年 1 月，上海市住建委、上海市规划局、上海市房管局三部门联合发布的《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》，简称“沪十条”。

² 2021 年 3 月，上海市住建委、上海市规划局、上海市房管局三部门联合发布的《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》，简称“新沪七条”。

2022 年上海地区经历了前所未有的考验，为此政策方面加大了纾困力度，在信贷、税收、人才落户、城市更新等方面出台一系列政策。5 月，上海市人民政府发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，明确提出积极扩大有效投资：加大新开工项目协调力度，优化政府投资项目审批程序，符合条件的政府投资项目合并编制审批项目建议书、可行性研究报告和初步设计，实行格式化审批、简化审批流程、分期审批及供地等措施，促进新项目开工建设；积极采取容缺后补等方式，加快推进重大产业项目开工建设。2022 年 6 月，连续两次发布人才落户新政，一流大学留学生放开落户限制、应届硕士毕业生可直接落户、对满足要求的应届本科毕业生开放落户限制。2022 年 10 月，上海临港进一步优化人才购房条件。符合条件的非本市户籍人才，在沪缴纳职工社会保险或个人所得税满 1 年及以上、且在本市无住房的，在新片区限购 1 套住房。预计未来基建投资增速有望回升，可为相关领域施工企业提供良好的市场空间。

2. 业务运营

该公司在地下工程施工领域及上海区域市场竞争优势显著，近年来施工业务新签合同额保持增长，项目储备较充足。公司投资类项目主要集中在长三角、珠三角等经济发达区域，但投资规模大、回收周期长，存在一定的投资风险和投资支出压力。公司房地产开发项目主要布局在上海及周边地区，无锡渔港项目去化压力较大。总体来看，公司经营规模逐步扩大，经营收益良好，同时投资收益和政府补贴可为公司盈利提供一定补充。

该公司是一家以工程施工为核心，以基建投资运营和房地产开发为依托，同时集设备制造、材料供销和融资租赁等金融服务为一体的大型企业集团。公司长期奉行“设计引领，投资带动”的经营理念，通过设计、投资、施工和运营板块联动发展，具有全产业链协同运作优势。

该公司营业收入主要来自工程施工及设计业务，该业务以工程总承包、施工总承包及专业承包等模式开展，并以工程总承包为主要经营模式。在工程总承包模式下，公司作为总承包商与业主签订总承包合同，合同规定了勘察、设计、原材料采购、施工、项目管理等工程各环节的内容，有利于控制项目投资、加快建设周期、提高管理效率。公司基建投资和运营业务主要以 PPP 模式开展，此外还提供基于各类道路、桥梁和场馆的保洁、巡逻、应急等养护运营服务。公司房地产业务包括保障房建设和住宅地产开发。此外，机械加工及制造、商品销售和融资租赁等业务可对公司盈利形成补充。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年第一季度
营业收入合计	672.21	782.34	813.08	140.68
其中：（1）工程施工及设计业务	539.83	559.10	606.29	101.78
在营业收入中占比（%）	80.31	71.47	74.57	72.35
（2）基础设施投资和运营业务	31.06	90.86	87.95	24.17
在营业收入中占比（%）	4.62	11.61	10.82	17.18
（3）房地产开发业务	49.38	66.52	60.29	1.00
在营业收入中占比（%）	7.35	8.50	7.41	0.71
（4）商品销售业务	43.26	50.17	40.84	11.79
在营业收入中占比（%）	6.44	6.41	5.02	8.38
毛利率（%）	11.38	14.30	13.01	11.99
其中：工程施工及设计业务（%）	9.59	10.31	9.57	8.64
基础设施投资和运营业务（%）	24.65	25.38	28.56	27.75
房地产开发业务（%）	15.83	28.13	15.75	17.17

主导产品或服务	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度
商品销售业务（%）	8.95	7.94	11.44	5.97

资料来源：上海城建

该公司营业收入保持增长，2020-2022 年均复合增长率为 9.98%。工程施工及设计业务收入规模和占比维持在较高水平，业务毛利率水平维持在 9.5%左右，系公司收入和盈利的主要来源。2021 年，公司执行《企业会计准则解释第 14 号》，将作为主要责任人的 PPP 项目在建阶段施工业务收入确认为投资业务收入，政府付费类投资项目利息收益由投资收益转入运营业务收入。2022 年公司基建投资和运营业务收入占比为 10.82%，但业务毛利率高，当年毛利贡献率达 23.74%。公司房地产项目数量较少，但单体项目体量较大，房地产开发业务收入和毛利率水平受项目建设和交付结转进度影响大，2022 年业务毛利率下降明显。

A. 工程施工及设计业务

该公司主要从事隧道、路桥、轨道交通、水务、能源和地下空间等城市基础设施的设计及施工业务，主要经营主体为子公司隧道股份、上海水务建设工程有限公司和上海城建水务工程有限公司。

技术因素：

目前，该公司拥有市政公用工程施工总承包特级，工程设计综合、工程勘察综合类甲级资质，公路工程、建筑工程、机电工程施工、石油化工工程施工总承包一级资质，以及隧道工程、地基基础工程、桥梁工程、公路路面工程、机场场道工程等多项专业承包一级资质。2022 年，公司新增石油化工工程施工总承包一级资质、化工石化医药行业（石油及化工产品储运专业）设计甲级资质。

作为上海市市政工程建设的主要施工力量之一，该公司在城市轨道交通、超大型隧道以及越江隧道工程建设细分领域具有竞争优势。在超大型隧道与越江隧道方面，截至 2022 年末公司承建的 14 米以上超大直径隧道工程项目已达 32 项，代表项目如上海长江隧道、上海市域铁路机场联络线、杭州钱江隧道、武汉三阳路隧道和珠海马骝洲交通隧道等。轨道交通方面，公司已先后为南京、杭州、郑州、昆明、武汉、天津、乌鲁木齐、南昌等国内众多城市成功打造了当地首条地铁线路，累计建设里程约 836 公里。2021 年以来，公司承建的长沙湘府路工程荣获中国钢结构金奖，黄浦江上游水源地工程、珠海横琴第三通道、上海浦东国际机场卫星厅及捷运系统工程和宁波市轨道交通 3 号线一期工程等 4 项工程获得第十九届土木工程詹天佑奖，诸光路通道新建工程和上海轨道交通 15 号线入选第二十届第一批土木工程詹天佑奖。

该公司拥有独立的研发中心和技术中心，专业领域基本覆盖公司主营业务范围，承担技术开发及业务支持等职能。2020-2022 年，公司研发费用分别为 24.30 亿元、25.24 亿元和 27.78 亿元，研发投入力度大。公司长期保持地下工程业务的先发优势和技术储备，孙公司上海隧道工程有限公司牵头完成的《超大直径盾构掘进新技术及应用》和合作完成的《深水大断面盾构隧道结构关键建筑材料技术与工程应用》，获国家科技进步奖二等奖。2022 年，隧道股份新增授权专利 218 项，其中发明专利 54 项；新增标准编制 61 项，在编标准 66 项，当年完成 22 项。截至 2022 年末，隧道股份累计获得 2,203 项授权专利，其中发明专利 652 项。同期末，公司拥有“国家工程研究中心”、“国家企业技术中心”等 2 家国家级研发平台、7 家市级技术中心、6 家市级工程中心、1 家市级工程技术创新中心以及 2 家博士后工作室，同时拥有 15 家高新技术企业。

规模因素：

2020-2022 年，隧道股份工程施工及设计业务新签合同额分别为 654.59 亿元、733.38 亿元和 785.94 亿元，分别同比增长 5.81%、12.04%和 7.17%。截至 2022 年末，隧道股份在手订单总额为 1,470.47 亿元，项目储备较充足。

从业务类型来看，该公司业务领域涵盖轨道交通、市政工程、道路工程和房产工程等，2022 年前述各项在隧道股份施工业务新签合同额中占比分别为 26.32%、24.32%、27.03%和 12.00%。2022 年，公司中标了鄞辉高速、郑新高速、长修高速东延项目（合同金额 186.60 亿元）、新加坡地铁跨岛线 CR202

（合同金额 39.46 亿元）、温州市府东路过江通道工程总承包项目（合同金额 33.23 亿元）等大型项目。

从区域分布来看，该公司施工业务以上海市内为主，2020-2022 年隧道股份上海市内新签合同额占比分别为 39.59%、55.94%和 46.89%。为降低单一市场风险，保持业务稳定增长，公司积极拓展外部区域市场，目前在长三角、珠三角等重点区域和杭州、宁波、武汉等十个核心城市完成市场布点。2022 年，公司设立了中原、浙江和粤港澳三大区域总部，当年在河南地区实现新签合同额 196.89 亿元。

图表 7. 隧道股份基础设施工程施工及设计业务新签合同情况（单位：亿元）

项目			2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年第一季度
施工业务	按空间类型分类	地下业务	315.32	311.71	376.56	96.84
		地上业务	299.78	365.18	340.39	68.52
	按区域划分	上海市内	243.54	378.63	336.15	90.92
		国内市外市场	368.06	245.37	340.53	74.44
		海外	3.50	52.89	40.27	--
	按订单类型分	轨道交通	147.67	156.27	188.69	24.74
		市政工程	208.80	155.99	174.34	79.14
		能源工程	48.67	73.08	43.35	10.05
		道路工程	108.37	143.71	193.77	16.94
		房产工程	81.49	124.67	86.06	14.37
		其他工程	20.09	23.17	30.73	20.12
	小计		615.10	676.89	716.95	165.36
设计业务		39.49	56.49	68.99	18.73	
合计		654.59	733.38	785.94	184.09	

资料来源：上海城建

截至 2023 年 3 月末，该公司国内在建前十大项目合同金额合计 308.86 亿元，累计确认收入 100.03 亿元，累计回款 101.96 亿元，整体回款进度较好，但部分项目施工进度受征拆迁等因素影响较约定工期滞后。此外，同期末，机场联络线申昆路停车场及虹桥商务区申昆路片区 III-G03D-02 地块上盖综合开发工程项目回款较慢，仅为结算部分的 56.64%。

图表 8. 截至 2023 年 3 月末公司在建国内前十大施工项目情况（单位：亿元）

项目名称	业主	业务模式	项目类型	计划工期	合同金额	累计确认收入	累计结算	累计回款
兰考至原阳高速公路兰考至封丘段特许经营项目	河南兰原高速东坝头黄河大桥投资管理有限公司	PPP	道路	2022.6-2025.12	41.92	1.20	1.30	2.35
兴业快线（北段）项目 ³	珠海兴格投资有限公司	总承包	市政	2017.12-2022.3	38.30	13.30	14.50	12.30
妈湾跨海通道（月亮湾大道-沿江高速）工程施工总承包 1 标	深圳市交通公用设施建设中心	总承包	市政	2019.7-2023.3 ⁴	38.07	18.86	20.56	19.31
两湖隧道（东湖段）主体及附属配套工程施工 2 标	武汉桥建集团有限公司	总承包	市政	2020.12-2024.7	37.87	7.26	7.91	11.60
佛山市季华路西延线工程设计施工总承包	佛山市建盈发展有限公司	总承包	市政	2020.9-2024.3	28.90	3.50	3.82	5.51
安罗高速豫冀省界至原阳段项目 SG-4 标	河南省京武高速公路有限公司	BOT	道路	2021.9-2024.12	25.95	8.67	9.45	7.91
上海轨道交通市域线机场联络线工程（西段）JCXSG-3 标	上海申铁投资有限公司	总承包	轨道交通	2019.6-2023.6	25.23	17.73	19.32	17.06
新建上海至南通铁路太仓至四团段吴淞口长江隧道越江段工程 HTZQ II-1 标	沪宁城际铁路股份有限公司	总承包	市政	2020.7-2024.4	24.94	5.96	6.50	6.55

³ 该项目受征拆迁进度缓慢影响，工程施工进度和付款进度未及预期。

⁴ 该项目因施工难度大于预期，进度缓慢。

项目名称	业主	业务模式	项目类型	计划工期	合同金额	累计确认收入	累计结算	累计回款
银都路越江隧道新建工程	上海黄浦江越江设施投资建设发展有限公司	总承包	市政	2019.12-2023.12	23.86	11.88	12.95	12.15
机场联络线申昆路停车场及虹桥商务区申昆路片区 III-G03D-02 地块上盖综合开发工程停车场及综合楼	上海虹瀛置业有限公司	总承包	市政	2021.10-2024.6	23.83	11.68	12.73	7.21
合计	--	--	--	--	308.86	100.03	109.03	101.96

资料来源：上海城建

海外业务方面，该公司在重点开发的新加坡、印度等地区设立海外区域公司，已经顺利完成了新加坡地铁环线 C855 工程、泰国供水隧道、印度德里地铁工程、安哥拉教育部理工学院等学校建设工程、安哥拉体育场工程等项目。公司新加坡子公司三次获得新加坡承包商最高荣誉“承包商挑战盾奖”。

2020-2022 年，该公司海外施工项目新签合同额分别为 3.50 亿元、52.89 亿元和 40.27 亿元。近年来地缘政治因素对公司海外项目拓展和施工进度有所影响，同时各类成本增加导致项目盈利能力下降。新加坡政府削减基建投入，招标项目减少，导致获取新订单难度加大；中印关系紧张导致公司在印投标受阻。截至 2023 年 3 月末，公司境外主要在建项目共 15 个，主要集中在新加坡和印度；项目合同总金额为 217.42 亿元，累计确认收入 119.10 亿元，累计回款 119.72 亿元。

成本因素

该公司工程款的回款方式以具体项目合同约定为准，业主按照施工进度支付工程款。一般模式为：业主在工程开工时支付一定比例的预付款，通常占合同金额的 5%~10%；在施工过程中每月形成验工计价单，业主于 60 天内按验工计价单的 80%~90% 支付每期计量款，预付款在进度款中分期扣除；竣工验收并完成工程结算审价后 60 天内，业主支付至工程结算额的 97%；剩余质保金在质保期结束后一次性付清。

在工程成本方面，该公司施工成本主要包括人工成本、材料成本、分包成本和机械使用成本等，近三年成本构成变化不大。公司项目承接以工程总承包模式为主，承接后再将合同部分内容分包给有资质的分包商，分包成本在工程施工成本中的占比在 55% 左右。分包商由公司统一协调、管理，以分包合同对公司负责，公司以总承包合同对业主负责。公司从事的轨道交通、大型越江隧道、高架道路等项目建设具有技术难度高、建设周期长、管理跨度大及风险点集中等特点，公司项目分包占比高，加大了项目管控难度，合同履行涉及的不确定因素多。

工程材料主要是钢材、水泥、木材和砂石等，材料成本在工程施工成本中的占比在 30% 左右。该公司定期进行大批量原材料集中采购以降低成本，合同订单大多采用开口合同的方式，即原材料价格变动超过一定范围可适当调整合同价格，可在一定程度上缓解原材料价格变动对公司经营利润的影响。

图表 9. 近三年隧道股份施工业务成本构成情况（单位：亿元、%）

项目名称	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
分包成本	244.40	55.71	249.43	55.73	256.56	54.20
直接材料费	136.56	31.13	129.14	28.85	135.11	28.54
直接人工费	13.23	3.02	15.74	3.52	20.10	4.25
直接机械使用费	12.82	2.92	13.20	2.95	13.22	2.79
其他成本	31.71	7.23	40.07	8.95	48.36	10.22
合计	438.72	100.00	447.58	100.00	473.35	100.00

资料来源：上海城建

⁵ 质保期一般为 2 年。

B. 基础设施投资和运营业务

基础设施投资和运营业务为近年来该公司重点开拓和发展的业务，有助于延伸产业链，形成资产经营与生产经营联动的业务模式。投融资项目投资运营主要通过隧道股份下属投资公司上海基建和施工单位开展，公路运营及养护则由隧道股份下属子公司上海城建城市运营（集团）有限公司负责。伴随项目陆续进入运营期，公司运营收入规模增加，2020-2022 年分别实现运营收入 31.06 亿元、43.61 亿元和 50.81 亿元，其中养护管理费收入（含运营路段收入）分别为 24.21 亿元、25.81 亿元和 26.48 亿元。

该公司投资经营的基础设施项目主要集中在上海及周边城市，经济增长和城市建设发展相对较快的省会或沿海城市。2016 年以来，公司投资类业务承接方式由传统的 BT、BOT 模式向 PPP 模式转变。近年来，隧道股份已建、在建和运营的大中型项目（含 BT、BOT、PPP 模式）52 项。

2022 年，该公司联合中标鄂辉高速、郑新高速、长修高速东延项目（BOT 模式）投融资项目，项目总投资为 186.60 亿元，公司权益比例为 49.45%，公司资本金出资额为 18.45 亿元。2023 年第一季度，公司中标广东省农产品加工示范区（江门台山）斗山园区建设 PPP 项目，项目总投资 6.26 亿元，预计可带动施工业务合同额 3.50 亿元。2022 年-2023 年 3 月末，公司新增进入回购期/运营期项目 5 个。截至 2023 年 3 月末，公司在手投资类项目共 33 个，其中在建项目 11 个、运营期项目 16 个、回购期项目 6 个。

截至 2023 年 3 月末，该公司回购期项目 6 个，项目总投资额为 182.09 亿元，期末累计收到回购款 227.33 亿元，其中南昌两个项目回款滞后。同期末，公司进入运营期的投融资项目共 16 个，项目总投资为 364.79 亿元，期末累计回款 145.52 亿元，项目回款进度均正常。

图表 10. 截至 2023 年 3 月末公司处于回购期项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目类型	权益比例	项目总投资	期末已投资	回购总金额	预期收益率	回购期	累计回款	2023 年拟回购金额
常州高架一期道路工程	BOT	100	43.63	43.63	105.00	9.00	2009-2033	60.81	3.62
常州高架二期道路工程	BOT	100	63.00	62.14	121.00	9.00	2011-2033	86.72	2.71
南昌朝阳大桥工程项目	BT	100	20.00	22.76	25.70	9.00	2015-2017	20.03	--
南昌市绕城高速公路南外环 3A ⁶	BT	100	13.68	20.97	21.15	12.00	2017-2022	14.96	--
38 省道宁海桥头胡至深甬段改建工程 BT 工程 ⁷	BT	100	6.60	6.60	7.08	7.00	2018-2022	7.08	--
长沙万家丽路快速化改造工程 BT 项目	BT	100	35.18	35.18	37.73	9.00	2016-2019	37.73	--
合计	--	--	182.09	191.28	317.66	--	--	227.33	6.33

资料来源：上海城建

图表 11. 截至 2023 年 3 月末公司处于运营期的项目情况（单位：亿元，%）

项目名称	项目总投资额	权益比例	运营管理期限	收费标准/政府付费方	2022 年运营总收入	2023 年 1-3 月运营总收入	截至 2023 年 3 月末累计回款
杭州钱江通道及连接线 BOT 工程	38.67	100	2014.04-2040.03	20 元/标准车次	3.24	0.62	13.67
大连路隧道项目	16.55	100	2003.09-2028.09	专营权补贴：1.64 亿元/年	3.70	0.14	42.17 ⁸
嘉浏高速公路项目	8.57	100	2005.07-2032.06	《上海市高速公路车辆通行费车型分类收费标准表》	2.81	0.84	51.23
G107 线郑州境东移改建（二期）工程	7.55	35.10	2017.12-2029.12	政府付费	0.52	0.08	5.20
中意（宁波）生态园基础设施建设工程	4.77	63.00	2018.04-2035.09	政府付费	0.29	0.06	2.13
杭州文一路地下通道（保椒北路—紫金港路）BOT 工程	34.63	100	2018-2038	政府付费	2.51	0.60	14.71

⁶ 该项目期末已投资额超出项目总投资，主要系项目最终的施工范围大于原合同约定的范围。

⁷ 38 省道宁海桥头胡至深甬段改建工程 BT 工程和长沙万家丽路快速化改造工程 BT 项目均仅剩少量尾款，基本完成回购。

⁸ 大连路隧道项目 2022 年一次性回购，故累计回款金额较大，但收入确认会计处理仍按年分摊。

项目名称	项目总投资额	权益比例	运营管理期限	收费标准/政府付费方	2022 年运营总收入	2023 年 1~3 月运营总收入	截至 2023 年 3 月末累计回款
铁路杭州南站综合交通枢纽东西广场工程 PPP 项目	23.90	49.00	2021.07-2036.07	杭州萧山城市建设投资有限公司	1.64	1.57	3.13
宁德市蕉城区三屿园区开发及其配套基础设施 PPP 项目	18.30	90	2020.4-2033.03	宁德市蕉城区土地收储中心	1.53	0.25	4.49
浙江省台州市杭绍台改善公路(台州段) PPP 项目	88.62	86.98	2021-2051	台州市交通局	1.78	0.53	3.70
慈溪市胜山至陆埠公路(横河-余慈界段)工程 PPP 项目	16.70	66.50	2022.01-2034.12	慈溪市交通运输局	0.76	0.21	3.60
江油至三台芦溪公路(G247 线绵阳市城区过境段)改建工程(江油段)及福田渡改桥工程 PPP 项目	9.93	100.00	2021.06-2034.05	江油市交通局	0.88	0.12	0.63
铁路温岭站综合交通枢纽工程 PPP 项目	12.71	66.50	2022.05-2037.05	温岭市铁路新区管理委员会	0.39	0.06	0.05
昆明经济技术开发区呈黄路(北段)西辅线工程包 PPP 项目	6.53	80.00	2022.12-2037.12	昆明经济技术开发区住房和城乡建设局	1.39	0.27	0.09
余姚市公共文化中心 PPP 项目	7.43	85.00	2022.07-2034.07	余姚市文化广电新闻出版局;	1.20	0.05	0.72
时代大道南延(绕城至中环路)工程 PPP 项目	28.74	70.00	2022.12-2037.12	杭州市萧山区交通运输局	10.57	2.02	--
越东路及南延段(杭甬高速-绍诸高速平水口)智慧快速路工程(杭甬高速至二环南路以北) I 标段 PPP 项目	41.19	65.00	2022.10-2039.10	绍兴市住房和城乡建设局	3.74	1.19	--
合计	364.79	--	--	--	36.95	8.61	145.52

资料来源：上海城建

注：运营总收入包含项目运营收入、投资收益。

截至 2023 年 3 月末，该公司投资类项目共有 11 个在建项目（其中并表项目 9 个），项目总投资额为 232.36 亿元；公司需投资金额为 195.98 亿元，累计已完成投资 91.24 亿元。随着在建项目及新签投资项目的推进，公司仍将面临一定的资本支出压力。

与纯工程施工承包相比，投资类项目整体收益较高，但项目建设需投入大量资金，投资回收周期较长。总体来看，该公司基础设施投资规模大，加大了自身的经营风险，尤其是来自 PPP 项目自身的收益不确定风险和政府信用风险。

图表 12. 截至 2023 年 3 月末公司在建投资类项目情况（单位：亿元、%、年）

项目名称	项目总投资额	项目模式	公司持股比例	是否并表	建设期+运营期	公司投资完成情况		项目融资情况	
						投资总额	累计投资	授信获批金额	期末贷款余额
九龙湖新城起步区市政基础设施 E 标段二期工程	5.82	BT	100	是	2+2	5.82	3.42	-	-
株洲轨道科技城路网工程 PPP 项目	19.41	PPP	90.00	是	2+15	18.91	15.69	5.62	5.62
官渡 6 号路等 13 条新建道路 PPP 项目	9.85	PPP	72.00	是	2+18	9.65	2.70	2.84	0.89
自贡市水环境综合治理 PPP 项目	24.68	PPP	84.92	是	2+13	23.99	15.18	17.00	9.93
嘉浏高速公路项目(扩宽)	14.98	BOT	100	是	2.5+30.5	14.98	9.77	10.48	5.79
S317 线郑州境新郑机场至新密段改扩建工程 PPP 项目	22.42	PPP	49.00	是	2.5+13	19.56	6.64	16.88	2.40
余姚微电子集成电路 IC 封测项目	19.82	投资人+EPC	92.00	是	1.5+5	15.06	15.92	-	-
广东省农产品加工示范区(江门台山)斗山园区建设 PPP 项目	6.26	PPP	69.00	是	1+17	6.26	-	-	-
兰考至原阳高速公路兰考至封丘段特许经营项目	69.76	BOT	50.00	否	-	35.58	-	-	-
浙江省台州市地下综合管廊一期工程 PPP 项目	24.68	PPP	80.00	是	20	19.74	21.92	20.00	16.82
杭州市富阳秦望通道工程项目	14.68	BOT	36.00	否	-	26.43	-	-	-
合计	232.36	--	--	--	--	195.98	91.24	72.82	41.45

资料来源：上海城建

C. 房地产业务

该公司房产开发业务类型包括商品住宅、保障房及商务办公楼，主要经营主体为全资子公司上海城建置业发展有限公司（简称“城建置业”）。作为上海市六个大型保障性住房基地的五个对口开发企业之一，公司承担了部分保障房建设任务，较普通商品房的利润空间偏小。截至 2023 年 3 月末，公司在手保障房项目计划投资额合计 260.46 亿元，累计已投资 233.05 亿元。益欣置业项目和云翔保障房项目剩余部分经济适用房款项待回笼，浦江镇项目剩余部分配套设施在建。

2020 年，该公司与上海融创房地产开发集团有限公司（简称“上海融创”）成立项目公司上海瑞钊置业有限公司（分别持股 49%和 51%）合作开发杨浦定海社区 D1-5 地块。项目于 2022 年预售，目前已售罄，实现销售金额 46.13 亿元。2021 年 10 月，公司以 41.40 亿元取得上海市杨浦区江浦地块，项目计划于今年预售。2022 年 7 月，公司与上海国企合作以 55.38 亿元取得位于浦东高路的浦东高行 G08 地块，项目预计于今年部分预售。

截至 2023 年 3 月末，该公司存量商品房开发项目 9 个，以上海及无锡、南昌等周边城市为主。同期末，公司商品房开发项目总投资额 507.68 亿元，累计已投资 397.94 亿元；累计实现销售金额 263.66 亿元，累计结转收入 191.57 亿元。公司在建项目如瑞行东岸和瑞骅置业项目仍较大投资需求。无锡渔港项目期末去化进度为 49.35%，项目去化速度仍很慢。

图表 13. 截至 2023 年 3 月末公司在开发房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目类型	计划总投资	累计投资额	2023 年计划投资额 ⁹	项目建设进度	建筑面积	取得预售/销售许可证面积	2022 年预售/销售面积	2022 年预售/销售金额 ¹⁰	累计销售面积	累计销售金额	累计结转收入
益恒置业有限公司浦江镇项目	保障房	199.66	173.29	13.10	在建	241.57	202.56	7.75	10.11	184.33	173.57	135.91
上海益翔置业有限公司嘉定云翔保障房项目	保障房	16.62	16.62	--	完工	19.35	15.96	0.08	0.10	15.52	15.02	15.07
上海益欣置业有限公司	保障房	44.18	43.14	--	完工	48.79	40.84	2.00	5.15	38.75	44.80	45.04
上海城建博远置业有限公司安亭瑞仕华庭	商品房	57.74	50.11	5.77	完工	35.59	27.04	0.56	0.91	25.07	60.85	57.55
上海瑞南置业有限公司奉贤区海港开发区 52-02 区域地块项目	商品房	18.32	18.32	--	完工	17.32	15.89	--	--	15.89	22.20	21.14
上海城建（江西）置业有限公司江西商品房九龙湖地块	商品房	18.90	15.79	0.48	完工	31.81	16.62	0.18	0.22	13.96	13.25	12.41
上海丰鑫置业有限公司长海长风 8 号西项目	商品房	40.51	35.52	4.38	完工	7.96	7.31	--	1.55	7.31	52.03	47.99
上海瑞行东岸置业有限公司	商品房	164.05	102.71	28.90	在建	51.81	32.79	--	--	--	--	--
上海城建置业无锡有限公司渔港项目	商品房	76.72	59.55	9.95	在建	45.20	26.75	3.90	8.42	13.20	33.24	19.47
上海城建置业无锡蠡湖有限公司瑞湖华庭	商品房	38.38	38.99	0.60	完工	26.60	17.23	0.33	0.75	17.17	35.96	33.01
上海瑞钊置业有限公司	商品房	31.03	29.16	1.83	在建	5.16	2.96	2.96	29.32	2.96	46.13	--
上海瑞骅置业发展有限公司	商品房	62.03	47.79	12.44	在建	5.67	--	--	--	--	-	--
合计	--	768.14	630.99	77.45	--	536.83	405.95	17.76	56.53	334.16	497.05	387.59

资料来源：上海城建

D. 其他业务

该公司商品销售业务主要由控股子公司上海城建物资有限公司（简称“城建物资”）开展。城建物资系集研究、开发、生产、经营预拌商品混凝土、混凝土制品及相关配件于一体的专业化公司，拥有国

⁹ 其中已完工项目 2023 年投资主要系后期税款支付。

¹⁰ 除本表外，有零散房地产项目销售收入共计 3.76 亿元。

家商品混凝土生产及混凝土预制构件专业承包二级资质，具有生产各类高标号混凝土、特种混凝土、商品砂浆、混凝土预制构件的技术储备和能力。公司商品销售业务对供应商采用供货后结算模式，平均账期为半年左右；对下游客户的结算方式相同，平均账期在一年左右。2020-2022 年，公司商品销售业务实现收入 43.26 亿元、50.17 亿元和 40.84 亿元。城建物资主要下游客户主要为大型国企、央企以及集团内部企业，2022 年前五大客户销售金额为 15.71 亿元，占城建物资营业收入的比重为 30.08%，客户集中度较高。

图表 14. 2022 年城建物资商品销售业务前五大客户明细（单位：亿元）

商品类别	客户名称	销售金额	占城建物资营业收入比重
商品混凝土、混凝土预制构件及其他建筑材料	中国建筑第八工程局有限公司	4.97	9.51%
	中国建筑第七工程局有限公司	4.78	9.15%
	上海隧道工程有限公司	3.14	6.01%
	上海建工四建集团有限公司	1.48	2.83%
	上海公路桥梁（集团）有限公司	1.35	2.58%
合计		15.71	30.08%

资料来源：上海城建

该公司通过隧道股份全资子公司上海城建隧道装备有限公司进行盾构机的设计和生产。公司生产的盾构设备，按品种分类主要包括土压平衡盾构、泥水平衡盾构、双模盾构以及 TBM 等；按产品直径分类，包括直径 7 米左右适用于城市轨道交通隧道的盾构产品，以及直径 11 米和 15 米左右适用于大型越江隧道的盾构产品。目前公司已具备地铁盾构年产 40 台，大型或超大型盾构年产量 4-6 台的生产规模。此外，公司还提供盾构产品的验收、维修、检测等服务。公司盾构设备的销售模式通常是直接销售或租赁形式提供给工程发包方或工程施工方。2020-2022 年，该项业务实现营业收入有所波动，分别为 1.18 亿元、3.29 亿元和 1.10 亿元。

该公司通过隧道股份下属上海元晟融资租赁有限公司（简称为“元晟租赁”）开展融资租赁业务。元晟租赁围绕隧道股份产业链上下游，提供直接租赁、售后回租、经营性租赁等服务。2022 年末，元晟租赁的生息资产不良率和关注类资产比率均为 0。

图表 15. 近年元晟租赁经营情况

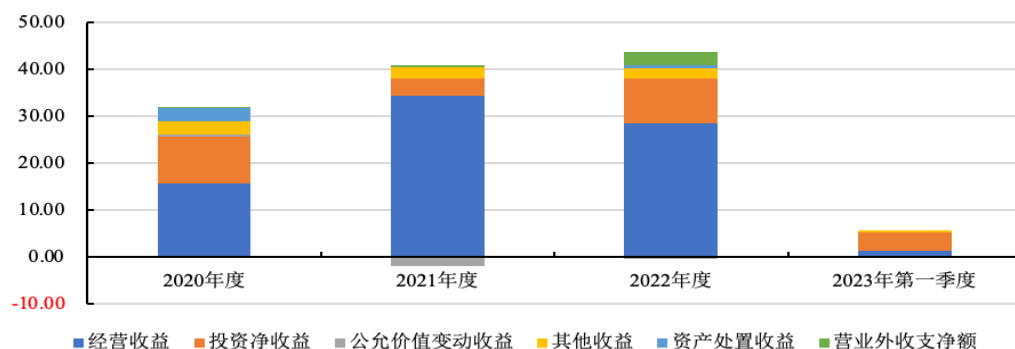
项目	2020 年/末	2021 年/末	2022 年/末
生息资产规模（亿元）	43.06	54.56	61.81
收入（亿元）	2.44	4.32	4.34
总资产（亿元）	46.41	67.85	67.85
其中：风险资产（亿元）	43.07	60.91	64.33
总负债（亿元）	35.63	47.27	49.07
风险资产放大倍数（倍）	3.9954	2.9597	3.4255

资料来源：上海城建

此外，该公司还积极拓展其他业务领域，向业主提供项目策划、监理顾问、设备安装等配套服务。上述非核心业务较为分散，且在公司营业收入中的占比较低，对整体经营业绩影响不大。

(2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据上海城建所提供数据绘制。

该公司利润主要来自主业经营收益，来源稳定。公司经营收益整体呈增长趋势，2020-2022 年分别实现经营收益 15.60 亿元、34.33 亿元和 28.43 亿元，2022 年公司营业收入同比略有增长，但毛利率较上年下降 1.29 个百分点，同时期间费用率有所上升，使得经营收益较上年有所下降。

图表 17. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	672.21	782.34	813.08	140.68
毛利率（%）	11.38	14.30	13.01	11.99
毛利（亿元）	76.51	111.90	105.82	16.86
期间费用率（%）	8.10	8.43	8.57	10.63
其中：财务费用率（%）	1.60	2.52	2.49	3.71
全年利息支出总额（亿元）	13.19	22.78	35.42	--

资料来源：根据上海城建所提供数据整理。

2020-2022 年，该公司期间费用分别为 54.45 亿元、65.96 亿元和 69.70 亿元，期间费用率分别为 8.10%、8.43%和 8.57%。2022 年，公司管理费用、研发费用和财务费用分别为 20.11 亿元、27.78 亿元和 20.25 亿元。随着带息债务规模扩张，以及 2021 年以来会计政策变更，公司投资项目在建期间财务费用不再资本化，导致财务费用率增长。总体来看，公司期间费用规模大，但控制情况尚可。

图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他关键因素	2020 年度	2021 年度	2022 年度	2023 第一季度
投资收益（亿元）	10.18	3.76	9.54	3.78
其他收益（亿元）	2.80	2.34	2.20	0.36
营业外收入（亿元）	0.50	0.74	3.30	0.06

资料来源：根据上海城建所提供数据整理。

2022 年，该公司实现投资收益 9.54 亿元，同比大幅增长，其中上海建元股权投资基金合伙企业（有限合伙）投资对象北京华大九天科技股份有限公司在深交所上市，确认投资收益 6.12 亿元。公司可持续获得财政扶持金、境外工程投标补贴等补助，2022 年确认其他收益 2.20 亿元。同年，公司取得土地补偿款结转 3.15 亿元，计入营业外收入。2022 年，公司净利润同比增长 15.37%至 33.60 亿元；总资产报酬率为 3.67%，较上年小幅下降；净资产收益率为 9.13%，与上年基本持平。

2023 年第一季度，该公司实现营业收入 140.68 亿元，同比增长 9.99%；实现毛利 16.86 亿元，同比略有增长。同期公司实现净利润 3.72 亿元，同比增长 55.21%。

(3) 运营规划/经营战略

该公司战略愿景定位为全球最具价值创造力的城市建设运营综合服务商及其生态资源集成商，具体表现为以城市基础设施建设运营服务为抓手，以科技创新为驱动，以提升政府和公众满意度为理念，打造城市建设运营生态圈的资源集成平台，实现可持续发展为战略定位；进一步将基础设施建设运营作为传统核心板块，将数字化和金融业务作为新兴战略板块，通过双核的协同发展驱动整体业务增长。

子公司隧道股份继续深入推进落实《隧道股份区域性国资国企综合改革三年工作计划》和“十四五战略发展规划纲要”相关要求，持续优化业务结构，提升全产业链运作能力，深入贯彻“技术引领、资本推动、数据赋能、协同发展”的经营理念，全力打造内外部资源全面协同融合的城市建设运营资源集成商，不断推动隧道股份向更高质量发展阶段迈进。2023 年主要经济增长目标是：力争实现营业收入较 2022 年增长 8-10%；扣除非经常性损益后的归母公司净利润较 2022 年增长 5-10%。

管理

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，实际控制人仍为上海市国资委。公司治理及管理方面未发生重大变化。公司对合营项目公司提供股东借款产生一定规模的关联资金往来。

该公司为国有独资企业，上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海市国资委”）为其实际控制人。公司产权状况详见附录一。

该公司关联交易主要包括与关联方的商品和劳务往来、资金拆借及少量租赁和融资保理业务。2020-2022 年，公司向关联方采购商品、接受劳务金额分别为 5.71 亿元、9.26 亿元和 6.46 亿元，占同期营业成本比重分别为 0.96%、1.38%和 0.91%；同期向关联方销售商品、提供劳务收入分别为 2.66 亿元、9.92 亿元和 10.61 亿元，占同期营业收入比重分别为 0.40%、1.27%和 1.31%。2022 年末，公司对关联方应收类款项账面余额为 71.35 亿元，主要为子公司城建置业向合营企业上海瑞行东岸置业有限公司提供的股东借款本金余额 60.98 亿；对关联方应付类款项账面余额为 6.24 亿元。

2022 年 4 月 29 日，该公司免去陆雅娟、朱东海董事职务，聘任葛以衡、宋晓东为董事；免去朱晨红监事职务，聘任彭瑶、张嵩、冯凯新为监事。目前公司董事会、监事会成员数量均符合《公司章程》相关规定。

根据该公司所提供的《企业信用报告》，截至 2023 年 6 月 19 日，公司本部近三年信贷历史无不良记录，未结清信贷记录均为正常类。截至 2023 年 5 月末，公司存续期债券本金余额为 105.00 亿元。

财务

该公司基础设施板块投资力度较大，融资需求及资金占用规模持续上升。公司通过增加经营性负债和新增债务融资等方式缓解资金压力，应付账款及刚性债务规模快速增加。公司存量货币资金较充足，且外部融资渠道畅通，即期偿债压力可控。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2020 年度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；中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021-2022 年度财务报表进行了审计，并出具标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和陆续颁布的各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。公司 2021 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则第 21 号——租赁》（2018 修订）（财会[2018]35 号）；1 月 26 日起执行《企业会计准则解释第 14 号》（财会[2021]1 号）；12 月 30 日起执行《企业会计准则解释第 15 号》（财会

[2021]35号)。公司自2022年11月30日起执行《企业会计准则解释第16号》(财会[2022]31号)。

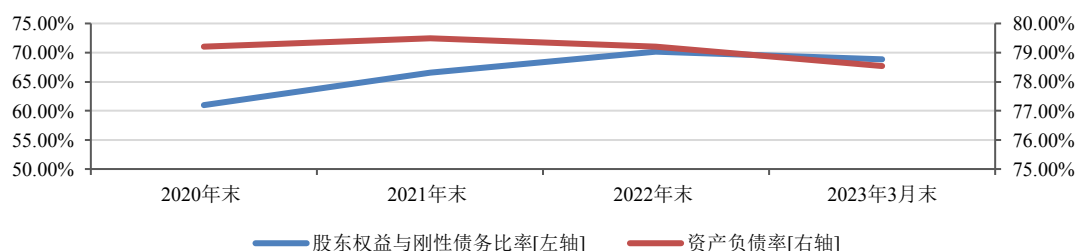
2020年2月14日,该公司本部以现金对价5.39亿元向隧道股份转让持有的上海城建城市运营(集团)有限公司(简称“运营集团”)100%股权,运营集团由二级子公司变更为三级子公司¹¹。2020年8月28日,公司本部以现金对价5.57亿元向隧道股份转让持有的子公司上海城建滨江置业有限公司(简称“滨江置业”)100%股权,滨江置业由二级子公司变更为三级子公司¹²。2021年4月,子公司隧道股份之全资孙公司元晟租赁与上海东方证券资产管理有限公司(简称“东证资管”)签署协议设立元晟租赁2021年第一期资产支持专项计划(简称“一期专项计划”)。元晟租赁认购一期专项计划中全部次级份额,由公司担任一期专项计划的流动性支持机构、差额支付承诺人,为一期专项计划提供增信措施,并承担了一期专项计划可变回报的全部收益和风险,公司根据相应会计准则规定将其作为结构化主体纳入合并范围¹³。2021年9月28日,公司本部以现金对价0.18亿元向隧道股份转让持有的子公司上海城建隧道装备科技发展有限公司(简称“隧道装备公司”)100%股权,隧道装备公司由二级子公司变更为三级子公司¹⁴。2022年,公司合并范围内新增9家孙公司,均为子公司隧道股份通过收购或新设成立的子公司。截至2022年末,公司合并范围内共计13家二级子公司,与上年末相比无变化。

本评级报告将该公司在其他权益工具列报的太平洋-上海城建债权投资计划¹⁵调整至非流动负债科目核算,并基于此进行分析。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源:根据上海城建所提供数据绘制。

该公司工程施工和基础设施投资运营业务结算及回款周期长,营运资金占款多,属于资金密集型行业。近年来,公司资产负债率稳中有降,2023年3月末为78.54%。得益于少数股东权益快速增长,公司权益资本对刚性债务的覆盖倍数有所提高,2023年3月末为68.88%,权益资本对刚性债务的保障程度有所提升。

¹¹ 根据上海财瑞资产评估有限公司出具的以2019年9月30日为评估基准日并经国资主管部门备案的《评估报告》,运营集团100%股权在收益法下的评估结果为53,900.00万元。在评估基准日,运营集团经审计股东全部权益账面价值为28,667.35万元。前述评估结果增值额为25,232.65万元,增值率为88.02%。

¹² 根据上海东洲资产评估有限公司出具的以2019年12月31日为评估基准日并经国资主管部门备案的《评估报告》,资产基础法下滨江置业100%股权的评估值为55,732.26万元。在评估基准日,滨江置业经审计股东全部权益账面价值为39,221.17万元。前述评估结果较账面值增值额为16,511.09万元,主要系投资性房地产增值所致。

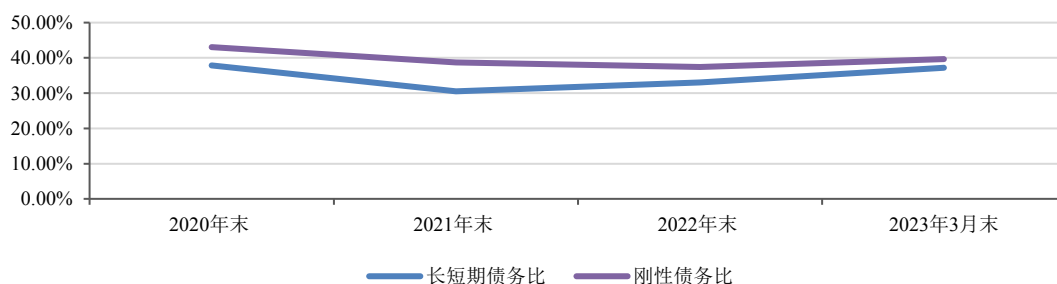
¹³ 根据《元晟租赁2021年第一期资产支持专项计划说明书》,该专项计划由东证资管设立管理,并向元晟租赁销售资产支持证券。一期专项计划发行规模9.69亿元,其中次级资产支持证券发行规模0.49亿元,由元晟租赁认购。截至2022年末,一期专项计划中优先级A1、A2资产支持证券剩余本金分别为0.00亿元、0.55亿元,次级资产支持证券剩余本金为0.49亿元。

¹⁴ 根据上海申威资产评估有限公司出具的以2021年3月31日为评估基准日并经国资主管部门备案的《评估报告》,隧道装备公司100%股权的评估价值为1,832.89万元。前述评估结果增值额为1,832.89万元,主要系隧道装备公司持有的土地使用权【沪(2021)嘉字不动产权第013575号】增值,该地块位于嘉定区安亭镇0808号地块,为工业用地,使用期限50年。

¹⁵ 2022年7月,公司与太平洋资产管理有限责任公司签订了《太平洋-上海城建债权投资计划投资合同》,公司作为融资本体融集投资资金本金金额不超过人民币68亿元用于投资项目的项目建设、补充营运资金等,融资期限为无固定期限,自每笔投资资金的投资收益起算日(含)起计算,至公司宣布清算或依法应予清算之日或该笔投资资金到期日止(以先到之日为准)。截至2022年末,太平洋-上海城建债权投资计划账面价值为40.04亿元。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
刚性债务	486.32	43.04	513.61	38.74	561.19	37.40	574.73	39.68
应付账款	379.77	33.61	549.37	41.44	699.27	46.61	654.81	45.20
合同负债	171.71	15.20	162.40	12.25	130.13	8.67	121.72	8.40
其他应付款	35.76	3.16	30.38	2.29	30.23	2.01	30.09	2.08

资料来源：根据上海城建所提供数据绘制。

注：其他应付款中含应付利息和应付股利。

该公司负债以流动负债为主，长短期债务比在 30%-38%之间波动。从债务构成上看，公司债务主要集中于刚性债务、应付账款、合同负债和其他应付款，2022 年末上述科目合计占负债总额的比例为 94.70%。

随着业务规模扩大，该公司应付账款逐年快速增长，主要包括应付劳务、工程分包商的工程款和原材料采购款等，2022 年末应付账款余额同比增长 27.28%至 699.27 亿元；其中一年以内的占比为 96.82%，账龄较短。合同负债主要包括预收房款和项目业主预付公司的项目工程款，2022 年末合同负债余额为 130.13 亿元，同比下降 19.87%，主要系 2021 年度预收售房款结转收入所致。其他应付款主要为代垫费用与代扣款、资金拆借款（往来款）、分包方保证金、修理费等，2022 年末余额与上年末基本持平。此外，长期应付款主要包含动迁补偿款及土地补偿款，2022 年末余额为 3.67 亿元。

图表 21. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	205.76	236.72	221.08	215.28
其中：短期借款	148.57	162.85	161.05	165.35
应付票据	18.62	22.29	15.43	14.77
一年内到期非流动负债	38.57	51.59	44.60	35.16
中长期刚性债务合计	280.56	276.89	340.11	359.46
其中：长期借款	216.70	233.08	238.00	241.97
应付债券	63.86	34.35	50.50	65.82
其他中长期刚性债务	--	9.46	51.61	51.66
综合融资成本（年化，%）	4.12	4.40	3.93	--

资料来源：根据上海城建所提供数据整理

近年来，该公司刚性债务规模扩张迅速，2020-2022 年末刚性债务余额分别为 486.32 亿元、513.61 亿元和 561.19 亿元。2022 年末，公司中长期刚性债务在刚性债务总额中的占比较上年末增长 6.70 个百分点至 60.61%，刚性债务期限结构有所拉长。

该公司短期刚性债务主要由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成。2022 年末短期借款余额为 161.05 亿元，其中信用借款占比 99.96%，其余为未到期应付利息。同年末应付票据余额同比下降 30.75%至 15.43 亿元，其中银行承兑汇票占比 84.88%；一年内到期的非流动负债同比下降 13.56%至 44.60 亿元，主要包括一年内到期的长期借款 27.20 亿元、一年内到期的应付债券 15.29 亿元和一年内到期的租赁负债 1.56 亿元。公司中长期刚性债务包括长期借款、应付债券和其他中长期刚性债务。2022 年末长期借款为 238.00 亿元，其中 31.01 亿元为信用借款、186.50 亿元为质押借款、20.49 亿元为抵押借款。质押借款主要系以 PPP 项目的全部或部分权益、收益权为质押标的取得的项目贷款；抵押借款主要以投资性房地产、固定资产和存货为抵押物。2022 年公司发行本金规模 25.00 亿元的“22 沪城 01”，子公司隧道股份发行本金规模 25.00 亿元的“22 隧道 01”，年末公司应付债券余额同比增长 47.01%至 50.50 亿元。公司其他中长期刚性债务包括因执行新租赁准则确认的租赁负债 2.55 亿元、供应链融资余额 8.44 亿元、元晟租赁 2021 年第一期资产支持专项计划（优先级部分）余额 0.58 亿元¹⁶以及发行的太平洋-上海城建债权投资计划 40.04 亿元。

2023 年 3 月末，该公司负债总额为 1,448.61 亿元，较上年末下降 3.45%。同期末，中长期刚性债务增至 359.46 亿元，主要系 2023 年 3 月 17 日发行本金规模 15.00 亿元、票面利率 3.12%的“23 沪城 01”。公司通过上下游的资金占用以及银行借款来缓解运营资金补充压力。整体来看，公司刚性债务规模大，但存量货币资金充裕，同时外部融资渠道畅通，公司偿债压力总体尚可控。

3. 现金流量

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
营业周期（天）	281.94	271.58	308.13	--	--
营业收入现金率（%）	104.75	91.19	86.61	130.28	122.48
业务现金收支净额（亿元）	88.76	40.46	42.07	-44.03	-37.81
其他因素现金收支净额（亿元）	-25.61	19.54	-4.48	2.73	13.12
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	63.14	60.00	37.59	-41.29	-24.69
EBITDA（亿元）	52.66	72.27	80.46	--	--
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	0.14	0.15	--	--
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.60	2.93	2.27	--	--

资料来源：根据上海城建所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

受工程项目周期及业主结算、账款回收周期较长等因素的影响，该公司营业周期较长，一般在 300 天左右。2020-2022 年，公司经营活动现金净流量分别为 63.14 亿元、60.00 亿元和 37.59 亿元，经营性现金流保持净流入。2022 年，公司业务收支净额增长至 42.07 亿元，其他因素现金收支净额由正转负。

2022 年由于利润总额增长，该公司 EBITDA 同比增长 11.34%至 80.46 亿元。当年公司 EBITDA 对刚性债务的覆盖程度有所上升；由于利息支出同比大幅增长，EBITDA 对其保障程度有所下降。

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一 季度	2022 年第一 季度
回收投资与投资支付净流入额	-95.83	-1.65	-54.17	-5.19	-1.91
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-11.27	-18.47	-31.81	-3.68	-6.78

¹⁶ 截至 2023 年 3 月末，元晟租赁 2021 年第一期资产支持专项计划（优先级部分）余额为 0。

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
处置子公司及其他营业单位形成的净额	-0.06	-1.14	6.03	--	--
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.02	2.85	0.51	--	--
投资环节产生的现金流量净额	-107.19	-18.41	-79.45	-8.87	-8.69

资料来源：根据上海城建所提供数据整理。

该公司投资活动现金流入主要为收到的投资类项目的回购款，投资活动现金流出主要为投融资项目投资支出、对外股权投资和固定资产购买支出。2020-2022 年，公司投资性现金净流出分别为 107.19 亿元、18.41 亿元和 79.45 亿元。其中 2021 年较上年显著下降，主要系当期执行《企业会计准则解释第 14 号》，PPP 项目投入计入经营性现金流所致。2022 年较上年显著增长主要系对时代大道南延（绕城至中环段）工程 PPP 项目和越东路及南延段（杭甬高速-绍诸高速平水口）智慧快速路工程（杭甬高速至二环南路以北）I 标段 PPP 项目等 PPP 项目投资支出增加。

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度	2022 年 第一季度
吸收投资收到的现金	22.71	25.97	115.59	0.00	0.17
取得借款及发行债券收到的现金	286.86	248.87	289.34	45.85	126.11
偿还债务支付的现金	212.02	257.87	322.18	36.88	70.95
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	26.31	33.14	32.09	2.68	5.18
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	-5.31	0.64	-0.56	-0.06	-0.05
筹资环节产生的现金流量净额	65.93	-15.54	50.09	6.23	50.11

资料来源：根据上海城建所提供数据整理。

2020-2022 年，该公司筹资活动现金流净额分别为 65.93 亿元、-15.54 亿元和 50.09 亿元。其中 2021 年筹资活动现金流转为净流出，主要系当期银行借款及债券到期较多，偿还债务力度较大所致。

2023 年第一季度，该公司经营性现金净流出 41.29 亿元，净流出规模较上年同期明显增加，主要系当期生产经营支出增长所致。同期，公司投资活动现金净流出 8.87 亿元，筹资活动现金净流入 6.23 亿元。鉴于投资类项目和房地产业务板块仍有较大的投资建设支出需求，公司未来仍将有较大的融资需求。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	802.98	941.47	1,053.31	1,003.12
	56.29	56.45	55.61	54.39
其中：现金类资产（亿元）	259.19	281.38	290.46	246.45
应收账款（亿元）	177.63	223.20	223.06	210.31
存货（亿元）	131.42	156.14	138.75	146.94
合同资产（亿元）	195.75	232.06	355.49	348.26
其他应收款（亿元）	12.55	12.91	16.88	20.10
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	623.48	726.44	840.83	841.34
	43.71	43.55	44.39	45.61
其中：长期应收款（亿元）	179.62	295.50	297.47	308.33
长期股权投资（亿元）	39.06	47.85	63.18	67.71
投资性房地产（亿元）	28.87	25.62	26.04	24.83

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
固定资产（亿元）	54.81	55.33	63.35	59.77
在建工程（亿元）	36.94	56.92	36.73	38.15
无形资产（亿元）	43.60	45.96	50.14	51.13
其他非流动资产（亿元）	226.67	179.38	270.60	258.50
期末全部受限资产账面金额（亿元）	340.53	400.17	434.01	--
受限资产账面余额/总资产（%）	23.87	23.99	22.91	--

资料来源：根据上海城建所提供数据整理。

注：2020-2022 年末其他应收款不含应收利息和应收股利，2023 年 3 月末数据因无明细包含应收利息及股利。

2020-2022 年末，该公司资产总额逐年增长，分别为 1,426.45 亿元、1,667.92 亿元和 1,894.14 亿元，年复合增长率为 15.23%。伴随基础设施投入的增加，公司非流动资产在资产总额中的占比在 43%左右。

该公司流动资产主要为现金类资产、应收账款、其他应收款、合同资产和存货构成。公司应收账款主要为工程施工业务形成的应收工程款项，2022 年末账面价值为 223.06 亿元，与上年末基本持平。从账龄分布看，应收账款余额中 1 年期及以内的占比为 54.68%，3 年期以上占比 11.81%，账龄期限偏长。尽管公司应收账款对象主要为政府部门及其授权机构，交易对手方信用对相关款项回收能够提供较强支持，但期较长，且公司对应收账款计提的预期信用损失率较同行业偏低，或存在一定的减值风险。同年末，按欠款方归集的期末余额前五大应收账款账面余额合计 29.04 亿元，合计占应收账款比例为 12.27%。公司存货主要包括房地产开发成本、开发产品、原材料及库存商品等，2022 年末账面价值同比下降 11.14%至 138.75 亿元，其中房地产开发项目形成的开发成本和开发产品账面价值分别为 91.67 亿元和 27.40 亿元。合同资产为已完工未结算施工项目、未决算项目质保金和已结算未达收款期的施工项目，随着公司业务规模增加，年末合同资产账面价值同比增长 53.19%至 355.49 亿元。其他应收款年末账面余额为 16.88 亿元，主要为往来款、押金保证金、应收代垫款等款项；累计计提坏账准备 8.47 亿元，其中对上海市市政工程动迁用房建设处 4.47 亿元其他应收款计提减值 3.93 亿元。公司现金类资产储备较充裕，2022 年末货币资金余额为 279.84 亿元，其中受限货币资金为 6.71 亿元，受限规模有限，即期现金支付能力强。

该公司非流动资产主要有长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2022 年末，长期应收款账面价值 297.47 亿元，其中融资租赁款为 62.57 亿元，投融资项目形成的长期应收款为 234.90 亿元。同年末，长期股权投资余额同比增长 32.04%至 63.18 亿元，主要系当期对上海瑞行东岸置业有限公司等合营企业以及杭州秦望工程建设运营有限公司、淮建元绿金碳谷创业投资基金合伙企业（有限合伙）、绍兴柯桥杭金衢联络线高速公路有限公司等联营企业追加投资所致。同年末公司在建工程账面价值同比下降 35.46%至 36.73 亿元，主要包括龙华街道 500 街坊 P1 宗地项目年末余额 25.10 亿元（系徐汇滨江公司办公楼项目，年末投资进度为 72.88%）以及盾构设计制造及配套项目 9.82 亿元。同年末，其他非流动资产余额同比增长 50.85%至 270.60 亿元，主要系当期新增上海瑞行东岸置业有限公司项目借款 55.67 亿元¹⁷，同时其他非流动资产-合同资产较上年末增加 36.95 亿元所致。固定资产主要为房屋建筑物、施工设备及非标设备等，同年末账面价值同比增长 14.49%至 63.35 亿元。无形资产账面价值 50.14 亿元，其中投资项目专营权 44.02 亿元、土地使用权 5.71 亿元。投资性房地产年末账面价值为 26.04 亿元，较上年略有增长。

2023 年 3 月末，该公司资产总额较上年末下降 2.62%至 1,844.46 亿元，其中货币资金较上年末下降 15.70%至 235.91 亿元，其他科目较上年末变化不大。

¹⁷ 上海城建置业发展有限公司与上海瑞行东岸置业有限公司签订多项《借款协议》，协议约定累计可借款本金 63.50 亿元，借款到期日为 2025 年末，每年年末复利计息。截至 2022 年末，上海城建置业发展有限公司向上海瑞行东岸置业有限公司放款本息合计 60.98 亿元。

图表 26. 截至 2022 年末公司资产受限情况（单位：亿元）

受限资产	受限资产期末账面价值	受限原因
货币资金	6.71	保证金、抵押冻结款项等
长期应收款	213.98	质押借款
投资性房地产	25.81	抵押借款
固定资产	1.81	抵押借款
无形资产	43.33	质押借款
其他非流动资产	138.34	质押借款
存货	4.02	抵押借款
合计	434.01	--

资料来源：上海城建

截至 2022 年末，该公司受限资产合计 434.01 亿元，占公司总资产的 22.91%。受限资产以长期应收款和其他非流动资产为主，主要系公司以对项目下享有的特许经营收益权或收款权等进行质押取得项目融资所致。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率（%）	97.97	92.67	93.34	94.95
现金比率（%）	31.62	27.70	25.74	23.33
短期刚性债务现金覆盖率（%）	125.97	118.87	131.38	114.48

资料来源：根据上海城建所提供数据整理。

近年来，该公司流动性指标有所弱化，现金比率呈下降趋势。截至 2023 年 3 月末，公司短期刚性债务的现金覆盖率为 114.48%。受益于非受限货币资金较充裕，同时外部融资畅通，公司即期偿债压力可控。

6. 表外事项

截至 2022 年末，该公司合并口径共有 2 起重大未决诉讼，主要为建设工程分包合同纠纷。其中公司作为原告涉诉金额 6.83 亿元，作为承担连带清偿责任施工总包方涉诉金额 0.98 亿元。截至 2023 年 3 月末，公司对合并范围外其他公司无担保。

7. 母公司/集团本部财务质量

公司本部（即母公司）主要承担管理职能。截至 2022 年末，母公司货币资金余额为 28.86 亿元，刚性债务余额为 170.94 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 0.37 倍；资产负债率为 84.46%，较上年末有所增长。同年末，母公司资产总额 235.21 亿元，主要分布为货币资金 28.86 亿元、交易性金融资产 8.74 亿元、其他应收款 119.14 亿元、长期股权投资 65.47 亿元。同年末其他应收款账面余额中账龄 1 年以内占比 80.45%，3 年以上占比 6.02%，整体账龄有所缩短；前五大欠款方账面余额合计 123.93 亿元，占比 95.86%，合计计提坏账准备 7.80 亿元。2022 年母公司实现营业收入 5.04 亿元，投资收益 3.10 亿元，净利润 4.54 亿元。

该公司的核心主业及资产集中在下属上市公司平台——隧道股份，但 2016 年将持有隧道股份 408,732,492 股无偿划转给国盛集团后，母公司对隧道股份的持股比例由 43.49%降至 30.49%。母公司对下属子公司的房地产投资建设资金支持力度较大，但房地产业务投资回收周期较长且存在一定的不确定性。

外部支持

该公司资信状况良好，银行综合信用授信额度较高。截至 2023 年 3 月末，公司合并口径获得各银行综合授信额度总额 2,052.42 亿元，其中国家政策银行及工农中建交五大行占比 42.58%。同期末公司已使用授信额度为 913.60 亿元，尚未使用的授信额度为 1,138.81 亿元，后续融资空间大。

跟踪评级结论

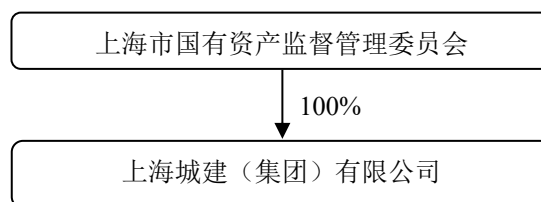
跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，实际控制人仍为上海市国资委。公司治理及管理方面未发生重大变化。公司对合营项目公司提供股东借款产生一定规模的关联资金往来。

该公司在地下工程施工领域及上海区域市场竞争优势显著，近年来施工业务新签合同额保持增长，项目储备较充足。公司投资类项目主要集中在长三角、珠三角等经济发达区域，但投资规模大、回收周期长，存在一定的投资风险和投资支出压力。公司房地产开发项目主要布局在上海及周边地区，无锡渔港项目去化压力较大。总体来看，公司经营规模逐步扩大，经营收益良好，同时投资收益和政府补贴可为公司盈利提供一定补充。

该公司基础设施板块投资力度较大，融资需求及资金占用规模持续上升。公司通过增加经营性负债和新增债务融资等方式缓解资金压力，应付账款及刚性债务规模快速增加。公司存量货币资金较充足，且外部融资渠道畅通，即期偿债压力可控。

附录一：

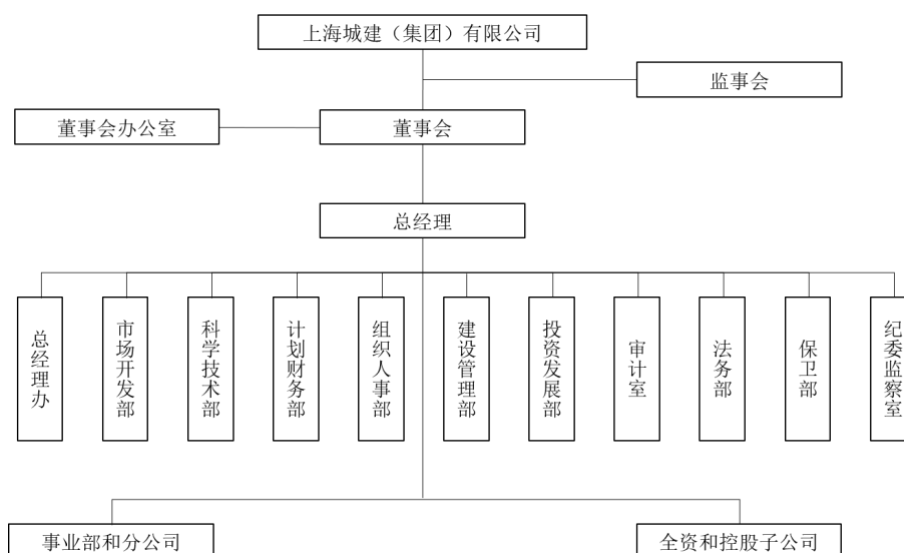
公司与实际控制人关系图



注：根据上海城建提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据上海城建提供的资料绘制（截至 2023 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2022 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量	
上海城建（集团）有限公司	上海城建	本级	--	管理职能	170.94	36.65	5.04	4.54	-21.19	母公司口径
上海隧道工程股份有限公司	隧道股份	核心子公司	30.49%	基础设施建设、设备制造	360.68	338.56	652.74	29.93	37.49	

注：根据上海城建 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
资产总额 [亿元]	1,426.45	1,667.92	1,894.14	1,844.46
货币资金 [亿元]	246.93	271.60	279.84	235.91
刚性债务[亿元]	486.32	513.61	561.19	574.73
所有者权益[亿元]	296.55	342.08	393.73	395.86
营业收入[亿元]	672.21	782.34	813.08	140.68
净利润[亿元]	24.82	29.12	33.60	3.72
EBITDA[亿元]	52.66	72.27	80.46	—
经营性现金净流入量[亿元]	63.14	60.00	37.59	-41.29
投资性现金净流入量[亿元]	-107.19	-18.41	-79.45	-8.87
资产负债率[%]	79.21	79.49	79.21	78.54
权益资本与刚性债务比率[%]	60.98	66.60	70.16	68.88
流动比率[%]	97.97	92.67	93.34	94.95
现金比率[%]	31.62	27.70	25.74	23.33
利息保障倍数[倍]	2.17	2.45	1.85	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	281.94	271.58	308.13	—
毛利率[%]	11.38	14.30	13.01	11.99
营业利润率[%]	4.71	4.93	4.97	4.06
总资产报酬率[%]	3.32	3.91	3.67	—
净资产收益率[%]	8.78	9.12	9.13	—
净资产收益率*[%]	7.91	7.77	7.50	—
营业收入现金率[%]	104.75	91.19	86.61	130.28
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.40	6.54	3.51	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-4.22	3.39	-2.96	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.60	2.93	2.27	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.14	0.15	—

注：表中数据依据上海城建经审计的 2020~2022 年度及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
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)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
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%
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

附录五：

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、CCC 及以下等级外，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、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2009 年 5 月 20 日	AA/稳定	韩军、桑倩	--	报告链接
	评级结果变化	2010 年 12 月 15 日	AA+/稳定	韩军、桑倩	--	报告链接
		2014 年 7 月 24 日	AAA/稳定	余海微、章俊	新世纪评级方法总论（2012） 建筑施工行业信用评级方法（2014 版） 建筑施工行业评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022 年 6 月 28 日	AAA/稳定	高珊、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 建筑施工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 27 日	AAA/稳定	高珊、凌辉	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	=
债项评级 (22 沪城 01)	历史首次评级/前次评级	2022 年 7 月 6 日	AAA	高珊、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 建筑施工行业信用评级方法（2018） 工商企业评级模型（建筑施工）MX-GS004（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023 年 6 月 27 日	AAA	高珊、凌辉	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）	=

注 1：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2：上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。