



2024 年度 上海隧道工程股份有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20242057M-01

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2024 年 7 月 3 日至 2025 年 7 月 3 日。主体评级有效期内，中诚信国际将对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 未经中诚信国际事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 7 月 3 日

评级对象	上海隧道工程股份有限公司
主体评级结果	AAA/稳定
评级观点	中诚信国际肯定了上海隧道工程股份有限公司（以下简称“隧道股份”或“公司”）在隧道工程领域具有很强的竞争优势；新签合同额持续增长且业主结构优，业务多元化程度进一步提高；经营获现水平良好及股东背景好等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司 PPP 项目仍面临一定投资压力及应收账款账龄较长等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。
评级展望	中诚信国际认为，上海隧道工程股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：经营及业务承揽规模下降、业务回款情况明显弱化、盈利持续下滑、债务过度扩张且投资回报率未及预期等。

正面

- 公司在隧道工程领域具有很强的竞争优势
- 新签合同额保持增长且业主结构优，业务多元化程度进一步提高
- 经营获现水平良好，具备很强流动性，且股东背景较好

关注

- PPP项目仍面临一定投资压力，运营及回购期项目的经营及回款情况亦值得关注
- 应收账款账龄较长，需对回收及时性保持关注

项目负责人：杜佩珊 pshdu@ccxi.com.cn

项目组成员：刘彦迪 ydliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

隧道股份（合并口径）	2021	2022	2023
资产总计（亿元）	1,297.57	1,528.77	1,619.16
所有者权益合计（亿元）	293.67	341.20	356.54
负债合计（亿元）	1,003.90	1,187.57	1,262.62
总债务（亿元）	361.63	362.11	366.19
营业总收入（亿元）	622.26	722.97	741.93
净利润（亿元）	24.27	30.40	31.75
EBIT（亿元）	46.96	53.51	55.78
EBITDA（亿元）	57.47	67.26	72.49
经营活动净现金流（亿元）	31.34	40.47	31.78
营业毛利率（%）	13.06	12.25	10.28
总资产收益率（%）	3.62	3.79	3.54
EBIT 利润率（%）	7.55	7.40	7.52
资产负债率（%）	77.37	77.68	77.98
总资本化比率（%）	55.19	51.49	50.67
总债务/EBITDA（X）	6.29	5.38	5.05
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.10	3.59	3.59
FFO/总债务（X）	0.09	0.09	0.05

注：1、中诚信国际根据隧道股份提供的其经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债和其他非流动负债中的带息债务。

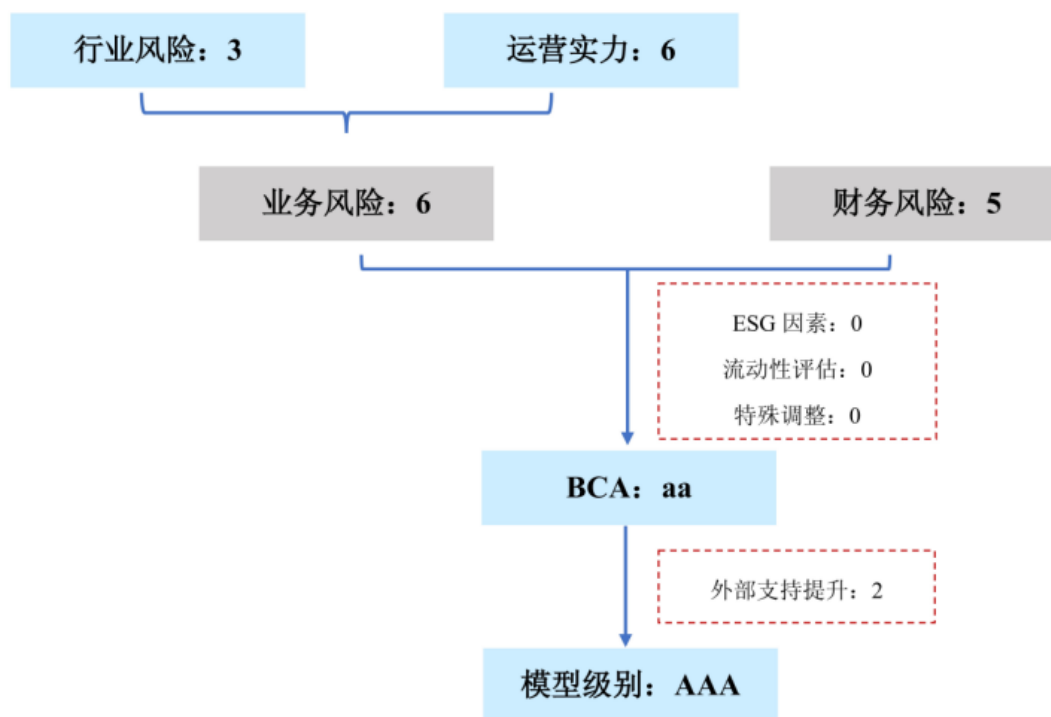
同行业比较（2023 年数据）

公司名称	新签合同额 （亿元）	营业总收入 （亿元）	EBIT 利润率 （%）	资产负债率 （%）	现金周转天数 （天）
中交路桥建设有限公司	1,356.66	550.68	6.21	72.63	-48
山东省路桥集团有限公司	1,060.15	521.67	7.04	78.06	14
上海隧道工程股份有限公司	953.80	741.93	7.52	77.98	-83

中诚信国际认为，与同业企业相比，公司在隧道工程领域具有很强的竞争实力，新签合同额规模中等，但增速较快，业主结构较优；盈利能力处于同业较高水平；资产质量尚可，财务杠杆相对适中，现金周转效率高。

● 评级模型

上海隧道工程股份有限公司评级模型打分(C180000_2024_06_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

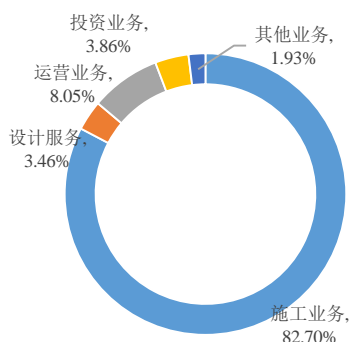
外部支持: 公司作为上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海国资委”）下属重要的上市施工企业，以及控股股东上海城建(集团)有限公司（以下简称“城建集团”）下属唯一上市公司，能够得到股东在资源获取、项目承揽、信用背书和资金等多方面的支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000_2024_06

评级对象概况

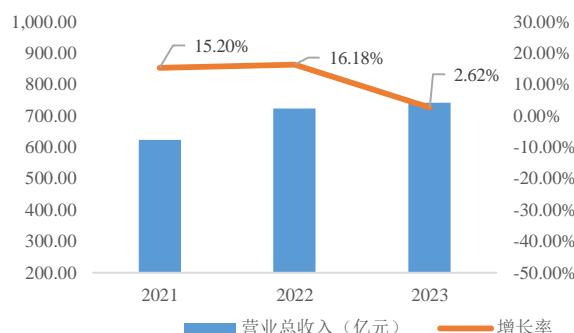
公司前身为上海市隧道工程公司，始建于 1965 年，后经一系列改制，公司于 1994 年在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：600820）。公司主营业务包括以越江隧道、城市轨道交通为主的施工业务，并通过施工业务带动项目投资及运营、以盾构机为主的机械制造以及工程咨询和市政工程养护业务等，形成了设计、施工、投资、重要施工装备制造、运营养护一体化的产业链，2023 年实现营业总收入 741.93 亿元。

图 1：2023 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

产权结构：截至 2023 年末，公司注册资本和实收资本均为 31.44 亿元，控股股东城建集团持股比例为 30.49%，实际控制人为上海市国资委。

表 1：截至 2023 年末公司主要子公司（亿元）

主要子公司	简称	截至 2023 年末			2023 年	
		持股比例	总资产	净资产	营业收入	净利润
上海基础设施建设发展（集团）有限公司	上海基建	100.00%	389.10	154.20	35.94	8.44
上海隧道工程有限公司	上海隧道	100.00%	434.08	87.52	224.41	7.61
上海城建市政工程（集团）有限公司	市政集团	100.00%	234.84	25.80	138.41	1.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreCreditResearch/detail/11126?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，2023 年地产行业景气度低位震荡和政府化债进度等因素较大幅度地拖累了建筑业总产值增长，行业效益继续下滑。稳增长政策持续加码，将为建筑业带来结构性机会，但在下游回款及投资需求

未得到实质改善的前提下，2024 年建筑行业增长或继续承压，行业内民营企业和弱资质、弱区域地方国企信用实力的变化需重点关注。

按产值构成来看，房屋建筑业和土木工程建筑¹产值占比分别约为 60%和 30%左右。房建方面，2023 年以来在“保交付”政策支撑下，房屋竣工面积实现阶段性增长，但新开工面积持续负增长，当年固定资产投资中房地产投资增速同比下降 8.10%，且房地产新开工面积占建筑业新开工面积的比重进一步下降，对建筑业需求端贡献度持续弱化。同时，在房地产行业尚处于底部修复期的背景下，房企开工、投资或难有明显改善，涉房业务较多的建筑企业在项目拓展及工程回款方面面临较大压力，且流动性风险已传导至部分上游建筑企业。此外，国务院及住建部等部门均提出未来要加大保障性住房建设和供给，我国住房供应体系或将发生变化，房地产行业将出现商品房和保障房并重的格局，建筑企业房建业务内部结构占比将随之变化。

从基础设施建设来看，在房地产行业深度调整、地方财政和债务压力加大的现实背景下，2023 年基础设施投资增速同比下降 3.5 个百分点。为了防控化解地方政府债务风险，中央推出了“一揽子化债方案”，建筑企业工程回款情况得到一定程度改善；同时，中央强调“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，建筑企业在重大水利工程、生态保护和修复以及保障性租赁住房、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”等领域仍存在结构性投资机会。

但整体来看，受下游行业景气度和资金情况等拖累，2023 年建筑业总产值增速进一步下行。考虑到目前大部分化债手段主要解决短期流动性问题，长期债务化解仍需要在财政和货币政策的实施中着眼提高投入产出效率，因此在当前地方政府仍处于资金紧平衡状态和房地产仍处于底部修复期的背景下，2024 年建筑业总产值增速大幅提升概率仍较低。同时，多数建筑企业在市场拓展、垫资和回款等方面面临的压力上升，尾部弱资质企业加速出清，民企和弱区域弱资质地方国企的信用风险变化需重点关注。

详见《中国建筑行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10946?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，公司在隧道工程领域具有很强的竞争优势，新签合同额保持增长；技术实力很强，但除市政外的其他领域资质等级有提升空间；公司积极进行产业结构调整 and 区域公司实体化布局，业务多元化水平有望进一步提高；PPP 项目仍面临一定投资压力，运营及回购期项目经营及回款情况亦值得关注。

公司在隧道工程领域具有很强的竞争优势，并积极开展能源、轨道交通、房产工程等项目建设，综合竞争实力逐步提升。

城市基础设施建设相关的各类隧道及附属结构设计及施工项目具有较高的准入门槛，公司是国内最早开发和使用盾构隧道技术的建筑施工企业，也是全球少数既拥有施工能力又有施工设备独立制造能力的企业。2023 年公司在隧道工程领域持续保持着很强的竞争优势，承建的上海北横通道 8 标工程、机场联络线工程、杭州秦望通道工程、珠海妈湾跨海通道工程 1 标盾构段顺利贯通；公司的“沪驰号”盾构“创造了 10 米级大直径盾构软土地层单月（10 月）进尺世界纪录——868

¹ 房屋建筑业主要包括住宅、厂房和商品及服务用房等的建设；土木工程建筑业中主要包括公路、铁路和水利等的建设。

米（434 环）。

此外，公司依托在隧道领域积累的施工经验和核心技术优势，积极开展能源、轨道交通、房产工程等项目建设，综合竞争实力逐步提升。

2023 年公司新签合同额进一步增长，项目质量好且业主结构优，可为后续业务发展提供较好保障，但工程款回收及时性仍值得关注。

2023 年公司保持了在基建主业的核心优势，持续深耕大直径隧道、轨道交通、大型地下工程、大型公路与市政工程等业务，新签合同额进一步提升。公司在手项目以公路、轨道交通、隧道工程施工为主，项目储备比不高但项目质量好，业主基本均为政府及政府平台和国企，业主整体资信水平高，但在部分地方政府财政资金压力加大的背景下，相关工程款的回收及时性等情况仍值得关注。

表 2：近年来公司项目承揽情况（亿元、X）

	2021	2022	2023
新签合同额	776.63	835.86	953.80
其中：施工业务新签合同额	676.89	716.95	819.76
营业总收入	622.26	722.97	741.93
新签合同额/营业总收入	1.25	1.16	1.29

注：新签合同额包括投资业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司技术实力很强，在市政领域拥有行业最高等级资质，但其他施工领域资质等级有提升空间。

2023 年以来，公司高等级资质未发生变化，截至 2023 年末，公司拥有市政公用工程总承包特级资质和工程设计、工程勘察和工程咨询资信“三综甲”资质，资质等级很高，但其他施工领域的资质等级有提升空间。

表 3：公司主要施工业务资质情况

资质类型	施工业务资质名称
总承包特级	市政公用工程
总承包一级	公路工程、建筑工程、机电工程、石油化工工程等
专业承包一级	桥梁工程、隧道工程、公路路面工程、公路路基工程、机场场道工程、公路交通工程（公路安全设施）、公路交通工程（公路机电工程）、地基基础工程、建筑装修装饰工程、防水防腐保温工程、电子与智能化工程等
综合甲级	工程设计、工程勘察、工程咨询资信

资料来源：公司提供

技术研发方面，截至 2023 年末，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 家市级工程中心以及 2 家博士后工作室等创新载体，同时拥有 20 家高新技术企业，当年新增 5 家高新技术企业。截至 2023 年末，公司累计获得 2,490 项授权专利，其中发明专利 767 项。其中，2023 年新增授权 287 项，其中发明专利 115 项；新增标准编制 87 项，在编标准 157 项，当年完成 19 项。综合来看，公司研发技术实力很强。

公司积极进行产业结构调整 and 区域公司实体化布局，业务多元化水平有望进一步提高。

2023 年公司业务类型变化不大，单一类型新签合同额占比均不高，业务多元化程度高。在投资类项目市场投放节奏放缓的背景下，公司积极开拓施工总承包业务，2023 年除道路工程类项目因市

场需求下降新签合同额同比减少外，其他领域新签合同额均同比上升。同时，公司积极推动产业结构优化调整，随着下属公司上海城市环境集团有限公司（以下简称“环境集团”）完成对水务板块的整合以及城盾隧安地下工程有限公司引入战略投资者²，业务多元化程度有望进一步提升。此外，2023 年公司新设立了智慧运营科创中心³，可进一步增强公司产业链服务能力和市场竞争力。

表 4：近年来施工业务新签合同按业务类型划分（亿元）

	2021	2022	2023
轨道交通类（包括轨道交通车站、区间、有轨电车及机电安装）	156.27	188.69	215.16
市政工程类（包括越江隧道、顶管工程、污水处理厂、综合管廊、桥梁等市政工程等市政工程）	155.99	174.34	205.91
能源工程类（包括电厂取排水、泵房、燃气工程、沥青供应等）	73.08	43.35	89.40
道路工程类（包括市区城市快速道、高速公路等）	143.71	193.77	124.20
房产工程类（包括地基基础、房屋建设等）	124.67	86.06	120.15
其他工程类（混凝土构件、机械制造、机场工程等）	23.17	30.73	64.94
合计	676.89	716.95	819.76
其中：投资业务带动施工份额	67.51	138.90	24.44

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域方面，2023 年公司不断推动区域实体化工作，相继组建粤港澳大湾区区域总部、浙江区域总部，形成了以新加坡为中心的海外区域和中原、浙江、粤港澳大湾区在内的四大区域总部。2023 年公司在上海市内新签项目拓展较好，占比进一步上升，但其他区域受地方政府项目审批节奏放缓、市场竞争加剧和公司控制项目风险等因素影响，新签合同额同比略有下降。海外业务方面，公司紧跟国家“一带一路”和“走出去”战略，开拓海外市场，目前公司海外业务主要集中在新加坡、港澳、印度等区域，在手项目以施工业务为主，近年来新签合同额有所下降且占比不高。根据公司规划，公司未来将积极结合自身在隧道施工、污水处理、地铁维保服务等领域的技术和经验优势，积极拓展海外业务。**中诚信国际认为**，海外项目施工易受当地经济形势、政治、法律等因素影响较大，需对公司海外业务的经营及回款情况保持关注。

表 5：近年来施工业务新签合同按区域划分（亿元、%）

	2021		2022		2023	
	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比
上海市内	378.63	55.94	336.15	46.89	441.49	53.86
上海市外（不含海外）	245.37	36.25	340.53	47.50	339.44	41.41
海外	52.89	7.81	40.27	5.62	38.82	4.74
合计	676.89	100.00	716.95	100.00	819.76	100.00

注：因四舍五入，部分数据加总数与合计数不一致。

资料来源：公司提供

公司在手 PPP 项目仍面临一定投资压力，运营期项目经营及回款情况亦值得关注。

公司投融资项目拓展较为谨慎，目前在手资本运营项目以 BOT/PPP 模式为主。截至 2023 年末，公司在手控股 PPP 项目共 18 个，总投资金额约 368 亿元，其中有 4 个项目仍在建设，尚需投资约 25 亿元，仍面临一定的投资支出压力；2023 年运营期项目回款情况较好，累计回款约 32 亿元。同期末，公司在手控股 BOT 项目 6 个，均已进入运营期，运营情况良好，回款额已覆盖投资

² 2023 年，公司对下属公司环境集团现金增资 7 亿元，并通过环境集团完成对控股股东城建集团下属上海城建水务工程有限公司及上海水务建设工程有限公司 100%股权的收购工作，为公司水务基建板块发展提供条件。此外，公司下属城盾隧安地下工程有限公司引入外部战略投资者，加大地下工程应急维保业务重点区域市场开拓力度。

³ 截至 2023 年末，公司拥有五大科创中心，分别为城市更新、数字盾构、智慧运营、新材料和双碳科创中心。

额。中诚信国际认为，公司投资项目对施工份额带动效果较好，但建设周期长且后续存在一定的投资压力，同时进入运营期项目的经营及回款情况亦值得关注。

财务风险

中诚信国际认为，2023 年公司保持了较好的盈利能力，但市场竞争日趋激烈对公司主业盈利性带来较大挑战；基金投资收益对当期利润形成较好补充，但收益稳定性及退出情况值得关注；公司经营获现保持在较好水平，杠杆比率稳定，依靠很强的流动性及外部融资可实现到期债务接续。

盈利能力

2023 年公司保持了较好的盈利能力，基金投资收益对当期利润形成较好补充，但收益稳定性及退出情况值得关注。

2023 年，以投融资项目利息收入为主的投资业务收入有所下降，但施工业务和运营业务板块收入同比增加带动营业总收入保持增长；但受市场竞争激烈、原材料上涨等因素影响，除投资业务外，其他板块毛利率均有所下降，使得公司营业毛利率有所下降。

表 6：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
施工业务	494.13	9.03	595.07	8.46	613.60	6.94
设计服务	27.02	30.72	26.68	25.86	25.65	17.38
运营业务	42.30	28.51	49.42	25.33	59.72	17.79
投资业务	47.25	21.93	37.14	33.26	28.63	43.60
其他业务	11.55	51.33	14.66	44.03	14.33	42.98
营业收入/营业毛利率	622.26	13.06	722.97	12.25	741.93	10.28

注：其他业务收入涉及材料销售、租赁业务、劳务收入和托管费收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2023 年公司在创新及技术升级方面的投入持续增大，研发费用进一步增长；管理费用随着公司业务规模扩大亦保持增长；同时，公司为缓解资金压力扩大供应链融资规模导致利息支出增加，导致财务费用同比上升。整体来看，公司期间费用控制水平略有弱化。

2023 年公司经营性业务利润同比下降较多，但投资收益⁴大幅提升使得公司利润总额和 EBIT 利润率保持增长，投资收益稳定性及退出情况值得关注。公司业主结构较优，2023 年减值计提随应收工程款规模增加而上升，但实际坏账很少。整体来看，2023 年公司保持了较好的盈利能力。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023
管理费用	15.20	16.85	18.74
研发费用	21.72	26.86	29.77
财务费用	16.35	14.71	17.30
期间费用率	8.58	8.09	8.88
经营性业务利润	28.40	30.53	10.43
资产减值损失	0.25	0.30	0.75
信用减值损失	0.89	1.83	2.13

⁴ 2023 年公司对上海建元股权投资基金合伙企业（有限合伙）权益法下确认投资收益 25.80 亿元，主要系该基金投资北京华大九天科技股份有限公司（以下简称“华大九天”）收益情况较好，华大九天于 2022 年在深圳证券交易所上市。

投资收益	2.41	9.45	29.79
利润总额	29.76	38.67	39.31
EBIT	46.96	53.51	55.78
EBIT 利润率	9.24	9.30	9.77

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

2023 年末公司资产和负债规模保持增长，但项目推进使得未结算工程款规模上升，工程款回收及时性值得关注；公司债务规模整体稳定，受益于利润积累，权益规模进一步增加，财务杠杆较为稳定，仍处于同行业适中水平。

2023 年末公司总资产规模进一步增加，但结构变化不大。其中，在业主流动性趋紧的背景下，公司大力推进清收清欠工作，同时拓宽融资渠道，货币资金保持增长且受限比例较低，可动用部分较充裕；与工程项目推进和结算相关的合同资产、应收账款、长期应收款和其他非流动资产整体保持增长，需对其回收的及时性保持关注。公司长期股权投资主要为对投融资项目的资本金投资及产业基金投资，2023 年末增长较多主要系对北大九天的投资收益增加所致。

公司负债结构以经营性负债为主，随着业务规模扩大加之供应链业务开展使得 2023 年末应付账款增长较快；有息债务规模较为稳定，且结构仍以长期债务为主。

权益结构方面，受益于未分配利润积累，2023 年末公司所有者权益保持增长。综合影响下，2023 年末公司财务杠杆较为稳定，仍处于同行业适中水平。

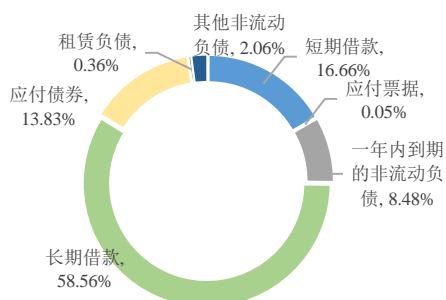
表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023
货币资金	179.93	206.00	218.18
应收账款	207.86	207.60	218.26
合同资产	219.81	358.52	387.03
长期应收款	296.12	295.83	286.87
长期股权投资	40.41	54.86	80.24
其他非流动资产	157.70	209.64	226.64
总资产	1,297.57	1,528.77	1,619.16
应付账款	499.24	651.53	735.99
合同负债	81.89	95.76	77.70
总负债	1,003.90	1,187.57	1,262.62
短期债务	140.58	103.72	92.24
短期债务/总债务	38.87	28.75	25.19
总债务	361.63	360.81	366.19
未分配利润	134.06	152.70	169.46
所有者权益合计	293.67	341.20	356.54
资产负债率	77.37	77.68	77.98
总资本化比率	55.19	51.40	50.67

注：总债务中不包含子公司发行的永续债。

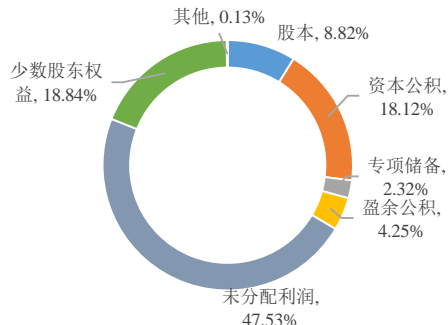
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

2023 年公司经营获现能力保持在较好水平，部分偿债指标走势有所波动，但公司货币资金较为充裕，整体偿债能力仍处于很高水平。

2023 年因公司经营业务利润下滑，当年经营活动现金净流入规模同比下降，但依旧保持在较好水平；因公司对固定资产投资规模减少，当年投资活动净流出同比下降，同时因现金分红支出增加，筹资活动净现金流由正转负。

偿债指标方面，2023 年 FFO 对总债务的覆盖倍数有所下降，但 EBITDA 对于公司债务本金的覆盖水平有所提升，且截至 2023 年末，公司非受限货币资金能够完全覆盖短期债务，整体来看，公司较为充裕的现金流和资金储备以及外部融资渠道可为到期债务偿付提供有力支撑，整体偿债能力仍处于很高水平。

截至 2023 年末，公司获得授信额度 1,781.29 亿元，未使用额度为 1,002.94 亿元，备用流动性较好。资金管理方面，公司进一步强化资金集中管理，提高公司资金使用效率，力争降低整体财务费用。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2021	2022	2023
经营活动净现金流	31.34	40.47	31.78
投资活动净现金流	-32.30	-29.90	-17.38
筹资活动净现金流	10.04	1.79	-6.46
非受限货币资金/短期债务	1.26	1.95	2.28
总债务/EBITDA	6.29	5.36	5.05
EBITDA 利息保障倍数	3.10	3.59	3.59
FFO/总债务	0.09	0.09	0.05

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计为 421.31 亿元，占当期末总资产的 26.02%，受限比例较高。其中受限货币资金 7.79 亿元，主要系保函保证金、票据保证金、信用保证金以及涉诉冻结资金；受限长期应收款为 215.12 亿元、投资性房地产为 8.42 亿元、固定资产 0.62 亿元、无形资产 44.84

亿元、其他非流动资产 144.53 亿元，主要是为银行贷款提供质押、抵押担保。

截至 2023 年末，公司无对外担保及作为被诉方的重大未决诉讼情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021 年~2023 年 4 月末，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁵

假设

- 2024 年，预计隧道股份新签合同额和营业总收入将保持增长态势。
- 2024 年，预计隧道股份将维持一定的投资支出规模，但融资需求不大，债务规模较为稳定。
- 2024 年，预计隧道股份仍将保持很好的资金管控能力。

预测

表 10：预测情况表（%、X）

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率	51.49	50.67	48.0~50.0
总债务/EBITDA	5.38	5.05	4.80~5.04

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

公司经营获现能力强，现金储备充裕，未使用授信额度充足。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。此外，债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平。除生产经营类资本支出外，公司资金流出主要用于 PPP 项目的投资建设和资本金支出，以及产业链投资和债务的还本付息等，预计未来投资压力整体可控。综上所述，公司资金平衡能力强，未来一年流动性来源可对流动性需求形成很好覆盖。

ESG 分析⁶

环境方面，建筑行业是安全和环保事故多发的行业之一。公司高度重视生产建设过程中的安全环保问题，相关方面投入持续增长。2023 年，公司在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好，公司未发生重大环境污染事故。2023 年，公司未发生重大安全生产事故和环保事故。社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。公司已形成完善的治理结构和内控体系，设有股东大会、董事会、监

⁵ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

⁶ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

事会和经营管理层等，公司董事会由 7 名董事组成，包括独立董事 3 名，张焰先生任董事长；监事会由 3 名监事组成，并设监事会主席。2024 年 4 月 17 日公司董事兼总裁周文波因工作变动辞职，根据公告，公司将根据高级管理人员聘任程序，尽快聘任新总裁。中诚信国际认为相关人事变动对公司治理结构和日常经营活动均未产生实质影响。相关制度方面，公司在生产经营、投资管理、财务及资金管理等方面设立了相应制度，现有的内控制度覆盖了公司运营的各层面和各环节，形成了规范的管理体系。公司战略方面，公司将“城市建设运营生态圈资源集成商”作为愿景目标，为客户提供基础设施“规划-投资-设计咨询-建设-运营”全生命周期增值服务，并持续优化整体产业结构，深化架构改革。

外部支持

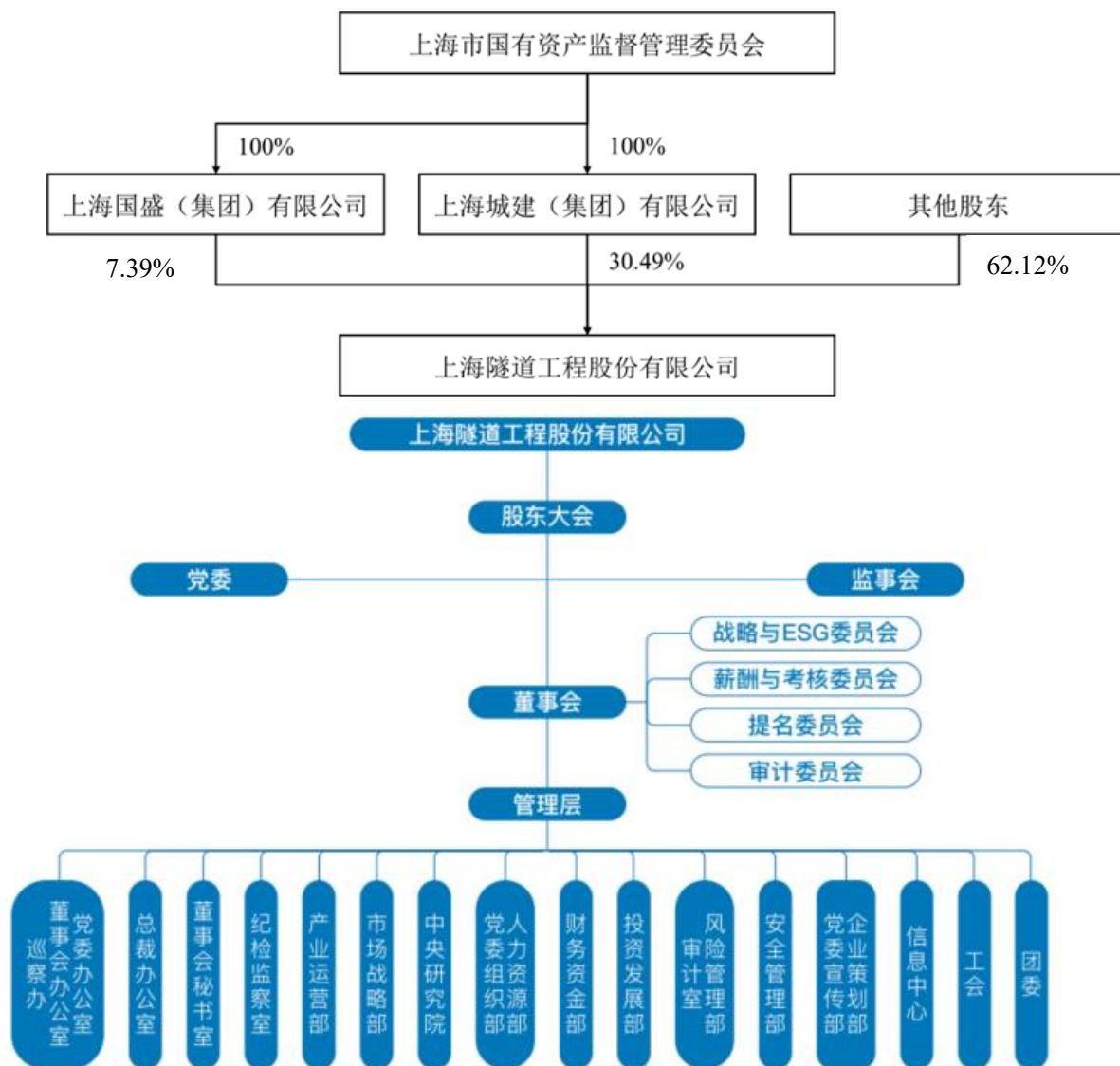
公司作为上海国资委下属重要的上市施工企业，以及城建集团下属唯一上市公司，股东和政府对公司的支持意愿很强，公司能够得到股东在资源获取、项目承揽、信用背书和资金等多方面的支持。

公司控股股东城建集团是上海国资委全资控股企业，是上海市政府重点扶持的大型企业集团之一，目前已形成了基础设施工程施工及设计、基础设施投资运营及房产开发三大业务共同发展的产业格局，连续多年入选《美国工程新闻纪录》ENR 世界 250 家最大承包商行列，在 2023 年 ENR 公布的全球最大工程承包商排名中位列第 128 名，综合实力很强，能够为公司提供很强的外部支持。公司作为城建集团下属唯一上市公司，控股股东对公司的支持意愿很强，公司可在资源获取、项目承揽、信用背书和资金等方面可以获得股东的大力支持。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定上海隧道工程股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：上海隧道工程股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附二：上海隧道工程股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 亿元)	2021	2022	2023
货币资金	179.93	206.00	218.18
应收账款	207.86	207.60	218.26
其他应收款	8.74	11.75	12.58
存货	7.04	6.76	11.75
长期投资	43.47	59.62	87.60
固定资产	35.34	44.24	41.74
在建工程	56.40	36.26	37.83
无形资产	42.98	47.56	48.95
资产总计	1,297.57	1,528.77	1,619.16
其他应付款	20.34	22.65	20.56
短期债务	140.58	105.02	92.24
长期债务	221.05	257.09	273.94
总债务	361.63	362.11	366.19
净债务	184.85	159.82	155.79
负债合计	1,003.90	1,187.57	1,262.62
所有者权益合计	293.67	341.20	356.54
利息支出	18.55	18.75	20.18
营业总收入	622.26	722.97	741.93
经营性业务利润	28.40	30.53	10.43
投资收益	2.41	9.45	29.79
净利润	24.27	30.40	31.75
EBIT	46.96	53.51	55.78
EBITDA	57.47	67.26	72.49
经营活动产生的现金流量净额	31.34	40.47	31.78
投资活动产生的现金流量净额	-32.30	-29.90	-17.38
筹资活动产生的现金流量净额	10.04	1.79	-6.46
财务指标	2021	2022	2023
营业毛利率 (%)	13.06	12.25	10.28
期间费用率 (%)	8.58	8.09	8.88
EBIT 利润率 (%)	7.55	7.40	7.52
总资产收益率 (%)	3.62	3.79	3.54
流动比率 (X)	0.85	0.90	0.91
速动比率 (X)	0.84	0.89	0.89
存货周转率 (X)	76.83	91.90	71.93
应收账款周转率 (X)	2.99	3.48	3.48
资产负债率 (%)	77.37	77.68	77.98
总资本化比率 (%)	55.19	51.49	50.67
短期债务/总债务 (%)	38.87	29.00	25.19
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务 (X)	0.04	0.06	0.03
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务 (X)	0.09	0.21	0.13
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数 (X)	1.69	2.16	1.57
总债务/EBITDA (X)	6.29	5.38	5.05
EBITDA/短期债务 (X)	0.41	0.64	0.79
EBITDA 利息保障倍数 (X)	3.10	3.59	3.59
EBIT 利息保障倍数 (X)	2.53	2.85	2.76
FFO/总债务 (X)	0.09	0.09	0.05

注：中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债和其他非流动负债中的带息债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	短期债务 短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务 长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率 负债总额/资产总额
	总资本化比率 总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资 债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率 营业成本/存货平均净额
	现金周转天数 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率 (营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余) 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余) EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率 EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
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，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn