



# 国泰海通-晟元保理第 2 期供应链 资产支持专项计划资产支持证券 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20261124P-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。
- 本次评级结果有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期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。

## 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  
2026 年 4 月 21 日

<b>评级对象</b>	国泰海通-晟元保理第 2 期供应链资产支持专项计划资产支持证券	
<b>信用等级</b>	优先级 AAA <sub>sf</sub>	
<b>交易要素</b>	基础资产	(a)基础资产清单所列的由原始权益人在专项计划设立日转让给计划管理人的、原始权益人自封包日（包括该日）起对债权人、债务人享有的保理融资债权及其附属担保权益。(b)在专项计划存续期内，由原始权益人在不合格基础资产替换日提供给专项计划，用于替换届时资产池内不合格基础资产的基础资产。专项计划存续期间的任一时点，基础资产均不包括在该时点之前已被替换的不合格基础资产。为免歧义，所有基础资产均应为通过平台所生成的基础资产，且纳入资产池的基础资产对应的保理融资债权均不包括保理融资款使用费、保理手续费、平台服务费及对应的滞纳金、违约金、赔偿金等。
	原始权益人/保理商/资产服务机构	上海晟元商业保理有限公司
	差额支付承诺人/核心企业	上海城建（集团）有限公司
	计划管理人	上海国泰海通证券资产管理有限公司
	托管银行/托管人	招商银行股份有限公司上海分行

项目负责人：于桐宇 tyu@ccxi.com.cn

项目组成员：许嘉琦 jqxu@ccxi.com.cn

**评级总监：**

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

**重要提示：**本评级报告是中诚信国际基于 2026 年 4 月 21 日及之前获得的相关信息而出具的。在资产支持证券发售后，中诚信国际可能将根据实际发售结果对本报告出具的评级意见进行调整。评级结果并不构成对投资者购买或持有上述证券的建议性意见。

## 资产支持证券概况

资产支持证券	信用等级	预计发行金额（万元）	占比	预期到期日	还本付息安排
优先级	AAA <sub>sf</sub>	135,400.00	99.93%	2027/3/18	到期一次性还本付息
次级	NR	100.00	0.07%	2027/3/18	--
合计	--	135,500.00	100.00%	--	--

### 关键日期

基准日	2026 年 2 月 13 日
预计设立日	2026 年 4 月 24 日
法定到期日	次级资产支持证券预期到期日届满 3 年的对应日

### 参与机构

原始权益人/保理商/资产服务机构	上海晟元商业保理有限公司（以下简称“晟元保理”）
差额支付承诺人/核心企业	上海城建（集团）有限公司（以下简称“上海城建”）
债务人	上海城建及上海城建直接或间接持有控股/全资股权的公司或其他机构（以下简称“上海城建及其下属公司”）
计划管理人	上海国泰海通证券资产管理有限公司（以下简称“国泰海通资管”）
托管银行/托管人	招商银行股份有限公司上海分行（以下简称“招商银行上海分行”）
登记托管机构	中国证券登记结算有限责任公司上海分公司（以下简称“中证登上海分公司”）

### 资产池特征（于基准日）

基础资产	(a)基础资产清单所列的由原始权益人在专项计划设立日转让给计划管理人的、原始权益人自封包日（包括该日）起对债权人、债务人享有的保理融资债权 <sup>1</sup> 及其附属担保权益。(b)在专项计划存续期内，由原始权益人在不合格基础资产替换日提供给专项计划，用于替换届时资产池内不合格基础资产的基础资产。专项计划存续期间的任一时点，基础资产均不包括在该时点之前已被替换的不合格基础资产。为免歧义，所有基础资产均应为通过平台 <sup>2</sup> 所生成的基础资产，且纳入资产池的基础资产对应的保理融资债权均不包括保理融资款使用费 <sup>3</sup> 、保理手续费、平台服务费及对应的滞纳金、违约金、赔偿金等。
资产池余额（万元）	137,885.25
保理融资债权笔数（笔）	554
债权人户数（户）	353
债务人户数（户）	25
单笔最高/最低余额（万元）	3,430.45/ 1.04
单笔平均余额（万元）	248.89
单户债务人最高/最低金额（万元）	42,257.03/ 67.00
单户债务人平均金额（万元）	5,515.41
资产池加权平均剩余期限（天）	325

注：1. NR 表示未予评级；

2. 相关日期由计划管理人提供；

3. 因四舍五入原因，本报告部分统计分布总和与最终合计值存在一定尾数误差。

## 评级模型

评级方法和模型	中诚信国际债权类资产结构化产品（通用）评级方法与模型 C550600_2019_02
模型结果	优先级 AAA <sub>sf</sub>

<sup>1</sup> 保理融资债权：系指原始权益人基于保理合同发放的保理融资款并进而享有的对债权人、债务人、基础资产担保人等主体所享有的全部债权，包括但不限于未获清偿的保理融资款、滞纳金、违约金、赔偿金、保理商实际发生的实现权利的费用（如诉讼费/仲裁费、律师费、公告费、送达费、差旅费、财产保全费、财产保险费、保全担保费、执行费、评估费、鉴定费、拍卖费、公证费及生效法律文书迟延履行期间的加倍利息等费用）等全部保理商有权收取的款项；保理融资款系指原始权益人依据保理合同的约定受让相应应收账款债权所应支付的对价款项。

<sup>2</sup> 上海城建供应链金融综合服务平台/平台：系指平台运营方运营的，为用户提供电子债权凭证产品及服务的网站、客户端、移动应用程序、微信公众号、微信小程序等渠道（包括未来技术发展出现的新的形态）。为免歧义，根据用户实际使用的电子债权凭证产品及服务不同，向用户展示的平台实际名称可能有所不同。

<sup>3</sup> 保理融资款使用费：系指保理商因支付保理融资款而收取的资金占用费用，保理融资款使用费即指上海城建供应链金融综合服务平台所展示的保理融资利息。该资产由原始权益人单独收取，不作为基础资产的组成部分。

## 评级观点

中诚信国际给予上述资产支持证券的评级反映的是优先级资产支持证券的预期损失程度及其利息获得及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性，主要基于本交易如下方面的考虑：

**基础资产：**基础资产对应的债务人均上海城建及其下属公司，其所处行业主要为建筑业，所在地区主要为上海市，资产池整体集中度很高。

**交易结构：**本专项计划由上海城建承担差额支付义务，可以为优先级资产支持证券提供充足的信用支持；同时，本交易设置有加速清偿事件、违约事件、权利完善事件等机制，信用触发机制设置较为完备。

**现金流分析：**中诚信国际基于基础资产现金流情况及现金流分配机制编写本交易的现金流模型。通过现金流模型分析，正常景况和压力景况下，基础资产预期现金流入均能覆盖优先级资产支持证券应付本息及专项计划税费。

**主要风险：**通过交易结构设计，本专项计划的资金混同风险可得到有效缓释，但仍存在一定的市场风险和资产池集中风险。

**重要参与方：**晟元保理作为本专项计划的资产服务机构，业务发展稳健，具备履行其职责的能力；计划管理人和托管银行等参与机构具备履行其相应职责的能力。

## 正面

- **差额支付机制。**上海城建不可撤销及无条件地承诺对专项计划资金不足以支付专项计划费用及相关税费、优先级资产支持证券的各期预期收益和未偿本金余额的差额部分承担补足义务。上海城建作为国内最早开发和利用盾构隧道技术的建筑施工企业，近年来项目承揽规模持续提升，自有资本实力持续增强，整体抗风险能力极强，其提供的差额支付承诺可对优先级资产支持证券本息的按时足额兑付提供有力支持。

## 关注

- **市场风险。**在本专项计划中，基于我们假设的预期发行利率等基准条件，基础资产回收款可覆盖专项计划所涉及的相关税费和资产支持证券本息，但若优先级资产支持证券实际发行利率高于1.97%，则本专项计划基础资产现金流入可能不能保证专项计划相关费用及优先级资产支持证券的本息支付。

- **资金混同风险。**正常景况下，债务人将其应付款项支付至原始权益人/资产服务机构名下收款账户，资产服务机构每 3 个月于回收款转付日<sup>4</sup>将其收到的基础资产回收款全部转入专项计划账户。因此，基础资产产生的现金流存在与资产服务机构其他资金混同及被挪用的风险，并且，如相关资产服务机构收款账户发生被查封、冻结等的情形，基础资产回收款将可能不能按预期正常流转至专项计划账户。

**缓释措施：**专项计划对基础资产回款设置了相关信用触发机制：当发生任一加速清偿事件时，回收款转付日为原始权益人收到每一笔回收款的次一工作日以及每个兑付日<sup>5</sup>前第【6】个工作日；当发生权利完善事件后，原始权益人或其授权主体将通知债务人、债权人、回购人、基础资产担保人等将其应支付的款项支付至专项计划账户，如发生前述主体等仍将回收款划付至原始权益人收款账户或原始权益人其他账户的，则回收款转付日为原始权益人收到每笔回收款后的第1个工作日。该设置可在一定程度上缓释本专项计划的资金混同风险。

- **资产池集中度很高风险。**本专项计划入池保理融资债权的债务人共25户，债务人所在地区主要为上海市，对应保理融资债权本金余额占比为95.21%，所处行业主要为建筑业，对应的保理融资债权本金余额占比为76.01%；此外，前五大债务人及第一大债务人对应的保理融资债权本金余额占比分别为71.24%和30.65%，资产池整体集中度很高。

<sup>4</sup> 回收款转付日/收入归集日：资产服务机构应将原始权益人收款账户在前一个回收款转付期间的所有回收款全部转入专项计划账户，当差额支付承诺人的主体长期信用评级高于或等于【AAA】，且未发生任何加速清偿事件时，回收款转付日为保理融资债权回收计算日后第【13 个工作日】以及每个兑付日前第【6】个工作日。保理融资债权回收计算日：系指专项计划存续期间，每年 2 月、5 月、8 月和 11 月的 19 日，其中，第一个保理融资债权回收计算日为 2026 年 8 月 19 日。

<sup>5</sup> 兑付日/预期到期日/T 日：优先级资产支持证券预期到期日为 2027 年 3 月 18 日。但优先级资产支持证券有可能在预期到期日前提前结束（若优先级资产支持证券的预期收益和本金提前分配完毕）。次级资产支持证券预期到期日为 2027 年 3 月 18 日。上述日期不是工作日的，则顺延至下一工作日。如专项计划存续期间遇国家调整兑付日所在月的法定假期或登记托管机构、证券交易所因技术性原因对兑付日提出调整要求的，计划管理人有权相应调整兑付日的日期，但应按《标准条款》约定的方式进行披露。

- 北京安杰世泽（上海）律师事务所（以下简称“安杰世泽”）出具的法律意见书未对全部基础资产的真实性和合法性、权利归属和权利负担以及是否满足入池标准的相关要求发表法律意见。

## 概况数据

晟元保理	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
资产总计 (亿元)	39.12	43.31	21.76	10.32
所有者权益合计 (亿元)	5.87	6.10	6.21	6.26
总债务 (亿元)	33.15	37.20	15.96	4.18
拨备前利润 (亿元)	0.07	0.31	0.16	0.05
净利润 (亿元)	0.05	0.23	0.11	0.10
平均资本回报率(%)	1.40	3.85	1.78	--
风险资产/净资产(X)	6.66	7.03	3.33	1.63
资产负债率(%)	85.00	85.92	71.47	39.28
流动比率(X)	1.18	1.17	1.40	2.54

注：1. 中诚信国际根据晟元保理提供的其经立信会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“立信”）审计并出具标准无保留意见的 2022~2024 年审计报告和未经审计的 2025 年 1~9 月财务报表整理，其中 2022 年财务数据为 2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据为 2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据为审计报告期末数；

2. 本报告中所引数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明；

上海城建（合并口径）	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
总资产 (亿元)	1,894.70	1,966.78	2,013.43	1,976.22
所有者权益合计 (亿元)	433.77	454.88	476.81	495.08
总负债 (亿元)	1,460.93	1,511.90	1,536.63	1,481.14
总债务 (亿元)	552.13	489.65	561.16	603.32
营业总收入 (亿元)	813.08	800.49	736.21	422.14
净利润 (亿元)	33.66	31.21	29.19	11.98
EBIT (亿元)	61.73	60.02	57.08	--
EBITDA (亿元)	76.83	77.79	72.26	--
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	37.59	63.29	73.91	-11.78
营业毛利率(%)	13.01	10.87	12.50	14.63
总资产收益率(%)	3.47	3.11	2.87	--
EBIT 利润率(%)	7.59	7.50	7.75	--
资产负债率(%)	77.11	76.87	76.32	74.95
总资本化比率(%)	58.37	54.13	59.13	60.86
总债务/EBITDA(X)	7.19	6.29	7.77	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.65	2.79	3.00	--
FFO/总债务(X)	0.07	0.02	0.02	--

注：1. 中诚信国际根据上海城建提供的其经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2024 年审计报告和未经审计的 2025 年 1~9 月财务报表整理，其中 2022 年、2023 年财务数据分别采用 2023 年、2024 年审计报告期初数，2024 年财务数据采用 2024 年审计报告期末数；

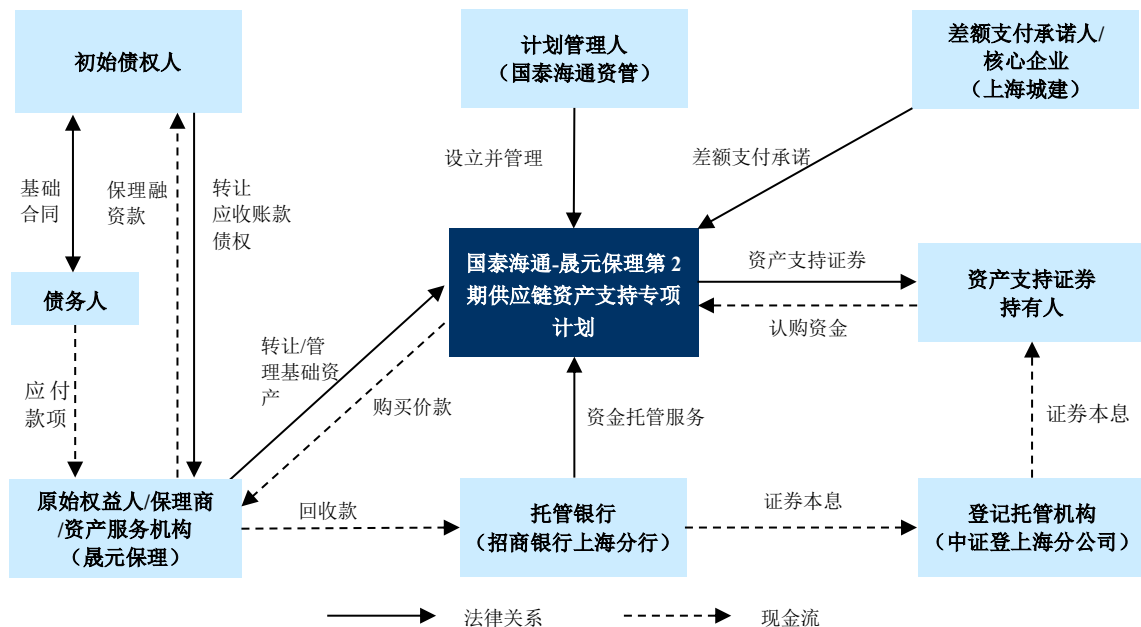
2. 相关指标调整说明详见本报告附五。

## 交易结构分析

### 基本交易结构

保理商晟元保理与初始债权人签订保理合同<sup>6</sup>，受让初始债权人于基础合同项下对债务人享有的相关应收账款债权；同时，平台运营方上海建元财务管理有限公司（以下简称“建元财务”）通过上海城建供应链金融综合服务平台向债务人发送债权转让通知，告知其债权转让通知列明的全部或部分电子债权凭证<sup>7</sup>项下债权已转让予原始权益人，并将应支付款项直接支付至原始权益人；就每一笔应收账款债权，债务人出具《付款承诺函》确认其到期付款义务。国泰海通资管负责设立本专项计划，并作为计划管理人与原始权益人晟元保理签订《国泰海通-晟元保理第 2 期供应链资产支持专项计划资产买卖协议》（以下简称“《资产买卖协议》”），以专项计划募集资金向原始权益人购买基础资产。

图 1：交易结构图



资料来源：国泰海通资管提供，中诚信国际整理

上海城建出具《国泰海通-晟元保理第 1-5 期供应链资产支持专项计划差额支付承诺函》（以下简称“《差额支付承诺函》”），不可撤销及无条件地承诺对专项计划资金不足以根据《国泰海通-晟元保理第 2 期供应链资产支持专项计划标准条款》（以下简称“《标准条款》”）支付专项计划费用及相关税费、优先级资产支持证券的各期预期收益和未偿本金余额的差额部分承担补足义务。

本专项计划基于上述交易结构设立，预期存续期限约为 11 个月。其中，优先级资产支持证券到期一次性还本付息；优先级资产支持证券本息全部偿付完毕后剩余资金及其他专项计划剩余资产（原状）作为次级资产支持证券持有人的本金和收益支付给次级资产支持证券持有人。具体分配

<sup>6</sup> 保理合同：系指原始权益人与应收账款转让人签订的《国内商业保理合同》、对应的《应收账款转让申请暨融资确认书》与其回执及其附属协议及对该协议的任何修改或补充。

<sup>7</sup> 电子债权凭证/城建 e 信/数字债权凭证：系指以电子形式在平台上生成的、记载最终付款方在待确认文件项下付款义务的凭证，包括开单方签发电子债权凭证时初始记载的原始凭证，以及根据债权流转记录更新记载的子凭证。

顺序及分配流程见本报告附二。

表 1: 资产支持证券概况及还本付息安排 (万元)

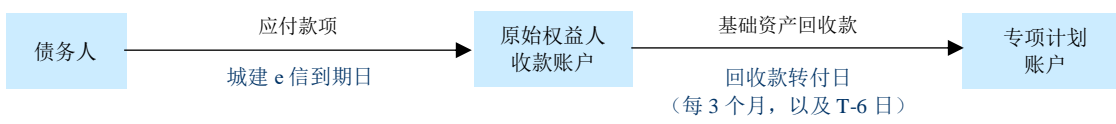
资产支持证券	目标募集规模	利率类型	还本付息安排	预期到期日
优先级资产支持证券	135,400.00	固定	到期一次性还本付息	2027/3/18
次级资产支持证券	100.00	--	--	2027/3/18
<b>合计</b>	<b>135,500.00</b>	--	--	--

资料来源: 国泰海通资管提供, 中诚信国际整理

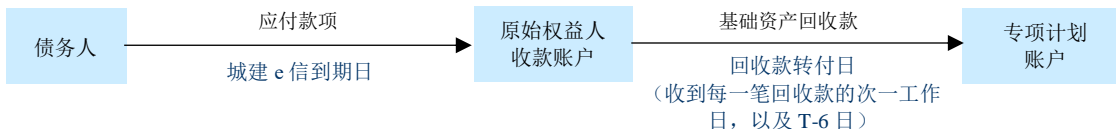
账户设置及资金流转方面, 本专项计划设置了原始权益人收款账户、募集资金专户和专项计划账户。正常情况下, 债务人于基础资产回款日将应付款项支付至原始权益人收款账户, 原始权益人每三个月以及在每个兑付日前第 6 个工作日将回收款转付至专项计划账户; 当发生**加速清偿事件**时, 原始权益人应在收到每一笔回收款的次一工作日以及每个兑付日前第【6】个工作日转付至专项计划账户; 在发生**权利完善事件**后, 基础资产现金流应直接回款至专项计划账户。

图 2: 资金归集划转流程

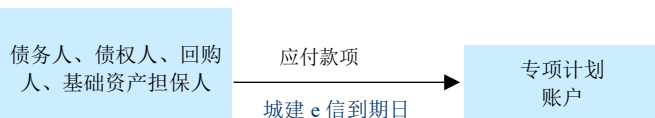
正常情况下



加速清偿事件发生后



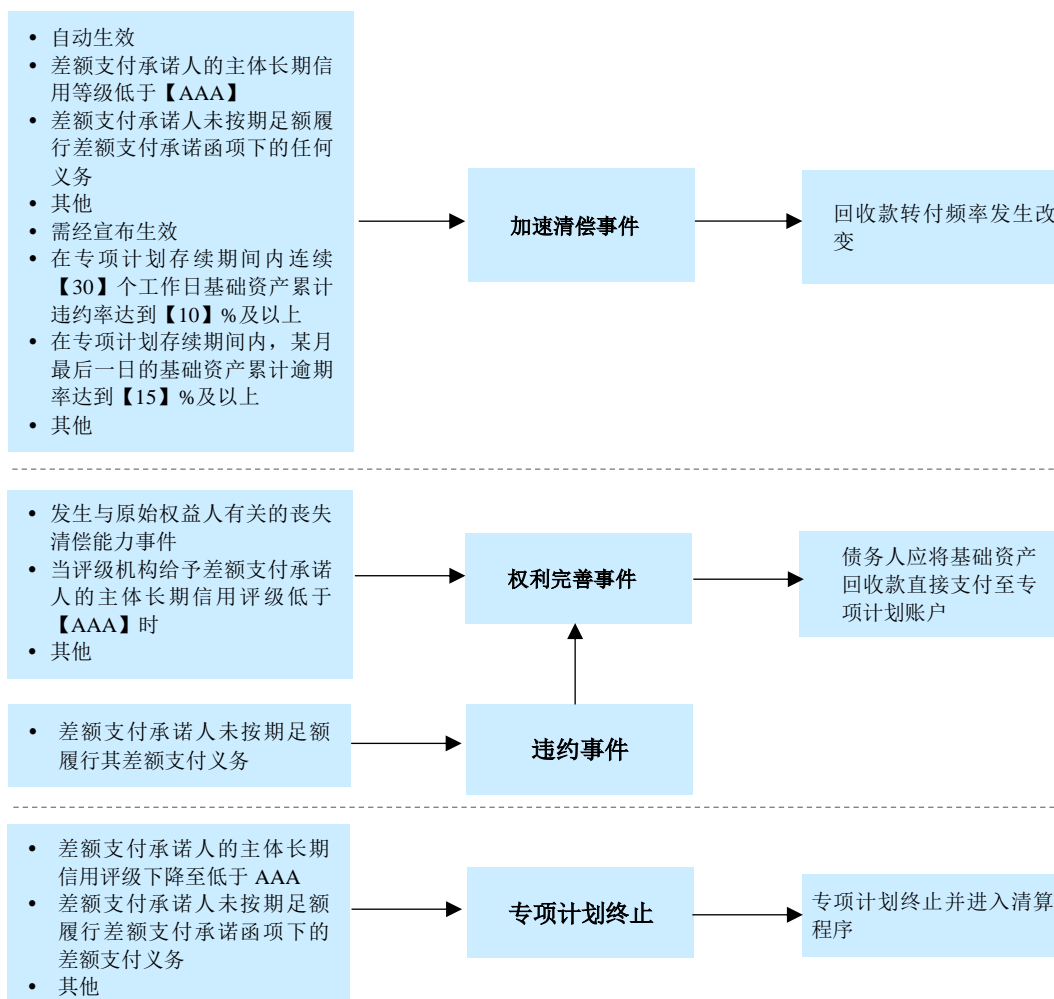
权利完善事件发生后



资料来源: 中诚信国际整理

信用触发机制方面, 本专项计划设有加速清偿事件、违约事件和权利完善事件等相关事件。发生**加速清偿事件**后, 专项计划资金转付频率加快为收到每笔回收款后的次一个工作日以及每个兑付日前第【6】个工作日; 发生**违约事件**后, 将触发权利完善事件; 发生**权利完善事件**后, 原始权益人或其授权主体通知债务人、债权人、回购人、基础资产担保人等将其应支付的款项支付至专项计划账户。如债务人、债权人、回购人、基础资产担保人等仍将回收款划付至原始权益人收款账户或原始权益人其他账户的, 原始权益人应在收到每笔回收款后的第 1 个工作日转付至专项计划账户。

图 3：主要信用触发机制设置



注：1、图示仅为主要信用触发机制设置，相关事件具体定义见本报告附一；

2、基础资产累计违约率：就法定到期日之前的任何一时点而言，该时点的基础资产累计违约率系指A/B所得的百分比，其中，A为专项计划在该时点的所有违约基础资产的未偿保理融资债权余额<sup>8</sup>之和，B为本专项计划在该时点的所有基础资产的未偿保理融资债权余额；

3、基础资产累计逾期率：就某一日期而言，该日的逾期率系指A/B所得的百分比，其中，A为截至该日的所有逾期基础资产<sup>9</sup>的未偿保理融资债权余额之和，B为本专项计划在该日的所有基础资产的未偿保理融资债权余额。

资料来源：国泰海通资管提供，中诚信国际整理

此外，本专项计划亦设有原始权益人对不合格基础资产<sup>10</sup>进行替换或赎回的义务。

## 交易的法律情况

安杰世泽就本专项计划出具了相关法律意见：本专项计划主要当事方均具备相应主体资格并已获得合法有效的内部授权；专项计划文件的约定不违反现行有效的法律和行政法规的强制性规定，不违反《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》《证券公司及基金管理公司子

<sup>8</sup> 未偿保理融资债权余额：就专项计划存续期间内某一时点任一笔基础资产而言，系指 X-Y+Z：其中，X 指封包日/不合格基础资产替换日（适用于被替换入池的基础资产，下同）时该笔基础资产的保理融资债权本金；Y 指自封包日/不合格基础资产替换日时起至该时点之前，债务人、共同债务人或债权人已偿还的保理融资债权本金；Z 指该时点该笔基础资产应付未付的利息（如有）及其他应付款项。

<sup>9</sup> 系指在专项计划购买基础资产后，出现以下情形的基础资产：该笔基础资产的任何部分，在保理融资款到期日未被按期足额偿还。基础资产在被认定为逾期基础资产后，即使应收账款转让人、债务人、基础资产担保人（如有）或基础资产回购人（如有）之后又正常还款或结清该笔基础资产，该笔基础资产仍应属于逾期基础资产。

<sup>10</sup> 不合格基础资产：系指在封包日、专项计划设立日不符合合格标准或资产保证的基础资产。特别的，在专项计划设立后，若某笔基础资产对应的基础交易合同项下的交易被取消或被退换货等原因而导致应收账款减损或灭失的，该笔基础资产亦被视为不合格基础资产。

公司资产证券化业务信息披露指引》的规定，在专项计划文件约定的相关生效条件全部满足后，专项计划文件构成相关当事人的合法的、有效的和有约束力的义务；经现场验证，于现场验证日 2025 年 9 月 4 日，资产生成步骤可以在平台中得到有效的体现，平台上所记载的文件内容可有效支撑保理融资债权的真实性；平台具备可靠性、稳定性；安杰世泽就本次拟入池的资产池中抽取共计 55 笔资产（以下简称“抽样资产”），于封包日，抽样资产系原始权益人合法所有的财产，权属明确无争议，抽样资产具备真实性、合法性、有效性、完整性及可特定化；基础资产转让的约定未违反法律、行政法规的强制性规定，未损害社会公共利益及国家、集体或者第三人利益，该等约定合法、有效；抽样资产不属于《资产证券化业务基础资产负面清单指引》列明不适宜采用资产证券化业务形式、或者不符合资产证券化业务监管要求的基础资产范畴；基础资产仍受到原始权益人破产风险的影响，专项计划文件规定的风险缓释措施有效的降低了该风险，在上述风险缓释措施有效执行的情况下，原始权益人风险与基础资产风险将得以有效隔离；本专项计划优先级/次级结构化设计和上海城建作为差额支付承诺人的信用增级安排合法、有效。

## ■ 基础资产池概况

### 基本情况

本专项计划基础资产系指(a)系指基础资产清单所列的由原始权益人在专项计划设立日转让给计划管理人的、原始权益人自封包日（包括该日）起对债权人、债务人享有的保理融资债权及其附属担保权益。(b)在专项计划存续期内，由原始权益人在不合格基础资产替换日提供给专项计划，用于替换届时资产池内不合格基础资产的基础资产。专项计划存续期间的任一时点，基础资产均不包括在该时点之前已被替换的不合格基础资产。为免歧义，所有基础资产均应为通过平台所生成的基础资产，且纳入资产池的基础资产对应的保理融资债权均不包括保理融资款使用费、保理手续费、平台服务费及对应的滞纳金、违约金、赔偿金等。

### 合格标准

就每一笔基础资产而言，如无特别说明，系指在封包日、专项计划设立日、基础资产交割日、不合格基础资产替换日（适用于被替换进入资产池的基础资产）均满足：

- (a) 基础资产对应的全部保理合同、基础合同适用法律为中国法律，且在中国法律项下均合法有效（如基础合同已到期的，不影响其到期前已产生的应收账款的权利行使或债务履行）；
- (b) 原始权益人合法拥有基础资产，且原始权益人已向应收账款转让人支付保理融资款，转让对价公允；基础资产的权属清晰明确，基础资产上未设定抵押权、质押权或其他担保物权；原始权益人以自有资金或来源于股东、金融机构的资金支付基础资产应收账款债权保理融资款，不得由核心企业或基础资产债务人垫付保理资金；
- (c) 基础交易合同涉及的应收账款应当基于真实、合法的交易活动（包括但不限于销售商品、提供劳务等）产生；
- (d) 原始权益人已经履行并遵守了基础资产对应的任一份保理合同；基础资产项下的保理均为明

- 保理。基础资产系由原始权益人直接从初始债权人处受让的保理融资债权及其附属担保权益，不涉及从第三方受让的保理融资债权及其附属担保权益；
- (e) 应收账款转让人已经履行并遵守了基础资产所对应的基础合同项下其所应当履行的义务，债务人履行基础资产对应付款义务不存在抗辩事由和抵销（法定抵销权除外）情形；应收账款不存在预付款情形；
  - (f) 基础资产可进行合法有效的转让；基础资产项下各笔保理融资债权的保证人（如有）、抵押或质押人（如有）的担保责任，回购人（如有）的回购责任不会因基础资产转让而被全部或部分免除；
  - (g) 债权人、基础资产担保人（如有）、基础资产回购人（如有）、债务人如为法人或其他组织，均系依据中国法律在中国成立，且合法有效存续；债权人、基础资产担保人（如有）、基础资产回购人（如有）、债务人如为自然人，均具有完全民事行为能力 and 民事行为能力；债权人、债务人不涉及破产清算程序、不属于失信被执行人；
  - (h) 债务人在保理合同项下不享有任何主张扣减或减免应付款项的权利（法定抵销权除外）；
  - (i) 债务人应为上海城建（集团）有限公司以及其所直接或间接持有控股/全资股权的公司或其他机构；
  - (j) 基础资产项下的债务人不涉及地方政府或地方政府融资平台公司，不存在违反地方政府性债务管理规定的情形；
  - (k) 基础资产项下的债务人在中国人民银行征信系统、接入的第三方征信数据（如有）或者原始权益人自身积累的客户征信数据历史上不存在不良记录，不存在上述征信系统或征信数据尚未结清的不良贷款记录及其他违约情形；
  - (l) 基础资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序；
  - (m) 基础资产界定清晰、附属担保权益（如有）内容明确，且基础资产不涉及《资产证券化业务基础资产负面清单指引》规定的情况，基础资产不存在违反地方隐性债务管理规定的情形；
  - (n) 基础资产涉及的保理融资债权为可特定化资产，保理融资债权金额及付款时间已明确；
  - (o) 保理融资债权到期日均不晚于专项计划预期到期日前一个月的最后一个工作日；
  - (p) 债权人与原始权益人存在关联关系的，该等关联方入池保理融资债权余额占资产池比例（即该债权人对应的基础资产未偿保理融资债权余额/资产池全部基础资产未偿保理融资债权余额）不超过【30】%，上述原始权益人关联方的认定以原始权益人最新一期《审计报告》中所载明的为准；
  - (q) 基础交易合同中的债务人与初始债权人以及原始权益人无正在进行的诉讼、仲裁或其他纠纷；
  - (r) 基础资产支付方式不涉及票据结算，且不涉及使用非人民币结算的外贸业务应收款项；

- (s) 债务人已通过平台向债权人出具付款确认文件，平台运营方已就债权人将其应收账款转让予原始权益人的事宜向债务人发出书面通知；原始权益人已将应收账款转让人转让的应收账款在中国人民银行征信中心办理完毕应收账款转让登记；
- (t) 基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密；
- (u) 基础资产不存在已回款部分，即基础资产均为尚未支付的应收账款；
- (v) 基础资产不存在逾期，历史偿付情况良好；
- (w) 基础资产均来源于原始权益人自行为融资人办理的保理业务，不存在再保理情形；
- (x) 应收账款不存在属于预付款的情形，亦不存在属于质量保证金或其他附条件付款情形；
- (y) 资产池中至少包括 10 个以上互相不存在关联关系的债权人，同时资产池内单个债权人入池资产金额占比（即单个债权人对应的基础资产未偿保理融资债权余额/资产池全部基础资产未偿保理融资债权余额）不超过【30】%，且单个债权人及其关联方的入池资产金额合计占比（即单个债权人及其关联方对应的基础资产未偿保理融资债权余额/资产池全部基础资产未偿保理融资债权余额）不超过【50】%。

## 统计特征

截至基准日，入池基础资产均为上海城建供应链金融综合服务平台流转生成的城建 e 信资产，基础资产池内的保理融资债权共 554 笔，对应 25 户债务人、353 户债权人，保理融资债权本金余额合计 137,885.25 万元。基础资产各项特征的具体分布如下表所示。

表 2：资产池保理融资债权本金余额分布（万元、笔）

单笔余额	保理融资债权笔数	笔数占比	保理融资债权本金余额	余额占比
0~500（含）	497	89.71%	76,672.26	55.61%
500~1,000（含）	37	6.68%	26,827.68	19.46%
1,000~1,500（含）	11	1.99%	13,046.86	9.46%
1,500~2,000（含）	4	0.72%	6,596.93	4.78%
2,000~2,500（含）	1	0.18%	2,045.00	1.48%
2,500~3,000（含）	1	0.18%	2,621.23	1.90%
3,000~3,500（含）	3	0.54%	10,075.29	7.31%
<b>合计</b>	<b>554</b>	<b>100.00%</b>	<b>137,885.25</b>	<b>100.00%</b>

表 3：保理融资债权剩余期限<sup>11</sup>分布（月、笔、万元）

剩余期限	保理融资债权笔数	笔数占比	保理融资债权本金余额	余额占比
(9, 10]	23	4.15%	5,322.57	3.86%
(10, 11]	373	67.33%	86,029.94	62.39%
(11, 12]	158	28.52%	46,532.74	33.75%
<b>合计</b>	<b>554</b>	<b>100.00%</b>	<b>137,885.25</b>	<b>100.00%</b>

表 4：资产池债务人区域分布情况（户、万元）

债务人所在区域	债务人户数	户数占比	保理融资债权本金余额	余额占比
上海市	20	80.00%	131,277.61	95.21%
湖南省	2	8.00%	4,930.45	3.58%

<sup>11</sup> 以 2026 年 2 月 13 日为基准日至保理债权本金预计支付日计算。

四川省	1	4.00%	1,463.00	1.06%
浙江省	1	4.00%	147.20	0.11%
云南省	1	4.00%	67.00	0.05%
<b>合计</b>	<b>25</b>	<b>100.00%</b>	<b>137,885.25</b>	<b>100.00%</b>

表 5: 资产池债务人行行业分布情况 (户、万元)

债务人所处行业	债务人户数	户数占比	保理融资债权本金余额	余额占比
建筑业	13	52.00%	104,801.58	76.01%
科学研究和技术服务业	5	20.00%	21,130.49	15.32%
水利、环境和公共设施管理业	3	12.00%	6,868.33	4.98%
金融业	1	4.00%	3,430.45	2.49%
交通运输、仓储和邮政业	2	8.00%	1,346.66	0.98%
信息传输、软件和信息技术服务业	1	4.00%	307.75	0.22%
<b>合计</b>	<b>25</b>	<b>100.00%</b>	<b>137,885.25</b>	<b>100.00%</b>

表 6: 资产池前五大债务人分布情况 (笔、万元)

债务人名称	保理融资债权笔数	笔数占比	保理融资债权本金余额	余额占比
上海城建市政工程(集团)有限公司	111	20.04%	42,257.03	30.65%
上海水务建设工程有限公司	117	21.12%	25,141.64	18.23%
上海建元云链科技有限公司	30	5.42%	10,608.61	7.69%
上海城建水务工程有限公司	65	11.73%	10,285.81	7.46%
上海公路桥梁(集团)有限公司	31	5.60%	9,930.20	7.20%
<b>合计</b>	<b>354</b>	<b>63.90%</b>	<b>98,223.31</b>	<b>71.24%</b>

表 7: 资产池前五大初始债权人分布情况 (笔、万元)

债权人名称	保理融资债权笔数	笔数占比	保理融资债权本金余额	余额占比
上海城建市政工程(集团)有限公司	3	0.54%	6,393.45	4.64%
上海东沙建筑工程有限公司	10	1.81%	5,109.00	3.71%
银亚罗供应链科技(上海)有限公司	8	1.44%	4,048.32	2.94%
上海创铁建设工程有限公司	3	0.54%	3,972.62	2.88%
无锡市恒顺金属材料有限公司	5	0.90%	3,927.02	2.85%
<b>合计</b>	<b>29</b>	<b>5.23%</b>	<b>23,450.41</b>	<b>17.01%</b>

表 8: 基础资产对应的业务类型分布 (笔、万元)

业务类型	保理融资债权笔数	笔数占比	保理融资债权本金余额	余额占比
工程类	458	82.67%	114,363.67	82.94%
贸易类	54	9.75%	18,317.51	13.28%
服务类	42	7.58%	5,204.07	3.77%
<b>合计</b>	<b>554</b>	<b>100.00%</b>	<b>137,885.25</b>	<b>100.00%</b>

表 9: 基础资产涉及关联交易的情况 (笔、万元)

基础交易是否为关联交易	保理融资债权笔数	笔数占比	保理融资债权本金余额	余额占比
否	509	91.88%	117,971.02	85.56%
是	45	8.12%	19,914.24	14.44%
<b>合计</b>	<b>554</b>	<b>100.00%</b>	<b>137,885.25</b>	<b>100.00%</b>

资料来源: 晟元保理提供, 中诚信国际整理

综上, 入池保理融资债权均为反向无追明保理, 单笔保理融资债权本金余额主要分布在 0 (不含)~500 (含) 万元以内; 基础资产加权平均剩余期限约为 325 天; 资产池债务人均为上海城建及其下属公司, 所处行业主要为建筑业, 对应的保理融资债权本金金额占比为 76.01%, 所在地区主要为上海市, 对应的保理融资债权本金金额占比为 95.21%; 基础交易业务类型主要为工程类和贸易

类，对应金额占比合计 96.23%；前五大债务人的保理融资债权本金余额占比合计为 71.24%，其中，第一大债务人上海城建市政工程（集团）有限公司（以下简称“城建市政工程”）对应入池保理融资债权本金余额 42,257.03 万元，对应金额占比为 30.65%；第二大债务人上海水务建设工程有限公司（以下简称“水务建设工程有限公司”）对应入池保理融资债权本金余额 25,141.64 万元，对应金额占比为 18.23%，均系本专项计划的重要债务人；整体来看，资产池集中度很高，且关联交易占比较高。

### 重要债务人——城建市政工程

城建市政工程成立于 1993 年 5 月 11 日，截至 2025 年 9 月末，城建市政工程注册资本 15.00 亿元，上海隧道工程股份有限公司（以下简称“隧道股份”，600820.SH）持有其 100% 股权，实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）。

城建市政工程拥有市政公用工程施工总承包特级资质，建筑、公路工程施工总承包一级资质，桥梁、机场场道、地基基础、建筑装修装饰、建筑机电安装工程专业承包一级资质以及其他专业资质，其聚焦路桥板块、建筑板块和地下板块三大核心板块，同时培育生态环保、新型材料、机电工程和装饰装修等新兴业务。城建市政工程展业区域立足上海，辐射全国，聚焦长三角区域、中部区域、华南区域、西部区域和黄河流域带五大区域市场，累计在 50 多个大中型城市开展基础设施建设。

从财务<sup>12</sup>表现来看，2024 年城建市政工程实现营业收入 104.46 亿元，受行业景气度影响，同比下降 24.53%；同期毛利率 7.66%，同比上升 0.08 个百分点；期间费用 7.48 亿元，占营业收入比重为 7.16%，同比上升 0.68 个百分点。2024 年城建市政工程实现净利润 0.54 亿元，同比下降 51.30%，城建市政工程盈利空间较小，加之期间费用率上升，利润水平有所下滑。2025 年 1~9 月，城建市政工程营业收入 64.87 亿元，当期毛利率 9.68%，期间费用率为 8.27%，实现净利润 0.05 亿元。

2024 年末，城建市政工程总资产和总负债分别为 239.11 亿元和 213.68 亿元，资产负债率为 89.37%，财务杠杆水平很高。城建市政工程资产以流动资产为主，2024 年末流动资产占比 88.46%，主要包括合同资产 115.10 亿元、应收账款 57.21 亿元和货币资金 31.21 亿元；非流动资产占比 11.54%，主要系其他非流动资产 10.43 亿元、长期应收款 8.93 亿元和长期股权投资 3.75 亿元，其中其他非流动资产系未完工的 PPP、BT 项目。另截至 2025 年 9 月末，城建市政工程总资产和总负债分别为 236.68 亿元和 211.36 亿元，资产负债率为 89.30%，财务杠杆水平较上年末变动不大。

偿债能力方面，2025 年 9 月末城建市政工程总债务 27.27 亿元，其中短期债务 27.15 亿元，短期债务占比很高；同期末城建市政工程无受限货币资金，货币资金/短期债务为 1.16 倍，货币资金可对短期债务形成一定保障。整体来看，城建市政工程短期债务规模较高，需关注其短期偿债压力。

截至 2025 年 9 月末，城建市政工程共获得银行授信额度 164.38 亿元，尚未使用授信额度 109.48 亿元，备用流动性充足。

<sup>12</sup> 以下财务分析基于城建市政工程提供的其经立信审计并出具的标准无保留意见的 2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年 1~9 月财务报表整理，财务数据为当期财务报表期末数。

此外，截至 2025 年 9 月末，城建市政工程无对外担保、无受限资产。

**整体来看，城建市政工程展业资质较为齐全，但受行业景气度等因素影响，收入规模下降明显，且短期债务规模较高，需持续关注其盈利能力及短期偿债压力。**

### 重要债务人——水务建设工程

水务建设工程成立于 1994 年 3 月 11 日，截至 2025 年 9 月末，水务建设工程注册资本 5.00 亿元，上海城市环境集团有限公司持有其 100% 股权，实际控制人为上海市国资委。水务建设工程的工程业务范围以水务环境为主，市政路桥、建筑装饰、城市更新为辅。

从财务<sup>13</sup>表现来看，2024 年水务建设工程实现营业收入 36.61 亿元，同比下滑 19.29%；同期毛利率和期间费用率分别为 7.14% 和 5.58%，取得净利润 0.41 亿元。2024 年末，水务建设工程总资产、总负债分别为 65.20 亿元和 60.42 亿元，资产负债率为 92.66%，杠杆水平很高；截至 2024 年末水务建设工程无有息债务。

截至 2025 年末，水务建设工程共获得银行授信额度 32.25 亿元，已使用额度 7.69 亿元，备用流动性尚可；同期末，水务建设工程无对外担保。

## 信用分析、现金流模型及压力测试

### 评级方法概述

基于本交易基础资产的主要风险特征，中诚信国际选用《中诚信国际债权类资产结构化产品（通用）评级方法与模型》对本专项计划进行信用分析。评级方法在中诚信国际公司网站 (www.ccxi.com.cn) 公开披露。

### 信用分析

本专项计划基础资产共涉及 554 笔保理融资债权，债务人共计 25 户，均为上海城建及其下属公司，所处行业主要为建筑业，主要分布在上海市，资产池整体集中度很高。上海城建作为差额支付承诺人不可撤销及无条件地承诺对专项计划资金不足支付专项计划费用及相关税费、优先级资产支持证券的各期预期收益和未偿本金余额的差额部分承担补足义务。关于信用增进方的具体分析描述请参见“信用增进机构信用质量分析”部分。

### 现金流模型及压力测试

本交易中，中诚信国际采用**现金流覆盖法**来评估受评证券的信用质量。中诚信国际编写适用于本交易的现金流模型，在正常景况和压力景况下，分别测算预定的每个本息兑付日的基础资产现金流入对优先级证券应付本息及其之前应付税费的覆盖情况。

表 10：现金流模型基本参数

指标	参数值
专项计划预计存续时间	328 天

<sup>13</sup> 以下财务分析基于水务建设工程提供的其经立信审计并出具的标准无保留意见的 2024 年审计报告，其中 2023 年和 2024 年财务数据分别为 2024 年审计报告的期初数和期末数。

优先级资产支持证券预期收益率	1.80%
增值税及其附加税率	3.36%

注：本表中的预期收益率仅用于本报告的现金流及压力测试，并非实际发行利率和建议发行利率，若上述指标届时实际情况与预期不一致，则覆盖倍数也会相应变化。

资料来源：国泰海通资管提供，中诚信国际整理

### 压力测试条件

在结合目标评级进行压力测试时，中诚信国际主要考虑了优先级资产支持证券预期收益率上升的压力景况。压力测试条件如下表所示：

表 11：压力指标

压力测试条件	正常景况	压力景况
优先级资产支持证券预期收益率	1.80%	+10BP/+17BP

资料来源：国泰海通资管提供，中诚信国际整理

### 模型结果

根据资产池预计可用于覆盖的现金流，并基于本交易的现金流分配机制，经测算：正常景况下，基础资产预期现金流入对优先级资产支持证券应付本息及其之前应付税费的覆盖倍数为 1.0015 倍，对资产支持证券本息及其之前应付税费的覆盖倍数为 1.0008 倍。压力景况下，基础资产的预期现金流仍可覆盖优先级资产支持证券本息及其之前应付税费。

表 12：基础资产现金流对优先级资产支持证券本息及税费的覆盖情况(X)

资产支持证券	正常景况	压力景况	
		+10BP	+17BP
优先级	1.0015	1.0006	1.0000

资料来源：中诚信国际整理

基于上海城建作为差额支付承诺人不可撤销及无条件地承诺对专项计划资金不足支付专项计划费用及相关税费、优先级资产支持证券的各期预期收益和未偿本金余额的差额部分承担补足义务，以及压力景况下现金流覆盖情况，**中诚信国际认为，本交易优先级资产支持证券的模型结果<sup>14</sup>为 AAA<sub>sf</sub>。**

表 13：模型结果

资产支持证券	压力景况
优先级资产支持证券	AAA <sub>sf</sub>

## ■ 原始权益人/资产服务机构信用质量分析

### 原始权益人/资产服务机构——晟元保理

晟元保理成立于 2020 年 10 月 30 日，由上海城建投资发展有限公司（以下简称“城建投资”）发起设立，初始注册资本 1.00 亿元。后经增资，截至 2025 年 9 月末，晟元保理注册资本和实收资本均为 5.80 亿元，城建投资持有其 100% 股权，实际控制人为上海市国资委。

<sup>14</sup> 中诚信国际会依据模型结果，同时结合交易的主要风险及缓释措施、重要参与方信用状况等其他因素综合评价受评证券的信用状况，最终由信用评级委员会评定证券的信用评级结果。

## 业务运营

晟元保理作为上海城建金融板块的重要子公司，依托上海城建业务资源开展保理业务，目前晟元保理主要开展两类业务模式：一是正向保理业务，即以集团内成员单位应收业主方的应收账款为标的，主要采取间接回款的无追索权暗保理模式；二是供应商保理业务，即以供应商应收集团内成员单位的应收账款为标的，主要采取直接回款的有追索权明保理模式。

晟元保理主要依托上海城建供应链金融综合服务平台向供应商提供保理服务，该平台以上海城建及其直接或间接控制的下属公司为核心企业，为供应链上下游企业提供基于应收账款的结算工具，在晟元保理受让应收账款债权的过程中，相关的审批、签约、债务确认均通过平台进行。在业务流程中，晟元保理对债务人进行授信审批后，债务人出具付款承诺函及城建 e 信数字债权凭证，平台运营方建元财务通过平台出具《签发交易回单》；债权人随后与晟元保理签署《保理合同》，将对应应收账款转让予晟元保理，债权人出具应收账款转让申请暨融资确认书、提款申请暨确认书，建元财务通过平台向债务人出具《债权转让通知书》，而晟元保理向债权人支付保理融资款并通过中国人民银行征信中心动产融资统一登记公示系统办理应收账款转让登记。

依托于上海城建的产业资源及平台优势，晟元保理自 2020 年展业以来业务稳步推进，2024 年正向保理业务投放有所减少，期末业务规模大幅下降。截至 2025 年 9 月末，晟元保理累计发放保理融资款 451 笔，金额合计 122.58 亿元，累计回收保理融资款 112.31 亿元；同期末，晟元保理保理融资余额 10.46 亿元，其中有追索权保理和无追索权保理余额分别为 1.58 亿元和 8.88 亿元，正向保理和反向保理余额分别为 2.94 亿元和 7.52 亿元。

晟元保理客户以上海城建及其下属单位、以及其上游供应商为主，区域以长三角为主，同时少部分位于华中区域和大湾区，其客户区域与上海城建目前的展业区域保持一致。

表 14：近年来晟元保理业务开展情况（亿元）

	2022	2023	2024	2025.9/2025.1-9
当期投放保理金额	36.74	45.69	20.51	10.15
期末保理余额	38.54	42.91	20.49	10.46

资料来源：晟元保理提供，中诚信国际整理

晟元保理保理业务主要集中在一年以内。定价方面，晟元保理主要基于自身的资金成本、运营成本、风险成本、利润加成等要素进行定价，并在风险收益平衡和客户分层管理的基础上进行动态调整，确保费用透明化和监管合规。

IT 系统建设方面，晟元保理业务系统一期已于 2023 年 5 月正式上线，实现包含融资端、业务端、财务端的全条线的线上化管理功能。该业务系统大幅提升晟元保理业务推进的高效性、流程的合规性、数据分析的便捷性。

## 风险管理

在风险控制体系建设方面，晟元保理结合业务特征建立了覆盖全流程的风险管理与内控制度体系，并持续动态完善。公司已制定包括《项目立项管理办法》、《项目尽职调查管理办法》、《项目审查管理办法》、《项目贷后管理办法》、《风险资产管理办法》及《资金管理办法》等在内的系列

制度，确保业务合法合规、内控健全。

晟元保理风险管控贯穿项目全周期：在立项阶段，主要采用额度授信模式，对集团内外部客户实施分级审慎准入，并由风险合规部进行合规性与可行性论证；在尽调与审查阶段，明确业务要素与信用结构，严格执行由内外部专家组成的项目评审委员会集体决策机制，并依据额度大小设置分层审批权限；在资金管理环节，聚焦安全、流动性与效益三大目标；在贷后管理阶段，实行分类差别化管控措施，由资金资产部牵头开展持续监控；此外，对于风险资产的管理，晟元保理建立了从风险预警、分级应对到拨备计提的完整处置机制，确保风险事件得到及时上报与有效化解。

从主要风控指标来看，截至 2025 年 9 月末，晟元保理受让同一债务人的应收账款占风险资产总额的 26.19%，不良率为零，计提的风险准备金为当期末融资保理业务期末余额的 2.75%，风险资产为净资产的 1.63 倍，均符合相关监管规定。此外，晟元保理关联交易占比为 77.80%，已超出监管规定。

## 财务分析

盈利能力方面，晟元保理营业收入主要来自保理业务，近年来晟元保理营业收入逐年增长；同期，因晟元保理将保理业务成本计入财务费用，其期间费用持续处于高位，其中 2022 年底城建投资向晟元保理增资 4.80 亿元，晟元保理 2023 年利息费用大幅下降，拨备前利润有所波动。晟元保理计提的应收保理款坏账准备形成的亏损计入信用减值损失科目，对其利润造成一定侵蚀。综合影响下，近年来晟元保理净利润和平均资本回报率呈波动态势。

表 15：近年来晟元保理主要盈利指标（万元）

指标	2022	2023	2024	2025.1-9
营业收入	2,795.12	3,394.20	3,595.81	2,640.35
其中：保理业务收入	2,784.65	3,273.45	3,595.81	2,640.35
其他收入	10.47	120.75	0.00	0.00
拨备前利润	646.08	3,079.44	1,463.55	1,397.86
信用减值损失	-27.15	-20.46	-132.37	-103.05
净利润	481.06	2,305.06	1,092.87	1,043.84
平均资本回报率(%)	1.40	3.85	1.78	--

资料来源：晟元保理提供，中诚信国际整理

资本充足性方面，晟元保理成立时注册资金为 1.00 亿元，经股东增资，截至 2025 年 9 月末其注册资本增至 5.80 亿元，资本实力有所提升；近年来得益于未分配利润的累积，同时计提的风险准备金规模增加，其净资产规模稳定增长。

晟元保理资产主要为流动资产，近年来流动资产占总资产的比重均维持在 99% 以上，截至 2025 年 9 月末其流动资产主要包括应收保理款 10.17 亿元和货币资金 0.13 亿元。资产质量方面，截至 2025 年 9 月末，晟元保理尚未出现不良资产，同时已根据资产五级分类管理制度计提了减值准备。

表 16：近年来晟元保理主要资产负债相关指标（亿元、X）

	2022	2023	2024	2025.9
总资产	39.12	43.31	21.76	10.32
其中：风险资产	39.08	42.91	20.68	10.18
不良率(%)	-	-	-	-

净资产	5.87	6.10	6.21	6.26
风险资产/净资产	6.66	7.03	3.33	1.63
总债务	33.15	37.20	15.96	4.18
其中：短期债务	33.15	37.20	15.96	4.18
资产负债率(%)	85.00	85.92	71.47	39.28

资料来源：晟元保理提供，中诚信国际整理

晟元保理负债主要系流动负债，截至 2025 年 9 月末其流动负债主要包括短期借款 0.18 亿元和其他应付款 3.82 亿元，其中其他应付款主要系内部借款。另截至 2025 年 9 月末，晟元保理资产负债率为 39.28%，较上年末大幅下降，主要系保理业务结算的影响，其总资产及总负债均较上年末大幅下降。

表 17：近年来晟元保理现金流及主要流动性指标（万元、X）

	2022	2023	2024	2025.9/2025.1~9
经营活动净现金流	-48,689.95	3,137.52	5,095.67	105,979.12
投资活动净现金流	-2.96	0.00	-90.7250	-110,800.28
筹资活动净现金流	45,988.20	486.19	1,759.94	-4,645.18
流动比率	1.18	1.17	1.40	2.54
表内保理资产账面价值/总债务	1.18	1.15	1.30	2.43

资料来源：晟元保理提供，中诚信国际整理

从资产与负债匹配程度来看，近年来晟元保理流动比率波动上升，流动资产对流动负债的覆盖较好。偿债方面，截至 2025 年 9 月末，晟元保理有息债务为 4.18 亿元，主要为长期债务；同期末，其表内保理资产账面价值/总债务为 2.43 倍，应收保理款对债务的覆盖较好。

银行授信方面，截至 2025 年 9 月末，晟元保理共获得银行授信 0.65 亿元，未使用额度为 0.37 亿元，备用流动性一般。

对外担保方面，截至 2025 年 9 月末，晟元保理无对外担保。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》，近三年，公司未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件；根据晟元保理提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2026 年 2 月，其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，晟元保理在公开市场无信用违约记录。

**整体来看，受正向保理业务影响，近年来晟元保理投放规模呈波动下降态势，但依托上海城建产业链的业务资源，预计保理业务持续性较好；2022~2024 年晟元保理收入规模持续增长，财务杠杆水平有所下降，应收保理款可对债务形成覆盖，中诚信国际将对其未来经营情况保持持续关注。**

## 信用增进机构信用质量分析

### 差额支付承诺人——上海城建

上海城建（本章节或简称“公司”）成立于 1996 年 10 月，由上海市委、上海市政府批准设立，初始注册资本为 6.81 亿元。后经多次增资，截至 2025 年 9 月末，上海城建注册资本为 13.44 亿元，

唯一控股股东和实际控制人均为上海市国资委。另外，公司控股隧道股份一家上市公司。

## 运营实力

上海城建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，主要从事城市基础设施建设的各类隧道及附属结构的设计与施工。作为国内专业从事软土隧道工程施工业务规模最大的企业之一，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轨交线路，地下工程施工业务的优势明显。近年来受益于各地轨道、隧道、道路工程等基础设施投资的增加，上海城建施工业务发展较快，推动整体业务规模逐年增长，近年来上海城建营业总收入持续增长，综合实力稳步提升，在 2024 年 ENR 公布的全球最大国际承包商排名中位列第 124 名，较上年度排名上升 4 名。

**总的来看，公司在地下工程领域具有优先优势，近年来受益于各地轨道、隧道、道路工程等基础设施投资的增加，综合实力稳步提升。**

上海城建工程施工业务及基础设施投资运营业务核心运营主体为隧道股份及其下属子公司。2024 年隧道股份充分发挥竞争优势，新签合同额保持增长且首次突破千亿元；当期末，隧道股份在手订单总额为 1,474.28 亿元，在手项目储备充足，可为经营业绩稳定增长提供支撑。隧道股份在手项目以公路、轨道交通、隧道工程施工为主，项目质量较好，业主主要为政府、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偏紧的背景下，新签项目落地转化以及相关工程款的回收及时性等情况仍值得关注。2025 年 1~6 月，受行业景气度等因素影响，隧道股份新签项目稍有放缓，新签合同额 462.07 亿元，占 2024 年全年的 44.85%；同期实现营业收入 220.21 亿元，新签合同额为营业总收入的 2.10 倍。

表 18: 近年来隧道股份项目承揽情况（亿元、X）

项目	2022	2023	2024	2025.6/2025.1-6
新签合同额	835.86	953.80	1,030.16	462.07
其中：施工业务新签合同额	716.95	819.76	909.35	393.70
营业总收入	722.97	741.93	688.16	220.21
新签合同额/营业总收入	1.16	1.29	1.50	2.10

注：新签合同额中除施工业务外，包括设计业务、运营业务和数字业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司保持了在基建领域较高的市场地位，2024 年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良好保障，但工程款回收及时性仍值得关注。**

截至 2024 年末，公司拥有市政公用工程施工总承包特级资质，公路工程、建筑工程、机电工程、石油化工工程总承包一级资质，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，以及工程设计综合、工程勘察综合类等多项甲级资质，业务资质齐备且等级较高，现有资质已完全覆盖公司业务范围，可为后续业务拓展及重点项目承揽提供很好的支持。

表 19: 公司主要施工业务资质情况

级别	施工业务资质名称
----	----------

特级	市政公用工程施工总承包
总承包一级	公路工程、建筑工程、机电工程、石油化工工程
专业承包一级	隧道工程、地基基础工程、桥梁工程、公路路面工程、公路路基工程、机场场道工程、公路交通（公路机电）工程、公路交通工程（公路安全设施）、建筑装修装饰工程、防水防腐保温工程、电子与智能化工程
甲级	工程设计综合、工程勘察综合类、工程设计市政行业甲级、工程咨询资信综合、城乡规划编制、建筑行业工程设计专业、人防工程设计（人防设施的设计）、工程测绘（控制、地形、市政测量）、造价咨询、化工石化医药行业（石油及化工产品储运专业）设计

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

另截至 2024 年末，公司共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，9 家市级企业技术中心，6 家市级工程技术研究中心，1 家市级工程技术创新中心，4 家市住建行业工程技术创新中心以及 2 家博士后工作室等创新载体，同时拥有 21 家高新技术企业，12 家专精特新中小企业、2 家专精特新小巨人企业，专业领域基本覆盖公司主营业务范围。同期末，公司共摘获 6 项上海市科学技术奖，其中，科技进步一等奖 2 项、二等奖 4 项；累计获得 2,777 项授权专利，其中发明专利 926 项；2024 年新增授权专利 287 项，其中发明专利 159 项。

**整体来看，公司施工资质齐备且等级高，研发经验及发明专利积累丰富，技术实力极强。**

## 工程施工业务

隧道股份业务结构以建设工程为主，但细分领域新签合同占比有所变化。2024 年，隧道股份在市政工程和能源工程方面业务拓展良好，同时得益于对下属公司上海城市环境集团有限公司（以下简称“环境集团”）业务的整合完成，环境工程项目新签单独统计，上述领域新签合同占比均有所上升；但受国内基建投资增速放缓及地方政府化债等因素影响，轨道交通和道路工程项目承揽规模有所下降。整体来看，隧道股份业务类型多元化水平较高，不存在对单一业务类型的过度依赖，随着隧道股份在智慧城市、低空经济等新兴业务领域的持续发力，未来业务多元化程度有望进一步提升。

表 20：近年来隧道股份施工业务新签合同按业务类型划分（亿元）

	2022	2023	2024	2025.1~6
轨道交通类（包括轨道交通车站、区间、有轨电车及机电安装）	188.69	215.16	189.52	49.45
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）	174.34	205.91	270.42	102.72
能源工程类（包括电厂取排水、泵房、燃气工程、沥青供应等）	43.35	89.40	117.80	22.22
道路工程类（包括市区城市快速道、高速公路等）	193.77	124.20	82.86	75.44
房产工程类（包括地基基础、房屋建设等）	86.06	120.15	146.78	77.77
环境工程类（包括水利、水务、水环境、固废、土壤等）	--	--	66.64	14.16
其他工程类（混凝土构件、机械制造、机场工程等）	30.73	64.94	35.33	51.93
合计	716.95	819.76	909.35	393.70

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域方面，隧道股份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。2024 年隧道股份新签项目仍主要来自上海市内，同时增加了对上海市外项目的开拓，二者新签合同规模均同比提升。海外业务方面，隧道股份紧跟国家“一带一路”和“走出去”战略，开拓海外市场，目前隧道股份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，2024

年新签合同额继续下降且占比不高。根据规划，隧道股份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。中诚信国际将对隧道股份海外业务的经营及回款情况保持关注。

表 21：近年来隧道股份施工业务新签合同按区域划分（亿元、%）

	2022		2023		2024		2025.1-6	
	新签合同额	占比	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	336.15	46.89	441.49	53.86	468.46	51.52	167.87	42.64
上海市外（不含海外）	340.53	47.50	339.44	41.41	406.92	44.75	193.19	49.07
海外	40.27	5.62	38.82	4.74	33.96	3.73	32.63	8.29
合计	716.95	100.00	819.76	100.00	909.35	100.00	393.70	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**整体来看，公司积极进行产业结构调整 and 区域公司实体化布局，业务多元化水平进一步提高。**

### 基础设施投资运营业务

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 2025 年 6 月末，公司在手控股 PPP 项目共 18 个，总投资金额约 371 亿元，其中有 3 个项目仍处在在建状态，尚需投资约 11.32 亿元，运营期项目回款情况良好，2025 年 6 月末累计回款约 59.47 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，回款额已覆盖投资额。中诚信国际认为，2023 年以来公司新增投资项目数量少，存量控股项目的投资压力不大，但项目运营周期长，需关注后续回款和资金平衡情况。

**公司在手 PPP 项目后续投资压力不大，但后续经营回款及资金平衡情况仍值得关注。**

### 房地产开发业务

上海城建房地产开发业务的主要运营主体为上海城建置业发展有限公司（以下简称“城建置业”），其拥有房地产一级开发资质，产品结构以商品房和保障房为主。近年来随着上海城建陆续加快推盘节奏，房地产项目的合同签约金额和合同签约面积呈增长态势。截至 2025 年 6 月末，上海城建在建房地产并表项目共有 2 个，计划总投资额为 284.81 亿元，已完成投资 244.32 亿元。

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，上海城建近年来房地产板块资金主要投向于上海市的保障房建设项目，截至 2025 年 6 月末，其保障房项目预计总投资 199.66 亿元，已投资 173.98 亿元。

城建置业开发的商品住宅项目主要位于上海及无锡及其周边区域，以中档商品房和高档精装修住宅为主。截至 2025 年 6 月末，上海城建在建商品房项目 1 个，项目采取合作开发的模式，公司和融创房地产集团有限公司合作开发无锡渔港项目，预计总投资合计 85.15 亿元，已投资 70.34 亿元，项目类型以住宅为主。无锡渔港项目位于无锡市滨湖区太湖新城，截至 2025 年 6 月末仍处于在建状态，其可售部分对应的已售比例为 61.85%，销售进度不达预期。在当前房地产市场短期内仍面临下行压力、房企外部融资偏紧的环境下，需关注上海城建渔港项目的销售进度、回款情况及相关减值准备的计提情况。

表 22: 近年来上海城建房地产开发情况 (万平方米、亿元、元/平方米)

	2022	2023	2024	2025.6/2025.1~6
期末在建面积	109.32	27.32	16.67	7.14
合同签约金额	87.75	57.02	19.81	0.07
合同签约面积	39.90	13.79	2.83	0.05
销售均价	21,993	41,348	70,069	12,850

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

**整体来看, 上海城建在手房地产项目存量有限, 无锡渔港项目合作房企已发生流动性风险事件, 且项目存在去化压力。**

## 其他业务

上海城建的其他业务主要包括设计业务和商品销售业务。上海城建的设计业务包括城市轨道交通、隧道、燃气管网、天然气储气站、综合管廊、人防设计等地下空间的勘察、设计以及相关咨询服务。2024 年上海城建实现设计业务收入 23.88 亿元, 同比减少 6.89%。商品销售业务主要以销售各类高标号混凝土、特种混凝土、商品砂浆、混凝土预制构件为主, 2024 年上海城建实现商品销售业务收入 33.75 亿元, 同比减少 6.81%。2025 年 1~6 月, 上海城建实现设计业务收入 5.26 亿元, 同比减少 26.54%; 实现商品销售业务收入 16.86 亿元, 同比减少 24.70%。

**总体来看, 公司设计业务和商品销售业务等其他业务收入可对主业形成一定补充。**

## 财务风险

### 盈利能力

受市场因素影响, 近年来公司收入规模逐年下滑, 2024 年公司工程施工板块收入同比减少 7.43%, 总营业收入同比减少 8.03%。毛利率方面, 工程施工和投资等业务利润空间扩大, 毛利率同比均有所提升, 使得公司当年营业毛利率同比上升 1.63 个百分点。2025 年 1~9 月, 公司实现营业收入 422.14 亿元, 同比下滑 7.44%, 毛利率同比增长 2.74 个百分点。

表 23: 近年来公司营业总收入及毛利率构成情况 (亿元、%)

项目	2022		2023		2024		2025.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工	579.70	8.82	611.14	6.83	565.71	7.11	266.82	--
房地产开发	60.29	15.75	18.71	22.55	18.75	25.16	58.52	--
设计业务	26.58	25.95	25.65	17.35	23.88	33.49	12.81	--
运营业务	50.81	25.13	60.24	17.26	50.34	24.90	25.52	--
商品销售	40.84	11.44	36.22	12.67	33.75	9.20	25.45	--
投资业务	37.14	33.26	28.63	43.59	28.98	58.59	24.42	--
其他业务	17.71	48.14	19.90	37.54	14.79	44.14	8.60	--
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>813.08</b>	<b>13.01</b>	<b>800.49</b>	<b>10.87</b>	<b>736.21</b>	<b>12.50</b>	<b>422.14</b>	<b>14.63</b>

注: 因企业未提供分项成本数据, 故无法计算毛利率

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

期间费用方面, 受建筑业工程项目地域分散、从业人员较多等因素影响, 近年来上海城建管理费用持续增长; 但因上海城建业务拓展力度放缓, 其研发费用有所减少, 2024 年上海城建期间费用

同比下降 9.86%，公司期间费用率同比下降 0.19 个百分点至 9.28%。2025 年 1~9 月上海城建期间费用同比下降-0.32%，期间费用率同比上升 0.83 个百分点至 11.59%。

上海城建利润总额主要由经营性业务利润构成，2024 年因毛利率提升和期间费用下降，其经营性业务利润同比大幅增长 101.93%。此外，2024 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 5.67 亿元，同比大幅减少 78.02%，导致当年上海城建投资收益大幅下降。受上述因素共同影响，上海城建 2024 年利润总额同比减少 3.18%，EBIT 同比减少 4.91%。2025 年 1~9 月，受营业收入和投资收益同比下降影响，公司利润总额同比下滑 14.93%至 17.56 亿元。

表 24：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2022	2023	2024	2025.1~9
管理费用	20.11	22.52	23.04	16.08
研发费用	27.78	31.01	27.15	19.72
财务费用	20.25	20.89	17.20	11.86
期间费用率	8.57	9.47	9.28	11.59
经营性业务利润	32.45	11.79	23.81	12.10
资产减值损失	0.35	3.37	0.49	-0.07
信用减值损失	1.47	1.72	1.40	-0.14
公允价值变动收益	-0.41	0.80	0.78	-0.68
投资收益	9.54	29.40	14.41	4.10
营业外损益	2.95	0.47	-0.03	-0.13
利润总额	43.39	39.01	37.76	17.56
EBIT	61.73	60.02	57.08	--
EBIT 利润率	7.59	7.50	9.82	--

注：资产减值损失和信用减值损失以正数填列。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**整体来看，近年来公司经营性业务利润有所波动，投资收益对公司利润贡献较大，主业盈利性及投资收益稳定性值得关注。**

## 资产质量

近年来受益于施工业务量的增长，公司对业主的应收账款、已完工未结算款为主的合同资产等规模持续上升；2024 年，随着基础设施建设项目逐步完工，公司合同资产进一步大幅增加。以上因素使得公司 2024 年末资产规模同比增长。2025 年 9 月末，公司货币资金减少较多，资产规模有所下降。

负债方面，公司负债以经营性负债为主，以应付分包商工程款为主的应付账款和以预收工程款为主的合同负债是公司负债的主要构成。有息债务主要为以长期借款、短期借款和应付债券为主的刚性债务。2025 年 9 月末，因经营周期波动影响，公司合同负债下降，使得总负债规模有所下降。

所有者权益方面，受益于经营累积、PPP 项目公司吸收投资、债权投资计划<sup>15</sup>发行以及下属公司发行永续债等，近年来公司权益规模不断增长。2024 年末公司债务规模增长较快，总资本化比率有

<sup>15</sup> 2022 年 7 月，公司与太平洋资产管理有限责任公司签订《太平洋-上海城建债权投资计划投资合同》，公司作为融资主体拟融集投资资金本金金额不超过 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，融资利率为 4.5%/年。

所上升；2025 年 9 月末，公司债务规模进一步增加。

表 25：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2022	2023	2024	2025.9
货币资金	279.84	321.35	310.92	275.15
应收账款	223.06	244.08	246.12	233.30
合同资产	355.49	386.51	465.73	490.57
长期应收款	297.47	286.87	293.13	300.79
其他非流动资产	270.60	236.69	240.20	245.35
总资产	1,894.70	1,966.78	2,013.43	1,976.22
应付账款	699.27	781.79	816.88	806.28
合同负债	130.13	167.25	144.04	96.41
总负债	1,460.93	1,511.90	1,536.63	1,481.14
短期借款	161.05	87.76	66.00	134.36
应付票据	15.43	6.08	5.69	3.78
应付债券	50.50	90.62	75.14	49.92
长期借款	238.00	212.15	199.74	184.03
短期债务/总债务	40.04	29.60	32.39	41.45
总债务	552.13	489.65	561.16	603.32
实收资本	13.44	13.44	13.44	13.44
未分配利润	86.04	90.37	94.40	94.60
其他权益工具	40.04	40.01	30.04	27.02
少数股东权益	264.60	276.61	304.12	325.10
所有者权益合计	433.77	454.88	476.81	495.08
总资本化比率	58.37	54.13	59.13	60.86

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**整体来看，公司资产规模逐年增长，少数股东权益提升和永续债的发行带动权益规模扩大，但权益结构一般；2024 年以来公司债务规模有所增长，总资本化比率亦有所提升。**

## 现金流及偿债能力

公司经营获现能力较好，近三年来经营活动现金流持续净流入；2023 年~2024 年，公司投资活动净现金流由负转正，主要系公司投资力度有所减小，且投融资项目回购情况较好；同期因公司融资力度放缓且偿还债务较多，筹资活动现金流均呈净流出状态。2025 年 1~9 月，受建筑行业经营周期波动影响，经营活动现金净流出较多。

公司有息债务规模近年来波动上升，债务结构以长期债务为主。偿债指标方面，2024 年 FFO 对总债务的覆盖倍数与上年基本持平，EBITDA 利息覆盖倍数有所上升，但非受限货币资金对短期债务的覆盖随着货币资金整体规模的减少有所下降，且 EBITDA 下降及债务规模增长导致 EBITDA 对公司债务本金的覆盖水平回升，债务本金偿付的压力加大。整体来看，公司较为充裕的资金储备和持续的经营现金流入可为债务偿付提供一定支撑，但仍存在一定的债务压力。

表 26：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2022	2023	2024	2025.9/2025.1-9
经营活动净现金流	37.59	63.29	73.91	-11.78
投资活动净现金流	-79.45	44.38	32.34	0.18

筹资活动净现金流	50.09	-68.64	-112.92	-23.87
非受限货币资金/短期债务	1.24	2.15	1.68	--
总债务/EBITDA	7.19	6.29	7.77	--
EBITDA 利息覆盖倍数	2.65	2.79	3.00	--
FFO/总债务	0.07	0.02	0.02	--

注：企业未提供 2025 年 9 月末受限货币资金情况，相关指标未统计。

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**整体来看，公司经营获现能力良好，其较为充裕的现金流和资金储备以及通畅的外部融资渠道亦可为到期债务偿付提供有力支撑。**

## 本部情况

本部方面，公司本部整体经营规模相对较小，主要承担管理职能，营业收入主要系本部向子公司统借统贷的利息收入；利润主要来自于下属子公司成本法核算的长期股权投资产生的投资收益，2024 年及 2025 年 1~9 月上海城建本部实现投资收益 3.62 亿元和 2.48 亿元。

上海城建本部资产主要由货币资金、长期股权投资和其他应收款等构成；债务以短期借款、应付债券和永续债为主，2022~2024 年来总债务规模持续减少。2024 年末，上海城建本部货币资金规模能够完全覆盖短期债务。

## 其他事项

截至 2025 年 6 月末，上海城建受限资产 419.64 亿元，主要系用于抵押、质押借款的其他非流动资产、长期应收款等，占总资产的 20.84%。同期末，上海城建无对外担保，亦无影响正常经营的重大未决诉讼，或有风险可控。

财务弹性方面，截至 2025 年 6 月末，公司合并口径共获得各金融机构综合授信 2,486.31 亿元，其中未使用额度 1,422.38 亿元，外部融资渠道畅通。同时，公司控股子公司隧道股份为 A 股上市公司，股权融资渠道通畅。整体来看，公司具备较好的流动性。

**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，截至 2026 年 2 月，公司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。

## 外部支持

公司作为上海国资委全资控股企业，在整体经营、科学研究等方面获得了政府的支持，每年均能获得一定规模的政府财政扶持金。同时，公司作为上海市内国有大型建筑企业之一，一直以来都能得到银行等金融机构的大力支持，充足的授信额度为公司各类业务开展奠定了良好基础；且下属子公司隧道股份作为 A 股上市公司，股权融资渠道畅通，公司及其子公司亦能够通过各类债务融资工具进行债券直接融资。

**总体来看，公司作为上海市内国有大型建筑企业之一，在整体经营、科学研究等方面获得了政府的支持。**

## ■ 重要参与方情况

**计划管理人：**国泰海通资管原名上海国泰君安证券资产管理有限公司（以下简称“国君资管”），2025 年 4 月股东变更为国泰海通证券股份有限公司（以下简称“国泰海通”）；2025 年 7 月国泰海通董事会审议同意国君资管吸收合并上海海通证券资产管理有限公司，国君资管同步更为现名。截至 2025 年 9 月末，国泰海通资管注册资本为 20 亿元，由国泰海通全资持股，实际控制人为上海国际集团有限公司。国泰海通资管的经营范围包括公募基金管理业务和证券资产管理业务，拥有资产管理、公开募集证券投资基金管理等业务资格。截至 2024 年末，原国君资管管理资产规模为 5,884.30 亿元，较上年末增长 6.52%，其中集合资产管理规模、单一资产管理规模和专项资产管理规模分别为 2,393.24 亿元、1,295.38 亿元和 1,404.01 亿元；2024 年其资产管理业务实现手续费净收入 12.75 亿元，同比增长 12.53%。在风险管理方面，国泰海通资管坚持在控制风险的前提下合法经营、规范运作和集中统一管理，逐步建立起完善的业务管理体系，对资产管理业务严格执行风险控制与管理，对风险进行持续、动态的跟踪与监视，强化合规风险管控，勤勉尽责开展各项日常工作。

**托管银行/托管人：**招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）系 A 股和 H 股上市企业，截至 2025 年 9 月末其总股本为 252.20 亿元，其中第一大股东招商局轮船有限公司直接持股 13.04%，招商银行无控股股东及实际控制人；截至 2025 年 9 月末，招商银行（集团口径）总资产为 126,440.75 亿元，负债总额为 113,689.39 亿元，且其资本充足水平良好。托管业务方面，招商银行是托管业务资质最全的商业银行之一，截至 2025 年 6 月末其托管资产余额为 24.14 万亿元，较上年末增长 5.60%，位居行业前列。2024 年及 2025 年 1~9 月，招商银行实现托管业务佣金收入分别为 48.91 亿元和 39.37 亿元，同比分别减少 8.20% 和增长 6.66%。风险管理方面，招商银行坚守稳健审慎的风险文化和风险偏好，持续巩固堡垒式风险合规管理体系，守住不发生系统性风险底线；强化全面风险管理，加大对实体经济支持力度，防范化解重点领域风险，加快风险管理数智化转型，保持各项风险指标稳定。

## ■ 结论

中诚信国际基于基础资产数据和信息，结合交易结构的安排，考虑上海城建提供的差额支付承诺等因素对信用支持水平的影响，在此基础上，对优先级资产支持证券本息的偿还进行现金流测试。根据相关测试结果，参照中诚信国际结构化产品信用评级方法，我们授予本专项计划优先级资产支持证券的信用等级为 **AAA<sub>sf</sub>**。

## 附一：重要定义

事件名称	定义
差额支付承诺启动事件	<p>系指如下事件：</p> <p>(a)在专项计划终止日之前：</p> <p>1.截至任何一个兑付日的前一个专项计划账户核算日【0】:00，专项计划账户内资金余额不足以按照《标准条款》中规定的分配顺序支付该兑付日应付的专项计划费用及相关税费及优先级资产支持证券的当期预期收益；</p> <p>2.截至优先级资产支持证券的预期到期日前一个专项计划账户核算日【0】:00，专项计划账户内资金余额不足以支付完毕预期到期日应付的专项计划费用及相关税费、优先级资产支持证券的预期收益和未偿本金余额。</p> <p>(b)在专项计划终止日之后，系指计划管理人根据有控制权的资产支持证券持有人大会审议通过的清算方案确认专项计划资产仍不足以支付应付的专项计划费用及相关税费、所有优先级资产支持证券届时尚未获得支付的所有预期收益和未偿本金余额。</p>
权利完善事件	<p>系指以下任一事件：</p> <p>(a)发生资产服务机构解任事件，导致资产服务机构被解任；</p> <p>(b)发生与原始权益人有关的丧失清偿能力事件；</p> <p>(c)发生原始权益人收款账户被司法冻结、划扣等任何形式的权利限制；</p> <p>(d)当评级机构给予差额支付承诺人的主体长期信用评级低于【AAA】时；</p> <p>(e)发生违约事件。</p>
加速清偿事件	<p><b>自动生效的加速清偿事件</b></p> <p>(a)原始权益人发生任何丧失清偿能力事件；</p> <p>(b)发生任何资产服务机构解任事件，且在【30】个自然日内仍无法找到合格的继任资产服务机构；</p> <p>(c)根据专项计划文件的约定，需要更换计划管理人或托管银行，但在【30】个自然日内仍无法找到合格的继任机构；</p> <p>(d)差额支付承诺人的主体长期信用等级低于【AAA】；</p> <p>(e)差额支付承诺人未按期足额履行差额支付承诺函项下的任何义务；</p> <p><b>需经宣布生效的加速清偿事件</b></p> <p>(f)在专项计划存续期间内连续【30】个工作日基础资产累计违约率达到【10】%及以上；</p> <p>(g)在专项计划存续期间内，某月最后一日的基础资产累计逾期率达到【15】%及以上；</p> <p>(h)除《标准条款》另有约定外，原始权益人或资产服务机构未能履行或遵守其在专项计划文件项下的任何主要义务，并且计划管理人合理地认为该等行为无法补救或在计划管理人发出要求其补救的书面通知后【30】个自然日内未能得到补救；</p> <p>(i)原始权益人在专项计划文件中提供的任何陈述、保证（资产保证除外）在提供时便有重大不实或误导成分；</p> <p>(j)发生对资产服务机构、原始权益人、计划管理人或者基础资产有重大不利影响的事件；</p> <p>(k)专项计划文件全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。</p>
违约事件	<p>系指差额支付承诺人未按期足额履行其差额支付义务。</p> <p>专项计划于以下任一事件发生之日终止：</p> <p>(a)专项计划被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被判决终止；</p> <p>(b)专项计划设立日后5个工作日尚未按照《资产买卖协议》的约定完成基础资产的交割；</p> <p>(c)专项计划资产处置回收完毕（包括但不限于基础资产最后一笔保理融资款项支付完毕，以及全部处置了因执行抵押权、质权及其他附属担保权益而获得的所有财产，并根据专项计划文件约定的分配实施流程向资产支持证券持有人完成分配）；</p>
专项计划终止日	<p>(d)专项计划资产分配完毕；</p> <p>(e)专项计划目的无法实现；</p> <p>(f)法定到期日届至；</p> <p>(g)有控制权的资产支持证券持有人大会决议终止专项计划；</p> <p>(h)差额支付承诺人的主体长期信用评级下降至低于【AAA】；</p> <p>(i)上海城建供应链金融综合服务平台因任何原因而无法全面正常运行（具体以原始权益人确认为准），且持续时间超过【10】个工作日；</p> <p>(j)差额支付承诺人未按期足额履行差额支付承诺函项下的差额支付义务；</p> <p>(k)中国法律或者中国证监会规定的其他情形。</p>

资料来源：国泰海通资管提供，中诚信国际整理

## 附二：现金流支付机制安排

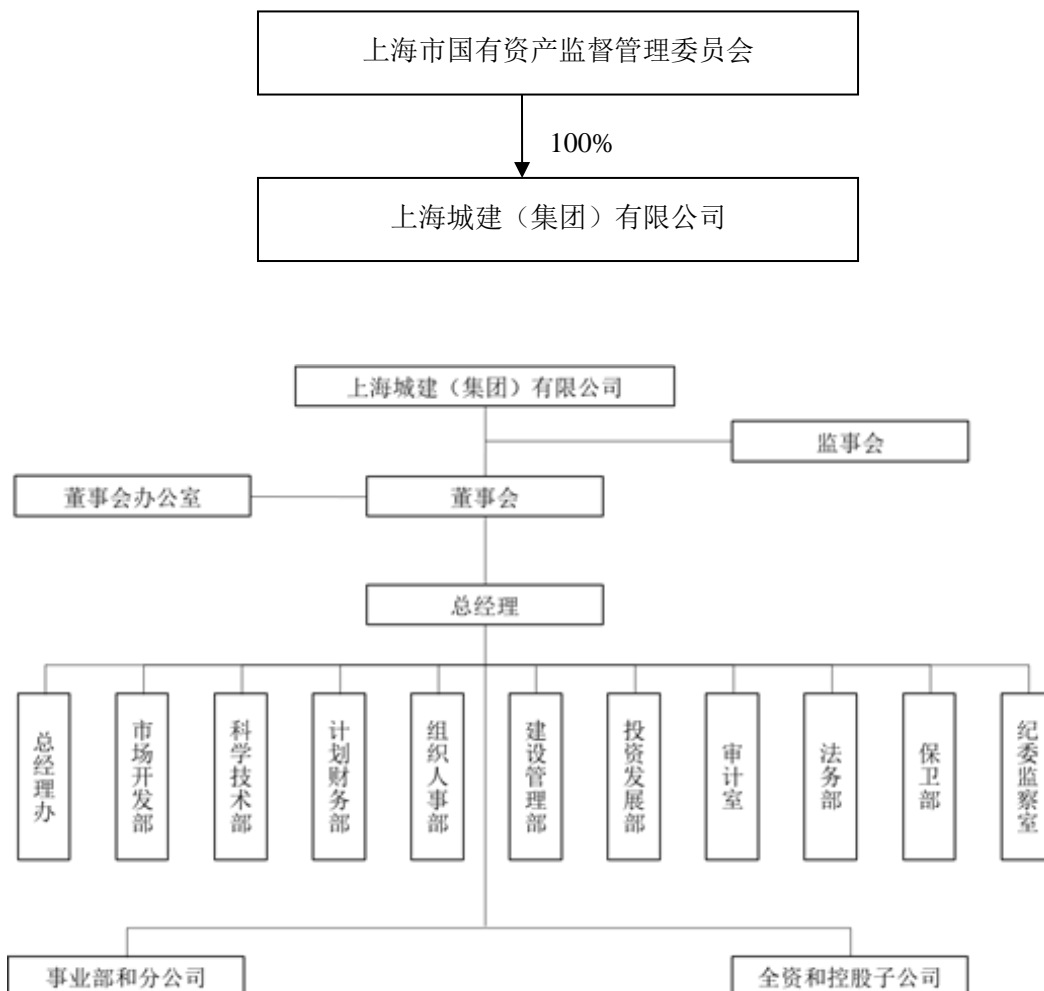
分配顺序	未发生加速清偿事件	发生加速清偿事件后	专项计划终止后
1	专项计划的应缴税金、登记托管机构的资产支持证券登记、资金划付等相关费用（如有）、执行费用；	专项计划的应缴税金、登记托管机构的资产支持证券登记、资金划付等相关费用（如有）、执行费用；	专项计划资产处置及清算费用（如有）；
2	托管银行的托管费、审计费（如有）、信息披露费、召开资产支持证券持有人大会的会务费及其他专项计划费用（如有）；	托管银行的托管费、审计费（如有）、信息披露费、召开资产支持证券持有人大会的会务费及其他专项计划费用（如有）；	支付专项计划应承担的税收（如有）；
3	支付应付的优先级资产支持证券的当期预期收益；	支付应付的优先级资产支持证券的当期预期收益；	托管银行的托管费（如有）、资产服务机构的服务费、审计费（如有）及其他专项计划费用（如有）；
4	支付应付的优先级资产支持证券的全部本金，直至优先级资产支持证券的本金全部支付完毕；	支付应付的优先级资产支持证券的全部本金，直至优先级资产支持证券的本金全部支付完毕；	支付应付未付的优先级资产支持证券的全部预期收益；
5	如该兑付日是次级资产支持证券预期到期日或专项计划最后一个兑付日，则剩余资金及其他专项计划剩余资产（原状）作为次级资产支持证券持有人的本金和收益支付给次级资产支持证券持有人；如该兑付日不是次级资产支持证券预期到期日及专项计划最后一个兑付日，则剩余资金（如有）留存专项计划账户。	如该兑付日是次级资产支持证券预期到期日或专项计划最后一个兑付日，则剩余资金及其他专项计划剩余资产（原状）作为次级资产支持证券持有人的本金和收益支付给次级资产支持证券持有人；如该兑付日不是次级资产支持证券预期到期日、专项计划最后一个兑付日，则剩余资金（如有）留存专项计划账户。	支付优先级资产支持证券的本金，直至优先级资产支持证券的本金全部支付完毕；
6	--	--	剩余专项计划资产将按其当时原状（包括但不限于以现金、债权或现金与债权组合方式）分配给次级资产支持证券持有人；

## 分配流程

日期	分配流程
回收款转付日（T-6）	资产服务机构应将原始权益人收款账户在前一个回收款转付期间的所有回收款全部转入专项计划账户；
专项计划账户核算日（T-6日）	计划管理人和托管银行对专项计划账户资金余额按照约定的分配顺序是否能够足额支付该次分配所对应的专项计划费用及优先级资产支持证券预期收益和/或本金进行核算；
差额支付通知日（T-6日）	发生差额支付承诺启动事件的情况下，计划管理人向差额支付承诺人发出《差额支付通知书》；
差额支付划款日（T-5日）	发生差额支付承诺启动事件的情况下，差额支付承诺人将差额资金划入专项计划账户并通过邮件的方式通知计划管理人；
资产服务机构报告日（T-4日）	资产服务机构向计划管理人和评级机构出具《资产服务机构报告》；
计划管理人报告日（T-4日）	计划管理人向资产支持证券持有人披露《收益分配报告》；
托管银行划款日/分配日（T-2日）	托管银行将专项计划当期应分配的资产支持证券所有收益和本金划入计划管理人在登记托管机构的指定账户；
权益登记日（T-1日）	计划管理人公告资产支持证券持有人收益分配信息通知中所确定的在登记托管机构登记在册的资产支持证券持有人享有的收益分配权；
兑付日（T日）	登记托管机构应将相应款项划拨至各结算参与者结算备付金账户，各结算参与者根据登记托管机构结算数据中的预期支付额（预期支付费用、本金、利息）的明细数据将相应款项划拨至资产支持证券持有人资金账户。

资料来源：国泰海通资管提供，中诚信国际整理

### 附三：上海城建（集团）有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2025 年 9 月末）



资料来源：上海城建提供

## 附四：上海城建（集团）有限公司财务数据及财务指标（母公司口径）

财务数据（人民币：亿元）	2022	2023	2024	2025.9/2025.1-9
货币资金	28.86	56.10	40.69	26.39
应收账款	1.12	0.88	0.48	0.42
其他应收款	119.14	29.93	29.36	45.62
存货	0.03	0.03	0.01	0.01
长期投资	74.07	71.23	71.85	78.04
固定资产	0.58	0.52	0.45	0.42
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.04
无形资产	0.64	0.61	0.59	0.59
资产总计	235.21	168.67	149.67	157.17
其他应付款	20.11	9.67	12.81	5.22
短期债务	101.32	29.69	10.15	31.16
长期债务	69.59	80.48	79.92	76.94
总债务	170.90	110.17	90.08	108.11
净债务	142.04	54.07	49.39	81.72
负债合计	158.62	84.96	76.89	90.35
所有者权益合计	76.59	83.71	72.78	66.82
利息支出	6.31	5.42	5.02	--
营业总收入	5.04	2.94	2.22	1.13
经营性业务利润	-1.91	-1.19	-0.37	-0.45
投资收益	3.10	6.99	3.62	2.48
净利润	4.54	6.85	3.03	0.46
EBIT	6.09	10.92	4.70	--
EBITDA	6.16	11.01	4.77	--
经营活动产生的现金流量净额	-21.19	80.41	3.73	-0.24
投资活动产生的现金流量净额	-20.31	10.86	7.13	-27.44
筹资活动产生的现金流量净额	43.83	-63.83	-26.26	13.40
财务指标	2022	2023	2024	2025.9/2025.1-9
营业毛利率(%)	60.60	95.41	90.16	86.85
期间费用率(%)	94.15	134.58	105.24	125.41
EBIT 利润率(%)	120.72	371.86	211.48	--
总资产收益率(%)	2.59	5.41	2.95	--
流动比率(X)	1.24	2.19	2.91	1.96
速动比率(X)	1.24	2.18	2.91	1.96
存货周转率(X)	64.75	4.39	11.85	31.81*
应收账款周转率(X)	4.48	2.93	3.28	3.35*
资产负债率(%)	67.44	50.37	51.37	57.49
总资本化比率(%)	82.37	71.59	67.80	73.09
短期债务/总债务(%)	59.28	26.95	11.27	28.83
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.12	0.73	0.04	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.21	2.71	0.37	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-3.36	14.83	0.74	--
总债务/EBITDA(X)	27.76	10.01	18.87	--
EBITDA/短期债务(X)	0.06	0.37	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.98	2.03	0.95	--
EBIT 利息保障倍数(X)	0.97	2.01	0.94	--
FFO/总债务(X)	0.03	0.02	0.02	--

注：1、中诚信国际分析时将上海城建其他权益工具中的永续债调整至长期债务，将混合型证券的利息支出计入债务利息支出；2、因缺少2022~2024年资本化利息支出数据，利息支出中不包含资本化利息支出。

## 附五：上海城建（集团）有限公司财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2022	2023	2024	2025.9/2025.1-9
货币资金	279.84	321.35	310.92	275.15
应收账款	223.06	244.08	246.12	233.30
其他应收款	17.18	16.20	13.27	12.13
存货	138.75	138.79	126.54	85.63
长期投资	75.94	102.93	91.06	87.75
固定资产	63.35	59.99	53.56	50.50
在建工程	36.73	38.24	10.76	14.47
无形资产	50.14	51.61	51.99	51.37
资产总计	1,894.70	1,966.78	2,013.43	1,976.22
其他应付款	30.23	28.77	26.72	25.21
短期债务	221.08	144.91	181.77	250.05
长期债务	331.05	344.74	379.39	353.27
总债务	552.13	489.65	561.16	603.32
净债务	279.01	177.53	255.88	328.17
负债合计	1,460.93	1,511.90	1,536.63	1,481.14
所有者权益合计	433.77	454.88	476.81	495.08
利息支出	28.96	27.87	24.07	--
营业总收入	813.08	800.49	736.21	422.14
经营性业务利润	32.45	11.79	23.81	12.10
投资收益	9.54	29.40	14.41	4.10
净利润	33.66	31.21	29.19	11.98
EBIT	61.73	60.02	57.08	--
EBITDA	76.83	77.79	72.26	--
经营活动产生的现金流量净额	37.59	63.29	73.91	-11.78
投资活动产生的现金流量净额	-79.45	44.38	32.34	0.18
筹资活动产生的现金流量净额	50.09	-68.64	-112.92	-23.87
财务指标	2022	2023	2024	2025.9/2025.1-9
营业毛利率(%)	13.01	10.87	12.50	14.63
期间费用率(%)	8.57	9.47	9.28	11.59
EBIT 利润率(%)	7.59	7.50	7.75	--
总资产收益率(%)	3.26	3.11	2.87	--
流动比率(X)	0.93	0.98	0.99	0.96
速动比率(X)	0.81	0.86	0.89	0.89
存货周转率(X)	5.10	5.14	4.86	4.53*
应收账款周转率(X)	3.65	3.43	3.00	2.35*
资产负债率(%)	77.11	76.87	76.32	74.95
总资本化比率(%)	58.37	54.13	59.13	60.86
短期债务/总债务(%)	40.04	29.60	32.39	41.45
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X)	0.02	0.04	0.06	--
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.06	0.15	0.19	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	1.30	2.27	3.07	--
总债务/EBITDA(X)	7.19	6.29	7.77	--
EBITDA/短期债务(X)	0.35	0.54	0.40	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.65	2.79	3.00	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.13	2.15	2.37	--
FFO/总债务(X)	0.07	0.02	0.02	--

注：中诚信国际分析时将上海城建计入其他权益工具中的永续债调整至长期债务，计入其他非流动负债中的有息债务调整至长期债务，将混合型证券的利息支出计入债务利息支出。

## 附六：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
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
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
净债务	总债务-非受限货币资金
资产负债率	负债总额/资产总额
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
净负债率	净债务/经调整的所有者权益
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
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
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
净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
净利润率	净利润/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
流动比率	流动资产/流动负债
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
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
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/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[2023]65 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。

## 附七：信用等级的符号及定义

结构化产品等级符号	含义
AAA <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极高，且基本不受不利经济环境的影响，产品的预期损失极低。
AA <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性很高，且不易受不利经济环境的影响，产品的预期损失很低。
A <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较高，虽易受不利经济环境的影响，产品的预期损失较低。
BBB <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性一般，易受不利经济环境的影响并可能遭受损失，产品的预期损失一般。
BB <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性较低，极易受不利经济环境的影响并可能遭受较大损失，产品的预期损失较高。
B <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性依赖于良好的经济环境，具有较大的不确定性，受不利经济环境影响很大且会遭受很大打击，产品的预期损失很高。
CCC <sub>sf</sub>	结构化产品持有人获得利息及时支付和本金在法定到期日或以前足额偿付的可能性极度依赖于有利的经济环境，具有极大的不确定性，产品的预期损失极高。
CC <sub>sf</sub>	基本无法保证结构化产品持有人获得利息的及时支付和本金在法定到期日或以前的足额偿付。
C <sub>sf</sub>	结构化产品持有人无法获得本息偿付，产品本金部分或全部损失。

注：除 AAA<sub>sf</sub> 级，CCC<sub>sf</sub> 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。



## 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）66428877

传真：+86（10）66426100

网址：[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: [www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)