



# 信用等级通知书

信评委函字[2011]跟踪010号

## 上海城投控股股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及公司已发行的“上海城投控股股份有限公司2009年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信评估信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一一年四月二十五日

# 上海城投控股股份有限公司公司债券 2011 年跟踪评级报告

发行主体	上海城投控股股份有限公司		
担保主体	上海市城市建设投资开发总公司		
发行规模	人民币 20 亿元		
上次评级时间	2010/5/12		
上次评级结果	主体级别	AA <sup>+</sup>	评级展望：稳定
	债项级别	AAA	
跟踪评级结果	主体级别	AA <sup>+</sup>	评级展望：稳定
	债项级别	AAA	

## 概况数据

城投控股	2008	2009	2010
所有者权益(亿元)	106.49	127.63	129.55
总资产(亿元)	177.26	216.81	260.84
总债务(亿元)	48.87		94.76
营业收入(亿元)	32.15	33.59	38.98
营业毛利率(%)	31.71	30.96	33.12
EBITDA(亿元)	21.49	14.36	15.49
净资产收益率(%)	12.12	6.15	6.77
资产负债率(%)	39.92	41.13	50.33
总债务/EBITDA(X)	2.27	4.25	6.12
EBITDA 利息倍数(X)	4.78	4.83	4.17

上海城投	2008	2009	2010
总资产(亿元)	2,110.52	2,421.89	2,797.42
总债务(亿元)	933.62	1,158.24	1,256.15
所有者权益(亿元)	967.16	998.82	1,171.03
营业总收入(亿元)	101.56	105.02	122.53
毛利率(%)	20.21	22.68	22.50
EBITDA(亿元)	34.58	34.33	40.76
资产负债率(%)	54.17	58.76	58.14
EBITDA 利息倍数(X)	1.75	1.40	2.07
总债务/EBITDA(X)	27.00	33.74	30.82

注：所有者权益包含少数股东权益；

## 分析师

唐 雯 wtang@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

2011 年 4 月 25 日



## 基本观点

2010 年，上海城投控股股份有限公司（以下简称“城投控股”或“公司”）环境板块保持平稳发展；房地产板块受益于保障房销售增加在收入规模和盈利水平上均取得增长；股权投资板块稳步推进，在创投和金融股权投资上均取得较大成果，为未来盈利增长奠定了基础。同时，中诚信证评也关注到公司资本支出规模较大以及商品房业务潜在的经营风险对公司信用水平的影响。

中诚信证评维持“上海城投控股股份有限公司 2009 年公司债券”信用级别 AAA，维持城投控股主体信用等级 AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。本级别考虑了上海城市建设投资开发总公司（以下简称“上海城投”）为本次债券提供全额不可撤销连带责任担保而对次债券本息偿付所起的保障作用。

## 正 面

- 环境板块竞争优势进一步凸显。2010 年，公司环境板块引入战略投资者，此举有利于公司在技术、经营管理机制等方面借鉴国际领先技术和经验，并为未来环境板块收入和盈利增长提供坚实基础，巩固和扩大公司在行业内的竞争优势。
- 保障性住房业务发展前景较好。在上海将加大保障性住房建设力度的背景下，公司积极参与保障性住房项目开发，在保障性住房方面有很强的政策环境支持。
- 主要业务板块协同互补。公司经营的固废处理业务具有公用事业特征，收入和盈利状况较为稳定；得益于保障性住房销售的大幅增加，房地产板块收入规模快速提升；股权投资业务稳步推进，公司主要业务板块具有不同的盈利特征，形成协同互补效应，有效增强了公司的整体抗风险能力。

## 关 注

- 短期内商品房业务存在一定不确定性。虽然公司坚持商品房与保障性住房并举的开发战略，但短期内，受行业相关政策调整的影响，房地产市场可能存在一定变动，受此影响，公司商品房项目运作及销售情况存在一定的不确定性。
- 资本支出规模较大。公司房地产项目投资规模扩大所产生的资金需求较大，面临一定资金压力。

## 基本分析

### 环境板块平稳运营，战略投资者的引进，有助于提升未来经营竞争力

公司环境板块的运营主体为环境集团，经营领域主要涉及城市生活垃圾末端处理处置和垃圾中转业务等。2010年3月，公司引入战略投资者，将环境集团40%的股权作价9.7亿元人民币转让给美国惠民公司，环境集团变更为中外合资企业。美国惠民公司主营业务为废弃物收集、中转、回收、垃圾填埋和焚烧发电等，是全球大型垃圾处理企业之一。此次转让完成后，美国惠民公司已派驻高管参与环境集团的运作，公司仍保持在环境集团的控股股东地位，此次合作将有利于公司在技术、运营经验、经营管理机制等方面借鉴国际领先技术和经验，实现改造提升，并为未来环境板块收入和盈利增长提供坚实基础，巩固和扩大公司在行业内的竞争优势。

2010年，公司环境板块平稳运营，实现营业收入3.69亿元，同期，因环保处理成本中设备维护费和人工成本增加等因素的影响，环境板块的毛利率较上年小幅下降1.51个百分点，至21.74%（表1）。

表1：公司2009~2010垃圾处理处置、中转运输情况

		2009	2010
生活垃圾	焚烧量（万吨）	110	110
处理处置	填埋量（万吨）	62	91
生活垃圾	路上中转量（万吨）	92	109
中转运输			

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在生活垃圾处理处置方面，截止2010年末，公司已拥有上海江桥、上海金山、成都、青岛、南京、深圳、威海、漳州等地8个生活垃圾焚烧厂，垃圾总处理能力达到9,150吨/日。其中，青岛焚烧厂和威海焚烧厂已基本完成主要工艺设备安装；金山焚烧厂已获得政府环评批复，取得建设工程规划许可证；漳州焚烧厂项目获得核准报告的批复。公司在建项目进展顺利，项目建成后将进一步提升公司的垃圾处理能力，继续稳固在业内的优势地位。

同时，就卫生填埋能力而言，公司拥有上海

老港（持股40%）、宁波、奉化、淮安和上海崇明等5个卫生填埋场，总处理能力10,350吨/日。2010年，公司完成生活垃圾处理处置量201万吨，其中焚烧处理110万吨，处理量与上年基本持平；填埋处理91万吨，较上年增长46%；垃圾焚烧发电量达26,990万千瓦时，其中上网发电量为20,196万千瓦时。预计2011年起，随着在建项目陆续建成及投入使用，公司垃圾处置处理业务量仍有进一步提升的空间（表2）。

表2：截至2010年末公司生活垃圾处理处置在建项目及投产情况

项目名称	股权比例	特许经营期	垃圾处理能力	2010年垃圾日均处理量
<b>焚烧发电项目：</b>				
江桥焚烧厂	60%	20年	1,500吨/日	1,704吨
南京焚烧厂	100%	28年	1,200吨/日	-
成都焚烧厂	95%	25年	1,200吨/日	1,316吨
青岛焚烧厂	100%	27年	1,500吨/日	-
深圳焚烧厂	20%	27年	1,200吨/日	-
威海焚烧厂	100%	25年	700吨/日	-
漳州焚烧厂	100%	30年	1,050吨/日	-
金山焚烧厂	100%	30年	800吨/日	-
<b>垃圾填埋项</b>				
老港四期填埋	40%	20年	7,900吨/日	9,954吨
宁波填埋场	92.5%	21年	800吨/日	849吨
淮安填埋场	100%	7年	700吨/日	715吨
奉化填埋场	100%	12年	550吨/日	507吨
崇明填埋场	55%	11年	400吨/日	315吨
<b>其他项目：</b>				
老港 CDM 沼气发电项目	60%	-	-	-
上海普陀综合处理项目	37%	30年	800吨/日	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在中转运输方面，公司以BOT形式在上海中心城区建设了黄浦、杨浦、浦东、虹口和崇明等5个大型生活垃圾中转站，总规模2,860吨/日。2010年合计转运量为3,045吨/日，公司运营项目的转运业务量已基本饱和（表3）。

表 3: 2009~2010 年公司各垃圾中转站日均转运量

转运设施	日处理能力 (t/d)	2009 年日均转运量 (t/d)	2010 年日均转运量 (t/d)
黄浦转运站	600	489	597
杨浦转运站	500	410	687
虹口转运站	700	710	805
浦东转运站	800	805	796
崇明转运站	160	163	160
<b>合计</b>	<b>2,860</b>	<b>2,577</b>	<b>3,045</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

综合来看, 公司环境板块竞争优势显著, 随着在建垃圾处理项目的逐步建成投入运营, 产能进一步释放, 公司环境板块的收入规模和盈利水平仍有较大的增长空间。

### 房产项目销售情况良好, 项目储备较充裕, 与此同时, 资本支出压力也有所加大

公司房地产业务的运营主体为置地集团, 置地集团主要从事商品房开发、城市化成片土地开发及旧区改造等, 具有房地产开发一级资质。此外, 2010 年 9 月, 公司将自来水闵行公司 100% 股权与上海城投持有的新江湾城发展公司 100% 股权进行置换, 由此, 房地产板块在公司整体资产中占比进一步提升, 成为公司最重要的业务构成。目前, 公司项目开发区域皆位于上海, 2010 年公司新开工面积为 74 万平方米, 竣工面积为 35 万平方米, 总结转面积为 38.82 万平方米, 实现营业收入 20.81 亿元, 同比增长 56.47%, 收入规模增幅显著。从房产项目销售收入构成来看, 保障性住房销售收入占比 88.89%。

公司始终坚持商品房与保障性住房开发双管齐下、滚动开发的战略, 虽然保障性住房的毛利

相对较低, 但其购买方及回购方主要为市、区政府, 房款回笼较有保障, 有利于降低公司房地产开发业务的风险。公司承担的保障房项目总开发量达 250 万平方米。

目前公司在建项目共 12 个, 其中, 商品房及商业地产项目 4 个, 保障房项目 8 个 (表 4)。项目进展方面, 保障性住房中, 青浦诸光路项目一号地块基本结构封顶, 杨浦江湾项目预计 2011 年可交付使用; 商品房及商业地产中, 露香园项目进入高区桩基施工阶段, 吴淞路项目基本竣工, 在进行大楼招租代理公司的比选工作, 新江湾城科技园区一期方案已通过规划部门预审。此外, 公司还参与投资了金虹桥项目 (商业地产项目, 土地面积 3.55 万平方米, 建筑面积 14.2 万平方米, 公司持股比例 30%) 及新江湾城 F 区地块项目。

2010 年公司加大了土地储备力度, 通过竞拍方式取得了新江湾城 C4 地块, 该地块总占地面积 10.81 万平方米, 土地成本 11.08 亿元, 购地款已全部支付完毕, 目前项目正在进行开工准备。此外, 2010 年 11 月, 公司收购了铁狮门 7 家子公司各 36% 股权, 将与铁狮门公司合作开发新江湾城 F 区项目, 该地块占地面积 26.75 万平方米, 建筑面积 90.02 万平方米, 用地性质为商业、住宅和办公综合用地, 股权收购对价为 26.61 亿元, 收购金额已全部支付。此次收购, 不仅增加了公司的权益储备面积, 而且通过项目合作开发模式也有助于降低公司的运营风险。

表 4: 截至 2011 年 3 月末公司在建房地产项目情况

项目	项目性质	土地面积 (万平米)	规划建筑面积 (万平米)	计划总投资 (亿元)	已投资额 (亿元)	工程预计完工日期
露香园	商品房	8.00	19.38	62.00	52.29	2013.12
吴淞路项目	商业地产	0.99	3.47	9.91	7.82	2011.9
新江湾城 C4 地块	商品房	10.81	11.08	30.71	11.55	2013.12
新江湾城科技园区	商业地产	27.00	65.98	82.19	13.45	待定
<b>小计</b>	-	<b>46.80</b>	<b>99.91</b>	<b>184.81</b>	<b>85.11</b>	-
韵意项目	保障性住房	33.57	43.64	15.92	2.38	2013.12
杨浦区江湾项目	保障性住房	6.68	15.91	12.92	6.79	2011.6
青浦区诸光路大型居住区一号地块	保障性住房	6.98	14.41	8.00	3.28	2011.12

青浦区诸光路大型居住区二号地块	保障性住房	4.07	12.16	5.50	0.31	2013.6
泗泾拓展基地 A 地块	保障性住房	18.30	23.75	16.15	8.52	2011.12
泗泾拓展基地 B 地块	保障性住房	24.89	34.93	18.02	7.42	2012.6
泗泾拓展基地 C 地块	保障性住房	14.68	19.32	10.63	0.31	2013.9
泗泾拓展基地 D 地块	保障性住房	23.61	37.20	20.46	0.31	2013.12
<b>小计</b>	-	<b>132.78</b>	<b>201.32</b>	<b>107.60</b>	<b>29.32</b>	-
<b>合计</b>	-	<b>179.58</b>	<b>301.23</b>	<b>292.41</b>	<b>114.43</b>	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2011 年公司将要进行销售的项目主要为青浦诸光路、杨浦区江湾和泗泾拓展基地项目，基本为保障性住房项目。鉴于保障性住房项目销售较为稳定，公司 2011 年房地产收入将稳步增长。

从目前的开发进度来看，公司现有的在建及储备项目可满足未来四年的开发，但公司在建项目尚需投入资金约 180 亿元，资本支出压力较大。

整体来看，公司目前房产项目均处于良性的开发循环中，同时公司通过调整产品结构，保证了稳定的现金流入。但中诚信证评也注意到公司在建房地产，尤其是商品房项目的资本支出压力较大，在目前房地产市场调控政策频出的背景下，短期内公司商品房项目运作及销售情况仍存在一定的不确定性。

### 创投业务与金融股权投资齐头并进，有助于公司未来盈利模式的改善

为增强可持续发展能力，2009 年底公司出资 2 亿元独资设立上海诚鼎创业投资有限公司，主要投资 Pre-IPO 企业，范围包括创业投资、股权投资、创业投资管理、股权投资管理、投资咨询。2010 年 8 月，诚鼎公司吸引 10 家外部投资者增资扩股，注册资本由 2 亿元人民币增加至 4.8 亿元，为未来创投业务的开拓进一步夯实了资金基础。截止 2010 年末，诚鼎公司创投业务已完成投资项目 9 个，完成投资额 2.5 亿元。诚鼎公司除进行项目投资，还积极整合区域投资机会，陆续设立区域创投产业基金，分别与无锡锡山区政府和杭州城投设立了地方创业投资有限公司和创业投资中心，增加投资机会。

此外，在股权投资方面，2009 年，公司参与光大银行的定向增发，投资 7.92 亿元认购光大银行股份 3.6 亿股，2010 年 8 月，光大银行挂牌上

市，给公司带来了较高的投资溢价。2010 年 10 月，公司以 5.80 元/股的单价、17.8 亿元的总价收购西部证券 3.07 亿股，以 30.70% 的持股比例成为西部证券第二大股东。

总体看，2010 年，公司股权投资业务稳步推进，在创业投资和金融股权投资方面成果突出，进一步强化了公司逐步从单纯通过产业经营获利扩展到通过股权投资获得资本增值收益的战略部署。

### 因实施资产置换，水务板块收入规模收缩，但产品结构的调整有利于盈利能力的提升

公司水务板块主要由四个子板块构成：原水销售、污水输送、自来水销售和排管工程。随着 2010 年 9 月公司完成对自来水闵行的股权置换，以及同期公司将黄浦江原水系统资产以 14.14 亿元出售给上海城投，目前公司水务板块仅保留了污水输送业务。

2010 年，受前述资产置换因素的影响，公司自来水和排管工程业务仅有 1~8 月并表，原水销售仅有 1~9 月并表，由此，公司水务业务收入规模有所下降，共实现营业收入 8.54 亿元，同比下降 32.44%。

表 5：2008~2010 年公司水务板块收入及毛利情况

		2009	2010
原水销售	收入（万元）	54,036	40,495
	单价（元）	0.42	0.42
	毛利率	50.00%	51.00%
污水输送	收入（万元）	23,529	23,496
	毛利率	51.61%	53.53%
自来水供应	收入（万元）	21,749	14,443
	毛利率	8.96%	15.63%
排管工程	收入（万元）	27,131	6,954
	毛利率	38.28%	47.60%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体到各子板块运营，原水销售方面，公司原水供应能力为 500 万立方米/日，2010 年 1~9 月公司向上海市市北、市南、浦东威立雅等 3 家自来水公司销售原水 96,417 万立方米，与上年同期基本持平；自来水销售方面，自来水供应能力为 90 万立方米/日，2010 年公司向闵行和松江东北部供应自来水 15,311 万立方米，较上年同期增长 3.4%，自来水业务的水质管网综合合格率达到 100%；污水输送方面，公司污水系统平均旱流污水设计输送量为 140 万立方米/日，雨天最大设计污水输送量为 350 万立方米/日。2010 年公司合流一期污水输送 56,423 万立方米，较上年下降 1.04%。

综合来看，因具区域垄断优势，2010 年公司水务板块运营基本稳定。2011 年，随着原水、自来水及排管工程资产的剥离，公司保留了水务板块中盈利能力最强的污水输送业务，产品结构的调整有望提高该板块未来的盈利能力。

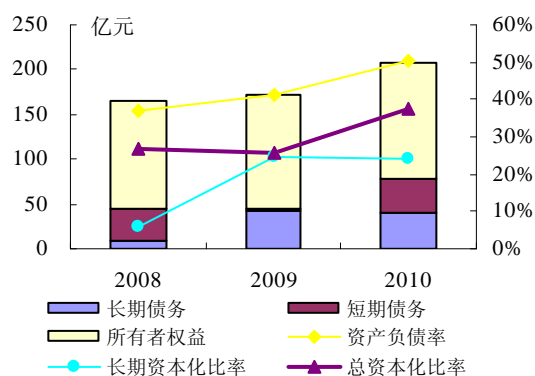
## 财务分析

因城投控股于 2010 年进行了资产置换，为增强财务数据的可比性和一致性，下列财务分析主要基于公司提供的经安永华明会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2008 年合并财务报告和经普华永道中天会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2010 年合并财务报告，其中，2009 年财务数据采取 2010 年财务报告的期初重述数。

### 由于地产项目规模逐步加大，公司负债率持续上升

2009 年以来，随着房地产业务的扩张加快，公司资产和负债规模均呈现增长趋势。截至 2010 年末，公司资产总额 260.84 亿元，负债总额 131.29 亿元，分别较期初增长 20.31% 和 47.22%。由于外部融资大幅增加，当期公司资产负债率和总资本化比率分别上升至 50.33% 和 42.28%，同时，考虑到公司当期末预售房款金额为 14.25 亿元，因而扣除预收账款后的资产负债率约为 47.31%，公司负债规模较为适中（图 1）。

图 1：2008~2010 年公司资本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

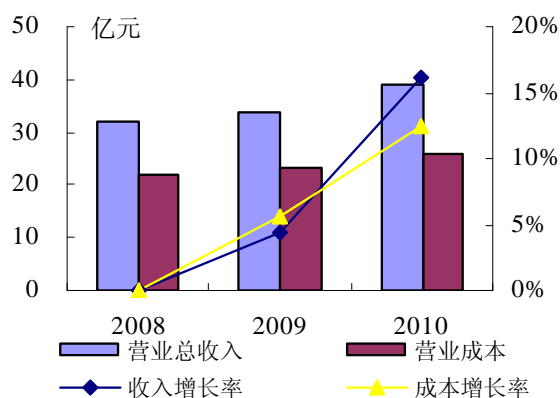
从债务结构来看，截至 2010 年末，公司长短期债务分别为 41.23 亿元和 53.53 亿元，短期债务/长期债务比值为 1.30，公司现有债务以短期债务为主。从公司各业务板块运营情况来看，环境板块均具有前期投入大、资本回收期长的特点，而房地产项目开发周期也普遍较长，因此，公司债务期限结构仍有待优化，以保证中长期发展资金来源的稳定。

总体来看，目前公司债务规模较为合理，但债务期限结构仍有待优化。同时，考虑到短期内公司资本支出金额较大，预计 2011 年其债务水平仍将可能上升，中诚信证评将对此保持关注。

### 受益于房地产销售增长，2010 年公司收入规模和盈利能力进一步提升

2010 年，在房地产销售收入大幅增加的带动下，公司营业收入增速加快，全年共实现营业收入 38.98 亿元，同比增长 16.06%（图 2）。

图 2：2008~2010 年公司收入成本结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：2009~2010 年公司主要业务板块收入盈利情况

业务板块	2009 年			2010 年		
	收入 (亿元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	收入占比 (%)	毛利率 (%)
房地产	13.30	39.58	28.80	20.81	53.38	38.38
环境	3.65	10.87	23.25	3.69	9.48	21.74
水务	12.64	37.65	40.73	8.54	21.90	45.43
商品销售	3.41	10.15	5.22	5.19	13.32	2.30
合计	33.00	100.00	30.96	38.23	100.00	33.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从毛利水平看，2010 年公司综合毛利率为 33.12%，同比上升 2.16 个百分点。具体到各业务板块的盈利状况，环境板块因环保处理成本中设备维护费和人工成本增加等因素影响，毛利率略有下降；房地产板块由于上年同期结算项目的毛利较低，因而同比显现本期该板块毛利率有所上升；水务板块因水价上调毛利也有所提升（表 6）。

从利润总额构成看，2010 年公司实现利润总额 11.39 亿元，较上年增长 17.37%，主要由经营性业务利润和投资收益构成。其中，因房地产业务收入和获利能力提升，当期公司取得经营性业务利润 8.62 亿元，较上年增长 20.60%，经营性业务获利能力显著提升。由于联营企业经营状况良好，公司实现投资收益 2.56 亿元，同比增加 29.42%。

最终，2010 年公司取得净利润 8.77 亿元，同比提高 11.68%，公司净资产收益率和总资产报酬率分别为 6.82% 和 3.67%，自有资本和整体资产的获利能力仍有上升空间。

总体看来，2010 年，公司房地产板块收入和盈利增长显著，其他业务板块盈利状况也基本保持平稳。2011 年，预计环境板块仍可实现小幅稳定增长；房地产板块根据 2010 年末的预售房款情况看，已经部分锁定下年业绩，预计 2011 年收入较有保障；水务板块由于资产部分剥离和置换，短期内可能会影响公司整体收入规模的增长，但综合看，公司各板块运营稳定，未来随着环境板块在建项目陆续投入运营及商品房逐步进入销售阶段，公司收入和盈利仍有较大提升空间。

## 偿债能力

2010 年，随着业务规模，尤其是房地产业务规模的持续扩张，公司负债规模快速上升。截至 2010 年末，公司总债务规模为 94.76 亿元。其中，长短期债务分别为 41.23 亿元和 53.53 亿元（表 7），公司总债务均为刚性负债，且 2010 年短期债务的大幅增加，加大了公司的短期偿债压力。从公司的项目规划来看，未来几年，公司房地产项目的资本性支出压力较大，预计债务规模仍将继续增加。

表 7：2008~2010 年公司主要财务能力指标

	2008	2009	2010
短期债务（亿元）	40.95	19.21	53.53
长期债务（亿元）	7.91	41.78	41.23
长短期债务比	5.18	0.46	1.30
总债务（亿元）	48.87	60.99	94.76
经营性净现金流（亿元）	30.37	4.42	-1.81
经营净现金流/短期债务（X）	0.74	0.23	-0.03
经营净现金流/总债务（X）	0.62	0.07	-0.02
EBITDA（亿元）	21.49	14.36	15.49
总债务/EBITDA	2.27	4.25	6.12
EBITDA 利息倍数（X）	4.78	4.83	4.17

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从现金流状况来看，2010 年由于房地产项目投资金额大幅增长，公司经营性现金流呈现净流出 1.81 亿元。

整体来看，2010 年受益于收入规模和盈利水平双增，公司 EBITDA 增至 15.49 亿元，但同期，因债务规模快速增长，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 6.12 和 4.17，EBITDA 对利息支出的保障程度有所弱化。

截至 2010 年末，公司对外担保余额 18.97 亿元（其中，对控股子公司的担保余额 17.96 亿元，对联营企业的担保余额 1.01 亿元），担保余额占公司净资产（不含少数股东权益）的 15.83%，公司对外担保均为对子公司和联营企业的担保，能够及时掌握相关信息，或有负债风险可控。

此外，公司融资渠道畅通，具备较强的财务弹性。截至 2010 年末，公司拥有的人民币授信



总额为 280.38 亿元，尚未使用授信余额 244.74 亿元，公司备用流动性充裕，为债务偿还提供了很强的保证。

### 担保实力

作为上海市重要的城市基础设施运营主体和重大项目投资建设主体，上海城投业务规模较大，业务类型呈现多样化特征，截至 2010 年末，上海城投共有 25 家二级子公司，主业涉及路桥、水务、环境和置业四大板块。

就财务表现而言，在盈利能力方面，2010 年，上海城投实现营业收入 122.53 亿元，收入规模同比上升 16.67%；综合毛利率为 22.50%，基本与上年持平。当期，上海城投经营性业务的获利水平较为稳定，同时，由于获得了土地收储补偿和各项补贴收入，致使其 2010 年利润总额较上年增加 3.18 亿元至 13.64 亿元。最终，上海城投 2010 年取得净利润 8.72 亿元，较上年同期提升 20.04%。整体看，上海城投的盈利水平逐步向好，并且，未来随着集团资产整合效应的逐步显现和投资回报的增加，上海城投仍可继续保持较好的经营效益。

在资本结构方面，截至 2010 年末，上海城投合并后总资产为 2,797.42 亿元、总负债为 1,626.39 亿元，资产负债率 58.14%，负债规模保持在较合理的水平。同时，从偿债能力看，2010 年，上海城投总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 30.82 和 2.07，EBITDA 对负债的保障程度一般，但 EBITDA 对利息支付仍较有保障。鉴于上海城投作为上海市基础设施的建设和运营主体之一，能够得到上海市财政的支持，且主要业务板块的资金回笼状况较好，其对负债的实际保障程度更高。

截至 2010 年末，上海城投银行授信总额达 2,779.15 亿元，其中尚有 1,380.35 亿元授信额度未使用，其具备很强的财务弹性。

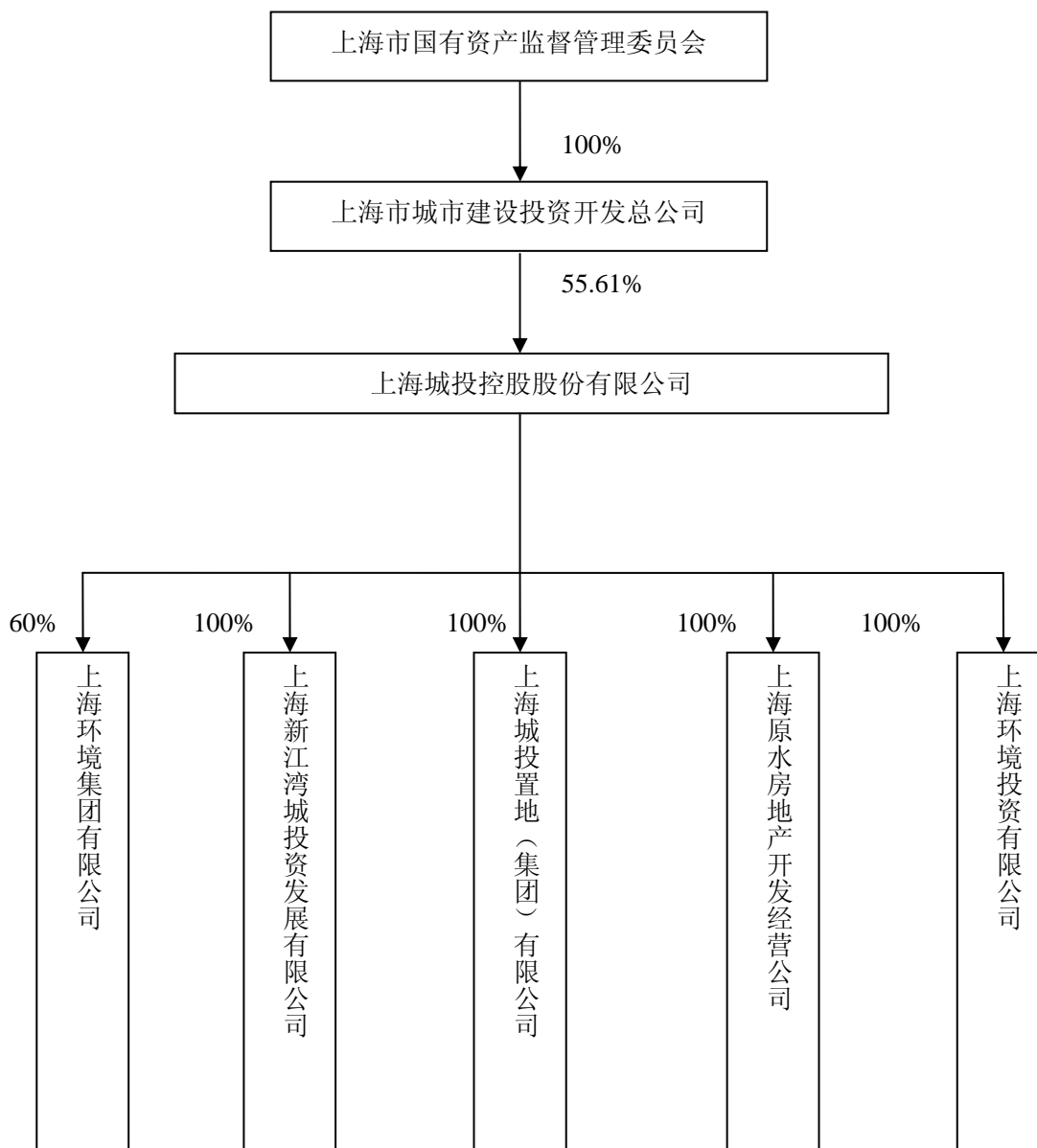
中诚信证评认为，作为上海市重要的城市基础设施运营主体、重大项目建设主体和上海城市建设的重要平台，近年来上海快速发展的经济态势和上海市财政的大力支持给上海城投业务运营

创造了良好的外部环境。此外，上海城投自有资本实力雄厚，财务结构较稳健，且融资渠道顺畅，具备很强的财务弹性，其实际偿债能力极强，违约风险极低。

### 结 论

中诚信证评维持本次公司债券的信用等级 AAA 级，维持公司主体信用等级 AA<sup>+</sup>，评级展望稳定。

附一：上海城投控股股份有限公司股权结构图（截至 2010 年 12 月 31 日）



**附二：上海城投控股股份有限公司备考财务数据及主要指标**

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010
货币资金	152,456.99	196,623.87	290,736.20
预收账款	45,536.92	122,530.11	149,644.26
存货净额	617,721.88	948,587.21	1,196,047.90
流动资产	912,964.76	1,256,018.56	1,557,409.06
长期投资	139,064.55	228,515.53	585,217.04
固定资产合计	451,856.72	438,697.57	123,562.54
总资产	1,772,604.66	2,168,115.97	2,608,411.54
短期债务	409,522.89	192,102.15	535,332.61
长期债务	79,140.62	417,784.75	412,309.02
总债务（短期债务+长期债务）	488,663.51	609,886.90	947,641.63
总负债	707,668.34	891,851.91	1,312,942.15
所有者权益（含少数股东权益）	1,064,936.32	1,276,264.06	1,295,469.39
营业总收入	321,491.42	335,868.82	389,794.26
三费前利润	91,042.54	94,330.40	108,379.67
投资收益	102,073.67	19,784.86	25,606.35
净利润	129,033.79	78,523.15	87,692.35
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	214,919.58	143,579.77	154,922.53
经营活动产生现金净流量	303,728.60	44,193.17	-18,075.69
投资活动产生现金净流量	-33,493.11	-73,521.68	-198,344.10
筹资活动产生现金净流量	-401,173.98	64,218.58	310,736.76
现金及现金等价物净增加额	-130,938.50	34,888.69	94,272.74
财务指标	2008	2009	2010
营业毛利率（%）	31.71	30.96	33.12
所有者权益收益率（%）	12.12	6.15	6.77
EBITDA/营业总收入（%）	66.85	42.75	39.74
速动比率（X）	0.52	0.69	0.42
经营活动净现金/总债务（X）	0.62	0.07	-0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.74	0.23	-0.03
经营活动净现金/利息支出（X）	6.75	1.49	-0.49
EBITDA 利息倍数（X）	4.78	4.83	4.17
总债务/EBITDA（X）	2.27	4.25	6.12
资产负债率（%）	39.92	41.13	50.33
总债务/总资本（%）	31.45	32.33	42.25
长期资本化比率（%）	6.92	24.66	24.14

注：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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

**附三：上海城市建设投资开发总公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2008	2009	2010
货币资金	1,290,277.63	1,632,803.88	2,165,823.67
应收账款净额	67,148.87	74,202.65	71,848.41
存货净额	1,108,769.88	1,385,413.13	1,889,835.71
流动资产	3,301,781.59	3,798,703.60	4,837,892.31
长期投资	4,640,550.07	3,948,631.53	4,210,531.97
固定资产合计	11,674,699.43	14,988,043.72	16,175,507.15
总资产	21,105,223.87	24,218,885.87	27,974,236.54
短期债务	3,069,041.33	2,587,271.69	2,333,242.93
长期债务	6,267,184.43	8,995,119.52	10,228,245.46
总债务（短期债务+长期债务）	9,336,225.76	11,582,391.21	12,561,488.39
总负债	11,433,640.11	14,230,666.19	16,263,923.82
所有者权益（含少数股东权益）	9,671,583.76	9,988,219.68	11,710,312.72
营业总收入（主营业务收入）	1,015,646.06	1,050,211.01	1,225,290.44
三费前利润（主营业务利润）	178,184.84	213,464.54	237,571.23
投资收益	141,680.53	75,258.40	97,348.85
净利润	82,016.83	72,676.52	87,240.22
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	345,782.52	343,303.40	407,598.44
经营活动产生现金净流量	144,382.11	216,809.73	198,629.13
投资活动产生现金净流量	-3,039,935.26	-2,963,139.82	-2,335,798.88
筹资活动产生现金净流量	3,108,081.37	3,089,592.86	2,670,488.55
现金及现金等价物净增加额	212,400.66	343,260.68	533,180.19
财务指标	2008	2009	2010
毛利率（%）	20.21	22.68	22.50
所有者权益收益率（%）	0.85	0.73	0.74
EBITDA/主营业务收入（%）	34.05	32.69	33.27
速动比率（X）	0.52	0.56	0.68
经营活动净现金/总债务（X）	0.02	0.02	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.05	0.08	0.09
经营活动净现金/利息支出（X）	0.73	0.88	1.01
EBITDA/利息支出（X）	1.75	1.40	2.07
总债务/EBITDA（X）	27.00	33.74	30.82
资产负债率（%）	54.17	58.76	58.14
总资本化比率（%）	49.12	53.70	51.75
长期资本化比率（%）	39.32	47.38	46.62

注：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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

**附四：基本财务指标的计算公式**

营业毛利率 = (营业收入净额 - 营业成本) / 营业收入净额

EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

成本费用率 = (主营业务成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 主营业务收入净额

净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益

总资本回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入净额

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 主营业务收入净额 / 应收账款余额

存货周转率 = 主营业务成本 / 存货余额

流动资产周转率 = 主营业务收入净额 / 流动资产余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 短期投资) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的长期借款 + 其他流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益 + 少数股东权益)

强制性现金支付比率 = 现金流入总额 / (经营现金流出量 + 偿还债务本息付现)

现金流动负债比 = 经营活动净现金流 / 流动负债

到期债务本息偿付率 = 经营活动净现金流 / (本期到期债务本金 + 现金利息支出)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / 计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。