



信用等级通知书

信评委函字[2012]跟踪019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贵公司已发行的“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⁺，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

二零一二年四月二十四日

上海城投控股股份有限公司公司债券 2012 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	2011/4/25		
上次评级结果	主体级别	AA ⁺	评级展望：稳定
	债项级别	AAA	
跟踪评级结果	主体级别	AA ⁺	评级展望：稳定
	债项级别	AAA	

概况数据

城投控股	2009	2010	2011
所有者权益(亿元)	127.63	129.55	134.52
总资产(亿元)	216.81	260.84	274.76
总债务(亿元)	60.99	94.76	88.41
营业收入(亿元)	33.59	38.98	46.85
营业毛利率(%)	30.96	33.12	23.81
EBITDA(亿元)	14.36	15.49	17.44
净资产收益率(%)	6.15	6.77	8.46
资产负债率(%)	41.13	50.33	51.04
总债务/EBITDA(X)	4.25	6.12	5.07
EBITDA 利息倍数(X)	4.83	4.17	4.00
上海城投	2009	2010	2011.9
总资产(亿元)	2,421.89	2,797.42	2,907.85
总债务(亿元)	1,158.24	1,256.15	1,224.87
所有者权益(亿元)	998.82	1,171.03	1,203.01
营业总收入(亿元)	105.02	122.53	97.83
毛利率(%)	22.68	22.50	19.95
EBITDA(亿元)	34.33	40.76	32.53
资产负债率(%)	58.76	58.14	58.63
EBITDA 利息倍数(X)	1.40	2.07	4.55
总债务/EBITDA(X)	33.74	30.82	28.24

注：1、上述所有者权益含少数股东权益；

2、上海城投 2012 年 3 季度总债务/EBITDA 已经年化处理。

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

刘冰 bingliu@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 4 月 24 日

基本观点

2011 年，上海城投控股股份有限公司（以下简称“城投控股”或“公司”）环境板块平稳运营，继续保持行业领先地位；房地产板块受益于保障房项目良好的销售情况，收入规模大幅增长，为公司保证了稳定的现金流入；股权投资业务取得一定成果，成为公司的主要盈利增长点之一。同时，中诚信证评也关注到公司资本支出规模较大以及房地产行从紧的调控政策对公司商品房销售带来一定压力等因素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⁺，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本次债券本息偿付所起的保障作用。

正面

- 环境板块竞争优势显著，增长空间较大。2011 年环境集团平稳运营，固废处理总能力方面继续位居全国同行前列。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，环境板块的收入规模和盈利水平仍有较大的增长空间。
- 保障性住房销售收入大规模增长，业务发展前景较好。2011 年公司加大了保障房投入力度，保障性住房销售收入呈现大规模增长态势，且项目储备也比较充裕。在上海加大保障性住房建设力度的背景下，公司在保障性住房方面有很强的政策环境支持，业务发展前景较好。
- 主要业务板块协同互补效应较好。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；股权投资业务也取得一定成果。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

- 作为政策导向性比较明显的行业，需要关注政策波动对商品房市场的影响。鉴于目前房地产调控政策依然从紧，中诚信证评将持续关注公司商品房项目开发、销售进度及资金周转状况。
- 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，继续保持行业领先地位，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，未来业务量仍有提升空间

公司环境板块的主要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，环境集团引入战略投资者美国惠民公司后变更为中外合资企业，公司持股60%，仍保持控股股东地位。美国惠民公司是全球大型垃圾处理企业之一，此次合作有利于公司在技术、运营经验、管理机制等方面借鉴国际领先技术和经验，提升公司竞争优势。

2011年，环境集团合资后积极融合，实现了稳步发展，全年实现营业收入3.71亿元，同比增长0.45%；同期毛利率为22.28%，较上年增加0.74个百分点。根据中国固废网数据，2011年环境集团在固废处理总能力方面继续位居全国同行前列。

表 1：公司 2009~2011 垃圾处理处置、中转运输情况

		单位：万吨		
		2009	2010	2011
生活垃圾	焚烧量	110	110	109.6
处理处置	填埋量	62	91	96.4
生活垃圾	路上中转量	92	109	109.3
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 2012 年 3 月 31 日，公司已在上海江桥、上海金山、成都、青岛、南京、深圳、威海、漳州等地拥有 8 个生活垃圾焚烧厂，垃圾总处理能力达到 9,950 吨/日。其中，正式投入运营的项目为江桥厂和成都厂，威海项目处于试运营阶段，青岛项目进入调试阶段，漳州、金山、南京 3 个项目在建，目前公司各在建项目进展顺利。2012 年 2 月，环境集团获得南京江北静脉产业园生活垃圾焚烧发电厂 BOT 项目的特许经营权，特许经营期 30 年(含建设期 2 年)，总投资 9.43 亿元，规模为 2000 吨/日。预计公司各项目建成后将大步提升公司的垃

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。2011 年，公司完成生活垃圾处理处置量 201 万吨，其中焚烧处理 109.6 万吨，处理量与上年基本持平；填埋处理 96.4 万吨，较上年增长 5.93%（表 1）；垃圾焚烧发电量达 27,206 万千瓦时，其中上网发电量为 20,400 万千瓦时。预计 2012 年随着威海和青岛垃圾焚烧厂投入使用，以及后续各在建项目的建成，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 2012 年 3 月 31 日公司主要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	2011 年垃圾日均处理量
焚烧发电项目：				
江桥焚烧厂	60%	20 年	1,500 吨/日	1,623 吨
成都焚烧厂	95%	25 年	1,200 吨/日	1,379 吨
青岛焚烧厂	100%	27 年	1,500 吨/日	
威海焚烧厂	100%	25 年	700 吨/日	
深圳焚烧厂	20%	27 年	1,200 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	
南京焚烧厂	100%	30 年	2,000 吨/日	
垃圾填埋项				
老港四期填埋	40%	20 年	7,900 吨/日	9,515 吨
宁波填埋场	92.5%	21 年	800 吨/日	944 吨
淮安填埋场	100%	7 年	700 吨/日	737 吨
奉化填埋场	100%	12 年	550 吨/日	537 吨
崇明填埋场	55%	11 年	400 吨/日	307 吨
其他项目：				
沼气发电项目	持股	运营期	装机容量	
老港 CDM 沼气发电项目	60%	2023 年	15 兆瓦	

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。2011 年合计转运量为 2,971 吨/日，公司运营项目的转运业务量已基本饱和（表 3）。

表 3: 2010~2011 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)	2010 年日均转运量 (t/d)	2011 年日均转运量 (t/d)
黄浦转运站	600	597	480
杨浦转运站	500	687	885
虹口转运站	700	805	676
浦东转运站	800	796	818
崇明转运站	160	160	112
合计	2,860	3,045	2,971

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

房地产板块是公司最重要的业务构成, 主要运营主体为置地集团。置地集团主要从事保障房开发、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; 另外, 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和上海新江湾城投资发展有限公司 (以下简称“新江湾城发展公司”) 100% 股权进行置换, 新江湾城发展公司主要从事新江湾城科技园项目的开发。2012 年 1 月, 公司以 13.13 亿元的价格转让新江湾城发展公司 50% 股权, 由上海鼎盛股权投资合伙企业、上海光控置业有限公司、上海易居生源股权投资中心和上海易居生泉股权投资中心四家企业取得, 上述企业在房地产销售和信息咨询服务、城市综合体建设领域具有一定实力, 有利于公司充分利用各股东方的资源优势, 共同完成科技园区的开发和推广。

目前, 公司项目开发区域皆位于上海, 2011 年公司新开工面积为 131 万平方米, 竣工面积为 110 万平方米, 总结转面积为 38.63 万平方米, 实现营业收入 33.00 亿元, 同比增长 58.57%, 收入规模增幅显著。

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。2011 年公司加大了保障性住房开发比重, 承担的保障房项目开工量和竣工量分别为 109 万平方米和 110 万平方米, 其中保障房项目竣工量约占上海市保障房竣工量的 20%; 2011 年房产项目销售收入构成中, 保障性住房销售收入占比 98.42%。

目前公司在建控股项目共 12 个, 其中商品房及商业地产项目 3 个, 保障房项目 9 个 (表 4), 商品房在 2011 年基本无新增项目, 保障性住房中洞泾南拓展项目和青浦华新拓展基地为 2011 年新增项目。项目进展方面, 保障性住房中韵意项目已开工, 青浦诸光路项目一期已基本完工, 泗泾拓展基地 B 地块工期已过一半, 其余项目大都处于前期和刚开工阶段; 商品房及商业地产中, 露香园项目进入全面建设阶段, 高区工程已完成地上结构 4 层, 吴淞路项目基本实现竣工, 新江湾城 C4 项目尚处于前期阶段。

参股项目方面, 公司主要参与投资了金虹桥项目、新江湾城 F 区地块项目和新江湾城科技园项目。金虹桥项目为商业地产项目, 土地面积 3.55 万平方米, 规划建筑面积 14.2 万平方米, 公司持股比例 30%, 目前该项目的建设与销售工作有序推进。新江湾城 F 区地块项目为公司 2010 年 11 月收购铁狮门 7 家子公司各 36% 股权而获得, 该地块占地面积 26.75 万平方米, 规划建筑面积 90.02 万平方米, 用地性质为商业、住宅和办公综合用地, 目前该地块“尚浦领世”项目住宅部分已开工建设。另外, 2012 年 1 月公司转让新江湾城发展公司 50% 股权后, 该公司所开发的新江湾城湾谷科技园项目也变更为公司的参股项目, 该项目占地 27 万平方米, 规划地上总建筑面积约 66 万平方米, 首期投资约 40 亿元, 将开发地上建筑面积约 41 万平方米, 物业类型以研发办公为主。

2011 年 9 月公司以 4.43 亿元的价格拍得上海城投资产经营有限公司子公司上海其越置业有限公司 (以下简称“其越置业”) 100% 的股权, 股权款于 2012 年 2 月支付完毕。其越置业是为开发闸北区 350 街坊 1 丘普通商品房地块而成立的项目公司, 该项目位于闸北彭浦社区, 土地面积约

1.6 万平方米，规划地上总建筑面积约 4 万平方米，建筑容积率为 2.5，目前该项目已启动前期工

作，未来将成为公司商品房又一利润增长点。

表 4：截至 2012 年 3 月 31 日公司控股在建房地产项目情况

项目	项目性质	土地面积 (万平方米)	规划建筑面积 (万平方米)	计划总投资 (亿元)	已投资额 (亿元)	工程预计 完工日期
露香园（一期）	商品房	8.00	19.38	62.00	58.89	2013.12
吴淞路项目	商业地产	0.99	3.47	9.91	9.68	2012.12
新江湾城 C4 地块	商品房	10.81	11.08	30.71	16.81	2013.12
小计	-	19.8	33.93	102.62	85.38	-
松江韵意项目	保障房	21.41	46.43	34.21	6.64	2013.12
松江韵意洞泾南拓展项目 (动迁房)	保障房	6.81	13.91	15.87	4.43	2013.12
松江韵意洞泾南拓展项目 (经适用房)	保障房	5.04	15.4	16.99	0.27	2013.12
青浦区诸光路大型居住区 一号地块	保障房	6.98	14.41	8	7.19	2012.6
青浦区诸光路大型居住区 二号地块	保障房	4.07	12.16	5.5	0.77	2013.6
青浦华新拓展基地	保障房	7.19	17.68	12.11	2.45	2013.1
泗泾拓展基地 B 地块	保障房	16.1	34.93	18.02	11.95	2012.6
泗泾拓展基地 C 地块	保障房	7.07	16.55	9.97	1.97	2013.9
泗泾拓展基地 D 地块	保障房	15.84	39.07	24.93	5.41	2013.12
保障房小计	-	90.51	210.54	145.6	41.08	-
合计	-	110.31	244.47	248.22	126.46	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2012 年公司将要进行销售的房地产项目主要为松江韵意项目和泗泾拓展基地项目（新凯城），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，且 2011 年 12 月 31 日公司预售房款金额将近 22 亿元，已锁定了部分业绩，因此预计公司 2012 年房地产收入仍将保持一定增长。

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 2-3 年的开发，但公司在建项目尚需投入资金约 120 亿元，存在一定的资本支出压力。

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，加大了保障房项目的投入，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，尤其是保障房项目的资本支出压力较大，虽然目前的房地产调控政策对保障房影响不大，且公司自身未使用的银行授信额度也较高，但鉴于短期内房地产调控政策尚无放松迹象，公司融资渠道、规

模以及项目销售的回笼周转情况等将对其房产项目的可持续发展起到关键作用，中诚信证评将持续关注公司房产项目开发、销售进度及资金周转状况。

股权投资业务可在一定程度上熨平房地产业务周期性波动对公司经营状况带来的影响，并对公司业务格局形成多元化补充

私募股权投资方面，子公司上海诚鼎创业投资有限公司（公司持股 41.67%，以下简称“诚鼎公司”）积极整合区域投资机会，陆续设立区域创投产业基金，2011 年上半年成功募集了上海诚鼎二期基金，募集资金规模达到 13.45 亿元，获得 29 个投资人的投资，同时与杭州城投及其他 7 家民营企业共同设立了规模为 2.1 亿元的杭州诚鼎基金。上述基金与 2010 年设立的上海诚鼎一期基金、无锡诚鼎共同组成了长三角“2+3”（五个基金）的区域投资布局，管理资金规模从 2011 年初的 5.5 亿元提升至年末的 22.4 亿元。在此基

基础上，诚鼎在 2011 年依托上海城投的产业优势，将资金投向 PRE-IPO 企业，当年新增了 14 家企业的投资，截至 2011 年 12 月 31 日已累计投资企业 23 家，累计完成投资近 9 亿元；所投企业中的开尔新材、巴安水务分别于 2011 年 6 月和 9 月成功上市。经过 2010 年的增资扩股和 2011 年的区域布局，诚鼎公司在资金规模和品牌优势方面都有了很大提升。

金融股权投资方面，2009 年公司投资 7.92 亿元定向认购光大银行股份 3.6 亿股，2010 年 8 月光大银行挂牌上市后，公司除分享其资本增值收益外，2011 年从分红中获得了 3,406 万元的投资收益。2010 年公司收购 30.70% 股权的西部证券 IPO 已于 2012 年 4 月获得证监会核准发行，这不仅将为公司带来较好的回报，而且将为公司带来投资银行、资金管理、资本运作及创投业务等方面的合作空间。另外，2011 年 6 月，公司将持有的东方基金公司 18% 的股权挂牌转让，成交金额为 1.28 亿元。

总体看，公司股权投资业务可在一定程度上熨平房地产业务周期性波动对公司经营状况带来的影响，并对公司业务格局形成多元化补充。2011 年公司股权投资业务取得一定成果，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，水务板块收入规模和利润占比大幅下降，但产品结构的调整有利于盈利能力的提升

公司于 2010 年 9 月转让自来水闵行股权和黄浦江原水系统资产，置出原水业务和自来水业务，目前公司水务板块仅保留了污水输送业务。受此影响，2011 年公司水务板块实现收入 2.34 亿元，同比下降 72.55%，但由于置换出的自来水业务毛利率较低，公司当期毛利率上升至 53.66%，提升了 8.23 个百分点。

表 5：2009~2011 年公司水务板块收入及毛利对比情况

		2009	2010	2011
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	23,438
	毛利率	51.61%	53.53%	53.66%
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

具体到运营方面，2011 年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。2011 年公司合流一期污水输送 55,254 万立方米，较上年下降 2.08%。

综合来看，2011 年公司水务板块虽然剥离了原水、自来水及排管工程资产，但保留了盈利能力较强的污水输送业务，产品结构的调整有利于该板块盈利能力的提升。

财务分析

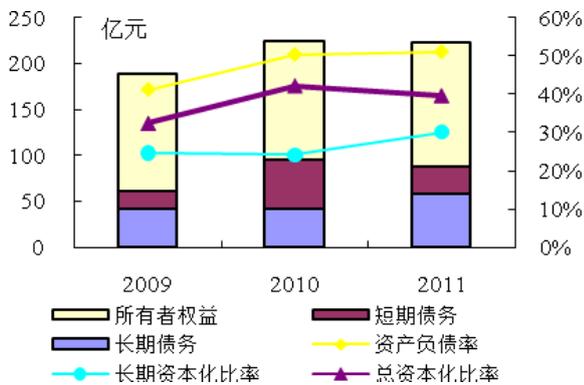
下列财务分析主要基于城投控股提供的经安永华明会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2009 年合并财务报告，经普华永道中天会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2010 年和 2011 年合并财务报告，其中，2009 年财务数据采取 2010 年财务报告的期初重述数。

资本结构

近年来公司大规模投资，尤其是房地产业务的快速扩张大都在 2009-2010 年完成，2011 年公司投资增速放缓，资产和负债规模平稳增长。截至 2011 年 12 月 31 日，公司资产总额 274.76 亿元，负债总额 140.24 亿元，分别较期初增长 5.33% 和 6.81%，资产负债率略增至 51.04%，考虑到公司当期末预售房款金额为 21.87 亿元，因而扣除预收账款后的资产负债率约为 46.59%；同时由于公司在 2011 年偿还了 10 亿元的银行借款并兑付了 17 亿元的短期融资券，当期总债务规模明显减少，总资本化比率由上年的 42.28% 下降为

39.72%，可见目前公司负债经营程度尚在合理范围，整体财务风险可控（图 1）。

图 1：2009~2011 年公司资本结构分析



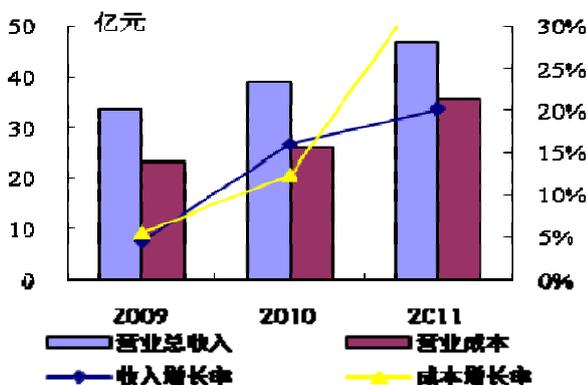
数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2011 年公司通过增加长期借款等方式，加大债务期限结构的调整力度，改变了上年度以短期债务为主的债务期限结构。截至 2011 年 12 月 31 日，公司长短期债务分别为 57.70 亿元和 30.71 亿元，短期债务/长期债务比值为 0.53，公司现有债务以长期债务为主。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，公司目前的债务期限结构基本符合其业务运营特点，债务期限结构较为合理。

总体来看，目前公司资本结构维持在合理水平，且债务期限结构也基本相符其业务运营特点。

盈利能力

图 2：2009~2011 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

2011 年，在房地产销售尤其是保障房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 46.85 亿元，同比增长

20.19%（图 2）。

表 6：2010~2011 年公司主要业务板块收入盈利情况

业务板块	2010 年			2011 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	20.81	53.38	38.38	33.00	70.43	25.70
环境	3.69	9.48	21.74	3.71	7.92	22.48
水务	8.54	21.91	45.43	2.34	5.00	53.66
商品销售	5.19	13.32	2.30	6.72	14.34	0.73
其他	0.75	1.92	16.02	1.08	2.30	49.51
合计	38.98	100.00	33.12	46.85	100.00	23.81

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从毛利水平看，2011 年公司综合毛利率为 23.81%，同比减少 9.31 个百分点。具体到各业务板块的盈利状况，房地产板块由于当年结转的毛利率较低的保障房项目收入占比大幅提高，因而本期毛利率下降 12.68 个百分点，直接影响本期综合毛利率的表现；环境板块运行平稳，毛利率略有上升；水务板块则因产品结构调整毛利也有所提升（表 6）。由于 2012 年公司仍将以发展保障性住房为主，因此预计公司当期毛利率不会出现明显提升。

从利润总额构成看，2011 年公司实现利润总额 14.78 亿元，较上年增长 29.72%，主要由经营性业务利润和投资收益构成。其中，因房地产业务获利能力趋弱，当期公司取得经营性业务利润 7.01 亿元，较上年下降 18.63%，经营性业务获利能力有所下滑。但 2011 年通过转让上海城投悦诚置业有限公司 30% 股权和东方基金管理有限责任公司 18% 的股权分别取得投资收益 5.18 亿元和 1.22 亿元，加上联营企业经营状况尚可，公司当年共实现投资收益 7.81 亿元，同比增加 205.02%，占利润总额的 52.84%。

最终，2011 年公司取得净利润 11.38 亿元，同比提高 29.76%，公司净资产收益率和总资产报酬率分别为 8.68% 和 4.25%，自有资本和整体资产的获利能力继续上升。

总体看来，受益于房地产销售的增长，公司 2011 年收入规模增幅明显，同时在大额投资收益的保障下，盈利水平也实现了一定提升。2012 年，

预计环境板块随着在建项目陆续投入运营，其收入规模和盈利能力有一定提升空间，水务板块将保持稳定，而房地产板块根据 2011 年 12 月 31 日的预售房款情况看，已经部分锁定下年业绩，预计 2012 年收入仍有较大增长空间，盈利能力也因此能得到一定提升。

偿债能力

2011 年，随着业务规模，尤其是房地产业务投资增速下滑，公司负债规模增速放缓，且总债务规模有所下降。截至 2011 年 12 月 31 日，公司总债务规模为 88.41 亿元，同比下降 6.70%。其中，长短期债务分别为 57.70 亿元和 30.71 亿元。公司总债务均为刚性负债，2011 年由于偿还了 10 亿元的银行贷款和兑付了 17 亿元的短期融资券，公司短期债务大幅减少，债务结构有所优化。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仍然较大，预计债务规模仍将继续增加。

表 7：2009~2011 年公司主要财务能力指标

	2009	2010	2011
短期债务（亿元）	19.21	53.53	30.71
长期债务（亿元）	41.78	41.23	57.70
长短期债务比	0.46	1.30	0.53
总债务（亿元）	60.99	94.76	88.41
经营性净现金流（亿元）	4.42	-1.81	7.20
经营净现金流/短期债务（X）	0.23	-0.03	0.23
经营净现金流/总债务（X）	0.07	-0.02	0.08
EBITDA（亿元）	14.36	15.49	17.44
总债务/EBITDA	4.25	6.12	5.07
EBITDA 利息倍数（X）	4.83	4.17	4.00

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从现金流状况来看，2011 年由于房地产项目投资速度放缓，且保障房大幅增长的销售收入也回笼了可观的资金，公司当年经营性现金流情况明显好转，呈现净流入 7.20 亿元。

整体来看，2011 年受益于收入规模和投资收益均出现明显增长，公司 EBITDA 增至 17.44 亿元，且同期因偿还了大额的银行借款和兑付了短期融资券，公司总债务规模有所减少，当年总债务/EBITDA 下降至 5.07。2011 年公司新增了一定

规模的长期性借款，且资金成本也有所增长，导致当期利息支出同比增长了 17.28%，EBITDA 利息倍数为 4.00，基本与上年持平。

截至 2011 年 12 月 31 日，公司对外担保余额 3.99 亿元（其中，对控股子公司的担保余额 2.58 亿元，对联营企业的担保余额 1.41 亿元），担保余额占公司净资产（不含少数股东权益）的 3.21%，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 2011 年 12 月 31 日，公司拥有各家银行的人民币授信总额为 255.47 亿元，尚未使用授信余额 203.95 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，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，2011 年前三季度，上海城投实现营业收入 97.83 亿元，综合毛利率为 19.95%，毛利率情况较 2010 年全年水平有所下降；但由于当期获得了较高的投资收益和一定的补贴收入，因此利润总额基本保持稳定，为 10.91 亿元。最终，上海城投 2011 年前三季度取得净利润 6.44 亿元，年化处理后为 8.59 亿元，较上年略降 1.49%。整体看，上海城投的盈利水平尚能保持稳定，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 2011 年 9 月 30 日，上海城投合并后总资产为 2,907.85 亿元、总负债为 1,704.84 亿元，资产负债率 58.63%，负债规模保持在较合理的水平。同时，从偿债能力看，2011 年前三季度，上海城投总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 28.24 和 4.55，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。

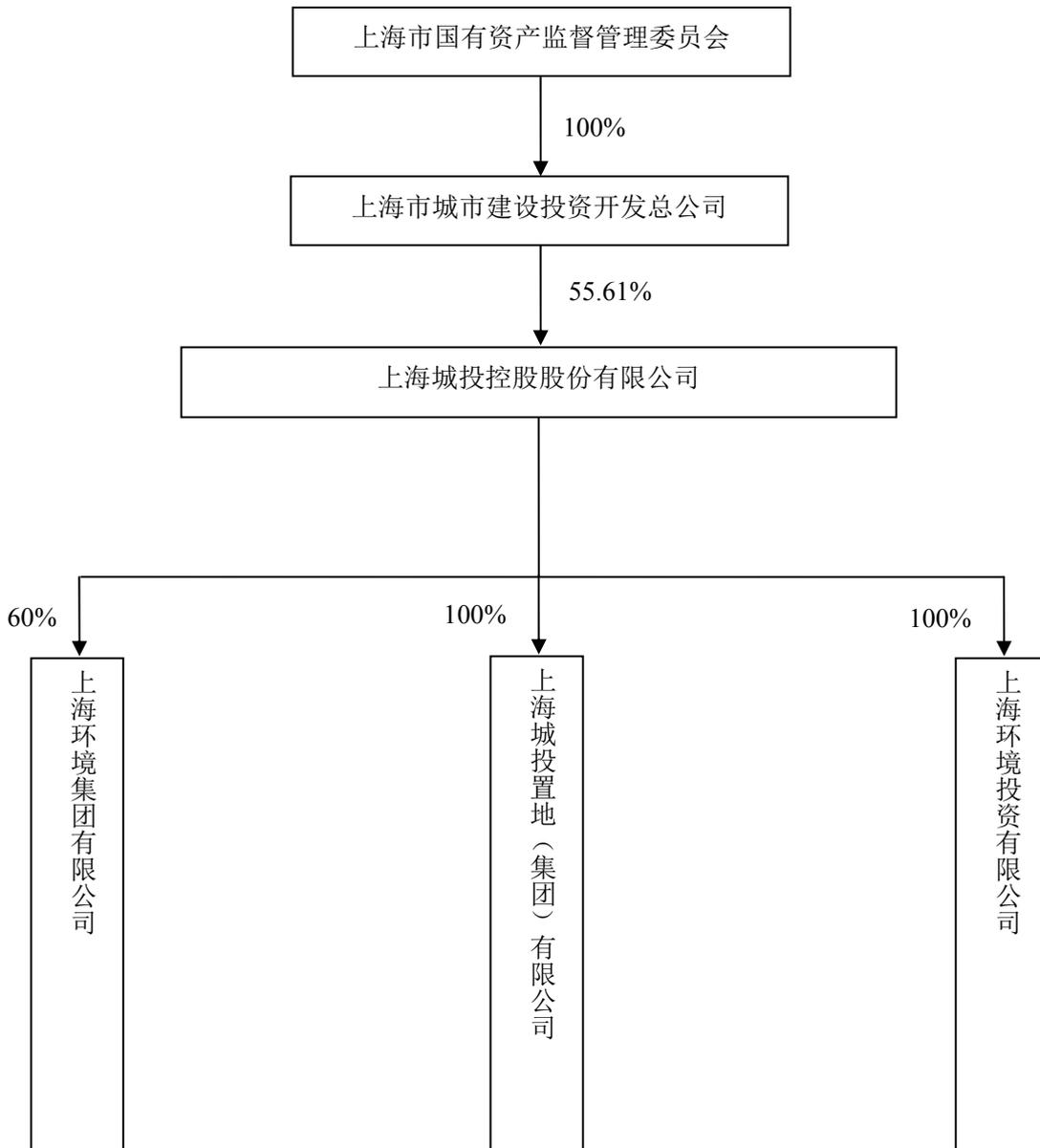
截至 2011 年 12 月 31 日，上海城投银行授信总额达 2799.15 亿元，已使用 1398.8 亿元。

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⁺，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 2012 年 3 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)	2009	2010	2011
货币资金	196,623.87	290,736.20	180,261.13
预收账款	122,530.11	149,644.26	228,947.77
存货净额	948,587.21	1,196,047.90	1,376,837.71
流动资产	1,256,018.56	1,557,409.06	1,640,497.61
长期投资	228,515.53	585,217.04	675,517.86
固定资产合计	438,697.57	123,562.54	112,469.59
总资产	2,168,115.97	2,608,411.54	2,747,566.19
短期债务	192,102.15	535,332.61	307,073.73
长期债务	417,784.75	412,309.02	577,026.04
总债务(短期债务+长期债务)	609,886.90	947,641.63	884,099.77
总负债	891,851.91	1,312,942.15	1,402,382.41
所有者权益(含少数股东权益)	1,276,264.06	1,295,469.39	1,345,183.77
营业总收入	335,868.82	389,794.26	468,482.14
三费前利润	94,330.40	108,379.67	85,586.24
投资收益	19,784.86	25,606.35	78,103.87
净利润	78,523.15	87,692.35	113,791.28
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	143,579.77	154,922.53	174,438.96
经营活动产生现金净流量	44,193.17	-18,075.69	72,003.45
投资活动产生现金净流量	-73,521.68	-198,344.10	-52,522.13
筹资活动产生现金净流量	64,218.58	310,736.76	-130,351.77
现金及现金等价物净增加额	34,888.69	94,272.74	-110,975.07
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率(%)	30.96	33.12	23.81
所有者权益收益率(%)	6.15	6.77	8.46
EBITDA/营业总收入(%)	42.75	39.74	37.23
速动比率(X)	0.69	0.42	0.33
经营活动净现金/总债务(X)	0.07	-0.02	0.08
经营活动净现金/短期债务(X)	0.23	-0.03	0.23
经营活动净现金/利息支出(X)	1.49	-0.49	1.65
EBITDA 利息倍数(X)	4.83	4.17	4.00
总债务/EBITDA(X)	4.25	6.12	5.07
资产负债率(%)	41.13	50.33	51.04
总债务/总资本(%)	32.33	42.25	39.66
长期资本化比率(%)	24.66	24.14	30.02

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)	2009	2010	2011.9
货币资金	1,632,803.88	2,165,823.67	1,069,019.04
应收账款净额	74,202.65	71,848.41	119,769.21
存货净额	1,385,413.13	1,889,835.71	2,204,710.04
流动资产	3,798,703.60	4,837,892.31	4,154,080.37
长期投资	3,948,631.53	4,210,531.97	5,252,198.93
固定资产合计	14,988,043.72	16,175,507.15	16,948,638.32
总资产	24,218,885.87	27,974,236.54	29,078,492.23
短期债务	2,587,271.69	2,333,242.93	969,385.79
长期债务	8,995,119.52	10,228,245.46	11,279,350.20
总债务(短期债务+长期债务)	11,582,391.21	12,561,488.39	12,248,736.00
总负债	14,230,666.19	16,263,923.82	17,048,431.78
所有者权益(含少数股东权益)	9,988,219.68	11,710,312.72	12,030,060.46
营业总收入(主营业务收入)	1,050,211.01	1,225,290.44	978,273.74
三费前利润(主营业务利润)	213,464.54	237,571.23	168,291.17
投资收益	75,258.40	97,348.85	113,650.74
净利润	72,676.52	87,240.22	64,454.16
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	343,303.40	407,598.44	325,341.19
经营活动产生现金净流量	216,809.73	198,629.13	160,505.64
投资活动产生现金净流量	-2,963,139.82	-2,335,798.88	-1,756,572.25
筹资活动产生现金净流量	3,089,592.86	2,670,488.55	499,364.96
现金及现金等价物净增加额	343,260.68	533,180.19	-1,096,804.63
财务指标	2009	2010	2011.9
毛利率(%)	22.68	22.50	19.95
所有者权益收益率(%)	0.73	0.74	0.71
EBITDA/主营业务收入(%)	32.69	33.27	39.57
速动比率(X)	0.56	0.68	0.61
经营活动净现金/总债务(X)	0.02	0.02	0.01
经营活动净现金/短期债务(X)	0.08	0.09	0.22
经营活动净现金/利息支出(X)	0.88	1.01	2.24
EBITDA/利息支出(X)	1.40	2.07	4.55
总债务/EBITDA(X)	33.74	30.82	28.24
资产负债率(%)	58.76	58.14	58.63
总资本化比率(%)	53.70	51.75	50.45
长期资本化比率(%)	47.38	46.62	48.39

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

所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA 已经年化处理

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。