



信用等级通知书

信评委函字[2012] 跟踪075号

上海隧道工程股份有限公司：

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“2009年上海隧道工程股份有限公司公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评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，评级展望正面；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一二年六月十五日

上海隧道工程股份有限公司公司债券 2012 年跟踪评级报告

发行主体	上海隧道工程股份有限公司		
担保主体	上海城建（集团）公司		
发行规模	14 亿元		
存续期限	2009/10/21~2014/10/20		
上次评级时间	2011/06/29		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望：稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望：正面
	主体级别	AA	

隧道股份	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益(亿元)	39.86	44.61	48.80	49.12
总资产(亿元)	178.41	201.15	225.90	217.59
总债务(亿元)	50.14	53.77	57.74	60.28
营业总收入(亿元)	150.83	151.74	141.92	19.17
营业毛利率(%)	9.45	11.67	13.13	11.45
EBITDA(亿元)	12.86	12.19	13.64	-
所有者权益收益率(%)	9.14	12.37	10.59	1.42
资产负债率(%)	77.66	77.82	78.40	77.43
总债务/EBITDA(X)	3.90	4.41	4.23	-
EBITDA 利息倍数(X)	5.77	4.90	4.54	-

概况数据

城建集团	2009	2010	2011
所有者权益(亿元)	89.75	100.26	116.88
总资产(亿元)	355.34	439.25	581.37
总债务(亿元)	131.77	200.40	273.68
营业总收入(亿元)	193.03	251.40	271.10
营业毛利率(%)	13.40	12.86	13.71
EBITDA(亿元)	21.00	25.54	36.00
所有者权益收益率(%)	7.17	10.59	10.44
资产负债率(%)	74.74	77.18	79.89
总债务/EBITDA(X)	6.27	7.85	7.60
EBITDA 利息倍数(X)	3.96	3.48	2.18

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

刘冰 blia@ccxr.com.cn
邵津宏 hjshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 6 月 15 日

基本观点

2011 年上海隧道工程股份有限公司（以下简称“隧道股份”或“公司”）资产重组取得重大进展，市外业务拓展成效显著，盾构产品海外销售实现突破，整体竞争能力和盈利能力均有所增强。未来考虑到资产注入后公司净资产规模大幅提升，产业链日趋完善，整体经营能力和偿债能力将明显提升。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司 BT、BOT 项目投资规模偏高，未来存在一定资本支出压力等影响公司信用水平的因素。

中诚信证评维持隧道股份主体信用等级 AA，维持本次公司债券信用等级 AA⁺，评级展望正面。该债项级别考虑了上海城建（集团）公司（以下简称“城建集团”或“集团”）提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本次债券本息偿付所起的保障作用。

正 面

- 长三角地区越江隧道施工及盾构制造优势明显。公司 2011 年承接了上海所有新开工的越江隧道施工建设项目，垄断地位和竞争优势明显；此外，公司盾构制造业务的海外销售也取得巨大进展。
- 业务区域集中度进一步降低。2011 年，公司中标合同中市内工程占比持续下滑，市外工程（包含海外工程）占比上升至 63.28%，业务区域集中的现象得到进一步改善。
- 资产重组取得重大进展，未来公司资产规模、整体竞争实力均将有明显提升。2012 年 1 月，公司资产重组计划获得中国证监会上市公司并购重组审核委员会有条件通过。截至 2012 年 6 月，注入资产已完成资产过户，根据第三方出具的盈利预测报告，重组后公司 2012 年主营业务收入预计超过 300 亿元，重组后实现的净利润将预计超过 11 亿元。

关 注

- 资本性支出压力。根据公司发展战略，随着施工业务规模的持续扩张及 BT、BOT 项目投资需求逐年增加，公司未来仍将面临一定的资本支出压力。
- 随着公司产业链的完善以及市外、海外业务的不断拓展，对公司资产整合及外地工程管理能力提出更高要求。

重大资产重组事项

上海隧道工程股份有限公司2011年第一次临时股东大会审议通过《关于公司向特定对象发行股份购买资产具体方案的议案》等相关议案，此次资产重组城建集团旨在将基础设施建设投资和市政工程设计施工两大核心业务资产注入公司。2012年1月，公司资产重组计划获得中国证监会上市公司并购重组审核委员会有条件通过。

依照中国证监会批复及经公司股东大会审议通过的《上海隧道工程股份有限公司与上海城建（集团）公司、上海国盛（集团）有限公司、上海盛太投资管理有限公司关于上海隧道工程股份有限公司非公开发行股份购买资产协议》及其补充协议的约定，公司以人民币11.47元/股的价格向上海城建（集团）公司（以下简称“城建集团”）发行412,922,755股股份，向上海国盛（集团）有限公司（以下简称“国盛集团”）发行119,124,963股股份，向上海盛太投资管理有限公司（以下简称“盛太投资”）发行33,090,267股股份。购买城建集团持有的上海基础设施建设发展有限公司54%股权、上海城建投资发展有限公司100%股权、上海市第一市政工程有限公司100%股权、上海建设机场道路工程有限公司100%股权、上海煤气第一管线工程有限公司100%股权、上海煤气第二管线工程有限公司100%股权、上海市地下空间设计研究总院有限公司100%股权、上海燃气工程设计研究有限公司30%股权，以及购买国盛集团、盛太投资分别持有的上海基础设施建设发展有限公司36%股权和10%股权。截至2012年6月，此次交易标的资产已经全部过户完毕。

此次资产重组顺利完成，股东城建集团的持股比例将由36.85%提升至52.61%。根据第三方出具的盈利预测报告，重组后公司2012年主营业务收入预计超过300亿元，重组后实现的净利润将预计超过11亿元。此次资产重组公司完善了基础设施建设投资-设计-施工-运营管理的产业链，实现投资、施工一体化，以及设计、施工一体化，增强公司全方位的服务能力及市场竞争力。

行业关注

2011年上海市重大工程将围绕“创新驱动、转型发展”这一主线，着力发挥重大项目对全市经济社会发展的引导、带动和支撑作用，全年完成投资超过1000亿元，基本与2010年持平，共调整安排87个项目，安排新开工项目27个、基本建成项目11个。其中年度重大项目包含商用飞机、上海吴淞口国际邮轮码头、迪士尼项目、上海中心大厦、老港综合填埋场一期工程、国家重大天然气项目配套工程、中心城区排水系统、城市光纤宽带网、交通枢纽建设、郊区三级医院等卫生设施项目建设、京沪高速铁路上海段、崇启通道工程、轨道交通11号线南北段、12号线、13号线等。

2012年上海市重大工程建设共安排项目95个、年投资额1166亿元，较2011年同比增加16.6%，是上海市重大工程建设连续四年超过千亿元。2012年重大工程建设主要围绕迪斯尼项目、虹桥枢纽项目以及轨道交通项目等重点市政项目的建设，继续推进现代化基础设施体系建设。

隧道工程行业整体需求空间较大，越江隧道行业垄断现象依然存在

2011年上海市内隧道工程建设仍持续保持快速增长，截至2011年末，上海市已建成投入运营的越江隧道共有14条，包括延安东路隧道、复兴东路隧道、打浦路隧道、大连路隧道、外滩观光隧道、外环线越江隧道、翔殷路隧道、上中路隧道、西藏南路隧道、新建路隧道、军工路隧道、崇明越江隧道、人民路隧道和龙耀路隧道。2011年上海市在建隧道共2条，包括黄浦江底最长的隧道——虹梅南路隧道和黄浦江底最大直径隧道——长江西路隧道。未来上海地区仍筹划建设的隧道还包括殷行路隧道、嫩江路隧道、周家嘴路隧道、陆家浜路隧道、江浦路隧道、宛平路隧道、罗绣路隧道等8条越江隧道，若这些隧道均可按规划施工建设，未来上海市内隧道工程建设需求规模仍然较大。此外，根据长三角及全国其他区域隧道建设规划，未来几年行业整体需求空间仍然较大。

从隧道工程的承建方面来看，在越江隧道领

域，上海的越江隧道除上海建工集团承建了2条黄浦江越江隧道外，其余14条在建及已建成的隧道均为隧道股份承建。从全国范围内看，目前除穿黄工程中线、武汉长江隧道和南京长江隧道外，国内其他盾构法越江隧道均由隧道股份承建；在水利水电隧道和铁路隧道领域，由于此类工程分布广，土质情况差别较大等因素，中铁建、中铁工、中交建等央企凭借着自身业务分布地域广、不同土质施工经验足等优势在此方面占据较大份额。

全国轨道交通建设工程步入快速增长期，投资需求较为旺盛，轨道交通网络的广泛覆盖符合国家战略规划和环境要求

截至2011年末，上海轨道交通路网已拥有11条地铁线路，运营里程约428公里，车站282座，日客流突破700万人次，跻身世界地铁城市前三甲。根据上海市新一轮项目建设规划，2010年至2020年间，上海市将建设5条延伸线和9条新建线，线路总长合计约457公里，车站261座，到2020年上海城市轨道交通网络总规模达到约877公里（表1），由此可见，未来10年间上海市的轨道交通隧道工程仍具有很大的发展空间。

投资方面，上海地区在“十二五”期间将延伸4条并新增七条轨道交通项目，包括5号线南延伸、8号线三期、9号线三期、11号线延伸、12号线一期、13号线一期、14号线、15号线、16号线、17号线和22号线。以上线路总长220公里，总投资规模在1000亿左右，其中6条线施工在建，3条线即将开工，另外一条线尚处于勘察设计阶段。

表1：上海轨道交通现有里程及规划里程

年份	线路（条）	车站（座）	运营里程（公里）
2011	11	282	428
2012	13	354	589.9
2020	20	543	877

资料来源：上海统计局、《上海市城市快速轨道交通近期建设规划（2010-2020年）》，中诚信证评整理

铁道部在十二五规划中显示十二五期间我国城市地铁建设将快速发展，到2015年，中国城市地铁项目的总投资将超过1万亿人民币，约28个城市获得政府批准建设地铁。而在公司重点发展的长三角地区，南京、杭州、宁波、苏州、无锡等主要城市也将迎来隧道工程市场的高峰。根据各城市的轨

道交通规划，2015年以前，计划建设的城市轨道交通线路总长将达330公里，总投资额将超过1,300亿元（表2）。

表2：长三角主要城市轨道交通建设规划及投资规模

城市	建设周期、规划线路及投资规模
杭州	杭州轨道交通网由8条线组成，总长278公里，设154座车站。地铁1号线2010年建成，基本形成轨道交通网络骨架；2015年达到114公里，2050年8条线路将全部完成。
南京	《南京市城市快速轨道交通建设规划》以2015年之前的建设规划为重点，包括了1号线、2号线、1号线南延线、2号线东延线、2号线西延线和3号线，总长119.3公里，预算投资453.13亿元。
宁波	根据《宁波市城市快速轨道交通建设规划》，近期获得国务院批准的“近期建设规划”包括轨道交通1号线和2号线一期工程，线路总长72.1公里，设车站45座，总投资253.7亿元，每公里平均造价约3.52亿元，计划2015年建成。
苏州	国务院已于2008年批准苏州轨道交通建设规划。根据规划，2010年建成1、2号线，2020年前建成3、4号线。4条线路总长141公里，预计总投资在550亿元左右。其中1、2号线总长53公里，总投资223亿元。
无锡	目前通过评审的轨道交通规划已上报国家发改委。2015年前将建设轨道交通1、2号线，线路总长56.11公里，总投资210亿元。

资料来源：中诚信证评整理

受益于政策对公共交通及为轨道交通行业的支持力度较大，未来行业前景和市场空间较大

在2011年国家出台的“十二五纲要”中明确指出未来五年我国要构建综合交通运输体系，建设以轨道交通和高速公路为骨干，以国省干线公路为补充，推进城市群内多层次城际快速的交通网络；建成京津冀、长江三角洲、珠江三角洲三大城市群城际交通网络，推进重点开发区域城市群的城际干线建设；实施公共交通优先发展战略，大力发展城市公共交通系统，提高公共交通出行分担比率。科学制定城市轨道交通技术路线，规范建设标准，有序推进轻轨、地铁、有轨电车等城市轨道交通网络建设。积极发展地面快速公交系统，提高线网密度和站点覆盖率。

业务运营

2011年，公司业务规模略有下滑，但整体保持平稳，2011年公司实现营业收入141.92亿元，同比下滑6.47%。营业收入构成中，公司施工业务占比仍然最大，为90.07%、设计服务占比4.85%、机械

加工及制造占比1.93%、运营业务占比1.77%，其余为房地产业务和其他业务。

公司施工主业优势明显，仍保持较高的行业垄断地位，对上海市场的依赖度进一步降低，区域集中度持续改善

公司在上海及长三角区域隧道及轨道交通施工具有明显的竞争优势和较强的垄断地位。隧道工程方面，截止2011年12月31日，上海已建成通车的越江隧道除人民路越江隧道外，其他全部由公司承建，占据上海已建越江隧道近90%的市场份额。

2011年公司承建的56项施工项目全面推进。其中，青草沙原水工程正式通水、军工路隧道和迎宾三路隧道建成通车；三条超大直径隧道——虹梅路隧道、长江西路隧道、钱江通道顺利推进；市内外轨道交通工程全面进入施工高峰。此外，公司2011年申报的市政公用工程总承包新特级资质已进入最后的公示阶段，公司整体竞争实力稳步增强。

从市场区域看，公司先后在无锡、宁波等签订了地铁项目合同，有利于公司在长三角地区地铁施工领域的可持续发展；郑州地铁项目则为进一步拓展北方市场起到促进作用。海外市场方面，公司先后中标新加坡地铁市区线二期C920、C902项目，并以联营体形式中标昂船洲污水治理工程，市外及海外业务扩展稳步推进。

表3：公司海外施工业务情况

单位：RMB 亿元

项目名称	总投资	预收款比例	工程进度	2011收入	毛利率
新加坡地铁滨海湾金沙P8402	8.40	12.14%	86.15%	0.10	21.05%
新加坡地铁市区线C902标	11.20	2.69%	77.58%	0.54	9.00%
新加坡地铁市区线二期C920标	17.79	5%	32.58%	0.73	3.81%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2011年公司中标合同量为171.17 亿元，同比增长4.56%，其中地下工程合同为116.07 亿元，地上工程合同为55.09 亿元；中标合同中市外工程（含海外）占比63.28%，市内工程占比36.72%。公司市外工程中标合同金额逐年稳步提升，区域集中度进一步降低，2011年公司市外工程占比提升了8.81个百分点。

合同中标率方面，2011年公司合同中标率明显回升，达到65.91%，超过前三年度的中标率，而未来随着公司资产重组顺利完成，产业链进一步完善，公司整体项目承接能力、设计及施工能力均会有所提升，合同中标率也将保持较高水平。

表4：2010~2012.Q1公司中标情况

	2010	2011	2012.Q1
中标合同量（亿元）	163.56	171.17	14.08
中标数量（个）	49	53	13
中标率	41.40%	65.91%	23.49%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，2011年公司的施工业务规模略有增长，其中承接的重大工程包括长江西路隧道、虹梅南路隧道、地铁11号线、12号线部分标段、青草沙水源地等上海市内重点工程项目。同时公司也承接了郑州地铁、杭州地铁、无锡轨道交通及钱江通道等市外重点工程项目。合同承接情况良好，订单饱满，中标率明显回升，且区域集中度进一步得到改善，业务整体发展情况良好。

2011 年公司投资业务实现跨越式发展，在项目投资规模和投资行业方面均实现较大突破，投资收益规模大幅增加

投资业务方面，公司2011年仍以投资基础设施建设的BOT及BT项目为主，当年公司成功中标总投资98.11亿元的南京轨道交通机场线工程BT项目，投资业务首次进军轨道交通领域。公司2011年还中标总投资55亿元的昆明南连接线高速公路BOT工程，这两大项目不仅拓宽了公司的投资领域，在体量方面创出新高，而且对于培养公司作为综合承包商的整体筹划、协调、控制能力意义重大。

截止2011年12月31日，公司已投资项目11个，总投资达到286.98亿元，2011年新增项目4个，收回投资项目1个。2011年公司投资的昆明三环闭合工程竣工通车，莘庄商务区土地一级开发BT工程正式开工，宁波常洪隧道回购资金已基本到位，投资项目运营情况良好。

公司已投入运营的项目共 6 个，平均收益率在 8%左右，此外，公司尚有 5 个在建项目，其中杭州钱江隧道 BOT 项目预计于 2013 年完工，公司将获得 25 年的经营权，内部收益率为 7.92%；新增闵行

商务区一级土地开发 BT 项目，总投资 3 亿元，预计 2012 年完成该项目建设，进入投资回收期；南京轨道交通项目、昆明南连接线项目、东南交环和徐汇滨江项目均为公司 2011 年新增的投资项目，项目总投资规模偏高，整体投资回收期偏长，项目内部收益率基本与以往项目持平。

后续投资方面，公司未来三年仍面临较大的资本支出压力，现有项目未来三年的资金需求规模总计达到 160.70 亿元，投资规模较高。但考虑到公司资产重组后资本实力将有明显增强，财务结构也将

有明显改善，公司实际的债务压力相对可控。

由于在投资项目选择上，公司重点判断资金回收的安全性和及时性，一般要求项目收益率在 8% 左右。中诚信证评认为，公司这种项目选择标准有利于资金回笼，符合安全性和盈利性的原则，投资收益具备一定的稳定性。虽然 2011 年公司新增项目投资规模较大，回收期偏长，但由于承接的项目为二线城市的重要市政工程项目，考虑到当地政府的财政实力以及运营模式，风险相对可控。

表 5：公司 BOT 及 BT 投资项目情况

项目名称	投资额（亿元）	权益比例	投入运营年份（年）	运营期/回购期（年）
沪嘉高速公路投资项目	3.97	24.86%	1998	①
嘉浏高速公路 BOT 项目	8.57	100%	2005	17
大连路越江隧道 BOT 项目	16.55	100%	2003	25
杭州钱江隧道 BOT 项目	35.56	100%	2013	25
常州市健身北路及延伸、常金线、大学城地道工程 BT 项目	5.5	100%	2007	5
常州中吴大道城市化改造工程 BT 项目	12	100%	2009	8
昆明三环闭合工程（西、北段）BT 项目	33.50	100%	2010	②
闵行商务区一级土地开发 BT 项目	3	100%	2012	1
南京地铁机场线 BT 项目	90	100%	2014	5
昆明南连接线 BOT 项目	55	100%	2013	29
上海东南郊环高速公路 BOT 项目	1.84	10%	2002	28
徐汇滨江 Q-1BOT 项目	21.49	100%	2016	尚未确定
合计	286.98			

注 1：①公司 1998 年 10 月参股该项目，收益期从 1998 年 10 月 1 日起计算，为 207 个月，至 2015 年 12 月 31 日结束。

②根据该项目的补充协议，该项目所需资金由昆明市交通局负责融资，并以预付回购款的方式向项目公司按期支付予以解决。因此，该项目投入运营时，项目回购已完成。

2：隧道股份持有通过沪嘉高速公路运营公司建泰有限公司 24.86% 的股权；嘉浏高速项目股东出资比例为隧道股份 97%，上海建元投资有限公司 3%；宁波华茂投资控股股份有限公司 10%；大连路越江隧道项目股东出资比例为隧道股份 90%，上海建元投资有限公司 10%；杭州钱江隧道项目股东出资比例为隧道股份 70%，上海建元投资有限公司 30%；常州健身北路及延伸工程、常金线、大学城地道工程股东出资比例为上海建元投资有限公司 100%；奉化三高连接线项目股东出资比例为上海建元投资有限公司 80%，奉化交通投资有限公司 20%；昆明三环闭合工程（西、北段）项目股东出资比例为隧道股份 50%、上海建元投资有限公司 50%；常州中吴大道城市化改造工程项目股东出资比例为上海建元投资有限公司 100%。

3：凡 BT 项目运营期/回购期指回购期，BOT 项目运营期/回购期指运营期

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司制造业务海外拓展成效显著，技术研发实力逐年增强，发展前景广阔

2011 年公司成功承接了“超大断面盾构掘进机研制与应用”等国家“十二五”863 重大课题 3 项，作为牵头单位承担“超大直径泥水平衡盾构研制与应用”课题。公司还成功签订南京地铁 3 号线 1 标过江段工程 Φ11.57M 泥水平衡盾构和虹梅南路越江隧道工程 Φ14.90M 泥水平衡盾构的合作制造项目，盾构产业化进程稳步向前。

海外拓展方面，2011 年公司海外拓展也取得了巨大进展，当年公司国产盾构共承接 8 单海外合同，

其中新加坡地铁盾构 6 台，印度钦奈地铁盾构 2 台。海外销售方面，2011 年公司出口地铁盾构总数累计 10 台，其中香港昂船洲污水处理工程直径 4.72 米复合铰接式土压平衡盾构 1 台处于现场安装阶段、印度钦奈地铁盾构 2 台中的一台率先通过厂内验收，新加坡地铁工程盾构 6 台正在设计制造中。

在盾构生产方面，公司现有地铁盾构机产能 16 台，2011 年产量和销量分别为 9 台，产能利用率为 56.25%，呈逐年提高态势。售价方面，目前公司地铁盾构机销售单价为 5000 万元/台，考虑到公司现有产品的技术含量可以满足国内外项目的要求，且

产品售价具有一定竞争力,加之 2011 年公司海外市场拓展成效显著,预计未来整体收入规模和盈利水平平均会有所提升,发展前景较好。

2011 年公司高精度钢模产品销售情况良好,全年钢模累计销售 34 套,先后承接南京地铁、福州地铁等钢模合同。此外,公司还承接了 10 套钢模维修保养和 10 套钢管片设计制造任务。总体看,公司制造业务在国内具备显著的技术优势,在上海高新技术产业化和振兴先进制造业的外部环境下,公司制造业务将在施工业务的带动下持续发展,而海外市场的成功进入也为公司制造业务的出口增长提供了良好契机,业务成长性良好。

财务分析

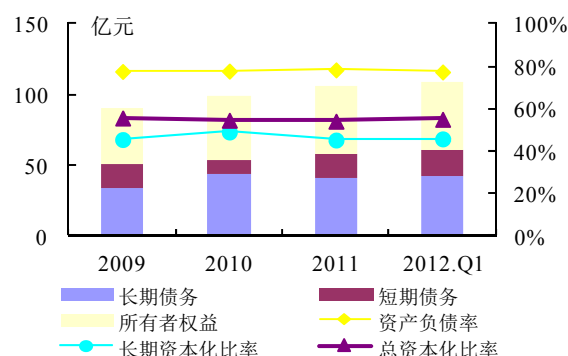
以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2009~2011 年财务报告,以及未经审计的 2012 年第一季度报告,其中,2009 年、2010 年数据分别采用 2010 年、2011 年年报的重述数。

资本结构

公司近年业务规模基本保持稳定,投资方面 BT、BOT 业务投资规模逐年增加,资产负债规模逐年稳步增长。截至 2011 年 12 月 31 日,公司总资产为 225.90 亿元,同比增长 12.31%,负债总额 177.10 亿元,同比增长 13.14%,所有者权益合计 48.80 亿元,同比增长 9.40%。

财务杠杆方面,公司近年始终保持偏高的负债水平,2011 年资产负债率和总资本化比率分别为 78.40% 和 54.20%,存在一定的债务压力。2012 年一季度公司总资产规模小幅回落,为 217.59 亿元,负债水平仍然偏高,资产负债率和总资本化比率分别为 77.43% 和 55.10%。考虑到公司重大资产重组即将完成,预计资产重组后公司资本实力将得到有效充实,财务结构稳健性将得到明显改善。

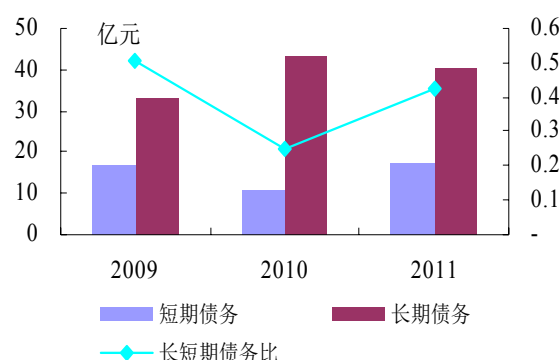
图1: 2009~2012.Q1 年公司资本结构分析



数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从债务期限结构来看,公司 2011 年短期债务增长较快,长短期债务比由 2010 年的 0.25 上升至 2011 年的 0.43。由于公司施工及投资业务规模较大,资金占用周期较长,因此公司整体债务期限结构仍有待进一步优化。

图2: 2009~2012.Q1 公司债务结构情况



数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

整体看,公司负债水平偏高,对外部融资存在较大依赖,财务结构稳健性有待提升,债务结构需进一步优化。但考虑到公司重大资产重组已经进入资产交割阶段,未来资产重组后公司资本实力将得到有效充实,资产负债率大幅下降,财务结构稳健性将有所增强。

盈利能力

2011 年由于宏观调控、央行银根紧缩以及对地方政府融资平台的管理控制,建筑施工行业整体面临较为严峻的挑战。而上海地区进入后世博时代,基础设施建设规模也出现明显回落,虽然公司 2011 年积极进行战略调整和市场拓展,但收入规模方面仍有小幅下滑。2011 年公司实现营业收入 141.92 亿元,同比下滑 6.47%。

2012 年一季度公司收入规模有所下滑,前三月

仅实现营业收入19.17亿元，同比下滑38.90%，但是考虑到公司资产重组即将完成，根据第三方出具的盈利预测报告显示，重组后公司2012年主营业务收入预计超过300 亿元，重组后实现的净利润将预计超过11 亿元。未来公司产业链日趋完善，优质资产也得以注入，无论收入规模、盈利能力和整体竞争实力方面，公司均会有较大提升。

从公司营业收入构成看，施工业务收入占比为90.07%，占营业收入比重逐年下降，而盈利能力较强的设计业务占比逐年提升。毛利率方面，公司施工业务2011年毛利率为11.85%，同比上升2.18个百分点，加之设计业务毛利率为36.79%，占营业收入比重较上年增加0.45个百分点，公司2011年营业毛利率为13.13%，较2010年提升1.46个百分点。

表 6：公司营业收入占比情况

单位：亿元

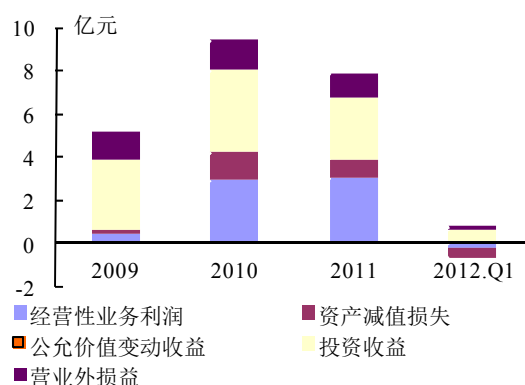
细分业务	2010		2011	
	收入	占比	收入	占比
施工业务	137.98	91.11%	127.83	90.07%
机械加工及制造	2.14	1.41%	2.74	1.92%
房地产业	0.14	0.10%	0.20	0.14%
运营业务	2.95	1.95%	2.51	1.77%
设计服务	6.66	4.40%	6.89	4.85%
其他	1.56	1.03%	1.75	1.23%
合计	151.43	100.00%	141.92	100.00%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2011年公司期间费用为11.49亿元，占营业收入比重为8.10%，同比上升了1.31个百分点，其中管理费用和财务费用均有一定幅度的上涨，而公司收入规模略有下滑，三费占比有所提升。

利润总额方面，2011年公司利润总额为6.10亿元，同比下滑11.02%，主要由于2011年公司投资收益减少1.01亿元。2010年公司投资收益规模偏高主要由于公司当年处置长期股权投资产生的投资收益金额达1.65亿元，这部分收益不具备持续性，剔除这部分因素影响，经营性业务利润和投资收益均处于逐年增长的良好态势，盈利能力稳步提升。2011年公司实现净利润5.17亿元，净资产收益率达到11.06%。

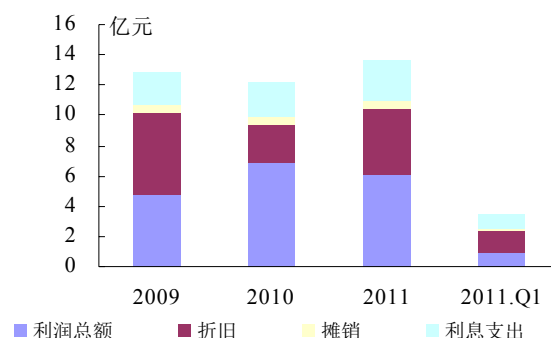
图 3：2009~2012.Q1 年公司利润总额分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从 EBITDA 构成来看，利润总额、折旧和利息支出一直是公司 EBITDA 的主要组成部分。2011年公司 EBITDA 为 13.64 亿元，同比增加 11.91%，其中利润总额 6.10 亿元、利息支出 2.61 亿元，折旧 4.39 亿元。公司近年 EBITDA 有所提升，未来随着资产重组完成，公司收入和利润规模将大幅提升，EBITDA 及可支配现金也将快速增长。

图 4：2009~2012.Q1 公司 EBITDA 构成情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，公司收入规模较上年略有下滑，但随着公司设计等利润空间较高的业务占比逐年增加，公司整体盈利能力逐年增强。中诚信证评认为，未来公司资产重组不仅在收入规模，盈利能力方面均有一定提升，施工、设计等业务的注入还将完善公司的产业链，提高公司的获现能力。

偿债能力

受建筑施工行业特性影响，流动资金需求规模较大，加之公司近年投资项目逐年增加，公司对外部融资依赖程度逐年增强，负债规模逐年上升，存在一定的资本支出压力。2011年总债务为57.74亿元，同比增加7.38%，而未来短期内公司BT及BOT项目仍存在较大的资金需求，三年资本支出规模约

在160亿元左右，中诚信证评对于公司未来可能面临的资金压力及投资回收情况予以关注。

从偿债能力看，2011年公司总债务/EBITDA指标为4.23，EBITDA利息倍数为4.54倍，债务规模的增加以及现金流的波动使得其偿债指标有所波动。2011年公司EBITDA对总债务的覆盖能力及对利息支付的保障能力均有所减弱，但考虑到2012年公司收入规模将达到300亿元，净利润也将超过11亿元，资产重组后公司的偿债能力将明显增强，各偿债指标也将有所好转。

从现金流角度看，2011年公司经营净现金流为19.78亿元，经营活动净现金流历年存在一定波动，2011年经营性现金流受应付账款大幅增加影响有所回升，对总债务的保障能力有所增强。2011年总债务/经营活动净现金流为2.92，经营活动经现金流利息保障倍数为6.59倍。

表 7：2009~2011 年公司部分偿债能力指标

指标	2009	2010	2011
总债务/EBITDA (X)	3.90	4.41	4.23
总债务/经营净现金流 (X)	2.14	17.87	2.92
EBITDA 利息保障倍数 (X)	5.77	4.90	4.54
资产负债率 (%)	77.66	77.82	78.40
总资本化比率 (%)	55.71	54.66	54.20

资料来源：公司定期报告

银行授信方面，截至2011年12月31日，公司共有银行授信157.38亿元，未使用额度为104.85亿元，具有良好的备用流动性。

或有事项方面，截至2011年末，公司无对外担保，无担保风险。

总体看，由于公司施工业务特征，其负债水平偏高，债务压力较大。但考虑到公司现金流及经营利润可对负债的偿还形成有效保障，加之资产重组后公司整体财务结构和盈利能力均有明显增强，中诚信证评认为公司的偿债能力很强。

担保实力

担保主体概况

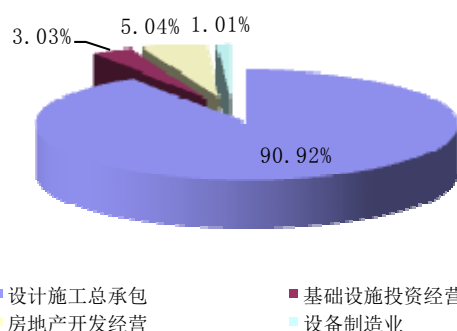
上海城建（集团）公司是经上海市人民政府批准，于1996年11月4日成立的以工程投资建设、设计施工和管理为一体的大型企业集团，具有市政公用工程施工总承包特级资质、公路工程、房屋建筑等施工总承包一级资质和房地产开发一级资质。

截至2011年12月31日，城建集团总资产581.37亿元，所有者权益116.89亿元，负债总额464.48亿元。2011年，城建集团实现营业总收入271.10亿元，净利润12.20亿元，经营活动现金净流入16.83亿元。

业务运营

城建集团是国家建设部、上海市政府重点扶持的大型企业集团之一，具有建设部核发的市政公用工程总承包特级资质、房屋建筑工程施工总承包壹级资质，以及城市轨道交通工程专业承包资质。近年来公司在保持市政工程主业一定增长规模的基础上，延伸纵向产业链条，形成了市政工程设计施工总承包、基础设施投资经营、房产开发经营及地下工程施工专用设备的开发制造四大主营业务协调发展的经营格局。2011年，公司设计施工总承包板块占营业收入比重最高，达到90.92%，主营业务较为突出（图5）。

图 5：2011 年城建集团营业收入占比情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

设计施工总承包板块

具体而言，设计施工总承包指市政工程设计、施工建设，这些业务分由下属的子公司来具体运作，其中隧道股份施工量占了集团整体施工量的60%左右，且2011年5月公司股东大会通过了城建集团将旗下“第一管线”、“第一市政”等控股企业股权重组进公司的决议，截至2012年6月，集团重组资产已全部完成过户，未来城建集团的核心资产均打包注入上市公司隧道股份，自身资产及收入规模均会有所下滑。

此外，在区域布局上，虽然城建集团今后两年的业务量饱满，考虑到后续上海地区的基础设施及重点工程建设规模有所下滑，为保持业务增长的持

续性，城建集团致力于提升市外和海外业务的占比。城建集团在施工领域具有丰富的经验、技术优势，但与中铁工、中铁建等央企相比，在规模、承建项目的跨度以及市场攻关等方面尚有一定差距，因此，城建集团主要采取与当地企业合作的方式开展业务，利用当地企业的资源优势，融合自身的施工经验技术优势，来拓展市场。目前合作项目以长三角为主，且处于微利状态。

在上海市场，2011 年集团通过参与保障房建设、燃气管网规划、设计和施工以及区域市政配套工程建设等业务，在松江、嘉定、青浦、奉贤、金山等郊区市场取得一定成效。同时，各子公司在行业整体偏弱的态势下不断拓展或调整业务领域，燃气领域从燃气管网设计拓展到热力管网设计，加快抢占建筑施工领域；而市政集团承接大量政府保障性住房建设工程，积极主动拓展业务种类，寻找新的业务增长点，确保企业的可持续发展。

2011 年集团新增项目中外地区域市场项目超过 60%，外地市场份额增长 16%，但是，以纯施工竞标项目数据统计，上海地区仍占集团业务的 50% 以上，外地施工竞标占 27.6%。集团外地市场目前主要仍以投资带动为主，施工竞标情况不尽理想，集团外地市场总体市场竞争力有待提升。

总体上看，城建集团作为上海地区设计施工总承包的主要企业具有良好的发展基础，目前的业务量饱满，且不断加强市场拓展力度，但是在向外拓展上面来自央企以及其他市场主体的强势竞争，对集团业务拓展能力和整体竞争实力提出更高要求。

房地产开发板块

城建集团房地产业务主要集中在全资子公司上海城建置业发展有限公司（以下简称“城建置业”），该公司目前正着手整合城建集团旗下的房地产资源，今后，城建集团房地产业务的管理和考核将集中到城建置业。

成立至今，城建集团主要从事商品房和办公用房开发，也探索建设了少量的工业地产和商业地产。2011 年，城建集团房地产业务实现销售收入 13.67 亿元。

基础设施投资板块

基础设施投资板块，即以 BT、BOT 的方式参与市政基础设施建设的投资运营，旨在以施工带动投资业务发展，是施工业务的延伸，并以投资业务提升整体盈利水平。城建集团和隧道股份在基础设施投资上没有直接竞争关系，在投资地域和领域上均有区分，前者主要在江苏、苏南地区，以市政项目为主；后者主要在浙江，以越江隧道为主。

表 8：城建集团基础设施投资项目情况

项目名称	投资额	单位：亿元、年
		运营期/回购期
常州高架一期项目	43.63	2006-2033
常州高架二期项目	63.00	2009-2033
常州奔牛机场扩建项目	20.00	2009~2017
南昌沿江中北大道连通工程 BT 项目	10.00	2010-2013
S229 盐锡线江阴霞客大道	9.75	2006~2011

资料来源：城建集团提供，中诚信证评整理

2011 年城建集团在建的 BT、BOT 投资项目共 5 个，如表 8。此外，已完成投资的海门项目、常州外环路项目、常州长江路项目、竹园第二污水处理厂项目和青浦污水处理二厂项目已全部进入运营期和回购期。在区域分布上，市外投资规模已超过上海市；在领域布局上，以城市道路为主，并多以 BT 方式进行运作，业主多为当地政府，资金回笼有保障。根据测算，这些项目的内部收益率均超过 8%。

财务表现

随着主营业务的不断发展，城建集团的资产负债规模逐年大幅增加，2011 年公司总资产规模为 581.37 万元，总负债规模 464.48 万元，分别同比上升 32.35% 和 37.02%。2011 年公司资产负债率持续上升至 79.89%，同比增加了 2.72 个百分点；总资本化比率为 70.07%，同比增加了 3.42 个百分点。整体看，城建集团负债水平偏高，资本结构有待改善。

2011 年，在施工业务板块收入增长的带动下，城建集团实现营业收入 271.10 亿元，同比增长 7.84%。而营业成本 233.94 亿元，同比增长 6.79%，2011 年城建集团营业毛利率为 13.40%。同时，由于市外及海外业务的拓展，工程量增加，集团期间费用有所增长，期间费用占营业收入比重提升至

10.18%。利润方面，2011 年集团取得利润总额 15.84 亿元，净利润 12.20 亿元，净资产收益率达到 11.23%。

表 9：2009~2011 城建集团主要财务指标

	2009	2010	2011
短期债务（亿元）	59.44	62.32	105.82
长期债务（亿元）	131.77	138.09	167.86
短期债务/长期债务	0.82	0.45	0.63
总债务（亿元）	131.77	200.40	273.68
资产负债率（%）	74.74	76.84	79.89
总资本化比率	59.48	66.29	70.07
长期资本化比率	44.63	57.54	58.95
经营性净现金流（亿元）	31.30	-7.45	16.83
经营净现金流/利息支出（X）	5.90	-1.01	1.02
EBITDA（亿元）	21.00	26.17	36.00
总债务/EBITDA（X）	6.27	7.85	7.60
EBITDA 利息倍数（X）	3.96	3.48	2.18

数据来源：城建集团提供，中诚信证评整理

从长期偿债指标看，城建集团 2011 年总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 7.60 和 2.18，EBITDA 对利息支出的保障能力有所弱化。现金流方面，2011 年经营性净现金流表现良好，当年实现净流入 16.83 亿元，较上年出现大幅回升，对利息支出的覆盖能力有所提高，但集团经营性现金流的波动对公司偿债能力的稳定性产生一定影响。

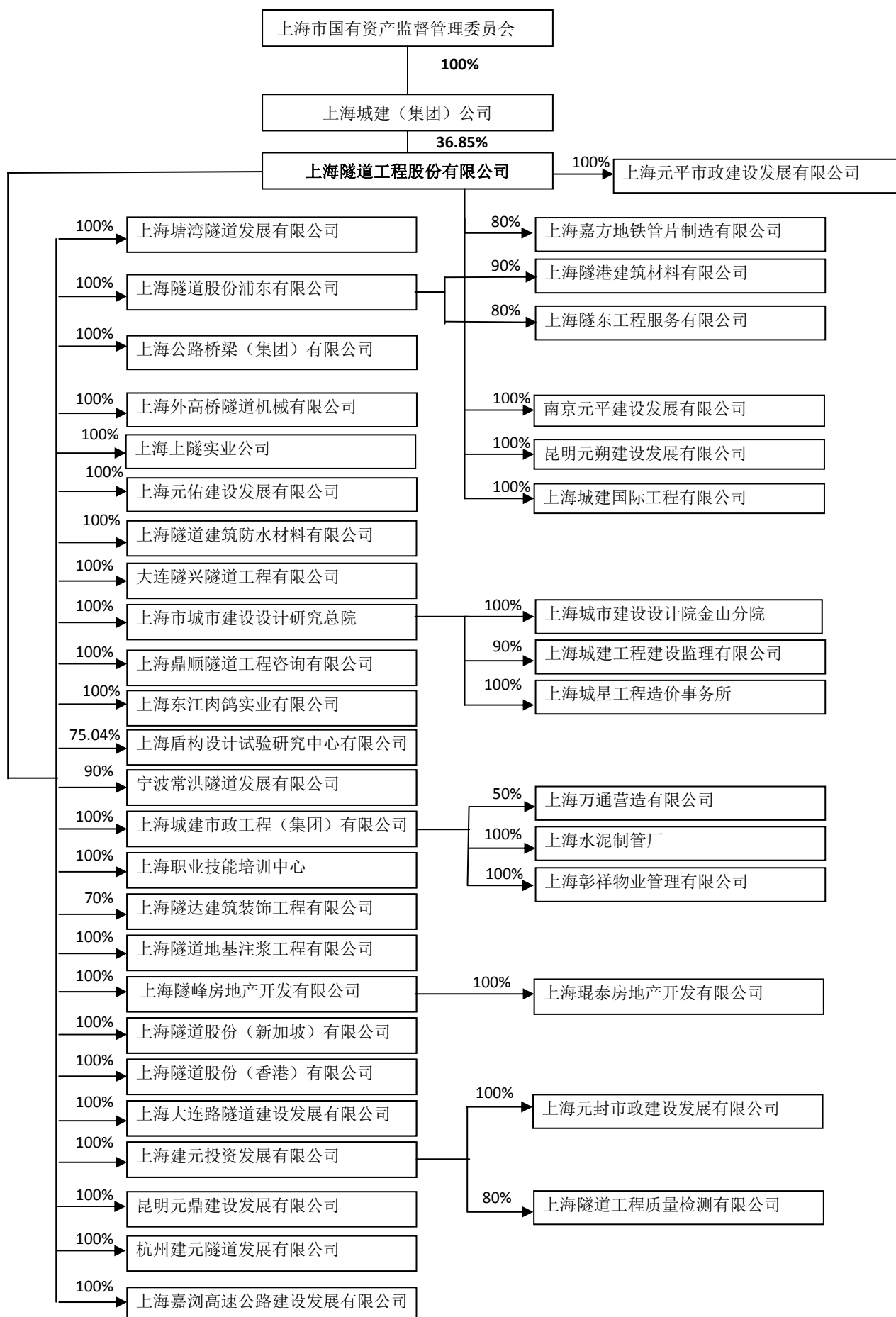
另外，城建集团下属企业借款均由其提供担保，截至 2011 年末，城建集团担保余额为 89.89 亿元，不存在对外担保，或有风险较小。备用流动性方面，截至 2011 年 12 月 31 日，集团获得各银行累计授信 157.38 亿元，未使用授信额度 104.85 亿元。

中诚信证评认为，城建集团设计施工总承包近几年业务量饱满，收入逐年上升明显，盈利能力有所增强。此外，在设计施工总承包的带动下，基础设施投资和房地产开发板块也运营良好。但中诚信证评也关注到城建集团负债水平高以及未来规模持续扩张等带来的债务和资金压力。综合来看，我们认为城建集团提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够对本次隧道股份公司债券按期偿还提供有力的保障。

结 论

中诚信证评维持本次公司债券信用等级为 AA^+ ，维持公司主体信用等级 AA ，评级展望为正面。

附一：上海隧道工程股份有限公司股权结构图（截至 2011 年 12 月 31 日）



附二：上海隧道工程股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据（单位：万元）	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	540,706.70	380,214.33	412,047.42	333,815.01
应收账款	243,499.55	455,473.14	624,539.52	547,775.42
存货	294,766.72	273,308.50	246,994.07	291,919.22
流动资产	1,182,576.08	1,299,186.52	1,462,568.73	1,364,505.25
长期投资	55,284.52	54,189.46	53,923.76	55,322.75
固定资产合计	272,699.35	304,576.71	436,970.05	460,200.79
总资产	1,784,105.10	2,011,470.47	2,259,044.90	2,175,944.61
短期债务	168,087.56	107,182.07	172,950.00	186,700.00
长期债务	333,348.96	430,543.98	404,447.87	416,126.81
总债务（短期债务+长期债务）	501,436.51	537,726.05	577,397.87	602,826.81
总负债	1,385,538.46	1,565,377.48	1,771,038.84	1,684,746.09
所有者权益（含少数股东权益）	398,566.64	446,092.99	488,006.06	491,198.52
营业总收入	1,508,337.26	1,517,358.13	1,419,154.99	191,703.72
三费前利润	96,918.31	132,178.11	145,187.90	17,051.83
投资收益	32,757.48	38,385.33	28,332.79	6,102.76
净利润	36,443.91	55,166.79	51,671.95	6,997.41
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	128,567.89	121,891.44	136,406.42	34,158.88
经营活动产生现金净流量	233,792.35	30,083.98	197,819.62	-60,560.94
投资活动产生现金净流量	-133,445.93	-230,531.46	-168,172.65	-39,017.03
筹资活动产生现金净流量	104,133.81	43,576.45	1,753.10	20,802.74
现金及现金等价物净增加额	204,291.50	-156,840.45	31,378.44	-78,774.12
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率（%）	9.45	11.67	13.13	11.45
所有者权益收益率（%）	9.14	12.37	10.59	1.42
EBITDA/营业总收入（%）	8.52	8.03	9.61	-
速动比率（X）	0.96	1.02	0.99	0.94
经营活动净现金/总债务（X）	0.47	0.06	0.34	-0.10
经营活动净现金/短期债务（X）	1.39	0.28	1.14	-0.11
经营活动净现金/利息支出（X）	10.49	1.21	6.59	-6.75
EBITDA 利息倍数（X）	5.77	4.90	4.54	-
总债务/EBITDA（X）	3.90	4.41	4.23	-
资产负债率（%）	77.66	77.82	78.40	77.43
总资本化比率（%）	55.71	54.66	54.20	55.10
长期资本化比率（%）	45.54	49.11	45.32	45.86

附三：上海城建（集团）公司财务数据及主要指标

财务数据（单位：万元）	2009	2010	2011
货币资金	881,310.44	725,781.42	807,573.06
应收账款	180,772.21	267,761.14	649,455.22
存货	466,406.36	714,460.32	1,181,458.42
流动资产	1,818,486.03	2,080,540.23	3,090,467.73
长期投资	248,806.82	209,384.37	155,820.50
固定资产合计	484,124.67	640,980.97	889,325.01
总资产	3,553,409.07	4,392,538.18	5,813,695.55
短期债务	594,416.66	623,161.08	1,058,214.54
长期债务	723,248.96	1,380,854.98	1,678,606.36
总债务（短期债务+长期债务）	1,317,665.62	2,004,016.06	2,736,820.89
总负债	2,655,947.56	3,389,954.44	4,644,847.54
所有者权益（含少数股东权益）	897,461.51	1,002,583.74	1,168,848.02
营业总收入	1,930,326.19	2,514,004.66	2,710,986.37
三费前利润	170,615.54	248,286.60	276,792.67
投资收益	62,484.50	72,061.92	132,172.55
净利润	64,365.88	106,173.31	121,978.87
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	210,032.80	255,394.07	360,041.64
经营活动产生现金净流量	312,984.02	-74,460.73	168,270.31
投资活动产生现金净流量	-386,902.03	-659,725.50	-124,792.07
筹资活动产生现金净流量	416,839.12	581,413.54	38,839.87
现金及现金等价物净增加额	342,834.68	-151,877.10	80,957.08
财务指标	2009	2010	2011
营业毛利率（%）	13.40	12.86	13.71
所有者权益收益率（%）	7.17	10.59	10.44
EBITDA/营业总收入（%）	10.88	10.16	13.28
速动比率（X）	0.76	0.75	0.70
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	-0.04	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	0.53	-0.12	0.16
经营活动净现金/利息支出（X）	5.90	-1.01	1.02
EBITDA 利息倍数（X）	3.96	3.48	2.18
总债务/ EBITDA（X）	6.27	7.85	7.60
资产负债率（%）	74.74	77.18	79.89
总资本化比率（%）	59.48	66.65	70.07
长期资本化比率（%）	44.63	57.94	58.95

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务 / 长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=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-营业税金及附加

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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（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））/ 营业总收入

EBIT 率=EBIT / 营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/ 营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

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+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务 / （长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

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。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。