



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪052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<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

二零一四年四月二十八日

## 上海城投控股股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告 (2014)

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		
存续期限	2009/09/11-2014/09/10		
上次评级时间	2013/5/20		
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	2011	2012	2013
所有者权益(亿元)	136.82	146.38	153.88
总资产(亿元)	277.06	296.89	343.98
总债务(亿元)	88.41	96.73	114.98
营业收入(亿元)	46.85	51.90	35.17
营业毛利率(%)	23.81	21.32	39.64
EBITDA(亿元)	17.44	20.45	21.52
净资产收益率(%)	8.32	9.50	9.30
资产负债率(%)	50.62	50.70	55.27
总债务/EBITDA(X)	5.07	4.73	5.34
EBITDA 利息倍数	4.00	3.47	3.41
上海城投	2011	2012	2013
总资产(亿元)	3,033.13	3,331.67	3,625.11
总债务(亿元)	1,271.59	1,356.54	1,394.84
所有者权益(亿元)	1,311.42	1,460.51	1,546.24
营业总收入(亿元)	141.39	156.92	159.79
毛利率(%)	17.68	15.80	19.51
EBITDA(亿元)	50.46	66.41	70.18
资产负债率(%)	56.76	56.16	57.35
EBITDA 利息倍数(X)	4.68	4.56	4.82
总债务/EBITDA(X)	25.20	20.43	19.88

注: 上述所有者权益含少数股东权益;

### 分析师

刘 兰 lanliu@ccxr.com.cn

折 立 jshc@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年3月28日

### 基本观点

随着市场需求的不断增长,近年来上海城投控股股份有限公司(以下简称“城投控股”或“公司”)持续新增环保业务订单,2013年还向上游延伸产业链,有利于其推进一体化运作并拓展新项目;房地产板块实行保障房和商品房同步推进,当年项目销售情况良好且新增项目储备,房地产板块处于良性的开发循环中;股权投资业务具有明显的产业优势,当年继续布局和投入,可在多个领域的产业结构升级中获得新的投资机会。同时,中诚信证评也关注到随着各业务板块的推进,公司资本支出规模较大,以及房地产调控政策持续对公司商品房开发运营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”信用等级 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该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。公司环境板块竞争优势显著,近年来持续新增订单,在产能释放的带动下可继续巩固并提升市场占有率;同时公司向上游延伸产业链,有利于转变经营模式,推进环保业务的规模化和体系化。
- 房地产业务实行保障房和商品房同步推进,可降低房产开发业务风险。公司系上海市保障房建设的主力军之一,保障房项目的销售和资金回笼有保障;同时公司 2013 年推出的商品房项目去化率较好,为其未来业绩提升提供了保障。
- 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;保障房项目业务规模较大且市场风险可控;另外经过多年布局,股权投资业务逐步贡献收益。公司各业务板块形成协同互补效应,有效增强了整体抗风险能力。

## 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，债务规模持续增长。随着项目推进，公司各业务板块所产生的资金需求较高，债务规模持续增长，2013 年总债务由上年的 96.75 亿元上升至 114.98 亿元，资产负债率和总资本化比率分别增长至 55.27% 和 42.77%，偿债压力有所加大。

## 重大事项说明

**与上海城投进行股权置换交易。**2013年8月，公司下属的上海环境投资有限公司(以下简称“环境投资”)将持有的上海环境油品有限公司(以下简称“环境油品”)100%股权与公司控股股东上海城投持有的上海环境工程设计科学研究院有限公司(以下简称环境院)100%股权以协议方式进行置换。环境院系国内环境卫生行业一流的设计院，拥有多项专业资质，置入环境院股权可以增强公司环境处理业务实力，掌握垃圾焚烧核心技术，有利于公司加强延伸环境类主业产业链。

**上海城投转让公司10%的股权。**公司控股股东上海城投于2014年2月26日将持有公司10%的股权(计298,752,352股)正式转让过户给弘毅(上海)股权投资基金中心(有限合伙，以下简称“弘毅上海”)，上海城投持有公司的股权比例由55.61%减少至45.61%，为本公司第一大股东。弘毅上海成为公司第二大股东，将为公司带来先进的国企改革、公司治理以及资本运作经验，同时能为公司国际合作提供技术和资源支持。

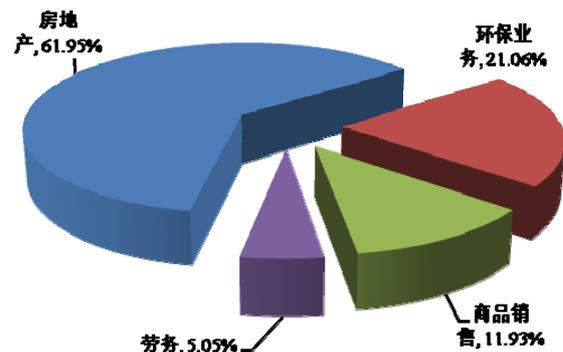
**收购上海环境集团有限公司40%股权。**2014年2月，公司以协议方式收购外方股东转让的上海环境集团有限公司(以下简称“环境集团”)40%股权，收购价格为9.7亿元人民币。回购环境集团40%股权能够使公司对环境集团实现统一管理和决策，并有利于公司整合并优化环境板块资源。

## 基本分析

2013年公司环境处理、房地产开发和股权投资三大业务实现营业收入35.17亿元，同比下降32.24%。其中，因房产结转减少，2013年公司房地产业务实现营业收入为21.79亿元，同比下降37.87%，系当年营业总收入下降的主要原因；但受保障房项目结转根据相关政策进行“二次定价”的影响，房地产业务毛利率大幅提升至47.01%，同比增加了27.42个百分点。环境业务加紧整合，推进环境处理业务的一体化运作，业务板块包括环保处理、项目承包与设计以及BOT利息，当年合计实现营业收入7.41亿元，同比增长30.43%。

投资业务方面，2013年末公司持有的上市公司股权市值总计约50亿元，当年共收到分红4,419万元；创业投资虽然受到IPO暂停等的影响，当年仍新投资项目9个，投资金额5.46亿元，同时诚鼎母基金于2013年8月成立，注册资本20.05亿元，投资业务处于积极发展的进程中。

图1：2013年公司营业收入构成情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

另外，为进一步优化主业结构，继2012年剥离了水务板块后，2013年公司又剥离油品销售板块，当年商品销售板块实现收入4.19亿元，其中油品销售收入为4.18亿元，同比下降41.97%。自2014年起公司主业板块中将没有油品销售板块。

**环境板块竞争优势显著，向上游延伸产业链也有利于转变经营模式，推进业务一体化运作。在市场需求增长和产能释放的带动下，公司可继续巩固并提升市场占有率**

21世纪以来城市生活垃圾末端处理设施建设发展迅速，但仍不能满足持续增长的处理需求。根据国家发改委、住建部与环保部联合编制的《全国城市生活垃圾无害化处理设施建设规划(2011-2015)》，垃圾处理设施建设仍是“十二五”期间的的首要任务，城市生活垃圾无害化处理设施建设投资总量将达2,600亿元以上，全国将新增垃圾处理能力约40万吨/日，新增投资约1,400亿元，其中规划的城市生活垃圾焚烧发电厂超过200座。同时，国家已经把节能环保产业作为促进经济结构升级转型的重要方式，使产业在国民经济中的地位进一步升级。稳定增长的市场需求和政府对环保重视程度的不断提高将带动垃圾处理行业进入黄金发展时期。在此背景下，生活垃

圾处理领域迎来了大规模的投资建设，众多企业纷纷通过新设或并购等方式进军垃圾焚烧领域，市场竞争逐渐加剧；同时基于垃圾发电产业的区域垄断特性和高门槛性，市场也逐渐体现出集中度提升的特征。

表 1：公司 2011~2013 垃圾处理处置、中转运输情况

		单位：万吨		
		2010	2011	2012
生活垃圾 处理处置	焚烧量	110.83	109.32	118.71
	填埋量	87.45	92.85	94.97
生活垃圾 中转运输	路上中转量	107.14	110.24	111.52

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司是国内最早专业从事环境处理业务的企业之一，业务主要包括环境集团和环境投资从事的生活垃圾收运、中转和末端处置（卫生填埋、焚烧发电等），2013 年还通过置入环境院资产将产业链延伸至固废处理上游 EPC，环境板块“一体化”的构架初步呈现。公司在环境处理方面获得多项国家专利，并实现多区域的市场布局，市场占有率与处理能力均处于行业领先地位。

在垃圾焚烧发电方面，截止 2014 年 3 月 31 日，公司已在上海江桥、上海金山、上海奉贤、成都、青岛、南京、深圳、威海、漳州、太原等地拥有 10 个以 BOT 项目运作的生活垃圾焚烧厂（下表 2）。其中有 5 个正式投入商业（试）运营，分别是江桥厂、成都厂、威海厂、青岛厂（2013 年 3 月进入运营）和金山厂（2014 年 1 月进入运营），共计处理垃圾量达 224.58 万吨，上网售电量 39,680 万度。在建项目包括漳州项目、南京项目和太原项目，预计达产时间在 2015-2016 年。2013 年公司还新增松江天马与奉贤东石塘 2 个项目，其中松江天马项目设计处理能力为 2,000 吨/天，预计总投入 21.7 亿元，BOT 年限为 30 年，已全面开工建设；奉贤东石塘项目设计处理能力为 1,000 吨/天，预计总投入 8 亿元，特许经营期为 30 年，已于 2013 年末进入桩基工程建设阶段。

随着达产项目的增加，2014 年公司生活垃圾焚烧能力提高至 5,700 吨/日，目前所持项目全部建成后则可达 13,250 吨/日，其中 90%以上是 1,000 吨/日处理能力的大项目，超过 1,500 吨/日

的项目也达到了 5 个。不过，中诚信证评也注意到，2014 年公司环境业务资金需求约 34 亿元，资金需求较大，且实际融资成本的高低也影响到项目的盈利水平。

表 2：截至 2014 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	2013 年垃圾日均处理量
焚烧发电：	%	年	吨/日	吨
江桥焚烧厂	60	20	1,500	1,477
成都焚烧厂	100	25	1,200	1,395
威海焚烧厂	100	25	700	781
青岛焚烧厂	100	27	1,500	1,435
金山焚烧厂	100	30	800	—
漳州焚烧厂	100	30	1,050	—
南京焚烧厂	100	30	2,000	—
太原焚烧厂	65	27	1,800	—
松江焚烧厂	99.29	30	2,000	—
奉贤焚烧厂	80	30	1,000	—
垃圾填埋：				
老港四期填埋场	40	20	4,900	7,378
宁波填埋场	92.5	21	800	1,052
淮安填埋场	100	7	850	884
奉化填埋场	100	12	550	613
崇明填埋场	55	11	300-600	327
其他项目：				
沼气发电	持股	运营期	装机容量	2013 年上网售电量
老港 CDM 沼气发电项目	60%	2023 年	15MWh	9,262.14 万度

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

垃圾填埋方面，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，总处理能力最高可达 7,950 吨/日，2013 年共填埋垃圾 351.2 万吨。另外，老港填埋气体回收发电项目设计装机容量为 15MW，于 2012-2013 年分批投产，2013 年该项目全年上网售电量达 9,261.4 万度。

在中转运输方面，公司以 BOT 形式在上海建设了黄浦、杨浦、浦东、虹口和崇明等 5 个大型生活垃圾中转站，总处理能力约 3,460 吨/日，当年合计转运量为 3,010 吨/日，全年共中转垃圾 92.98 万吨，其中浦东转运站转运量提升较快，其

余各转运站运能尚有一定的提升空间（表3）。

**表 3：2012~2013 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)	2012 年日均转运量 (t/d)	2013 年日均转运量 (t/d)
黄浦转运站	600	476	466
杨浦转运站	1,200	918	897
虹口转运站	700	694	700
浦东转运站	800	798	856
崇明转运站	160	124	160
<b>合计</b>	<b>3,460</b>	<b>3,010</b>	<b>3,079</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司环境板块竞争优势显著，随着市场需求的不断增长，近年来公司持续新增订单，在产能释放的带动下可继续巩固并提升市场占有率；同时公司也加紧整合环境板块，向上游延伸产业链，有利于转变经营模式，推进一体化运作并拓展新项目，推进环保业务的规模化和体系化。不过，由于环境行业尚处于发展阶段，市场还需进一步规范，且随着进入者越来越多，垃圾焚烧领域竞争也日趋激烈，未来公司或面临一定的市场拓展压力。

### 2013 年公司保障房和商品房项目销售情况良好，在建项目进展顺利，且通过股权收购实现了一定的项目储备。不过在建项目资金需求仍较大，需关注其项目的资金获取能力

2013 年初，国务院出台“新国五条”，进一步明确了支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。在数年来的宏观调控的持续影响下，房地产市场投机性需求被挤压，刚性需求逐步成为购买主导。2013 年受刚性需求和首改需求持续释放影响，国内房地产市场出现回暖，投资和销售规模明显增长，国内房地产景气度较 2012 年有所回升。就上海市场来说，2013 年上海市房地产开发投资为 2,819.59 亿元，同比增长 18.4%，增长较快，商品房建设规模维持高位；新建商品住宅及二手住房销售面积同比分别增长 26.6%和 63.7%，且新建商品住宅平均销售价格继续上涨。

近些年，针对房价上涨过快带来的社会矛盾

和经济风险，国家及上海市实施了一系列房地产市场调控政策，并加快建立健全住房保障制度。2013 年，上海市新建筹措各类保障性住房和实施旧住房综合改造 11 万套、785 万 m<sup>2</sup>，基本建成 10.39 万套、797 万 m<sup>2</sup>，新增可供应 10.29 万套、约 783 万 m<sup>2</sup>，全面完成年度任务目标。2014 年上海市计划新建筹措各类保障性住房和实施旧住房综合改造 5.5 万套，基本建成 11 万套。随着 2014 年全国两会政府工作报告进一步明确国家将加大保障性安居工程的建设力度，提高大城市住房保障比例，上海市保障房建设仍有望保持一定规模。

**表 4：2012~2013 年公司房地产开发基本情况**

单位：万 m<sup>2</sup>、亿元

种类	开工面积		竣工面积		结转面积		结转收入	
	2013	2012	2013	2012	2013	2012	2013	2012
保障房	31.8	20.50	66	99.23	27.68	44.49	21.39	34.40
商品房	8.2	—	—	0.04	0.02	0.04	0.05	0.04
商业地产	—	—	—	3.47	—	—	—	—
园区	—	55.00	—	—	—	—	—	—
<b>合计</b>	<b>40</b>	<b>75.50</b>	<b>66</b>	<b>102.74</b>	<b>27.7</b>	<b>44.53</b>	<b>21.44</b>	<b>34.44</b>

注：商品房、商业地产数据包括保障性住房配套的部分

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。置地集团主要从事上海保障性住房建设、旧区改造、商业办公及普通商品房开发，目前项目开发区域皆位于上海。2013 年公司房地产新开工面积为 40 万 m<sup>2</sup>，竣工面积为 66 万 m<sup>2</sup>，总结转面积为 27.7 万 m<sup>2</sup>，实现营业收入 21.79 亿元，同比下降 37.87%。

保障房项目具有较为稳定的销售价格且房款回笼较有保障，投资保障系数较高，可降低房地产开发业务的风险，因此保障房项目为公司地产业务的重点板块。公司系上海市保障房建设的主力军之一，位列上海市保障性住房建设 10 强的第 1 位。因近两年上海市保障房新增项目同比缩减，公司 2013 年保障房项目增量有限，其中开工面积为 33.68 万 m<sup>2</sup>；竣工面积则由上年的 99.23 万 m<sup>2</sup> 继续降至 86.5 万 m<sup>2</sup>；当年结转面积 27.68 万 m<sup>2</sup>，结转收入 21.39 亿元，占房地产业务收入比例为

98.17%，与上年基本持平；但当年保障房项目实现销售面积约 38 万 m<sup>2</sup>，选房率持续保持全市领先，销售回笼资金约 68 亿元，可为未来业绩增长提供有力支撑。

公司控股的普通商品房项目自主要系露香园项目、新江湾城 C4 地块开发和其越项目。2013 年公司商品房项目集中上市，其中露香园项目（高端住宅）高区首批推盘 152 套，年内签约销售金额为 16.33 亿元；新江湾城 C4 项目实物量竣工，其中 C4-P3（新江湾城首府）首批推盘 94 套，年内签约销售金额 4.01 亿元，去化率良好。其越项目（闻喜华庭）地处闸北区彭浦社区，系中低端项目，规划总建筑面积约 5.42 万 m<sup>2</sup>，已于 2013

年开工，预计可于 2015 年竣工。另外，为增加项目储备，公司于 2013 年底与 2014 年初成功收购了“青浦区上实湖滨城 E 地块项目”100% 股权，该项目土地总面积约 43.49 万 m<sup>2</sup>，收购价格合计约 21.64 亿元，未来有望成为公司商品房板块的又一利润增长点。

持有性物业方面，除了商品房项目的配套商业外，目前公司所持的商业地产项目主要为吴淞路办公楼（城投控股大厦），该项目为甲级涉外写字楼，建筑面积约 50,681m<sup>2</sup>，可租赁面积为 32,192m<sup>2</sup>；截至 2014 年 3 月末已租赁面积为 25,423m<sup>2</sup>，出租率为 78.97%，租赁均价为 5.5 元/m<sup>2</sup>/天。

表 5：截至 2014 年 3 月 31 日公司主要在建房地产项目情况

项目	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	累计销售金额 (亿元)
<b>保障房</b>						
青浦徐泾诸光路 2 号地块	11.05	22.71	3.99	1.98	2015.6	3.67
徐泾北华新拓展基地 C 区项目	7.19	17.98	12.11	6.73	2015.6	—
新凯家园三期 C 块	7.07	16.78	9.96	4.92	2014.12	23.60
新凯家园三期 D 块	15.83	39.4	24.93	11.49	2014.12	7.93
韵意（动迁房）	22.91	49.11	34.21	19.05	2016.6	37.21
韵意洞泾南拓展（经适房）	5.04	15.18	16.99	6.14	2015.12	—
韵意洞泾南拓展（动迁房）	6.81	14.61	15.87	4.89	2015.12	—
<b>保障房合计</b>	<b>75.90</b>	<b>175.77</b>	<b>118.06</b>	<b>55.2</b>	<b>—</b>	<b>72.41</b>
<b>商品房</b>						
新江湾城 C4 地块	10.81	20.97	30.72	30.27	2014.6	4.53
露香园	8	22.51	98.5	71.66	2015.9	16.87
闸北闻喜华庭项目（其越）	1.60	5.42	6.23	3.19	2015.12	—
<b>商品房合计</b>	<b>20.41</b>	<b>48.90</b>	<b>135.45</b>	<b>105.12</b>	<b>—</b>	<b>21.40</b>
<b>商业办公</b>						
湾谷科技园（参股）	27.04	65.98	47.65	31.53	2014.6	31.09
<b>商业办公合计</b>	<b>27.04</b>	<b>65.98</b>	<b>47.65</b>	<b>31.53</b>	<b>—</b>	<b>31.09</b>

注：累计销售金额含已结转和签约金额  
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

参股项目方面，2013 年公司以 10.8 亿元成功出让了持有的上海金虹桥置业公司 30% 股权，及时回收资金并实现了收益。至 2013 年末公司持有的参股项目主要为新江湾城 F 区铁狮门项目（持股 36%）和新江湾城湾谷科技园区项目（持股 50%）。其中铁狮门项目用地性质为商业、住宅和办公综合用地，规划建筑面积 90.02 万 m<sup>2</sup>，分 F1、F2、F3 滚动开发；目前 F1 尚未开工，F2“尚浦领

世”项目住宅一期于 2013 年开盘，已售 7.54 万 m<sup>2</sup>，于 2013 年三季度开始分批交付，F3 地块已建成 10 万 m<sup>2</sup>（引入耐克租赁面积 5 万 m<sup>2</sup>），其中办公一期于 2013 年三季度交付。新江湾城湾谷科技园项目规划地上建筑面积约 56.44 万 m<sup>2</sup>，其中一期规划建面 41 万 m<sup>2</sup>，至 2013 年末可售面积为 24.54 万 m<sup>2</sup>，当年签约 11.78 万 m<sup>2</sup>，签约金额 19.86 亿元，至目前销售率已超过 50%，预计 2014 年竣工。

截至 2014 年 3 月末，公司主要在建项目共 11 个，其中商品房项目 3 个，保障房项目 7 个，商业办公项目 1 个（未统计 2014 年新取得的青浦区上实湖滨城 E 地块项目）。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 3 年内的开发，项目处于良性的开发循环中。2014 年公司将加快开发周转效率，寻求储备优质土地资源，并加快项目周转速度以快速回笼资金。中诚信证评也注意到，公司在建控股项目尚需投入资金约 93 亿元，其中 2014 年需求约为 45 亿元，在建房地产项目，尤其是保障房项目的资本支出规模较大。公司将着力推进项目的销售去化速度，同时也积极进行信贷和债券融资，其融资渠道、融资进展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开发起到关键作用。

**公司股权投资业务具有明显的产业优势，可对公司业务格局形成多元化补充。随着我国多个领域的产业结构升级，该板块可获得新的投资机会，仍具有较大的发展空间**

私募股权投资方面，公司以“产业+专业”为导向，参与、发起设立了上海诚鼎一期基金、二期基金和南京、无锡、杭州诚鼎基金，组成了长三角“2+3”（五个基金）的区域投资布局，各基金管理资金规模合计 23.35 亿元，多个基金已基本投完；2013 年与江苏农垦、泰州市政府成立泰州诚鼎基金，规模 2.5 亿元。截至 2013 年末，公司累计投资项目 38 个，投资金额超过 18 亿元，其中 2013 年新投项目 9 个，投资金额 5.46 亿元。2013 年公司实现首个项目成功退出，巴安水务退出收益达 14.8 倍、年化收益率达到 456%。截至 2014 年 3 月末，公司有 4 个项目在会。另外，诚鼎母基金于 2013 年 8 月成立，注册资本 20.05 亿元，成立以来围绕公司环保、地产两大主业，正积极组建环保产业并购基金、房地产基金、城市发展产业基金等，有利于公司充分发挥产业优势进行资本运营，并与环境、房地产等主营业务形成战略协同效应。

金融股权投资方面，公司持有光大银行股份

3.6 亿股，近年来持续收到分红后，2013 年获得分红 2,088 万元；公司于 2010 年收购西部证券 30.70% 股权，其 IPO 于 2012 年 4 月核准发行，2013 年公司收到分红 2,148 万元；另外，2013 年公司还取得申通地铁股票分红 183 万元，当年合计共收到分红 4,419 万元。2013 年末，公司持有的上市公司股权市值总计约 50 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，对公司业务格局形成多元化补充。受资金成本上升与实体经济增幅回落的影响，创业投资募集资金难度增大，公司投资业务面临多种考验。考虑到公司股权投资具有明显的产业优势，可在多个领域的产业结构升级中获得新的投资机会，随着公司将继续扩大资金管理规模，其未来仍具备较大的发展空间。

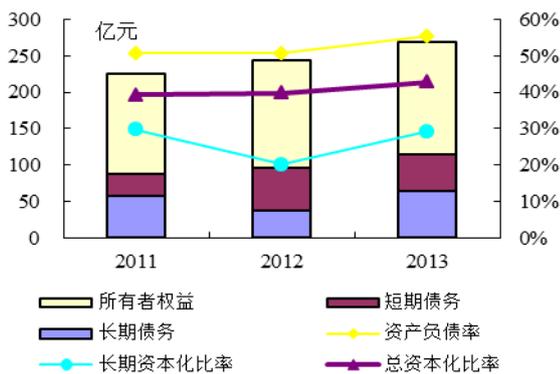
## 财务分析

下列财务分析主要基于城投控股提供的经审计并出具标准无保留意见的 2011-2013 年合并财务报告，其中 2012 年末财务数据进行了重述。

## 资本结构

2013 年公司各业务板块均有较大规模投入，资产和负债规模有明显增长。截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总额 343.98 亿元，负债总额 190.10 亿元，分别较期初增长 15.86% 和 26.30%；资产负债率为 55.27%，较上年增加 4.57 个百分点，考虑到公司当期末业务预收款为 35.46 亿元，扣除预收账款后的资产负债率约为 50.12%，相比上年仍有所增加。另外，2013 年公司总债务规模增长较多，总资本化比率由上年的 39.79% 增至 42.77%。总体来看，2013 年公司负债经营程度提升，但整体财务风险尚属可控（下图 2）。

图 2：2011~2013 年公司资本结构分析

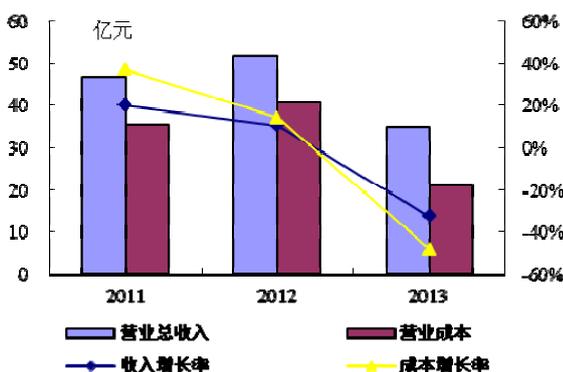


数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，2013 年公司主要通过借入大笔长期借款来满足各业务板块项目投资的需要，当年长期债务规模大幅增加。截至 2013 年 12 月 31 日，公司长短期债务分别为 63.63 亿元和 51.35 亿元，短期债务/长期债务比值为 0.81，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与其业务运营特点比较匹配。并且，2013 年末公司 20 亿元中期票据的注册已获交易商协会同意，随着中票的发行，公司债务结构仍有继续改善的空间。

### 盈利能力

图 3：2011~2013 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

2013 年公司各项业务发展情况良好，但受房地产项目结转减少的影响，当年营业收入有所下降，业务结构有所变化。2013 年公司共实现营业收入 35.17 亿元，同比下降 32.24%（图 3），其中房地产业务收入同比下降 37.87%；环境板块收入则随着新项目投产和新置入了环境院的业务则得

到增长，收入占比也由上年的 10.94% 提升至 21.06%；另外随着油品业务的剥离，商品销售业务的收入规模也明显减少。

表 6：2012~2013 年公司主要业务板块收入盈利情况

业务板块	2012 年			2013 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	35.06	67.56	19.59	21.79	61.95	47.01
环境	5.68	10.94	33.40	7.41	21.06	28.28
商品销售	7.22	13.92	2.19	4.19	11.93	2.63
水务	2.36	4.55	50.96	0.00	0.00	—
劳务	1.57	3.02	59.67	1.78	5.05	83.90
<b>合计</b>	<b>51.90</b>	<b>100.00</b>	<b>21.32</b>	<b>35.17</b>	<b>100.00</b>	<b>39.64</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从毛利水平看，2013 年公司综合毛利率为 39.64%，同比增加了 18.32 个百分点。具体到各业务板块的盈利状况，房地产板块对公司收入和盈利贡献最大，2013 年公司保障房项目的结转根据相关政策规定按相关政府部门最终核定的结果进行了调整，导致该板块毛利率由上年的 19.59% 大幅增加至 47.01%，直接带动了本期综合毛利率的增长；环境板块主要因威海厂受补贴政策影响出现亏损，其毛利率有所下降；商品销售板块的毛利率空间有限且其中主要的油品销售已在 2014 年剥离，劳务板块的毛利率虽高但其对收入贡献较小。

从利润总额构成看，2013 年公司实现利润总额 18.69 亿元，较上年增长 8.50%，主要由经营性业务利润和投资收益构成。得益于房地产板块获利空间的增加，公司经营性业务获利能力较上年有所提升，当期取得经营性业务利润 8.96 亿元，同比增长 45.39%。公司当年共实现投资收益 9.54 亿元，同比下降 32.29%，占利润总额的 51.04%；其中通过转让金虹桥置业 30% 股权实现投资收益 7.44 亿元，出售申通地铁股票 1,000 万股取得税前收益 0.64 亿元。另外，与上年发生了 2.16 亿元的营业外损失相比，公司当年取得营业外收益 0.19 亿元。

2013 年，公司取得净利润 14.30 亿元，同比增长 2.84%，公司净资产收益率和总资产报酬率分别为 9.30% 和 4.46%，自有资本和整体资产的

获利能力基本保持平稳。

总体看来,2013年虽然投资收益规模有所下滑,但由于占比较高的保障房销售业务调整结转价格,公司经营性业务获利能力回升,因此最终盈利规模仍保持了增长。从2014年情况来看,随着毛利率相对较高的商品房项目将陆续进入结算期,房地产板块的业绩有望提升,并且环境板块新增运营主体环境院,其收入规模和盈利能力可保持增长;另一方面,2014年公司所持部分股票可上市流通,且IPO重启也为创投业务带来支撑,其投资收益仍有增长空间。受以上主要因素的带动,预计公司2014年盈利水平可保持一定增长。

### 偿债能力

2013年,公司主要业务板块均有较大投入,总债务继续保持大规模增长,偿债压力有所加大。截至2013年12月31日,公司总债务规模为114.98亿元,同比上升18.87%,其中,长短期债务分别为63.63亿元和51.35亿元,长期债务增幅较高,短期债务规模则有所回落,基本与公司现有项目的投入产出时间相匹配。

表 7: 2011~2013 年公司主要财务能力指标

	2011	2012	2013
短期债务(亿元)	30.71	59.59	51.35
长期债务(亿元)	57.70	37.14	63.63
长短期债务比	0.53	1.60	0.81
总债务(亿元)	88.41	96.73	114.98
经营性净现金流(亿元)	5.05	-7.92	6.16
经营净现金流/短期债务(X)	0.16	-0.13	0.12
经营净现金流/总债务(X)	0.06	-0.08	0.05
EBITDA(亿元)	17.44	20.45	21.52
总债务/EBITDA	5.07	4.73	5.34
EBITDA 利息倍数(X)	4.00	3.47	3.41

数据来源:公司提供,中诚信证评整理

从长期偿债能力来看,受益于盈利的增长,公司2013年EBITDA由上年的20.45亿元略增至21.52亿元;不过因债务规模增幅明显,当年总债务/EBITDA增加至5.34,EBITDA利息倍数也略降至3.41。考虑到2014年公司盈利能力有望保持提升,预计其EBITDA对总债务保障程度能有所改善。

截至2013年12月31日,公司对外担保余额3.35亿元,全部对控股子公司的担保,担保余额占公司净资产(不含少数股东权益)的2.35%。公司对外担保均为对子公司的担保,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,具有较强的财务弹性。截至2014年3月31日,公司拥有各家银行的授信总额为162.49亿元,尚未使用授信余额为92.28亿元。公司备用流动性充裕,为债务偿还提供了较强的保证。

### 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。

2013年上海城投水务业务运营平稳,全年实现业务收入88.71亿元,同比增长4.16%;同时,受上海市于2013年9月正式实行水价上调的带动,水务板块的运营成本压力得到一定缓解,毛利率由上年的11.07%增长至12.79%。环境板块业务继续保持行业领先地位,随着项目产能的释放,当期实现业务收入28.34亿元,同比增长21.53%;随着在建项目逐步建成投入运营,环境业务收入规模仍有增长空间。置业板块实现业务收入31.50亿元,同比下降14.08%,主要为保障房项目结转;当期因根据保障房相关政策规定调整了保障房结转成本,置业板块的毛利率大幅上升。路桥业务收入主要来自经营性收费高速公路,其经营性收费高速公路车流量稳定,2013年实现业务收入10.04亿元,同比增长36.60%,但主要因当期转入的上海绕城高速G1501北段维护养护成本较高,2013年路桥业务毛利率有所下降;随着上海市及周边区域经济的发展和高速路网的日渐完善,路桥板块将体现出较好的经济效益。

表 8: 2012~2013 年上海主要业务板块收入盈利情况

业务板块	2013 年			2012 年		
	收入 (亿元)	收入 占比(%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	收入 占比(%)	毛利率 (%)
水务	88.71	55.52	12.79	85.17	54.28	11.07
环境	28.34	17.74	11.79	23.32	14.86	9.39
置业	31.50	19.71	40.73	36.66	23.36	22.09
路桥	10.04	6.28	26.69	7.35	4.68	39.73
其他	1.20	0.75	80.83	4.42	2.82	48.87
<b>合计</b>	<b>159.79</b>	<b>100.00</b>	<b>19.51</b>	<b>156.9</b>	<b>100.00</b>	<b>15.80</b>

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

财务表现来看, 在盈利能力方面, 2013 年, 上海城投实现营业收入 159.79 亿元, 同比增长 1.83%; 综合毛利率为 19.51%, 较上年增加了 3.71 个百分点; 当期投资收益规模有所下滑, 不过受经营性业务利润提升的带动, 其利润总额仍实现了增长, 2013 年上海城投实现利润总额 18.28 亿元, 增长幅度为 0.51%。因所得税费用增长, 上海城投 2013 年取得净利润 10.52 亿元, 较上年下降 10.83%。整体来看, 上海城投的总体盈利水平尚能保持稳定, 并且, 未来随着集团业务规模的扩张和资产整合效应的逐步显现, 上海城投仍可保持较好的经营效益。

在资本结构方面, 截至 2013 年 12 月 31 日, 上海城投合并后总资产为 3,625.11 亿元、总负债为 2,078.86 亿元, 资产负债率为 57.35%, 债务规模持续增长, 但财务结构尚属稳健。同时, 从偿债能力看, 2013 年上海城投总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 19.88 和 4.82, EBITDA 对负债和利息的保障程度尚可。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。

另外, 截至 2013 年 12 月 31 日, 上海城投银行授信总额达 2,894.5 亿元, 已使用 1,203.6 亿元。

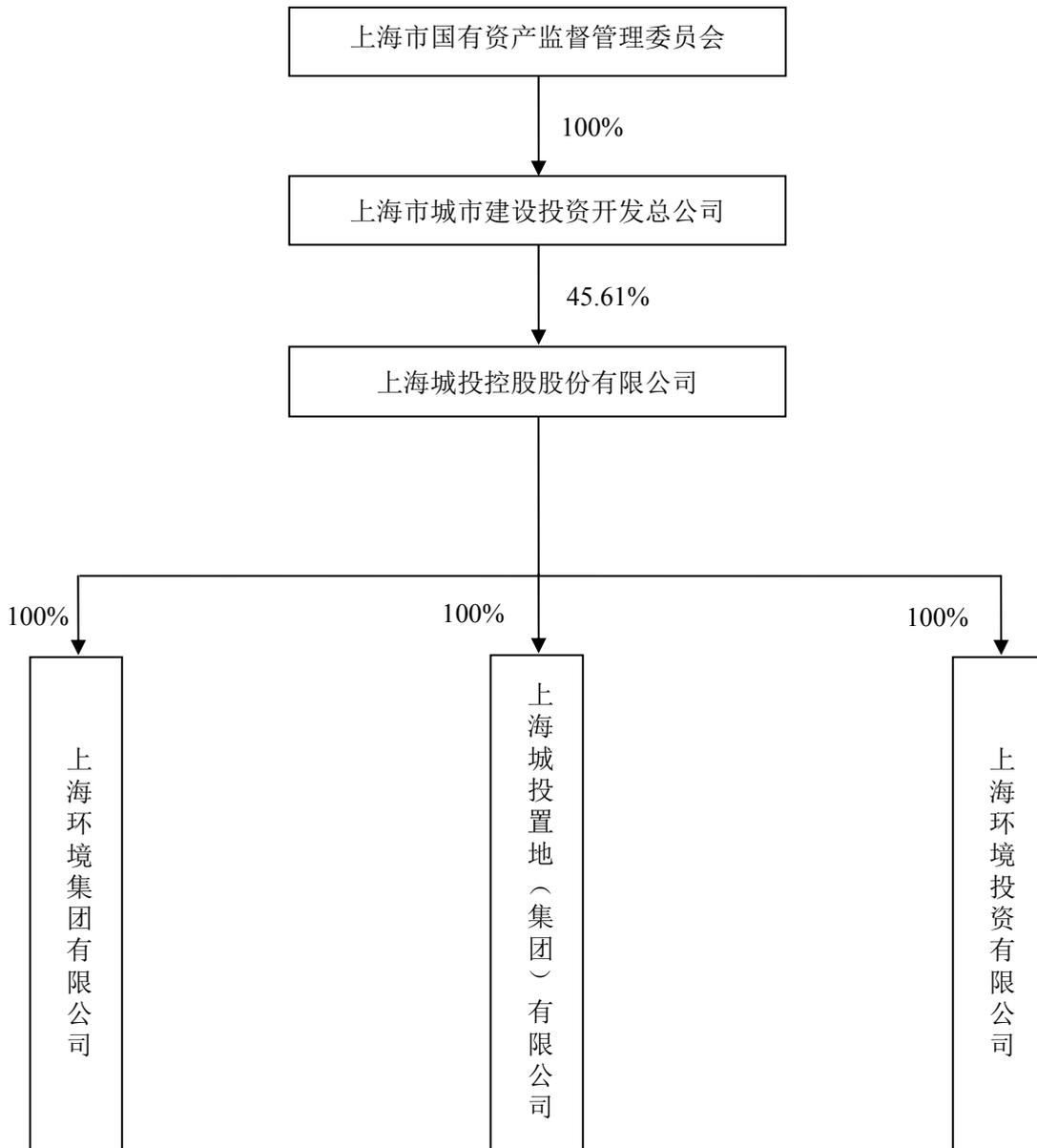
中诚信证评认为, 作为上海市重要的城市基础设施运营主体、重大项目建设主体和上海城市建设的重要平台, 近年来上海市较好的经济态势和上海市财政的大力支持给上海城投业务运营创造了良好的外部环境。此外, 上海城投自有资本实力雄厚, 财务结构较稳健, 且融资渠道顺畅,

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 2014 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)	2011	2012	2013
货币资金	181,716.15	175,023.41	347,351.76
预收账款	228,947.77	161,392.23	354,736.89
存货净额	1,398,375.97	1,337,195.33	1,577,080.01
流动资产	1,663,500.89	1,665,778.06	2,041,505.30
长期投资	675,517.86	832,152.50	825,539.93
固定资产合计	112,469.59	134,779.69	137,469.99
总资产	2,770,569.47	2,968,902.52	3,439,775.77
短期债务	307,073.73	595,927.08	513,537.66
长期债务	577,026.04	371,365.03	636,277.61
总债务(短期债务+长期债务)	884,099.77	967,292.11	1,149,815.27
总负债	1,402,385.02	1,505,147.46	1,901,024.83
所有者权益(含少数股东权益)	1,368,184.46	1,463,755.06	1,538,750.93
营业总收入	468,482.14	518,953.97	351,659.79
三费前利润	85,586.24	92,455.88	124,456.26
投资收益	78,103.87	140,844.60	95,364.60
净利润	113,791.97	139,097.90	143,048.55
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	174,441.18	204,538.80	215,200.01
经营活动产生现金净流量	50,542.90	-79,199.61	61,634.20
投资活动产生现金净流量	-52,522.13	49,843.07	32,123.40
筹资活动产生现金净流量	-108,151.77	16,373.76	77,570.54
现金及现金等价物净增加额	-110,235.62	-12,982.78	171,328.14
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率(%)	23.81	21.32	39.64
所有者权益收益率(%)	8.32	9.50	9.30
EBITDA/营业总收入(%)	37.24	39.41	61.20
速动比率(X)	0.34	0.31	0.39
经营活动净现金/总债务(X)	0.06	-0.08	0.05
经营活动净现金/短期债务(X)	0.16	-0.13	0.12
经营活动净现金/利息支出(X)	1.16	-1.34	0.98
EBITDA 利息倍数(X)	4.00	3.47	3.41
总债务/EBITDA(X)	5.07	4.73	5.34
资产负债率(%)	50.62	50.70	55.27
总债务/总资本(%)	39.25	39.79	42.77
长期资本化比率(%)	29.66	20.24	29.25

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)	2011	2012	2013
货币资金	2,040,049.44	2,417,139.52	2,545,745.99
应收账款净额	71,812.81	63,785.41	75,804.51
存货净额	2,075,179.33	2,127,015.75	2,750,503.61
流动资产	4,769,397.53	5,303,346.09	5,980,260.70
长期投资	5,729,878.19	5,964,494.59	6,223,280.83
固定资产合计	17,661,184.02	19,269,417.89	21,221,318.42
总资产	30,331,316.99	33,316,676.95	36,251,059.25
短期债务	1,983,641.03	2,308,790.81	1,952,353.73
长期债务	10,732,217.15	11,256,645.31	11,996,060.18
总债务（短期债务+长期债务）	12,715,858.17	13,565,436.13	13,948,413.91
总负债	17,217,136.14	18,711,615.55	20,788,629.39
所有者权益（含少数股东权益）	13,114,180.85	14,605,061.40	15,462,429.87
营业总收入（主营业务收入）	1,413,867.16	1,569,219.15	1,597,880.27
三费前利润（主营业务利润）	202,467.47	206,960.58	269,162.69
投资收益	170,288.00	315,314.78	269,545.88
净利润	115,935.08	117,950.91	105,178.47
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	504,600.73	664,103.53	701,801.39
经营活动产生现金净流量	253,804.78	193,490.18	252,400.41
投资活动产生现金净流量	-2,251,697.38	-2,154,441.43	-1,786,722.50
筹资活动产生现金净流量	1,847,744.91	2,358,651.48	1,662,453.33
现金及现金等价物净增加额	-150,274.23	400,185.66	127,573.73

财务指标	2011	2012	2013
毛利率（%）	17.68	15.80	19.51
所有者权益收益率（%）	0.88	0.81	0.68
EBITDA/主营业务收入（%）	45.48	43.88	45.27
速动比率（X）	0.64	0.68	0.65
经营活动净现金/总债务（X）	0.02	0.01	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	0.13	0.08	0.13
经营活动净现金/利息支出（X）	2.35	1.33	1.73
EBITDA/利息支出（X）	4.68	4.56	4.82
总债务/EBITDA（X）	25.20	20.43	19.88
资产负债率（%）	56.76	56.16	57.35
总资本化比率（%）	49.23	48.15	47.43
长期资本化比率（%）	45.01	43.53	43.69

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

上海城投利息支出未含资本化利息

**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。