



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪053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其
贵公司已发行的“上海隧道工程股份有限公司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⁺，评级展望稳定；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

二零一四年四月三十日

上海隧道工程股份有限公司 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	2013/06/27		
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：稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

隧道股份	2011	2012	2013
所有者权益(亿元)	99.81	111.48	125.07
总资产(亿元)	441.59	493.60	570.54
总债务(亿元)	162.15	184.98	213.73
营业总收入(亿元)	196.91	219.89	235.01
营业毛利率(%)	13.28	12.89	12.51
EBITDA(亿元)	28.96	30.32	31.04
所有者权益收益(%)	11.52	10.62	10.49
资产负债率(%)	77.40	77.42	78.08
总债务/EBITDA(X)	5.60	6.10	6.89
EBITDA 利息倍数(X)	3.20	3.06	2.74

城建集团	2011	2012	2013
所有者权益(亿元)	116.88	131.12	145.76
总资产(亿元)	581.37	653.87	720.32
总债务(亿元)	273.68	328.54	389.41
营业总收入(亿元)	271.1	286.12	290.10
营业毛利率(%)	13.71	14.13	13.36
EBITDA(亿元)	36.00	38.22	38.93
所有者权益收益率(%)	0.44	9.99	9.45
资产负债率(%)	79.95	79.95	79.77
总债务/EBITDA(X)	7.60	8.60	10.00
EBITDA 利息倍数(X)	2.18	1.78	1.77

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。

基本观点

2013年上海隧道工程股份有限公司（以下简称“隧道股份”或“公司”）业务规模稳步增长，其隧道及轨道交通施工业务在长三角地区具有明显的竞争优势和较强的垄断地位，投资业务持续快速增长，新业务及新产品也取得一定进展，订单类型多元化，整体竞争能力和盈利能力均较强。考虑到公司行业地位显著，研发能力及施工技术较好，日常运营平稳，产业链日趋完善，整体经营能力和偿债能力均较强。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。

中诚信证评维持本次公司债券信用等级AA⁺，维持隧道股份主体信用等级AA⁺，评级展望稳定。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

- 公司研发能力较强，施工技术质量较好，行业地位显著。公司系全球唯一一家兼具盾构法隧道施工和盾构设备制造能力的企业，也是我国专业从事软土隧道工程施工规模最大的企业，截至目前，其共获得 140 多项授权专利及多项质量奖项，行业地位突出。
- 长三角地区越江隧道施工优势明显。公司 2013 年在建越江隧道施工项目稳步推进，垄断地位和竞争优势明显；此外，公司新业务有轨电车及高性能沥青业务均取得一定进展。
- 公司订单类型多元化，各类占比合理。2013 年，公司中标合同中地铁工程类占比 25.37%、市政工程类占比 26.69%、房产工程类占比 20.27%、道路工程类占比 14.96%，各类业务占比比较合理。

分 析 师

赵言力 ylzhaoyan@ccxr.com.cn

罗庆 qluo@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年4月30日

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。

行业关注

2013年上海城市基础设施体系不断完善。轨道交通12号线东段、16号线一段开通运营，S26公路建成通车，虹梅南路-金海路通道新建工程实现开工，嘉闵高架南北延伸、长江西路越江工程、中环线浦东段项目建设全面推进。公交优先战略加快实施，2013年公共交通客运总量达63.65亿人次，同比增长2.1%，日均客运量1,742万人次，其中轨道交通占比39.4%，地面公交占42.6%。

2014年上海市重大建设项目安排，要围绕创新驱动和转型发展。继续保持适度投资规模的同时，进一步提高投资质量和效益，聚焦引领强、带动广、效益好的重点项目，确保项目安全、优质、高效建设和运营，进一步发挥重大建设项目对全市经济社会发展的引导、支撑和带动作用，努力以投资结构转型促进经济社会发展转型。在交通基础设施方面，继续推进轨道交通项目和越江设施工程项目建设，加快推进大芦线航道整治二期工程、两大机场T1航站楼改造等项目建设。

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

2013年上海市内隧道工程建设仍持续保持快速增长，截至2013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。2013年上海市在建隧道与或批复隧道共4条，包括黄浦江底最长的隧道——虹梅南路隧道、黄浦江底最大直径隧道——长江西路隧道、周家嘴路隧道和沿江通道越江隧道。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、陆家浜路隧道、江浦路隧道、宛平路隧道、罗绣路隧道6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2013年末，上海轨道交通路网已拥有14条地铁线路，运营里程约567公里，车站331座，最高日客流突破900万人次，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18号线。以上线路总长约220公里，总投资规模在1,000亿左右，其中2条线已完工运营，4条线施工在建，3条线即将开工，另外两条线尚处于规划设计阶段。

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）
2012	12	305	496
2013	14	331	567
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

2013年，公司业务规模小幅稳步增长，全年实现营业收入235.01亿元，同比增长6.88%。营业收入构成中，公司施工业务占比仍然最大，为91.04%、设计服务占比5.17%、运营业务占比1.43%、机械加工及制造占比0.69%，其余为房地产业务和其他业务。

公司行业地位显著，技术研发能力较强，同时具有先进的施工技术与较好的工程质量

公司系全球唯一一家兼具盾构法隧道施工和盾构设备制造能力的企业，也是我国专业从事软土隧道工程施工规模最大的企业，其在软土地层水底公路、地铁隧道工程方面处于国内行业龙头地位。

技术研发方面，自成立以来，公司专业从事隧道工程技术的开发和应用，公司及下属子公司中有多家被评为高新技术企业，同时，公司还拥有两个国家级的工程中心和技术中心，通过不断创新，隧道施工核心技术目前已处于全国领先水平。2013年，公司获得国家及地方重大科研课题7项，获得一项国家级科技进步奖和两项省部级科技进步奖。此外，公司还成功开发了“中国首台超大型矩形顶管机”和“国内首个双圆盾构施工工法”，研制了我国第一台拥有完全自主知识产权的土压平衡盾构机，承建了“世界最大直径盾构法隧道工程”。

公司施工主业优势明显，仍保持较高的行业垄断地位，且订单类型多样化，业务整体发展情况稳定

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2013年12月31日，上海已建成通车的越江隧道除人民路、龙耀路越江隧道外，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。

2013年公司承建的施工项目全面推进。在轨道交通施工方面，该公司正在施工的上海市内轨交线路包括轨道交通12号线、13号线等；市外轨交项目中，南京至高淳城际轨道机场线工程的高架段实现结构贯通，地下车站完成主体结构施工并进入装饰及安装施工阶段，该工程将在2014年南京青年奥林

匹克运动会前正式运行。在隧道施工方面，公司的三个超大直径隧道工程项目在跟踪期内取得较大进展：截至2013年末，上海市长江西路越江隧道工程实现双线贯通；上海市虹梅路越江隧道工程实现西线隧道贯通；杭州市钱江通道工程已全面进入隧道装饰及机电设备安装施工，有望在年内建成通车。在公路、桥梁施工方面，公司基本完成了昆明南连接线高速公路工程的草海隧道暗埋段及敞开段的主体结构施工。

从市场区域看，如上所述，公司先后在承建了南京高淳城际轨道、杭州钱江隧道，有利于公司在长三角地区地铁施工领域的可持续发展；同时，2013年中标的武汉轨道交通7号线一期工程第八标段土建工程项则为进一步拓展中部市场起到促进作用。海外市场方面，公司当年中标新加坡汤申线T206标工程，市外及海外业务扩展稳步推进。

2013年公司中标合同量为353.58亿元，同比增长20.81%，其中地下工程合同为215.05 亿元，地上工程合同为138.53 亿元；中标合同中地铁工程类占比25.37%、市政工程类占比26.69%、房产工程类占比20.27%、道路工程类占比14.96%，公司订单类型多元化，各项业务占比合理。

总体看，2013年公司的施工业务规模略有增长，其中承接的重大工程均稳步推进，合同承接情况良好，订单饱满。

2013 年公司投资业务保持稳定发展，在投资规模及投资收益方面均与去年基本持平

投资业务方面，公司2013年仍以投资基础设施建设的BOT及BT项目为主。截至2013年年末，公司在建和运营的基础设施投资项目累计达到14个。

投资项目对施工业务起到一定的拉动作用：2013年公司中标投资项目的施工标金额38.50亿元，其中昆明市轨道交通2号线二期BT项目金额为30亿元，单个项目中标金额较高。截止2013年12月31日，公司已投资项目14个，运营项目总投资达到398.74亿元，其中杭州湾新区基础设施BT项目已完工，进入回购期。

公司已投入运营及进入回收期的项目共7个，平均收益率在8%左右，此外，公司尚有7个在建项

目，其中截至2013年12月31日，杭州钱江隧道及接线工程已完成其总工程量91.73%；场中路、康宁路改造工程，康宁路已具备通车条件，场中路改造工程正有序推进；南京轨道交通项目中桥梁桩基、现浇小箱梁、预制箱均已完成；昆明南连接线项目已完成17台盾构的推进任务，后续机电设备安装将随着盾构进洞陆续完成；项目整体总投资规模偏高，投资回收期偏长，内部收益率为维持在8%左右。

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约90亿元，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，其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。虽然公司承建项目投资规模较大，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 3：截至 2013 年末公司主要 BOT 及 BT 投资项目情况

项目名称	投资额（亿元）	预期收益	项目进度	运营期/回购期
常州市高架道路 BOT 一期	43.63	8.55%	回购期	2006-2033
常州市高架道路 BOT 二期	63.00	8.20%	回购期	2009-2033
嘉浏高速公路 BOT 项目	8.57	7%	运营期	2005-2022
杭州钱江隧道及接线 BOT 项目	35.65	7.92%	建设期	2013-2037
常州奔牛机场 BT 项目	20.00	7.29%	回购期	2011-2017
常熟市三环路快速化改造工程 BT 项目	16.03	9%	建设期	-
宁波杭州湾新区基础设施投资 BT 项目	13.90	8%	回购期	2012-2016
场中路、康宁路 BT 工程	6.30	8.2%	建设期	-
南京地铁机场线 BT 项目	98.11	7.8%	建设期	2014-2018
昆明南连接线 BOT 项目	55.00	8.8%	建设期	2014-2043
南昌朝阳大桥 BT 工程	20.00	9%	建设期	2015-2018
南昌沿江中北大道 BT 项目	9.20	7.96%	回购期	-
海门市政基础设施 BT 项目	6.80	7.12%	回购期	-
天津于家堡金融区地下共同沟工程—郭庄子路一期 BT 项目	2.55	10.89	建设期	2014-2015
合计	398.74			

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2013 年设计业务规模持续快速增长，对公司利润起补充作用，同时，新产品及新服务的发展为公司未来业务范围的拓展奠定一定基础

设计业务方面，公司设计业务均通过旗下上海市建设设计研究总院及其他相关设计院共同完成，资产重组后，随着上海市地下空间设计研究总院有限公司的并入，公司设计业务实力有所增强，收入规模持续增长。2013 年公司共实现设计业务收入 12.14 亿元，同比增长 23.38%，毛利率为 30.99%，远高于公司平均业务毛利率 12.51%，为其整体毛利的提升提供一定补充。

新业务方面，现代有轨电车系公司旗下城建院的创新业务。近年来，在现代有轨电车的设计和研发过程中，城建院积累了很多现代有轨电车的核心技术，如优化运营管理模式、简化触网结构、研发埋入式轨道结构、智能交通等；同时还组建了现代有轨电车规划、交通、运营、车辆、线路等前期研究团队，为新业务领域的继续拓展做了较为充分的前期勘察和研究工作。目前，城建院承担的有轨电车项目包括于 2009 年通车运营的上海第一条胶轮导轨现代有轨电车线路--上海张江现代有轨电车一期工程；目前已经开工的江苏省第一条现代有轨

电车线路--苏州高新区有轨电车 1 号线工程，国内第一条地面供电系统、广东省第一条现代有轨电车线路--珠海现代有轨电车 1 号线首期工程。2014 年城建院与公司全资子公司基建公司及城建市政组成联合体，中标了淮安市现代有轨电车一期工程项目。

此外，公司旗下路桥集团已与日沥公司合资，以高性能沥青成套技术的研究应用为中心，通过改善产业链顶端设计，提升产业层级，以黑色产业链的研发环节为突破口，带动黑色板块的快速发展，未来具有较好的发展前景。

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 2011~2013 年财务报告，其中，2011 年、2012 年数据分别采用 2012 年、2013 年年报的重述数。

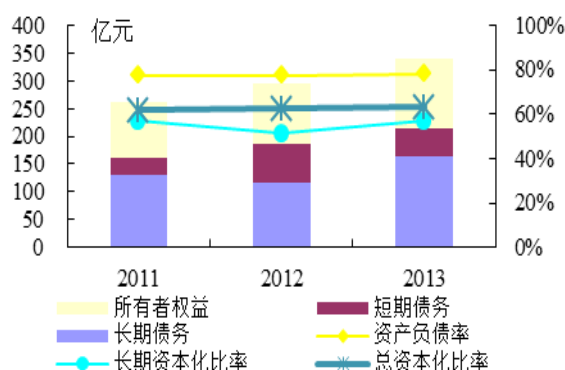
资本结构

2012 年公司经历了资产重组，经过一年的磨合，公司目前经营已趋于平稳。截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产为 570.54 亿元，较年初增长 15.59%；所有者权益合计 125.07 亿元，同比增长 12.19%。

财务杠杆方面，由于公司所从事的 BT、BOT、

轨交、隧道建设等项目均具有前期投资大，资本回收周期较长的特点，公司主要依靠外部融资进行资金补充，近年随着其承建项目的不断增加，公司整体债规模持续保持在较高水平，2013年公司资产负债率和总资本化比率分别为78.08%和63.08%，存在一定的债务压力。

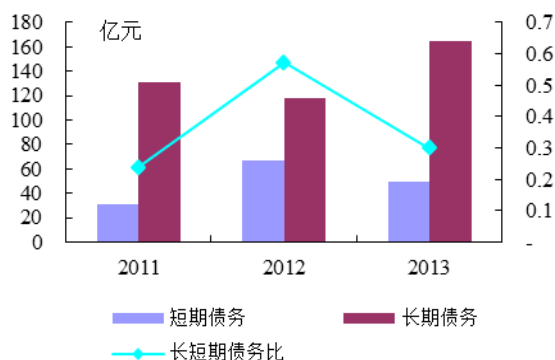
图1：2011~2013年公司资本结构分析



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，公司归还部分短期借款，短期债务整体规模有所缩减，同时公司于2013年9月发行了面值26亿元的可转换公司债，使得当年短期债务占比有所减小，长短期债务比由2012年的0.57下降至2013年的0.30。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2：2011~2013年公司债务结构情况



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。考虑到未来公司投资类项目资金需求规模仍然较大，公司短期内仍面临一定的资本支出压力。

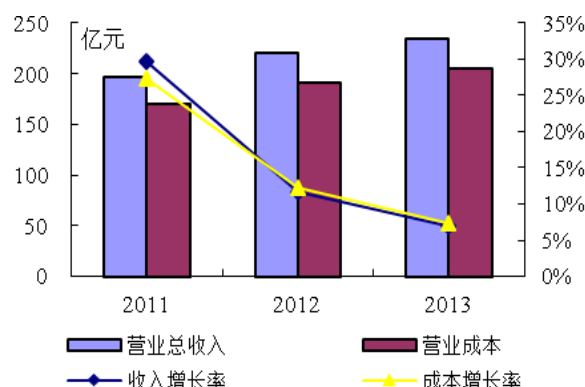
盈利能力

2013年公司业务成长性较好，施工业务规模稳

步增长，当年实现营业收入235.01亿元，同比增长6.88%，考虑到公司合同订单较为饱满，预计2014年收入规模仍保持稳步增长趋势。

从公司营业收入构成看，施工业务收入占比为91.04%，占营业收入比重有所上升，此外，盈利能力较强的设计业务占比也逐年提升。毛利率方面，公司施工业务2013年毛利率为10.82%，同比下降0.15个百分点，设计业务毛利率为30.97%，同比减少3.68个百分点，公司2013年营业毛利率为12.51%，同比小幅下滑0.38个百分点。

图3：2011~2013年公司收入成本分析

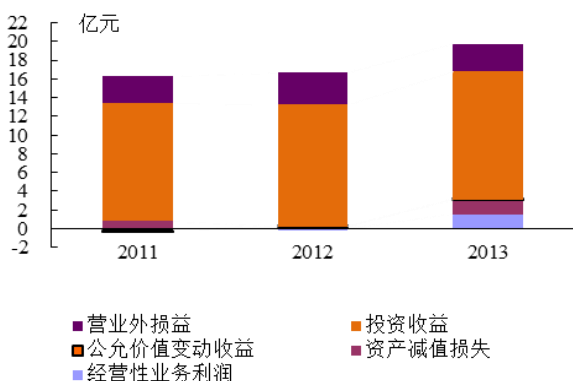


数据来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，2013年公司期间费用为21.07亿元，占营业收入比重为8.96%，同比下降了1.17个百分点，其中管理费用和财务费用均有一定幅度的下降，销售费用与去年基本持平，而公司收入规模有所提升，三费占比有所下降，整体费用控制措施较为有效。

利润总额方面，2013年公司利润总额为16.59亿元，同比小幅上涨2.92%，主要由于当年公司投资收益有所增加及费用支出有所减少。2013年，公司主业盈利能力持续下滑，但随着当年费用支出的减少，其经营性业务出现盈利，此外，得益于规模可观的投资收益，公司整体盈利表现尚可。2013年公司实现净利润13.12亿元，净资产收益率达到11.09%。

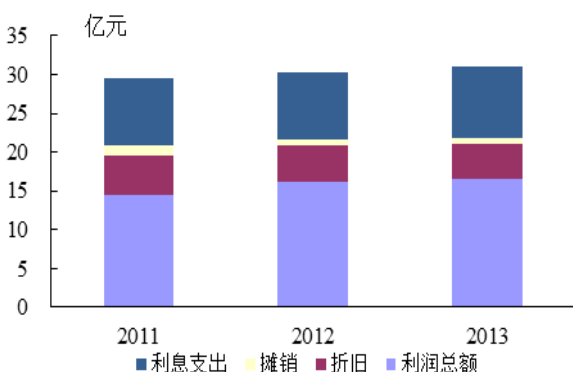
图 4：2011~2013 年公司利润总额分析



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。2013年公司EBITDA为31.04亿元，同比增加2.37%，其中利润总额16.59亿元、利息支出9.18亿元，折旧4.39亿元。公司近年EBITDA稳步增长，整体获现能力良好。

图 5：2011~2013 公司 EBITDA 构成情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看来，公司收入规模较上年略有提升，毛利空间出现一定下滑，主业盈利能力持续减弱，但随着当年费用支出有所减少，其经营性业务出现盈利，同时，得益于公司投资业务的利润贡献，其整体盈利能力逐年增强。

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。2013年总债务为213.73亿元，同比增加15.54%，而未来短期内公司BT及BOT项目仍存在较大的资金需求，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，2013年公司总债务/EBITDA指标为6.89，EBITDA利息倍数为2.74倍，负债的增加以及现金流的波动使得其偿债指标有所波动。2013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，但整体偿债能力仍然很强。

从现金流角度看，近三年公司经营性净现金流表现持续下滑，2013年为6.97亿元，对总债务的保障能力大幅减弱。2013总债务/经营活动净现金流为30.68，净现金流利息保障倍数为0.62倍。

表 4：2011~2013 年公司部分偿债能力指标

指标	2011	2012	2013
总债务/EBITDA (X)	5.60	6.10	6.89
总债务/经营净现金流 (X)	4.18	9.35	30.68
EBITDA 利息保障倍数 (X)	3.20	3.06	2.74
资产负债率 (%)	77.40	77.42	78.08
总资本化比率 (%)	61.90	62.40	63.08

资料来源：公司定期报告

或有事项方面，截至2013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，现金力较大。但考虑到公司自有资本实力较强且经营利润可对负债的偿还形成有效保障，其整体抗风险能力较强，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）公司是国家建设部、上海市人民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。其中，市政工程设计施工业务为上海城建集团的主要收入来源，2013年该业务板块占比达90.79%。

业务运营

分业务板块看，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72%左右。2012年，上海城建集团和下属上市公司隧道股份完成了市政公用工程施工总承包新特级资质的审批工作，借此成为全国仅有的两家同时拥有市政公用工程施工总承包特级和市政行业设计甲级的施工总承包企业，新资质夯实了上海城建集团设计施工总承包业务的核心竞争力。

上海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”）。2013年，上海城建集团积极推进项目的施工建设和销售宣传工作，当年实现销售收入14.05亿元，同比增长29.37%。

基础设施投资板块，上海城建集团以BT、BOT的方式参与市政基础设施建设的投资运营，项目地区主要集中在江苏、苏南地区，以市政项目为主。2013年上海城建集团在稳固长三角地区业务同时，积极拓展其他地区投资市场，与广州、佛山、南浔、珠海、山东等地建立密切关系，投资项目储备丰富。

财务表现

随着主营业务的不断发展，上海城建集团的资产负债规模逐年增加，2013年集团总资产规模为720.32万元，总负债规模574.57万元，分别同比上升10.16%和9.91%。2013年上海城建集团资产负债率为79.77%，较上年下降了0.18个百分点；总资本化比率为72.76%，同比上升了1.29个百分点。整体看，上海城建集团负债水平偏高，资本结构有待改善。

2013年，在施工业务板块收入的带动下，上海城建集团实现营业收入290.10亿元，同比小幅增长1.39%，营业毛利率为13.36%。同时，得益于费用控制的加强，期间费用占营业收入比重小幅下降至10.54%。利润方面，2013年集团取得利润总额18.12亿元，净利润13.78亿元，净资产收益率达到9.95%，整体盈利水平良好。

从长期偿债指标看，2013年上海城建集团总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为10.00和

1.77，EBITDA对利息支出的保障能力有所弱化。现金流方面，2013年上海城建集团经营性现金净流入0.66亿元，同比大幅减少，对债务的保障程度不足。

担保方面，截至2013年末，上海城建集团担保余额为83.15亿元，均系对其下属企业提供的担保，或有风险较小。

表 5：2011~2013 年城建集团主要财务指标

	2011	2012	2013
短期债务（亿元）	105.82	126.98	121.16
长期债务（亿元）	167.86	201.56	268.25
短期债务/长期债务	0.63	0.63	0.45
总债务（亿元）	273.68	328.54	389.41
资产负债率（%）	79.89	79.95	79.77
总资本化比率	70.07	71.47	72.76
长期资本化比率	58.95	60.59	64.79
经营性净现金流（亿元）	16.83	19.38	0.66
经营净现金流/利息支出（X）	1.02	0.83	0.03
EBITDA（亿元）	36.00	38.22	38.93
总债务/EBITDA（X）	7.60	8.60	10.00
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	1.78	1.77

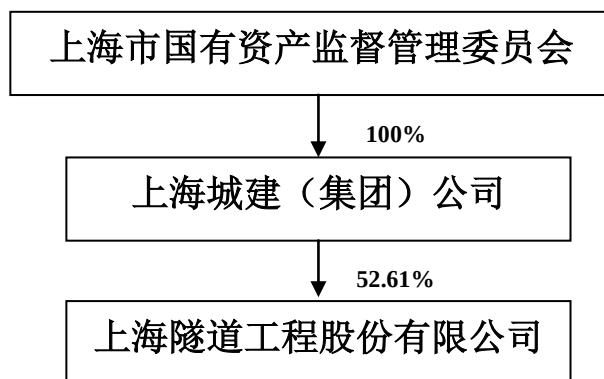
数据来源：城建集团提供，中诚信证评整理

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，收入逐年呈增长趋势，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⁺**，评级展望为稳定。

附一：上海隧道工程股份有限公司股权结构图（截至 2013 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）	2011	2012	2013
货币资金	549,125.88	575,741.30	571,375.02
应收账款	841,323.41	878,440.88	1,097,559.26
存货	425,243.72	407,008.79	563,428.48
流动资产	2,101,782.66	2,119,463.00	2,525,901.44
长期投资	68,906.03	84,664.78	85,557.90
固定资产合计	649,972.47	1,127,098.83	1,596,870.46
总资产	4,415,851.98	4,935,950.10	5,705,426.36
短期债务	312,556.00	673,556.00	492,826.31
长期债务	1,308,967.87	1,176,286.26	1,644,440.59
总债务（短期债务+长期债务）	1,621,523.87	1,849,842.26	2,137,266.90
总负债	3,417,772.72	3,821,191.18	4,454,694.44
所有者权益（含少数股东权益）	998,079.26	1,114,758.91	1,250,731.92
营业总收入	1,969,136.65	2,198,897.36	2,350,113.85
三费前利润	201,311.44	222,177.00	225,876.31
投资收益	125,637.75	130,366.40	137,083.28
净利润	114,955.57	118,433.25	131,218.75
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	289,643.74	303,150.65	310,413.33
经营活动产生现金净流量	388,380.56	197,835.94	69,669.65
投资活动产生现金净流量	-243,938.07	-186,033.55	-259,024.73
筹资活动产生现金净流量	-124,337.87	15,924.88	184,184.00
现金及现金等价物净增加额	20,083.00	27,757.18	-4,811.53
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率（%）	13.28	12.89	12.51
所有者权益收益率（%）	11.52	10.62	10.49
EBITDA/营业总收入（%）	14.71	13.79	13.21
速动比率（X）	0.87	0.69	0.74
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	0.11	0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	1.24	0.29	0.14
经营活动净现金/利息支出（X）	4.29	2.00	0.62
EBITDA 利息倍数（X）	3.20	3.06	2.74
总债务/EBITDA（X）	5.60	6.10	6.89
资产负债率（%）	77.40	77.42	78.08
总资本化比率（%）	61.90	62.40	63.08
长期资本化比率（%）	56.74	51.34	56.80

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）	2011	2012	2013
货币资金	807,573.06	951,970.74	996,769.53
应收账款	649,455.22	646,011.67	581,816.57
存货	1,181,458.42	1,212,032.00	1,548,019.57
流动资产	3,090,467.73	3,253,539.47	3,553,572.66
长期投资	155,820.50	170,852.25	195,626.32
固定资产合计	889,325.01	1,366,363.91	1,859,666.98
总资产	5,813,695.55	6,538,742.02	7,203,244.26
短期债务	1,058,214.54	1,269,765.25	1,211,639.13
长期债务	1,678,606.36	2,015,631.76	2,682,470.24
总债务（短期债务+长期债务）	2,736,820.89	3,285,397.01	3,894,109.37
总负债	4,644,847.54	5,227,545.21	5,745,693.28
所有者权益（含少数股东权益）	1,168,848.02	1,311,196.81	1,457,550.98
营业总收入	2,710,986.37	2,861,232.76	2,900,978.91
三费前利润	276,792.67	318,174.78	300,778.82
投资收益	132,172.55	140,702.15	165,040.61
净利润	121,978.87	130,951.43	137,774.52
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	360,041.64	382,166.07	389,272.44
经营活动产生现金净流量	168,270.31	193,750.32	6,637.46
投资活动产生现金净流量	-124,792.07	-401,989.30	-373,245.00
筹资活动产生现金净流量	38,839.87	311,741.56	411,381.80
现金及现金等价物净增加额	80,957.08	103,380.19	44,353.53
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率（%）	13.71	14.13	13.36
所有者权益收益率（%）	10.44	9.99	9.45
EBITDA/营业总收入（%）	13.28	13.36	13.42
速动比率（X）	0.70	0.69	0.72
经营活动净现金/总债务（X）	0.06	0.06	0.00
经营活动净现金/短期债务（X）	0.16	0.15	0.01
经营活动净现金/利息支出（X）	1.02	0.90	0.03
EBITDA 利息倍数（X）	2.18	1.78	1.77
总债务/EBITDA（X）	7.60	8.60	10.00
资产负债率（%）	79.89	79.95	79.77
总资本化比率（%）	70.07	71.47	72.76
长期资本化比率（%）	58.95	60.59	64.79

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。