

上海城投控股股份有限公司

2014 年度第一期中期票据

跟踪评级报告

主体信用等级： AAA 级

债项信用等级： AAA 级

评级时间： 2014 年 6 月 26 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪跟踪[2014]100250】

跟踪对象: 上海城投控股股份有限公司 2014 年度第一期中期票据

本次		首次	
主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
14 沪城投 MTN001 AAA/稳定/AAA 上海新世纪资信评估投资服务有限公司 资信评级专用章	2014 年 6 月 26 日	AAA/稳定/AAA 上海新世纪资信评估投资服务有限公司 资信评级专用章	2013 年 9 月 13 日

主要财务数据及指标

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	3.63	5.51	1.60	4.32
刚性债务	47.48	48.52	70.57	83.93
所有者权益	108.01	118.08	113.56	113.36
经营性现金净流入量	2.37	-2.38	-2.06	-0.13
合并数据及指标:				
总资产	277.06	296.89	343.98	346.47
总负债	140.24	150.51	190.10	200.00
刚性债务	88.37	96.68	114.93	136.74
其中: 应付债券	22.84	26.83	32.90	32.90
所有者权益	136.82	146.38	153.88	146.47
营业收入	46.85	51.90	35.17	16.06
净利润	11.38	13.91	14.30	2.69
经营性现金净流入量	5.05	-7.92	6.16	-4.46
EBITDA	20.94	25.09	26.63	-
资产负债率[%]	50.62	50.70	55.27	57.72
权益资本与刚性债务 比率[%]	154.82	151.40	133.88	107.11
流动比率[%]	210.38	156.84	170.53	176.29
现金比率[%]	23.01	16.50	29.04	15.98
利息保障倍数[倍]	2.44	2.20	2.19	-
净资产收益率[%]	8.54	9.82	9.53	-
经营性现金净流入量与 负债总额比率[%]	3.72	-5.45	3.62	-
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-0.15	-2.02	5.51	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.67	2.38	2.33	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.27	0.25	-

注: 根据城投控股经审计的 2011~2013 年及未经审计的 2014 年第一季度财务数据整理计算。

分析师

王海燕
Tel: (021) 63501349-610
E-mail: why@shxsj.com

薛雨婷
Tel: (021) 63501349-608
E-mail: xyt@shxsj.com

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
Tel: (021)63501349 63504376
Fax: (021)63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪公司”或“本评级机构”)对上海城投控股股份有限公司(简称“城投控股”、“该公司”或“公司”)及其发行的 2014 年度第一期中期票据的跟踪评级反映了 2013 年以来城投控股在内部治理结构、主营业务整合等方面取得的积极变化,同时也反映了公司继续在行业政策、业务扩张及资本市场波动等方面所面临的风险与压力。

主要优势/机遇:

- **内部治理结构有所优化,管理效率有望提高。**城投控股成功引入战略投资者弘毅投资,有助于公司更好地实现从传统国有企业向高度市场化企业的转型,改善公司内部治理结构,提高内部管理效率。
- **环境业务逐渐实现一体化运作,竞争力进一步增强。**城投控股完成对环境院的股权置换,环境业务向上游项目承包与设计业务拓展,产业链更加完善,竞争力进一步增强。此外,公司收购外方股东对下属环境集团 40% 的股权,环境集团吸收合并环境投资,有助于公司实现对环境业务运营主体的统一管理和决策,降低管理成本,增强管理效率。公司新增两个垃圾焚烧项目,垃圾处理能力进一步增强。整体来看,公司环境业务具有较大的发展空间。
- **房地产业务保持较高的资金回笼保障能力。**城投控股房地产业务仍以保障房项目为主,商品房和商业地产集中在上海核心地区,具有较强的品牌影响力和成本优势,资金回笼保障程度较高。
- **财务结构较为稳健,债务保障程度高。**城投控股资本实力较强,财务结构较为稳健,盈利稳定性强,能对债务偿付提供较强保障。公司市场融资能力强,融资成本较低,且持有的金融类股权流动性强、变现价值高,能对债务偿付提供进一步支撑。

- 能得到股东较大的支持。城投控股股东上海城投资本实力雄厚，能对公司在业务运营、资金等方面提供较大的支持，进一步增强公司的债务偿付能力。

➤ 主要劣势/风险:

- 房地产业务面临的政策风险。城投控股在商品房和商业地产领域开发规模逐渐扩大，目前的房地产调控政策会对公司项目建设、资金回笼、对外融资等形成一定影响。
- 业务规模扩大带来的资金压力。城投控股的环境业务与房地产业务均属于资金密集型行业，公司业务规模的不断扩大将显著增加公司的资金压力。
- 资本市场波动风险。城投控股的金融股权投资和创业投资业务规模不断扩大，股权投资的收益率和变现能力会受到资本市场波动影响。

➤ 未来展望

通过对城投控股及其发行的本期中票主要信用风险要素的分析，新世纪公司考虑到公司内部治理结构有所优化、环境业务竞争力进一步增强等因素，决定调整公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；认为本期中票还本付息安全性极高，并给予本期中票 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

本评级机构对上海城投控股股份有限公司的信用评级作如下声明：

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。在信用等级有效期内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

上海城投控股股份有限公司

中期票据跟踪信用评级报告

一、跟踪评级原因

按照上海城投控股股份有限公司（以下简称“城投控股”、“该公司”或“公司”）2014年度第一期中期票据信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据城投控股提供的经审计的2013年财务报表、未经审计的2014年第一季度财务报表及相关经营数据，对城投控股的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

二、宏观经济和政策环境

2013年，我国经济增长所面临的外部环境相对复杂，美国经济在量化宽松政策带动下继续缓慢回升，欧洲经济增长整体乏力、复苏前景仍不明朗，日本经济受益于宽松的货币政策而有所回升，金砖国家经济增长呈现整体回落态势。2014年，美、日逐步退出量化宽松货币政策的节奏可能有所加快，但美、日仍将继续实施低利率的宽松货币政策刺激经济增长；欧洲为了继续减缓主权债务和银行业的结构性危机，继续实施量化宽松货币政策的可能性较大；而大部分发展中国家也将维持低利率的宽松货币政策。

2013年，在国际经济弱势复苏的过程中，我国的进出口差额进一步缩小、投资增速继续下降，消费拉动也不足，经济增速回落中趋稳。以钢铁、有色金属等为代表的产能过剩行业景气度有所回落，产业的结构风险有所提升；在地方融资平台的融资额继续扩大、地方政府财政的显性化程度仍不够高的情况下，地方的区域性结构性风险仍然存在。2014年，我国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。从货币政策看，2013年6月以后所形成的货币供求紧平衡状态、利率在市场化条件下的大幅波动等状况在2014年仍将继续维持；为了应对2014年可能出现的通货膨胀预期及保持经济的合理增速，我国的货币政策总体上趋向于稳健，货币投放量不会有明显的收缩。从财政政策看，积极扩张的财政政策仍会得到延续，财政支出将伴随着城镇基础设施的完善、保障房建设

的动工和公共开支的增加而上升；地方政府的债务水平随着简政放权和民营资本的介入而放慢增长速度，地方政府的债务结构也会随着改革的深入逐渐优化。

从中长期看，我国经济将伴随着经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大而保持稳定的增长。但在国际经济、金融尚没有完全稳定的条件下，在国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级过程中，我国国内的经济增长和发展依旧会伴随着诸多结构性风险，包括区域结构性风险、产业结构性风险及国际贸易和投资的结构性摩擦风险。

该公司环境业务及保障房项目受宏观经济变化影响相对较小，但商品房和商业地产项目易受宏观经济及房地产调控政策的影响。

三、公司所处行业及区域经济环境

1. 上海市经济发展情况

上海市经济总体保持稳步增长态势，2013 年实现地区生产总值 2.16 万亿元，较 2012 年增长 7.04%，经济总量维持我国所有城市首位。财政实力不断增强，2013 年上海市财政收入为 4109.51 亿元，较 2012 年增加 365.8 亿元。根据《国务院关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业建设国际金融中心和国际航运中心的意见》和《上海市国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》，上海市将加快国际经济中心、国际金融中心、国际贸易中心和国际航运中心等“四个中心”的建设，以进一步增强上海市的经济活力，推动上海市产业结构优化和升级，促进区域经济的发展。不断增强的经济和财政实力以及不断优化的产业结构为该公司未来业务开展提供了良好的外部环境。

2. 环境业务

近年来，随着城镇化水平的不断提高，我国城市生活垃圾处理需求不断增长，垃圾处理产业已初具规模，垃圾处理市场容量有了显著增加，进入环卫行业的企业数量迅猛增加，垃圾处理能力大幅提升。2012 年，我国共有无害化处理工厂 701 座，较 2011 年增加 24 座，日处理能力达到 44.63 万吨，同比增长 9.08%。其中，卫生填埋厂 540 座，较 2011 年减少 7 座，日处理能力为 31.09 万吨，同比增长 3.58%；垃圾焚烧厂 138 座，较 2011 年增加 29 座，日处理能力为 12.26 万吨，同比增长 30.32%。2012 年，城市生活垃圾无害化处理量为 14489.54 万吨，同比

增长 10.69%，无害化垃圾处理率为 84.83%，较 2011 年提高 5.13 个百分点。

2014 年 5 月，环境保护部会同国家质检总局对 2001 年实行的《生活垃圾焚烧污染控制标准》（GB18485-2001）进行了修订，并联合发布了《生活垃圾焚烧污染控制标准》（GB18485-2014）等排放和污染控制新标准。新修订的《生活垃圾焚烧污染控制标准》扩大了标准适用范围，规定了一氧化碳既作为运行工况指标也作为污染控制指标，明确了烟气排放在线监控要求以及焚烧炉启、停炉和事故排放要求，进一步提高了污染控制要求，其中二噁英类的排放限值采用了国际上最严格的 $0.1\text{ngTEQE}/\text{m}^3$ ，是此前 $1.0\text{ngTEQE}/\text{m}^3$ 的十分之一。该修订标准的发布和污染物限值的进一步严格，能部分缓解居民对垃圾焚烧的担忧，同时为生活垃圾焚烧项目的规划设计、投资建设和运营管理树立了新的标杆，有利于我国生活垃圾焚烧产业的长期和健康发展，也给有实力和有责任的相关固废企业带来了新的发展机遇或兼并机会。

3. 房地产业务

作为重要的社会民生项目，上海市保障房建设近年来稳步推进。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 万平方米，基本建成 10.39 万套、797 万平方米，新增可供应 10.29 万套、约 783 万平方米，新增廉租住房租赁补贴家庭 0.6 万户。2014 年，国家给上海市下达的目标任务为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。在 2014 年 1 月 28 日召开的上海市 2014 年住房保障工作会议上，上海市住房保障领导小组与全市 17 个区（县）政府签订了 2014 年住房保障工作“目标责任书”，明确了 2014 年“四位一体”住房保障体系推进指标与具体目标任务，进一步强化了保障性安居工程“以区为主”的建设机制，并将任务目标完成情况纳入区县的年终考核。在国家和上海市大力支持保障性住房建设的背景下，预计未来几年上海市保障性住房开工规模仍将较大。

商品住宅方面，2013 年我国进一步加强房地产市场调控，但随着刚性需求的逐步释放，2013 年我国商品房销售面积和销售额较去年同期保持了较高的增长。2013 年，我国商品房销售面积为 13.06 亿平方米，同比增长 17.29%，销售额为 8.14 万亿元，同比增长 26.33%，其中，上海市 2013 年商品房销售面积为 0.24 亿平方米，同比增长 25.48%，销售额为 0.39 万亿元，同比增长 46.53%。

四、公司自身素质

（一）公司产权状况、法人治理结构和管理水平

该公司是由上海市国有资产监督管理委员会（以下简称“上海市国资委”）实际控制的上市公司。2014年2月，公司控股股东上海市城市建设投资开发总公司（以下简称“上海城投”）完成对公司10%股权的转让，成功引进弘毅（上海）股权投资基金中心（有限合伙）（以下简称“弘毅投资”）作为公司战略投资者。截至2014年3月末，上海城投持有公司45.61%股份，仍为公司第一大股东，弘毅投资持有公司10%股份，为公司第二大股东。公司产权状况详见附录二。

该公司法人治理结构健全，股东大会、董事会、监事会各尽其责、规范运作。弘毅投资的加入有望使公司更好地实现从传统国有企业向高度市场化企业的转型，改善公司内部治理结构，提高内部管理效率。

2013年，该公司全资子公司上海环境投资有限公司（以下简称“环境投资”）将下属全资子公司上海环境油品发展有限公司（以下简称“环境油品”）100%股权与上海城投下属全资子公司上海市环境工程设计科学研究院有限公司（以下简称“环境院”）100%股权进行置换，环境院新纳入公司合并范围，环境油品不再纳入公司合并范围。

该公司根据自身经营管理以及业务发展的需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，能较好地满足公司日常经营管理的需要。公司组织架构详见附录三。

（二）公司经营状况

跟踪期内，该公司主营业务运营稳定。2013年，为进一步优化主业结构，公司将下属环境油品股权与上海城投下属环境院股权进行了置换，当期油品销售收入有所减少，同时，受当期房地产业务结转收入较大幅度减少影响，公司营业收入有所减少。2013年，公司实现营业收入35.17亿元，同比减少32.24%。随着公司预售房地产项目收入的逐步结转和垃圾焚烧项目的逐步建成投产，公司营业收入预计将稳步增长。

1. 环境业务

跟踪期内，该公司对环境业务板块进行了整合，2013年8月，公司完成对下属环境油品与上海城投下属环境院的股权置换，环境业务向上游项目承包及设计业务延伸，逐渐实现产业链一体化运作，提高环境

业务整体竞争实力。此外，为实现环境业务的统一管理和决策，增强管理效率，2014年3月，公司收购惠乐宝中国控股有限公司对公司下属上海环境集团有限公司（以下简称“环境集团”）40%股权，实现对环境集团的全资控股；2014年4月，公司下属环境集团吸收合并公司下属环境投资，成为公司垃圾处理项目的主要运营主体。

垃圾焚烧发电业务方面，2013年，该公司新增松江天马和奉贤东石塘项目，设计处理能力分别为2000吨/天和1000吨/天，预计总投资分别为21.7亿元和8亿元。截至2014年3月末，公司已在上海江桥、成都、威海、青岛、上海金山、漳州、南京、太原、上海松江、上海奉贤等地拥有10个生活垃圾焚烧厂，总设计处理能力达到13550吨/日。其中，上海江桥、成都、威海、青岛和上海金山项目已正式投入商业（试）运营，2013年合计处理垃圾量达224.58万吨，上网售电量39680万度。依靠股东支持及多年的运营经验，公司环境业务在资金实力、市场规模、技术经验及人员储备等方面保持行业领先地位，具有较强的竞争力。

图表 1. 公司垃圾焚烧发电项目情况（截至2014年3月末）

地理位置	状态	股权比例	达产时间	特许经营期	日处理能力(吨)	2013年日均处理量(吨)
上海江桥	运营	60%	2005	20年	1500	1477
成都	运营	100%	2009	25年	1200	1395
威海	运营	100%	2012	25年	700	781
青岛	运营	100%	2013	27年	1500	1435
上海金山	运营	100%	2014	30年	800	/
漳州	在建	100%	/	30年	1050	/
南京	在建	100%	/	30年	2000	/
太原	在建	65%	/	27年	1800	/
上海松江	在建	99.29%	/	30年	2000	/
上海奉贤	在建	80%	/	30年	1000	/

资料来源：城投控股

垃圾填埋业务方面，该公司拥有上海老港四期、上海崇明、江苏淮安¹、浙江宁波和浙江奉化等5个填埋场，总处理能力约为7500吨/日，2013年填埋垃圾共计35.12万吨。此外，公司上海老港垃圾填埋气发电项目2013年上网售电量为9261.40万度。

垃圾中转业务方面，该公司在上海建设了黄浦、杨浦、浦东、虹口和崇明等5个大型生活垃圾中转站，总处理能力为3460吨/日，2013

¹ 淮安项目特许经营期已于2013年到期，公司已将其正式移交给政府。

年中转垃圾共计 92.98 万吨。

总体来看，该公司环境业务运营稳健，2013 年股权置换后，公司环境业务板块新增项目承包及设计收入，收入较大幅度增加，全年实现环境业务收入 7.41 亿元，毛利率为 28.28%。公司股权置换后，环境业务产业链更加完善，下属子公司吸收合并后，管理效率有望增强，且公司新增两个垃圾焚烧项目，垃圾处理能力进一步增强，公司环境业务具有较大的发展空间。

2. 房地产业务

2013 年，该公司房地产业务发展稳定，全年新开工面积 40 万平方米，竣工面积 66 万平方米，总结转面积 27.70 万平方米。其中，保障房新开工面积 31.80 万平方米，竣工面积 66 万平方米，总结转面积 27.68 万平方米，实现收入 21.39 亿元，占房地产业务收入的 98.18%。

图表 2. 公司主要房地产项目累计销售情况（截至 2013 年末）

项目	签约销售面积 (万平方米)	签约销售金额 (亿元)	结转面积 (万平方米)	结转金额 (亿元)	项目性质
韵意项目	43.43	35.96	22.39	17.77	保障房
泗泾拓展基地 C、D 地块	33.00	28.65	1.38	0.87	保障房
诸光路二号地块	5.07	3.69	0	0	保障房
露香园项目	2.46	16.33	0	0	商品房
新江湾城 C4 地块	0.61	4.01	0	0	商品房
“湾谷”科技园	11.78	19.86	0	0	商业地产
合计	96.35	108.50	23.77	18.64	

资料来源：城投控股

该公司是上海市保障性住房建设的主力军之一，保障房选房率持续保持全市领先，2013 年，公司保障房项目实现销售面积约 29.18 万平方米，销售回笼资金约 28 亿元。公司目前在建保障房项目包括韵意等 7 个项目，预计总投资 118.06 亿元，截至 2014 年 3 月末，已投资额为 55.20 亿元。

图表 3. 公司保障房项目建设情况（截至 2014 年 3 月末）

项目	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
韵意项目	22.91	49.11	34.21	19.05	2016.06
松江韵意洞泾南拓展 项目（动迁房）	6.81	14.61	15.87	4.89	2015.12
松江韵意洞泾南拓展 项目（经适房）	5.04	15.18	16.99	6.14	2015.12
青浦区诸光路大型居 住区二号地块	11.05	22.71	3.99	1.98	2015.06
青浦华新拓展基地	7.19	17.98	12.11	6.73	2015.06
泗泾拓展基地 C 地块	7.07	16.78	9.96	4.92	2014.12
泗泾拓展基地 D 地块	15.83	39.40	24.93	11.49	2014.12
合计	75.90	175.77	118.06	55.20	

资料来源：城投控股

商品房开发方面，2013 年，该公司商品房项目集中上市，露香园一期首轮推出 152 套房源，新江湾城首府推盘 94 套房源，去化率良好，截至 2013 年末，露香园和新江湾城项目累计签约销售金额分别为 16.33 亿元和 4.01 亿元。此外，为增加项目储备，公司于 2014 年初成功收购“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 万平方米，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另一利润增长点。目前，公司在建商品房项目包括露香园、新江湾城 C4 地块和其越三个项目，预计总投资 135.45 亿元，截至 2014 年 3 月末，已投资额为 105.12 亿元。

图表 4. 公司商品房项目建设情况（截至 2014 年 3 月末）

项目	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
露香园项目	8	22.51	98.50	71.66	2015.09
新江湾城 C4 地块	10.81	20.97	30.72	30.27	2014.06
其越项目	1.60	5.42	6.23	3.19	2015.12
合计	20.41	48.90	135.45	105.12	

资料来源：城投控股

商业地产开发方面，该公司主要采取与实力强的合作方合作开发模式，开发风险相对较小。2013 年，公司转让上海金虹桥国际置业有限公司 30% 股权，实现投资收益 7.27 亿元；“湾谷”科技园成功引进复旦大学、市政设计院等优质客户，销售面积达到一期可售面积的 50%，截至 2013 年末，累计签约销售金额为 19.86 亿元。目前，公司在建商业地产项目主要为新江湾城科技园区一期，公司持股比例为 50%，计划总投资 47.65 亿元，截至 2014 年 3 月末，已投资额为 31.53 亿元，预计

完工日期为 2014 年 12 月。

该公司房地产业务 2013 年结转收入有所下降，全年实现房地产业务收入 21.79 亿元，同比下降 37.87%。2013 年，公司按照相关政府部门最终核定结果，调整了报告期内结转保障性住房的成本，公司房地产业务毛利率有较大幅度提升。公司目前房地产项目均处于良性的开发循环中，随着公司预收房地产款项的逐步结转，公司房地产业务收入预计将有较大幅度增加。但同时，房地产调控等政策变化以及房地产市场景气度会对公司在售商品房项目销售及资金回笼情况产生一定影响。

3. 股权投资业务

金融股权投资方面，该公司目前主要持有西部证券、光大银行和申通地铁的股份，截至 2013 年末，持股比例分别为 25.58%、0.89% 和 3.37%，2013 年，分别收到分红 2148 万元、2088 万元和 183 万元。其中，西部证券已于 2014 年 1 月解禁，2013 年末，公司持有的上市公司股权市值总计约 50 亿元。

创业投资方面，该公司以“产业+专业”为导向，先后设立上海诚鼎一期、无锡诚鼎、上海诚鼎二期、杭州诚鼎以及南京诚鼎等五支区域创投产业基金，形成了以长三角为主的区域投资布局。2013 年，公司与江苏农垦、泰州市政府成立泰州诚鼎基金，资金管理规模为 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，巴安水务成为首个成功退出项目，实现退出收益 14.8 倍、年化收益率达到 456%。此外，诚鼎母基金于 2013 年 8 月成立，注册资本 20.05 亿元，投资范围紧紧围绕公司环保、地产两大主业，并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。

整体来看，该公司股权投资业务发展势头良好，能对公司业务格局形成有效的多元化补充。公司通过资本运作，获得投资收益的同时，可对环境等主业相关产业资源进行整合，发挥公司产业优势，实现产业发展战略目标。但公司股权投资的收益率和变现能力会受到资本市场波动影响。

（三）公司财务质量

普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2011 年至 2013 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006）。

截至 2013 年末,该公司经审计的合并口径资产总额为 343.98 亿元,所有者权益为 153.88 亿元(其中归属于母公司所有者权益 142.67 亿元);2013 年实现营业收入 35.17 亿元,净利润 14.30 亿元(其中归属于母公司所有者的净利润 13.79 亿元)。截至 2014 年 3 月末,公司未经审计的合并口径资产总额为 346.47 亿元,所有者权益为 146.47 亿元(其中归属于母公司所有者权益 143.03 亿元);2014 年第一季度,公司实现营业收入 16.06 亿元,净利润 2.69 亿元(其中归属于母公司所有者的净利润 2.64 亿元)。

该公司营业收入受房地产业务结转收入减少影响有所减少,但公司环境业务整合后,盈利稳定性有所增强。公司资本结构稳定,资产负债率保持在较低水平。公司刚性债务规模较大,存在一定的刚性债务偿付压力,但公司债务结构较合理,主业现金回笼能力较强,货币资金储备较充裕,且持有的金融类股权变现价值高,外部融资渠道较畅通,整体债务本息偿付能力强。

(四) 公司抗风险能力

1. 内部治理结构有所优化,管理效率有望提高

该公司成功引入战略投资者弘毅投资,有助于公司更好地实现从传统国有企业向高度市场化企业的转型,改善公司内部治理结构,提高内部管理效率。

2. 环境业务逐渐实现一体化运作,竞争力进一步增强

该公司完成对环境院的股权置换,环境业务向上游项目承包与设计业务拓展,产业链更加完善,竞争力进一步增强。此外,公司收购外方股东对下属环境集团 40%的股权,环境集团吸收合并环境投资,有助于公司实现对环境业务运营主体的统一管理和决策,降低管理成本,增强管理效率。公司新增两个垃圾焚烧项目,垃圾处理能力进一步增强。整体来看,公司环境业务具有较大的发展空间。

3. 房地产业务保持较高的资金回笼保障能力

该公司房地产业务仍以保障房项目为主,商品房和商业地产集中在上海核心地区,具有较强的品牌影响力和成本优势,资金回笼保障程度较高。

4. 财务结构较为稳健，债务保障程度高

该公司资本实力较强，财务结构较为稳健，盈利稳定性强，能对债务偿付提供较强保障。公司市场融资能力强，融资成本较低，且持有的金融类股权流动性强、变现价值高，能对债务偿付提供进一步支撑。

5. 能得到股东较大的支持

该公司股东上海城投资本实力雄厚，能对公司在业务运营、资金等方面提供较大的支持，进一步增强公司的债务偿付能力。

五、公司盈利能力及偿债能力

（一）公司盈利能力

2013 年，受房地产业务结转收入减少影响，该公司营业收入有所减少，全年实现营业收入 35.17 亿元，同比减少 32.24%，2014 年第一季度，营业收入为 16.06 亿元。公司目前收入仍主要来源于房地产业务，2013 年，房地产业务收入占比为 61.95%。公司环境业务逐渐实现一体化运作，随着上游项目承包及设计业务的增加以及在建筑垃圾焚烧项目的逐渐投产，环境业务收入贡献度预计将有所加大。此外，随着公司预售房地产项目款项的逐步结转，公司营业收入预计将保持稳步增长。

2013 年，该公司按照相关政府部门最终的核定结果，调整了报告期内结转保障性住房的成本，公司房地产业务毛利率较大幅上升，综合毛利率较 2012 年有所提升。2014 年第一季度，公司综合毛利率为 28.60%。公司环境业务向上游项目承包及设计延伸，加之内部子公司间的股权整合，公司环境业务盈利能力有望得到增强；公司房地产业务收入目前仍主要来源于保障性住房，毛利率水平相对较低，随着销售商品房收入的逐步结转，公司房地产业务毛利率预计将有所上升，但房地产调控政策及房地产市场景气度会对公司商品房销售、资金回笼及盈利能力产生一定影响。

受益于环境业务的整合，该公司经营性业务利润水平有所提高，投资收益对利润总额的贡献比重有所下降，整体盈利稳定性有所增强。2013 年，公司投资净收益为 9.54 亿元，利润总额为 18.69 亿元，经营性业务利润占利润总额的比重为 47.92%，较 2012 年提高 17.14 个百分点。其中，投资净收益主要为公司转让金虹桥项目 30% 股权实现的收益，共计 7.27 亿元。2014 年第一季度，公司实现利润总额 3.49 亿元。

（二）公司偿债能力

该公司负债规模有所增加，资产负债率有所提高但仍保持在较低水平，整体资本结构稳定。2013 年末，公司负债总额为 190.10 亿元，同比增加 26.30%，资产负债率为 55.27%，较 2012 年末提高 4.57 个百分点。2014 年 3 月末，公司负债总额和资产负债率分别为 200.00 亿元和 57.72%。

债务构成方面，该公司负债主要集中在银行借款、应付债券等刚性债务以及预收款项和应付账款。截至 2013 年末，公司刚性债务总额为 114.93 亿元，占负债总额的 60.46%，其中短期刚性债务 51.31 亿元，存在一定的刚性债务偿付压力。2013 年末，公司预收款项增幅较大，同比增长 119.80%，主要为房地产预售款项增加。

2013 年，该公司担保企业上海百玛士绿色能源有限公司破产清算，公司支付了为其提供担保的 1.12 亿元款项。截至 2013 年末，公司无对外担保事项。

该公司环境业务和保障房项目交易对手主要为地方政府，现金流入较稳定，业务回笼资金能力较强，2013 年营业收入现金率为 159.87%。2014 年第一季度，由于营业收入中较大部分为 2013 年房地产预收账款结转，营业收入现金率降低至 70.11%。2013 年，公司房地产销售资金回笼增加，房地产开发支出减少，当期经营活动现金净流入 6.16 亿元，能对债务偿付形成一定保障。2014 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 -4.46 亿元。投资活动现金流方面，2013 年，公司转让金虹桥项目 30% 股权，当期投资活动现金净流入 3.21 亿元；2014 年第一季度，公司收购上实项目 100% 股权和环境集团 40% 股权，当期投资活动现金净流出 31.46 亿元。

随着经营利润的逐年积累，该公司资本实力逐渐增强，2013 年末，公司所有者权益为 153.88 亿元。受公司收购外方股东持有的环境集团 40% 股权影响，2014 年 3 月末，公司少数股东权益较 2012 年末减少 7.75 亿元，所有者权益为 146.47 亿元。随着业务规模的不断扩大，公司资产总额稳步上升，2013 年末，公司资产总额为 343.98 亿元，同比增长 15.86%，2014 年 3 月末为 346.47 亿元。

从资产构成情况看，该公司存货仍在资产中占比最大，2013 年末存货占资产总额的比重为 45.85%，占流动资产的比重为 77.25%，主要为房地产开发成本，公司商品房和商业地产项目均处于上海市区核心地

段，具有较强的成本优势。公司非流动资产以长期股权投资和无形资产为主，其中长期股权投资主要为公司对联营企业和西部证券股份的投资，西部证券 2013 年末账面价值 18.68 亿元，已于 2014 年 1 月解禁；无形资产主要为 BOT 特许经营权。长期股权投资有利于公司实现投资收益，无形资产则保证了公司环境业务收入的稳定性。整体来看，公司资产质量保持在较高水平。

（三）外部支持

该公司具有良好的偿债信誉，与多家商业银行建立了良好的长期合作关系。截至 2014 年 3 月末，公司合并口径已获得商业银行授信总额为 162.49 亿元，其中尚未使用的授信余额为 92.28 亿元，间接融资渠道较顺畅，且具有较强的融资成本优势。公司控股股东上海城投 2013 年末总资产规模为 3625.11 亿元，资本实力雄厚，能对公司在业务运营、资金等方面提供较大的支持，进一步增强公司债务偿付的保障能力。

六、公司过往债务履约情况

根据该公司 2014 年 5 月 16 日《企业基本信用信息报告》和 2013 年审计报告披露信息，公司无债务违约记录。此外，公司已发行但尚未到期的债券如下，每年付息正常。

图表 5. 公司本部及合并报表范围内子公司已发行但尚未到期的债券

债券类型	债券名称	发行金额 (亿元)	发行日期	发行期限 (年)
公司债	09 城控债	20	2009/9/11	5
中期票据	14 沪城控 MTN001	20	2014/4/21	5
非公开定向债务融资工具	13 沪城投 PPN001	6	2013/9/6	3 (2+1)
中期票据	11 沪环境 MTN1	3	2011/2/17	5
中期票据	12 沪环境 MTN1	4	2012/11/9	5

资料来源：城投控股

七、结论

该公司成功引入战略投资者弘毅投资，内部治理结构有所优化，管理效率有望增强。公司环境业务逐渐实现一体化运作，竞争力进一步增强；房地产业务增加了土地储备，随着在售商品房项目收入的逐步结转，收入和盈利能力预计将有所提升；股权投资业务发展稳健，能对公司经

营业绩提供较好的支撑。公司营业收入受房地产业务结转收入减少影响有所减少，但整体盈利稳定性强。公司资本结构稳定，资产负债率保持在较低水平。公司刚性债务规模较大，存在一定的刚性债务偿付压力，但公司主业现金回笼能力较强，货币资金储备较充裕，且持有的金融类股权变现价值高，外部融资渠道较畅通，整体债务本息偿付能力强。

同时，我们仍将持续关注（1）房地产调控政策及房地产市场景气度对公司商品房和商业地产项目的建设、资金回笼和对外融资等形成的影响；（2）公司后续项目拓展等的投融资安排；（3）资本市场波动对公司金融股权投资和创业投资业务的影响。

附录一：

信用等级符号及定义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义	
投 资 级	AAA 级	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 级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	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 级	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 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

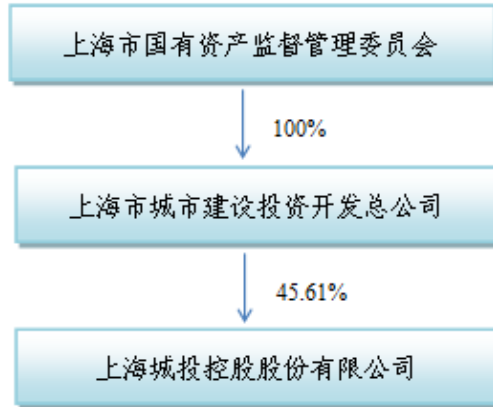
本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义	
投 资 级	AAA 级	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 级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	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 级	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 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

附录二：

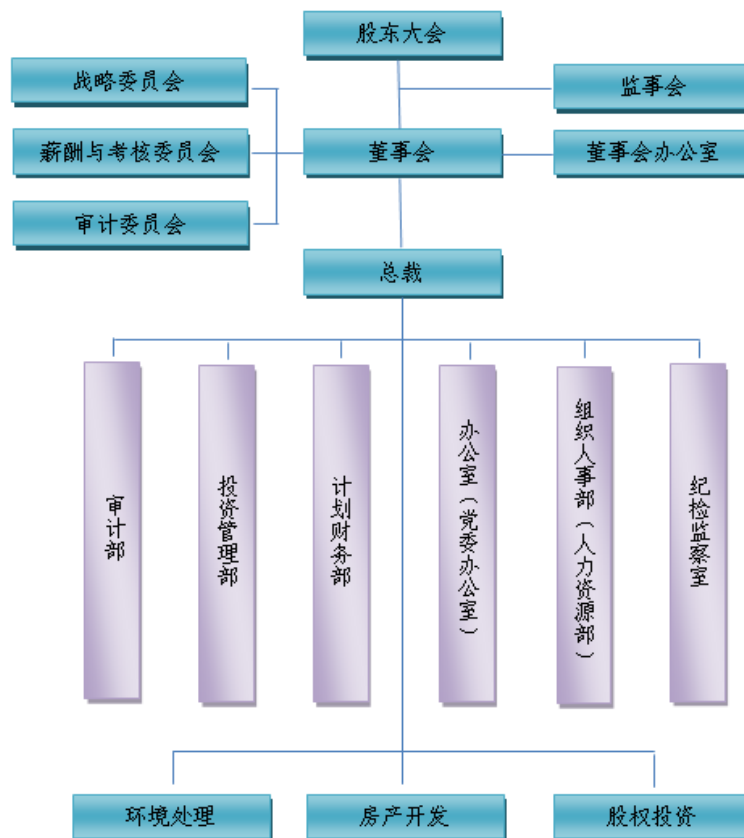
公司与实际控制人关系图



注：根据城投控股提供的资料绘制（截至 2014 年 3 月末）

附录三：

公司组织结构图



注：根据城投控股提供的资料绘制（截至 2014 年 3 月末）

附录四：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司持股 比例 (%)	主营业务	备注
全称	简称			
上海城投控股股份有限公司	城投控股	本部	-	本部
上海城投置地(集团)有限公司	置地集团	100%	房地产开发	一级子公司
上海环境集团有限公司	环境集团	60% ²	垃圾处理	一级子公司
上海环境投资有限公司 ³	环境投资	100%	垃圾处理	一级子公司
上海诚鼎创业投资有限公司	诚鼎创投	43.75%	股权投资	联营企业

注：根据城投控股 2013 年度审计报告附注整理

² 2014 年 3 月，公司收购惠乐宝中国控股有限公司对环境集团 40% 股权，实现对环境集团的全资控股。

³ 2014 年 4 月，公司下属环境集团吸收合并环境投资，并承接环境投资的所有业务、债权及债务，环境投资解散。

附录五:

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2011年	2012年	2013年	2014年 第一季度
资产总额[亿元]	277.06	296.89	343.98	346.47
货币资金[亿元]	18.17	17.50	34.74	18.65
刚性债务[亿元]	88.37	96.68	114.93	136.74
所有者权益[亿元]	136.82	146.38	153.88	146.47
营业收入[亿元]	46.85	51.90	35.17	16.06
净利润[亿元]	11.38	13.91	14.30	2.69
EBITDA[亿元]	20.94	25.09	26.63	—
经营性现金净流入量[亿元]	5.05	-7.92	6.16	-4.46
投资性现金净流入量[亿元]	-5.25	4.98	3.21	-31.46
资产负债率[%]	50.62	50.70	55.27	57.72
长期资本固定化比率[%]	55.92	68.34	62.35	61.16
权益资本与刚性债务比率[%]	154.82	151.40	133.88	107.11
流动比率[%]	210.38	156.84	170.53	176.29
速动比率[%]	30.04	28.18	38.06	24.37
现金比率[%]	23.01	16.50	29.04	15.98
利息保障倍数[倍]	2.44	2.20	2.19	—
有形净值债务率[%]	120.70	120.10	144.88	162.06
营运资金与非流动负债比率[%]	142.69	136.26	119.96	107.30
担保比率[%]	0.62	0.46	0.00	—
应收账款周转速度[次]	21.56	42.14	30.99	—
存货周转速度[次]	0.28	0.30	0.15	—
固定资产周转速度[次]	4.32	7.61	11.22	—
总资产周转速度[次]	0.17	0.18	0.11	—
毛利率[%]	23.81	21.32	39.64	28.60
营业利润率[%]	30.64	37.36	52.58	21.48
总资产报酬率[%]	7.12	8.05	7.80	—
净资产收益率[%]	8.54	9.82	9.53	—
净资产收益率*[%]	8.91	10.30	9.90	—
营业收入现金率[%]	122.89	92.95	159.87	70.11
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.13	-8.55	5.46	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.72	-5.45	3.62	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.24	-3.17	8.30	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.15	-2.02	5.51	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.67	2.38	2.33	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.27	0.25	—

注: 根据城投控股经审计的2011~2013年度及未经审计的2014年第一季度财务数据整理计算。

附录六：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初负债总额+期末负债总额)/2×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销