



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪002号

上海浦东路桥建设股份有限公司：

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“上海浦东路桥建设股份有限公司2011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，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持贵公司本次债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年三月三十一日

上海浦东路桥建设股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	上海浦东路桥建设股份有限公司		
发行规模	人民币 7 亿元		
存续期限	2011/10/24-2016/10/23		
上次评级时间	2015/04/02		
上次评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望：稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望：稳定

基本观点

上海浦东路桥建设股份有限公司（以下简称“浦东建设”或“公司”）通过并购浦建集团并积极发挥协调效应，项目承揽能力明显提升，2015 年四季度以来施工业务新签订单呈现较为稳定的回升态势；同时，公司积极研究创新项目投资运营方案，加快基础设施项目投资由 BT 业务模式向 PPP 业务模式的转变，其当年投资项目储备亦有所回升；并且，当前公司现金流稳定，备用流动性充裕，为其新项目的开展奠定良好的资金基础。同时中诚信证评也关注到公司业务发展受地方政府政策的影响较大、当前项目区域集中度仍属较高等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持浦东建设主体信用等级 AA，评级展望为稳定；维持“上海浦东路桥建设股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别为 AA。

正面

- 区域项目承接能力较强。公司隶属于浦东新区国资委，在浦东新区基础设施投资和建筑施工领域具有较高的市场占有率，短期内浦东新区仍将处于较高强度的基建投入阶段，基于品牌优势和股东的资源优势，公司在浦东新区项目承接能力较强，可获得较好的发展机会。
- 并购浦建集团使业务领域扩大，订单有所回升。2014 年并购浦建集团后公司施工业务领域得到拓宽，项目承揽能力明显提升，2015 年签订施工总承包项目合同金额达 19.68 亿元，高于上年水平，订单出现较为稳定的回升态势，为公司未来主营业务保持稳定奠定良好基础。
- 债务规模大幅下降，财务结构稳健。2015 年公司业务资金需求量有所下降，同时基于较为可观的回购资金的补充，公司偿付了大笔刚性负债，年末总债务大幅下降了 59.58% 至 19.37 亿元，当前财务结构稳健性良好。

概况数据

浦东建设	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	67.54	64.48	68.02
总资产（亿元）	158.81	149.04	133.64
总债务（亿元）	55.82	47.92	19.37
营业总收入（亿元）	38.25	37.65	31.64
营业毛利率（%）	28.52	13.16	10.79
EBITDA（亿元）	15.09	8.47	7.58
所有者权益收益率（%）	13.39	6.93	7.06
资产负债率（%）	57.47	56.74	49.11
总债务/EBITDA（X）	3.70	5.66	2.56
EBITDA 利息倍数（X）	4.38	2.28	3.77

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、上表 2013 年财务数据为并购浦建集团追溯调整后的数据；

分析师

刘兰 lanliu@ccxr.com.cn

陈彦 ychen@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 3 月 31 日

关 注

- 业务开展受政策影响较大。基础设施项目的实施由所在地产业政策及发展规划等决定，公司项目承接的连贯性受政策调整的影响较大，且随着地方债管理新规的出台，公司原有的基建投融资模式也亟需转型，其业务的开展受政策影响较大。
- 项目区域集中度较高。公司主要立足于上海浦东新区城市建设，当前项目仍主要位于浦东新区，区域集中度明显，对浦东新区的地方财政及信用状况的依赖也较高。

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评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，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遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及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、本评级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。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

基本分析

公司系浦东新区国资委旗下路桥施工的骨干企业，2014年并购了上海市浦东新区建设（集团）有限公司（以下简称“浦建集团”）获得了房建、桥隧等多项优质施工资质。公司利用多年积累的项目管理技术和品牌优势，积极向产业链上游延伸，通过大力发展基础设施项目投资业务，施行项目投资业务拉动传统施工业务的经营策略，利润结构逐步转向投资收益和施工收益并举。目前公司主要业务包括基础设施项目投资、建筑工程施工、沥青砼及相关产品生产销售和环保业务等，项目主要集中于长三角等经济发达地区。

2015年公司实现主营业务收入31.56亿元，其中施工工程项目收入（含建筑市政施工收入和项目工程管理收入）30.39亿元，占比达96.29%，沥青砼及相关产品生产销售和环保产业收入合计占比为3.71%。2015年公司确认的项目工程管理收入继续大幅下滑，2013-2015年项目工程管理收入占路桥施工工程项目收入比率分别为21.81%、4.38%和0.58%，也直接导致了公司2015年营业收入同比下降了15.91%。从营业收入的区域构成来看，2015年来自上海地区（主要为浦东新区）的收入占比为80.53%，上海以外地区的收入占比则为19.47%，上海地区仍系公司业务发展的主要区域，不过同时上海以外地区的收入占比较上年继续增加了6.88个百分点。

浦东新区经济平稳发展，财政实力稳步提升，对新兴领域和重点项目的开发力度较大，短期内浦东新区仍将处于较高强度的基建投入阶段，为公司创造了有利的业务发展环境

公司在浦东新区基础设施投资和建筑施工领域具有较高的市场占有率。浦东新区是上海市经济发展的龙头，其多年来不断完善基础设施和配套功能，且出台了多项优惠政策，吸引了国内外大批企业在浦东聚集。近年来浦东新区致力于产业转移和升级、转变经济发展方式和推动制度创新方面，初步建立起了外向型、多功能、现代化的新城区框架，形成了金融贸易、高科技、现代物流、房地产、会展旅游等优势主导产业。

根据浦东新区《政府工作报告》，2015年，浦东新区全力推进自贸试验区建设和科创中心建设，经济社会保持平稳健康发展，经济运行总体平稳，地区生产总值比上年增长9.1%，过去五年年均增长9.8%。全社会固定资产投资超过1700亿元，过去五年累计超过8000亿元；第三产业增加值占地区生产总值的比重达到72%，服务经济为主的产业结构进一步巩固；一般公共预算收入比上年增长13.7%，总量是五年前的1.85倍；社会民生不断改善，居民人均可支配收入比上年增长8.6%，其中农民人均可支配收入比上年增长10%以上。

2015年，浦东新区城市建设管理进一步加强。重大基础设施加快推进。中环线浦东段东段建成通车，杨高路改建工程开工，迪士尼外围市政配套、东靖路等大居市政配套项目基本建成；加快轨道交通建设，迪士尼专线建成，9号线东延伸段、10号线二期、13号线二期三期、14号线、18号线加快推进；配合推进了周家嘴路隧道等一批越江交通建设，同时，一批道路、桥梁、河道得到修缮整治。

2016年，浦东新区将高品质地推进重点区域开发，加快国际旅游度假区、临港、世博前滩、航空城等新兴区域的功能培育，加强对周边区域辐射带动；高标准建设综合交通体系，完善快速骨干路网，推动S3高速路建设，东西通道、杨高路改建工程加快推进，推动龙水南路、江浦路等隧道建设，同时提升综合交通枢纽功能，配合推进浦东机场扩建工程、洋山深水港四期、沪通铁路建设，逐步构建衔接国际国内、辐射周边区域的“公铁海空”一体化综合交通体系。

总体来看，“十三五”期间浦东新区仍将处于较高强度的基建投入阶段，并且浦东新区的财政实力保持着一定的增长态势，也保障了新区对新兴领域和重点项目的资金投入需求，公司仍面临着良好的市场发展机遇。

2015年公司施工业务在建项目实现工作量同比下降，施工业务收入有所下滑。不过通过并购浦建集团并积极发挥协调效应，公司项目承揽能力明显提升，2015年四季度以来新签订单呈现较为稳定的回升态势

施工业务系公司传统主业，主要集中于上海地区和江苏、浙江等长三角地区，圆满完成了浦东新区及无锡、常州等长三角地区多省市快速路、骨干路、高架立交等城市路网、高等级公路、停车场、垃圾焚烧厂、保障房等一系列重大公共基础设施项目的建设。公司施工业务按经营模式可分为市场化独立竞标模式和配套基础设施投资项目的模式，致力于实施以投资带动施工业务的发展模式。2014年8月浦建集团业务正式并入公司，公司新增房屋建筑工程施工总承包国家壹级资质、地基与基础工程专业承包国家壹级资质、建筑装修装饰工程专业承包国家壹级资质和河湖整治工程专业承包国家贰级资质，施工业务领域得到拓宽，项目承揽能力明显提升。

2015年，公司施工总承包在建项目共计15项，各重点项目进度均实现了年度目标。其中，长达23公里的浙江诸暨31省道项目是公司近年来承接的最大规模公路工程，项目含四桥一隧，山体挖方量超200万方，下穿杭金衢高速公路的横山岗隧道工程和最大跨径达130米的浦阳江大桥已于2015年10月顺利贯通、合拢。从收入实现情况来看，因在建项目实现工作量少于上年，2015年公司施工业务实现收入30.21亿元，同比下降12.78%。

表1：2015年公司主要施工合同情况

序号	合同内容摘要	合同金额 (万元)
1	31省道诸暨王家湖至五泄段改建工程	89,600
2	中环线浦东段(军工路越江隧道-高科中路)新建工程 3标	46,200
3	金科路(张家浜-杨高北路)新建工程	43,200

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

依托于基建投资项目的带动及当前丰富且优质的施工资质，公司仍保持着较强的工程接单能力。2015年公司签订施工总承包项目合同金额总计19.68亿元，高于上年水平，其中包括在水利项目市场的新突破，即合同金额为6,800万元的上海浦东曹家沟、川杨河西段河道维护疏浚工程；新签合同所处区域仍以浦东新区为主。自2015年第四季度以来，公司新签重大合同共计10.4亿元，订单出现较为稳定的回升势态，为公司未来主营业务保持稳定奠定良好基础。截至2015年12月31日，公司市政和

沥青施工在手未完成合同金额约9.52亿元，也略高于上年水平，施工项目储备情况良好。

沥青业务为公司传统的优势业务，公司在多种沥青路面材料和技术方面具有行内领先水平，系公司核心竞争力之一。2015年沥青路面摊铺项目实现产值4.43亿元，其中上海区域的迪士尼配套、中环线17标等多个项目摊铺任务顺利完成；全年完成沥青砼生产91.47万吨，其中内部使用76.79万吨，实现外部销售14.68万吨。从收入实现情况来看，2015年公司沥青砼及相关产品实现销售收入1.14亿元，同比增长了3.82%。

公司环保产业包括飞灰处置、炉渣处置及销售和混凝土销售等，2015年实现业务收入0.03亿元，其业务规模较小，对公司主营业务的支撑有限。

2015年，公司积极研究创新项目投资运营方案，加快基础设施项目投资由BT业务模式向PPP业务模式的转变，当年投资项目储备有所回升

在基础设施项目投资业务方面，公司主要立足于上海浦东新区并面向长三角等经济发达地区，长三角经济发达地区地方政府较强的财力实力可为公司后期投资收益实现如期回款提供较好支撑。公司重点投资快速路、骨干路等城市路网以及高等级公路的建设，累计投资规模已超过280亿元。同时，公司已形成了较为成熟的基础设施投融资、施工管理一体化的项目运作模式，为其加快由BT业务模式向PPP业务模式的转变提供了有利条件。

截至2015年末，公司在江浙沪地区控股4家项目公司，分别为上海北通投资发展有限公司（以下简称“北通公司”）、上海浦兴投资发展有限公司（以下简称“浦兴公司”）、无锡普惠投资发展有限公司（以下简称“普惠公司”）、诸暨浦越投资有限公司（以下简称“浦越公司”）和2014年新设立的上海浦川投资发展有限公司（以下简称“浦川公司”）。

浦兴公司是公司开展基础设施投融资业务的最大平台，截至2015年末，浦兴公司共实施了95个BT项目，主要分布于上海市浦东新区和常州市武进区，合同总金额达到94.13亿元，其中已完成回购项目共37个，33个项目处于回购期，建设期项目则约

有25个。近三年来浦兴公司主要项目来源于迪士尼市政配套道路项目，迪士尼及周边地区共投资约1,000亿元以上，其中浦东新区负责实施核心区“四个一”工程和外围配套道路，配套工程总投资可达到330多亿元，而浦兴公司负责的6个迪士尼项目配套路桥工程合同回购基数合计约48.86亿元；目前，浦兴公司负责的迪斯尼项目中已有唐黄路、航城路项目提前完成回购，剩余四条路正在回购中。

表 2：截至 2015 年 12 月 31 日各项目公司项目情况统计

单位：个、亿元

项目公司	股权比例	项目总数	合同总金额
北通公司	55%	4	111
浦兴公司	94.65%	95	94.13
普惠公司	99.46%	42	13.67
浦越公司	100%	1	11.35
合计	-	142	230.15

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：嘉兴浦嘉公司及安徽普安公司各有 1 个 BT 项目，均已完成回购，并已注销公司；

北通公司负责上海浦东机场北通道 BT 项目，合同总金额约 111 亿元，该项目已于 2010 年 6 月开始进入回购期，回购期为 8 年，其中 2010 年以来每年收到的回购款均在 17 亿元以上；目前，北通公司浦东机场北通道红线部分的前期费已提前完成回购，剩余部分正在回购中。考虑到浦东机场北通道工程回购工作已处于收尾阶段，北通公司的注册资本金规模远超其经营规模，且其后续无新增投资项目计划，经过协商，北通公司计划同意各股东以货币形式按持股比例将注册资本金由 304,000 万元减少至 1,000 万元。

普惠公司主要负责无锡市惠山区的市政道路 BT 项目，截至 2015 年末，普惠公司已与惠山区政府合作了 42 个 BT 项目，合同金额总计约 13.67 亿元，其中已有 39 个项目完成了回购（实际回购基数约 10 亿元），其余 3 个项目中有 1 个也已进入回购期，另有 1 个项目部分进入回购期。

浦越公司系公司在 2013 年为诸暨 31 省道王家湖至五泄段改建工程项目而设立，该项 BT 工程合同总金额为 11.35 亿元，回购期为 2016-2018 年。另外，2014 年公司与浦东新区川沙新镇政府为配套次干道中的川周公路、新川路、河滨路和川黄路等

四条道路的投资建设签订框架协议，同期注册设立了项目公司浦川公司。

表 3：截至 2015 年 12 月 31 日公司投融资项目分类情况

单位：个

所处阶段	所处领域		所处区域		
	市政道路	浦东	浙江	江苏	安徽
已完成回购	79	30	1	47	1
已建成	37	11	-	26	-
建设中	28	4	1	23	-
合计	144	45	2	96	1

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2015 年 12 月 31 日，公司累计完成和在建 BT 投资项目共计 144 个（细分至子项目），合同投资总金额合计约 233.6 亿元。所有项目中，已完成回购的项目有 79 个，正处在回购期的项目 37 个（其中 2013-2015 年收到的回购款分别约为 24 亿元、25 亿元和 45 亿元），另有 28 个项目尚在建设期。公司运作的 BT 项目处于经济发达的长三角地区，合作的各级地方政府财政实力均较为雄厚，截至 2015 年末各项目的回款率均为 100%。

2014 年国家严控地方政府债务规模，影响长三角地区的基础设施项目投资量急剧缩减，公司当年仅新增了常州市武进区市政道路 BT 项目（回购方为常州市武进区建设局，合同总金额为 2.44 亿元）。2015 年我国供给侧改革出台，国家提出加快城镇化建设、推进新农村建设，加大“一带一路”的金融支持，基建项目有望直接受益，2015 年公司新增投资项目金额达到 33.53 亿元，投资项目储备也有所回升。

2015 年公司新增投资项目主要包括杨高路（世纪大道-浦建路）改建工程项目和川沙广场改建后形成的停车场特许经营项目。其中，杨高路（世纪大道-浦建路）改建工程位于浦东新区花木行政中心，项目成交金额为 27.58 亿元，工程建设计划于 2016 年 4 月开工、2018 年 10 月竣工；该项目采用建设运营一体化模式，运营期 11 年，运营环节涵盖养护、大中修以及地下空间运营，项目公司将通过可用性付费、地下空间运营净收益、运维绩效服务费三方面回收投资及获得合理收益。川沙广场改建、华东路东侧地块绿化项目投资暂定为 1.67 亿元，项目建设期暂定为 1 年，运营期限为 30 年，

川沙广场改建后形成的停车场由浦东新区川沙新镇人民政府以有偿方式授予公司特许经营权，运营期30年届满后由川沙政府无偿收回特许经营权。此外，2015年以来公司还结合战略转型方向，继续积极跟踪考察其他市政、公路、水务PPP项目及环保类项目。

PPP将成为我国下一阶段基础设施建设的重要模式，基于公司有着十多年成熟的基础设施项目投融资建设运作经验，其转型发展的基础条件较好，仍可在相关业务领域保持一定的竞争优势

“十三五”时期浦东新区经济社会发展目标是，到2020年，基本建成上海“四个中心”核心功能区，基本形成具有全球影响力的科创中心核心功能区框架。其中，城市功能将进一步完善，“一轴四带”城市发展总体格局基本形成，以“主城区-新城-新市镇-村庄”为架构的四级城镇体系基本确立。浦东新区国民经济持续快速发展和“二次开发”的大力推进对区域内基础设施建设形成的一定需求拉动，为公司业务发展带来良好的区域环境。

公司在浦东新区基建投资领域的项目承接能力较强，在该区域享有较高的市场占有率。随着国家鼓励和吸引社会资本通过PPP模式参与公共设施投资成为必然选择，PPP将成为我国下一阶段基础设施建设的重要模式，而公司有着十多年成熟的基础设施项目投融资建设运作经验，转型发展的基础条件较好，在当前新的政策和经济环境下，公司在基础设施建设投资领域仍具备一定的竞争优势。2016年，公司将强化市场拓展能力建设，在做好传统的市政基础设施业务拓展的基础上，主动寻求污水处理、综合管廊、停车场、高速公路、新能源等领域项目的投资、建设施工、运营机会。在市场区域上，公司将继续深耕长三角区域，并稳步开拓长三角以外区域市场。

公司融资渠道多样且比较通畅，融资统筹能力较强，为项目投资提供了有力的资金支持，同时也有利于其控制融资成本

公司基建投资项目具有投资金额大和投资时间长的特点，且项目投资收益取决于核定的内部收

益率与项目的融资成本之间的匹配关系。公司业务模式和业务特点对其开拓融资渠道和控制融资成本提出了较高要求。

公司积极探索多渠道融资方式，近年来其融资渠道包括银行、股权、债券及证券化等多种方式，目前在银行、证券及保险三大融资体系均成功实现融资。股权融资方面，为配合迪士尼四条市政配套道路项目顺利进行，公司于2013年2月非公开发行19,480万股股票，共募集资金总额13.85亿元。债权融资主要包括银行流动资金借款、银行项目贷款、短期融资券、中期票据、公司债、资产支持票据和保险资金债权投资计划等。2015年，公司通过多种方式累计融资25亿元，其中，公司于年度内成功发行2015年度第一期、第二期超短期融资券，共募集资金6亿元；2016年3月，公司向合格投资者公开发行面值总额不超过19亿元的公司债券的批复已获中国证监会核准。另一方面，2015年公司还顺利完成了5亿元短期融资券、1.2亿元的资产支持票据、3亿元超短期融资券、30亿元保险资金债权投资计划的到期兑付工作。

总体来看，短期内上海市浦东新区的基础设施投资在经历世博会、迪士尼的建设高峰后处于相对低谷期，公司业务发展略有放缓；长期来看，“一带一路”战略推动和国内城市更新等将成为推动我国基础设施发展的重要力量，并且国家对PPP模式的推广也为行业内企业带来巨大的市场机遇。公司正致力于由项目投融资建设向项目策划、投融资、建设施工、项目运营转型，基于其优质且完善的施工资质、多年的基建项目投融资经验及较强的融资统筹能力，公司在基础设施建设投资领域可保持持续竞争优势，未来业务有望保持稳定发展。

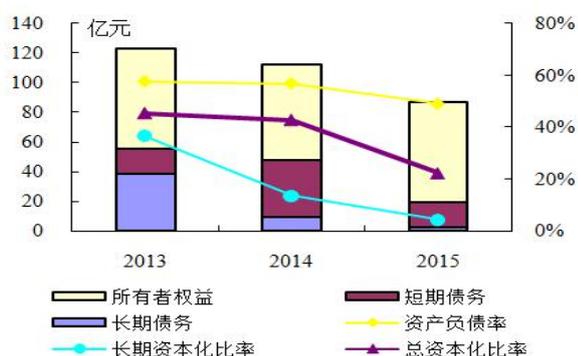
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经众华会计师事务所审计，并出具标准无保留意见的2013年、2014年财务报告，经立信会计师事务所审计并出具标准无保留意见的2015年财务报告，其中2013年末财务数据为并购浦建集团追溯调整后的数据。

资本结构

2015年公司项目投资业务量继续下降，债务规模进一步缩减，资产规模亦有所减少。截至2015年12月31日，公司资产总额为133.64亿元，较年初下降10.33%；负债总额65.63亿元，较上年大幅减少22.39%；同期资产负债率和总资本化率分别由年初的56.74%和42.64%降至49.11%和22.17%（图1），公司负债水平进一步下降，财务结构稳健性良好。

图 1：2013~2015 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，受业务特点影响，公司资产主要反映 BT 项目的投资成本和施工项目成本，表现为一年内到期的非流动资产、长期应收款和存货。截至 2015 年 12 月 31 日，公司一年内到期的非流动资产和长期应收款分别为 18.14 亿元和 57.81 亿元，存货余额则为 20.95 亿元，占当年总资产的比例分别为 13.57%、43.26%和 15.68%。其中，一年内到期的非流动资产均系一年内到期的 BT 项目回购款；长期应收款中，处于回购期和建设期的 BT 投资成本占比分别为 70.43%和 29.57%，建设期的 BT 项目主要为部分迪士尼市政配套道路项目和张村、北外环等项目；处于回购期的 BT 项目主要为浦东新区的北通道项目绿线部分的前期费、绿线和红线部分的工程费，以及六奉公路、秀浦路，常州的广电东路、虹西路、果香路等项目。

表 4：2013~2015 年公司债务结构分析

财务指标	单位：亿元		
	2013	2014	2015
短期债务	17.02	37.97	16.37
长期债务	38.79	9.95	3.00
总债务	55.82	47.92	19.37
长短期债务比 (X)	0.44	3.82	5.47

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年公司 BT 项目回购款同比增长较多且各类项目投入有限，因此公司债务规模进一步缩减，2015 年末总债务由年初的 47.92 亿元大幅减少至 19.37 亿元。2015 年公司完成了 30 亿元保险资金债权投资计划的兑付，短期债务规模由上年的 37.97 亿元下降至 16.37 亿元；另一方面，公司“11 浦路桥”公司债将于 2016 年 10 月到期，其 2015 年末长期债务余额仅为 3.00 亿元的中期票据，当期长短期债务比为 5.47。尽管公司 2015 年末长短期债务比进一步上升，但因其当前债务规模已属有限，即期偿付压力可控。

总体来看，随着施工业务和投资业务当期投入放缓，公司业务资金需求量有所下降，同时基于较为可观的回购资金的补充，公司偿付了大笔刚性负债，债务规模大幅减少，当前财务结构稳健性良好。

盈利能力

图 2：2013~2015 年公司盈利能力分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受施工项目工作量确认和BT项目审价结算时点的影响，公司营收规模有所波动，2013-2015年分别实现营业收入38.25亿元、37.65亿元和31.64亿元，2013年和2014年同比增长率分别为-1.57%和-15.98%。其中2015年收入大幅下降除了系在建项目实现工作量减少之外，另一主要原因则系当年结转的BT项目管理收入相比2013年和2014年下滑明显。

从主要业务板块的收入和毛利情况来看，2015 年公司建筑市政施工板块新签订单情况稳定，但在建项目实现工作量有所减少，该板块实现营业收入 30.21 亿元，同比下降 12.78%；同时因当年进行审价结算的 BT 项目较少，项目管理收入由上年的 1.59 亿元进一步降至 0.18 亿元，同比下降 88.87%；最终施

工工程业务实现收入30.39亿元，同比下降16.12%。同时，项目管理收入进一步缩减也直接导致施工工程业务板块的毛利率由上年的12.66%下降至10.47%，减少了2.19个百分点。

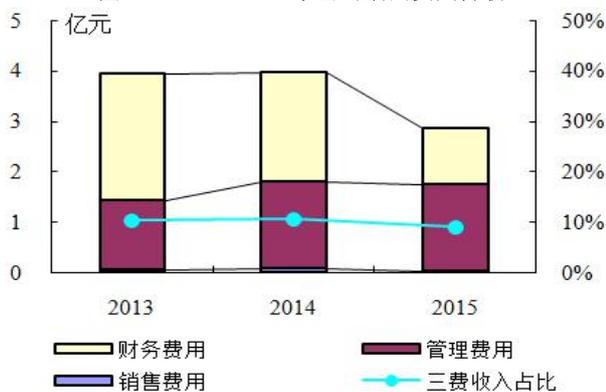
表 5：2014~2015 年公司分业务收入和毛利情况

项目	营业收入（亿元）		毛利率（%）	
	2015	2014	2015	2014
施工工程项目	30.39	36.23	10.47	12.66
其中：建筑市政施工	30.21	34.64	9.94	8.66
项目管理收入	0.18	1.59	100.00	100.00
沥青砼及相关产品	1.14	1.09	15.92	18.13
环保产业	0.03	0.21	38.34	27.14
合计	31.56	37.53	10.69	12.90

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2015年公司销售费用、管理费用和财务费用发生额分别为0.04亿元、1.71亿元和1.10亿元。其中，销售费用下降主要系运输费用有所下降，管理费用则基本与上年持平；而随着付息债务规模减少和基准利率的下调，公司2015年财务费用进一步大幅减少。2015年公司期间费用占营业收入的比例为9.01%，较上年的10.56%明显下降，期间费用规模有所控制。

图 3：2013~2015 年公司期间费用分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润构成来看，随着业务模式向项目专业投资管理运营方向转型，公司盈利结构也从单一的施工利润转变为投资利润、施工利润等多样化的利润结构模式，近年来项目投资收益在利润结构中占有较大比重。其中，因高毛利的项目管理收入规模大幅减少，2015年公司经营性业务亏损了0.35亿元；不过，作为利润构成的主要部分，2015年因部分BT项目提前进入回购，公司当年实现投资收益6.02亿元（其中BT项目投资收益占比87.82%），同比增长

10.91%；此外，2015年公司实现营业外损益0.45亿元，较上年的0.36亿元增长了22.74%。受此带动，2015年公司实现利润总额6.14亿元，同比增长了8.05%。

总体来看，受施工项目进展和BT项目审价结算时点的影响，2015年公司收入规模有所波动。基于传统施工业务竞争加剧、利润率低下等原因，公司将借助PPP模式积极调整经营策略，其在浦东新区具有较强的项目获取能力，施工业务订单也出现较为稳定的回升势态，未来其投融资业务和施工项目承接的持续性可以得到保证，公司未来业务收入规模和盈利水平仍可保持稳定。

偿债能力

如前所述，2015年公司施工和投资业务对资金需求减少，总债务规模大幅下降，年末总债务为19.37亿元，较上年的47.92亿元下降了59.58%。在现金获取能力方面，公司经营活动现金流主要反映的是建筑市政施工业务的现金流情况，不是公司主要的现金流来源，2013-2015年经营性现金流净额分别为2.38亿元、2.48亿元和-2.30亿元，对债务的覆盖能力不足。

表 6：2013~2015 年公司主要偿债能力指标

指标	2013	2014	2015
总债务（亿元）	55.82	47.92	19.37
EBITDA（亿元）	15.09	8.47	7.58
总债务/EBITDA（X）	3.70	5.66	2.56
经营净现金流/总债务（X）	0.04	0.05	-0.12
EBITDA 利息倍数（X）	4.38	2.28	3.77
长期资本化比率（%）	36.48	13.37	4.22
投资净现金利息倍数（X）	3.30	2.28	16.27

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

鉴于公司BT项目的回购款通过投资活动现金流来核算，其投资性活动净现金流为其业务实际获得的主要现金流，2013-2015年分别为11.37亿元、8.44亿元和32.71亿元，其中因部分BT项目提前完成回购，2015年投资性现金净额同比大幅增长了287.67%。从利息覆盖角度来看，2015年公司EBITDA利息倍数和投资净现金利息倍数分别为3.77和16.27，公司实际获得的现金流对刚性债务利息的覆盖比较充分。

或有负债方面，截至2015年12月31日，公司对

外担保余额为849万元，系对参股的联营企业进行担保，担保规模很小，公司或有风险可控。

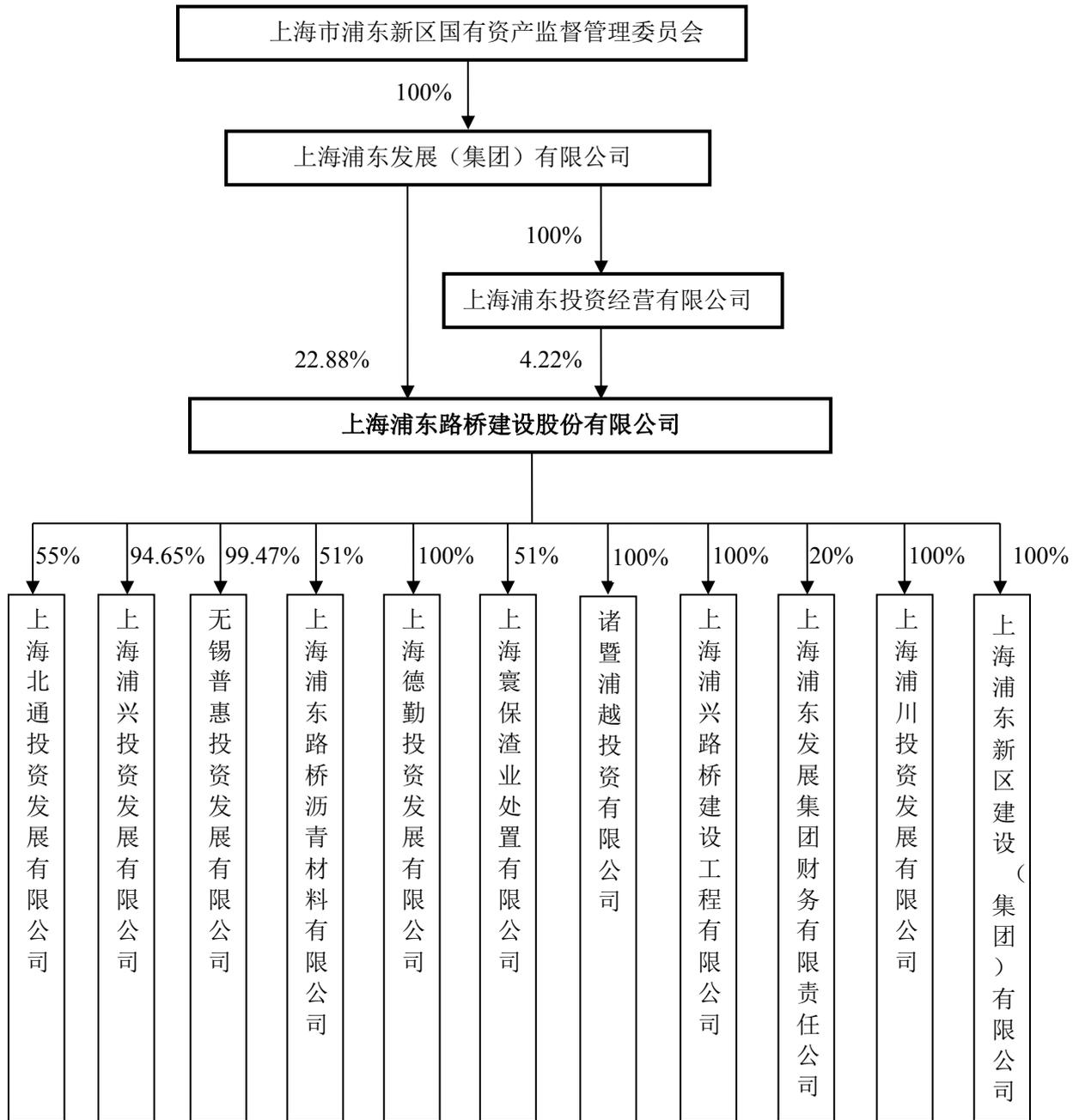
另外，公司与浦发银行、招商银行、民生银行等各大银行保持着良好的合作关系，具有较为充足的财务弹性。截至2015年12月31日，公司共拥有银行授信额度70.65亿元，其中尚未使用授信额度有64.65亿元；债券方面，截至目前公司尚有19亿元公司债额度可使用，公司的备用流动性非常充裕。

总体来看，短期内随着业务发展放缓，公司的总债务规模大幅缩减，当前财务结构比较稳健。考虑到公司仍有多个项目处于或即将进入回购期，可为公司带来持续的投资收益和现金流入，能为偿还债务本息提供较好的保障；随着投资和施工项目订单的回升，公司持续经营得到保障，并且备用流动性也非常充裕，其整体偿债能力很强。

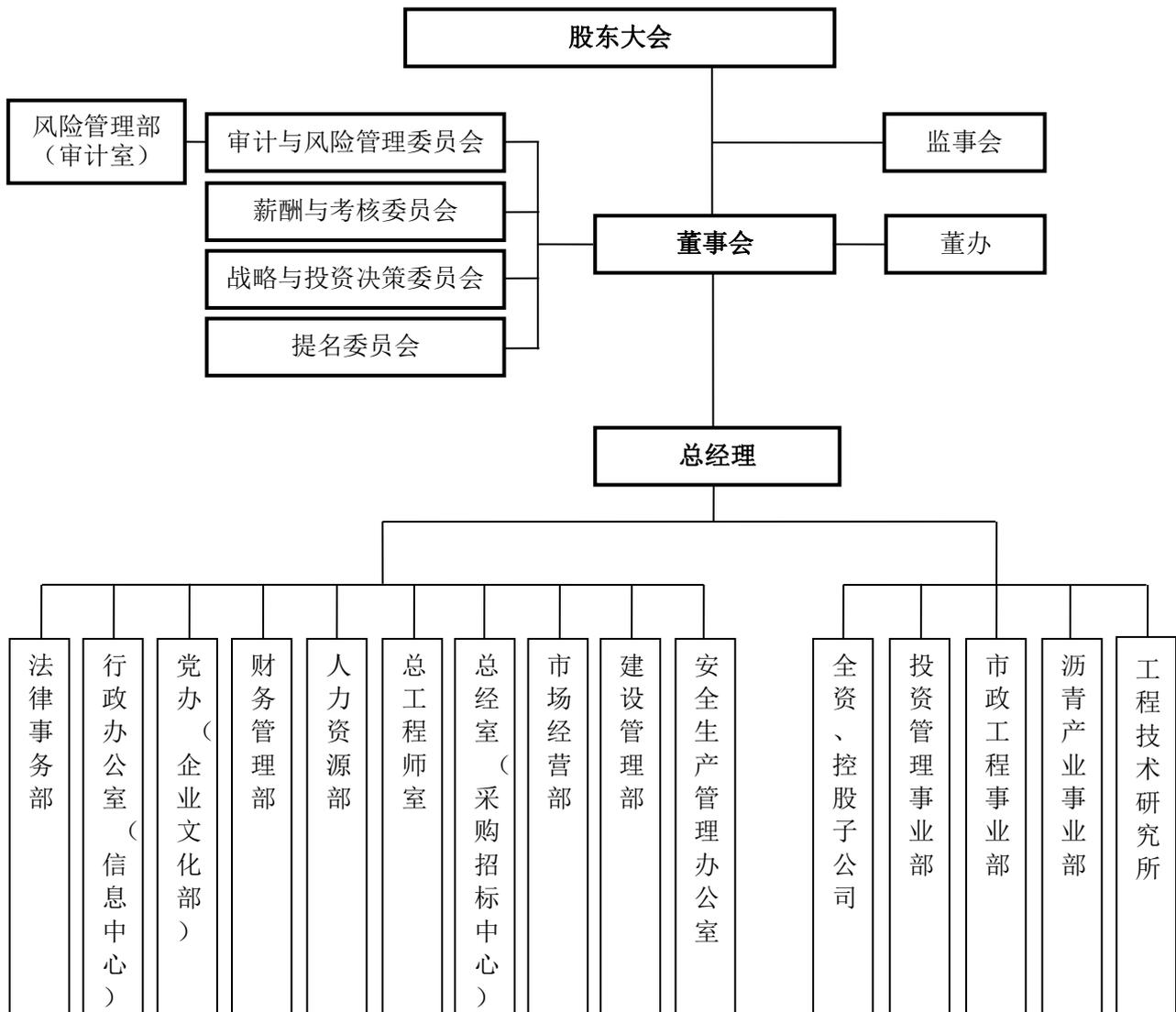
结 论

综上所述，中诚信证评维持浦东建设主体信用等级**AA**，评级展望为稳定；维持“上海浦东路桥建设股份有限公司2011年公司债券”信用级别为**AA**。

附一：上海浦东路桥建设股份有限公司股权结构图（截至2015年12月31日）



附二：上海浦东路桥建设股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：上海浦东路桥建设股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	227,484.01	167,170.77	161,947.67
应收账款净额	49,180.47	56,035.06	48,874.66
存货净额	140,644.97	183,822.83	209,489.27
流动资产	626,590.56	625,739.56	623,653.42
长期投资	47,229.49	50,204.86	54,379.74
固定资产合计	27,249.11	25,537.19	75,071.73
总资产	1,588,112.89	1,490,352.32	1,336,437.50
短期债务	170,245.67	379,713.93	163,747.67
长期债务	387,934.86	99,488.35	29,950.81
总债务（短期债务+长期债务）	558,180.52	479,202.28	193,698.48
总负债	912,757.78	845,595.03	656,267.00
所有者权益（含少数股东权益）	675,355.11	644,757.29	680,170.50
营业总收入	382,536.49	376,531.58	316,361.25
三费前利润	96,014.44	39,955.87	25,047.51
投资收益	60,927.79	54,290.50	60,211.57
净利润	90,448.09	44,711.81	48,025.78
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	150,903.85	84,679.54	75,770.33
经营活动产生现金净流量	23,825.23	24,820.84	-22,973.24
投资活动产生现金净流量	113,731.68	84,388.69	327,145.60
筹资活动产生现金净流量	8,180.07	-169,522.76	-309,395.46
现金及现金等价物净增加额	145,736.99	-60,313.23	-5,223.10
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	28.52	13.16	10.79
所有者权益收益率（%）	13.39	6.93	7.06
EBITDA/营业总收入（%）	39.45	22.49	23.95
速动比率（X）	1.04	0.64	0.84
经营活动净现金/总债务（X）	0.04	0.05	-0.12
经营活动净现金/短期债务（X）	0.14	0.07	-0.14
经营活动净现金/利息支出（X）	0.69	0.67	-1.14
EBITDA 利息倍数（X）	4.38	2.28	3.77
投资净现金利息倍数（X）	3.30	2.28	16.27
总债务/EBITDA（X）	3.70	5.66	2.56
资产负债率（%）	57.47	56.74	49.11
总资本化比率（%）	45.25	42.64	22.17
长期资本化比率（%）	36.48	13.37	4.22

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+其他流动负债

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）

投资净现金利息倍数=投资活动产生现金净流量/（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。