



内部编号:2024060602

## 上海城建（集团）有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

# 定期跟踪评级报告

分析师：黄蔚飞      刘存乙      hwf@shxsj.com  
                 李逸然      李逸然      liyiran@shxsj.com

评级总监：张明海      

联系电话：(021) 63501349

联系地址：上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站：www.shxsj.com



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.

## 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、评级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。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告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。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

## 跟踪评级概要

编号:【新世纪跟踪(2024)100483】

评级对象: 上海城建(集团)有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)

22沪城01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2024年6月28日

前次跟踪: AAA/稳定/AAA/2023年6月27日

首次评级: AAA/稳定/AAA/2022年7月6日

### 跟踪评级观点

#### 主要优势:

- 市场竞争优势。上海城建拥有市政公用工程施工总承包特级资质,在隧道、轨道交通等地下空间领域的设计和施工能力处于国内领先地位,具有较强的竞争优势和较高的行业地位。
- 主业发展态势良好。近年来,上海城建施工业务新签合同额保持增长,项目储备较充足,同时经营活动现金流持续净流入。
- 外部融资渠道畅通。上海城建为上海市国有独资企业,下属子公司隧道股份为A股上市公司;公司直接和间接融资渠道畅通,同时可使用授信额度充足。

#### 主要风险:

- 项目回款风险。伴随基建业务规模扩大,上海城建形成了大量的合同资产、应收账款及长期应收款,同时房地产开发业务亦有一定规模的资金沉淀,公司存在一定的项目回款风险。
- 主业盈利能力下降。2023年上海城建营业收入规模基本持平,但受业务毛利率水平下降,期间费用率提高等因素影响,当年经营收益同比大幅下降,投资收益对净利润贡献及占比高。
- 工程项目管理风险。上海城建承接的工程总承包项目建设周期较长,分包商众多且分包比例较大,合同履行过程中涉及的不确定因素多,项目管理难度大。
- 少数股东权益占比高。上海城建核心主业和资产主要集中在上市子公司,公司对隧道股份持股比例稳定在30.49%,上市体外业务主要为房地产开发业务和商品销售业务,存在子强母弱问题。

### 跟踪评级结论

通过对上海城建主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估,本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化,决定维持主体信用等级AAA,评级展望稳定,并维持上述债券AAA信用等级。

### 未来展望

本评级机构预计上海城建信用质量在未来12个月持稳。

### 主要财务数据及指标

项目	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金(亿元)	26.43	28.86	56.10	57.29
刚性债务(亿元)	124.30	170.94	110.18	99.95
所有者权益(亿元)	31.44	36.55	43.70	42.91
经营性现金净流入量(亿元)	7.94	-21.19	80.41	1.13
<b>合并口径数据及指标:</b>				

### 主要财务数据及指标

项目	2021年/末	2022年/末	2023年/末	2024年 第一季度/末
总资产（亿元）	1,667.92	1,894.14	1,966.78	1,940.09
总负债（亿元）	1,325.84	1,500.41	1,551.91	1,524.69
刚性债务（亿元）	513.61	561.19	497.22	518.62
所有者权益（亿元）	342.08	393.73	414.87	415.41
营业收入（亿元）	782.34	813.08	800.49	151.36
净利润（亿元）	29.12	33.60	31.21	4.03
经营性现金净流入量（亿元）	60.00	37.59	63.29	-42.19
EBITDA（亿元）	72.27	80.46	79.89	—
资产负债率[%]	79.49	79.21	78.91	78.59
权益资本与刚性债务比率[%]	66.60	70.16	83.44	80.10
流动比率[%]	92.67	93.34	99.65	100.97
现金比率[%]	27.70	25.74	28.72	27.27
利息保障倍数[倍]	2.45	1.85	2.38	—
净资产收益率[%]	9.12	9.13	7.72	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.54	3.51	5.56	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.39	-2.96	7.05	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.93	2.27	3.06	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.15	0.15	—

注：根据上海城建经审计的 2021~2023 年及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

### 发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）

评级要素		结果	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	2	
	初始信用级别		aa <sup>+</sup>
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①流动性因素	/
		②ESG 因素	/
		③表外因素	/
		④其他因素	/
个体信用级别		aa <sup>+</sup>	
外部支持	支持因素	↑1	
主体信用级别		AAA	

调整因素：(-)

支持因素：(↑1)

公司为国有独资企业，能获得上海市政府支持。

### 相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022版）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26739&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《新世纪评级工商企业评级方法（2022版）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26766&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）》	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26754&amp;mid=4&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=26754&amp;mid=4&amp;listype=1</a>
《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023年宏观经济分析与2024年展望（国际环境篇）》（2024年1月）	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29960&amp;mid=5&amp;listype=1</a>
《经济以进促稳 风险统筹化解——2023年宏观经济分析与2024年展望（国内篇）》（2024年1月）	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29959&amp;mid=5&amp;listype=1</a>
《2023年建筑施工行业信用回顾与2024年展望》（2024年2月）	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29958&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29958&amp;mid=5&amp;listype=1</a>
《2023年房地产行业信用回顾与2024年展望》（2024年1月）	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29782&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29782&amp;mid=5&amp;listype=1</a>
《上海市及下辖各区经济财政实力与债务研究（2023）》（2023年11月）	<a href="http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29547&amp;mid=5&amp;listype=1">http://www.shxsj.com/page?template=8&amp;pageid=29547&amp;mid=5&amp;listype=1</a>

# 跟踪评级报告

## 跟踪评级原因

按照上海城建（集团）有限公司（简称“上海城建”、“该公司”、“公司”或“发行人”）2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“22沪城01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上海城建提供的经审计的2023年财务报表、未经审计的2024年第一季度财务报表及相关经营数据，对上海城建的财务状况、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。

2022年9月9日，经中国证监会“证监许可[2022]2080号”文核准，该公司获准面向合格投资者公开发行不超过人民币50亿元的公司债券。公司分别于2022年10月、2023年3月和2024年5月公开发行“22沪城01”、“23沪城01”和“24沪城01”，本金规模合计50.00亿元，期限均为5年，其中“22沪城01”和“23沪城01”附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

截至2024年5月末，该公司合并范围内发债主体包括公司本部、子公司上海隧道工程股份有限公司（简称“隧道股份”，股票代码：600820.SH）和孙公司上海基础设施建设发展（集团）有限公司（简称“上海基建”），存续期债券本金余额为149.00亿元。公司对已发行债券均能按时还本付息。

图表 1. 截至 2024 年 5 月末公司存续债券概况（不含 ABS）

债项名称	发行主体	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日期	下一行权日	到期日
22 沪城 01	上海城建	25.00	(3+2) 年	2.63	2022.10.19	2025.10.19	2027.10.19
23 沪城 01		15.00	(3+2) 年	3.12	2023.03.17	2026.03.17	2028.03.17
24 沪城 01		10.00	5 年	2.40	2024.05.27	--	2029.05.27
22 隧道 01	隧道股份	25.00	3 年	2.97	2022.05.11	--	2025.05.11
23 隧道 K1		15.00	3 年	2.69	2023.07.24	--	2026.07.24
23 隧道 K2		10.00	3 年	2.78	2023.09.13	--	2026.09.13
24 隧道股份 SCP001		15.00	0.49 年	2.27	2024.01.19	--	2024.07.17
21 沪基建 MTN002	上海基建	10.00	(3+N) 年	4.00	2021.10.27	2024.10.27	--
21 上建 Y1		5.00	(3+N) 年	3.82	2021.11.09	2024.11.09	--
22 沪基建 MTN001		4.00	(3+N) 年	3.53	2022.04.27	2025.04.27	--
22 上建 Y1		15.00	(3+N) 年	3.16	2022.08.22	2025.08.22	--
<b>合计</b>	--	<b>149.00</b>	--	--	--	--	--

资料来源：上海城建

## 发行人信用质量跟踪分析

### 1. 数据基础

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2021-2023 年度财务报表进行了审计，并出具标准无保留意见的审计报告。公司自 2023 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则解释第 16 号》（财会[2022]31 号），2023 年公司无会计估计变更和重大前期会计差错更正事项。

2023 年末，该公司合并范围内二级子公司共 12 家，较上年末变动情况如下：（1）原二级子公司上海城建水务工程有限公司和上海水务建设工程有限公司分别将上海自来水管线工程有限公司、上海申水企业管理有限公司 100% 股权无偿划转至公司；（2）2023 年 7 月，子公司隧道股份全资子公司上海城市环境集团有限公司以 5.47 亿元收购公司原二级子公司上海城建水务工程有限公司和上海水务建设工程有限公司 100% 股权；（3）公司注销原子公

司上海城建（海外）有限公司。

本评级报告将该公司在其他权益工具列报的太平洋-上海城建债权投资计划<sup>1</sup>调整至非流动负债科目核算，并基于此进行分析，调整前后的相关科目对比如下：

图表 2. 公司主要财务数据与指标调整前后对照表（单位：亿元）

数据与指标	调整前				调整后			
	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
非流动负债	309.92	331.89	362.65	390.16	309.92	371.93	402.66	430.16
负债总额	1,325.84	1,460.37	1,511.90	1,484.68	1,325.84	1,500.41	1,551.91	1,524.69
其他权益工具	--	40.04	40.01	40.00	--	--	--	--
所有者权益合计	342.08	433.76	454.88	455.41	342.08	393.73	414.87	415.41

注：根据上海城建所提供数据整理。

## 2. 业务

该公司在地下工程施工领域竞争优势显著，2023 年施工业务新签合同额保持较高增速，项目储备较充足。公司施工业务主要集中在长三角、珠三角等区域，在手投资类项目大部分进入回购期或运营期，整体回款情况良好，部分项目经营及回款情况值得关注。公司房地产开发项目主要布局在上海及周边地区，存量项目有限，其中无锡项目去化慢。2023 年公司营业收入同比略有下降，但受业务毛利率水平下降，期间费用率提高等因素影响，当年经营收益同比大幅下降；得益于基金投资收益较好，同年确认投资收益 29.40 亿元，总体盈利能力维持在较好水平。

### (1) 外部环境

#### 宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。货币政策方面，2024 年稳健货币政策基调由“精准有力”调整为“灵活适度，精准有效”，降准降息操作仍有，社会综合融资成本或将稳中有降；央行将灵活运用结构性货币政策工具对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济、“三大工程”、重点项目建设、重点领域风险化解等方面提供精准支持。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

<sup>1</sup> 2022 年 7 月，公司与太平洋资产管理有限责任公司签订了《太平洋-上海城建债权投资计划投资合同》，公司作为融资主体融集投资资金本金金额不超过人民币 68 亿元用于投资项目的项目建设、补充营运资金等，融资期限为无固定期限，自每笔投资资金的投资收益起算日（含）起计算，至公司宣布清算或依法应予清算之日或该笔投资资金到期日止（以先到之日为准）。截至 2023 年末，太平洋-上海城建债权投资计划账面价值为 40.01 亿元。

## 行业因素

### A. 建筑施工行业

2023 年我国基础设施建设投资增速放缓，同时细分领域分化加剧。全年基础设施建设投资（不含电力）增速为 5.90%，较上年下降 3.50 个百分点；其中铁路运输、道路运输、水利管理和公共设施管理等领域投资增速分别为 25.20%、-0.70%、5.20%和-0.80%，较上年增加 23.40、-4.40、-8.40 和-10.90 个百分点。建筑施工行业以大型央企为主，经营较为稳健，但财务杠杆水平偏高，投融资业务模式下有息债务规模持续攀升，进一步加杠杆拓展业务的空间较为有限。

2023 年我国房地产累计开发投资 11.09 万亿元，同比下降 9.6%，其中土地购置支出同比下降 5.5%，建安投资支出同比下降 11.8%。同期，全国房屋新开工面积同比下降 20.40%至 9.54 亿平方米，降幅较上年同期收窄 19 个百分点；房屋竣工面积同比增长 17.0%至 9.98 亿平方米，竣工面积由降转增；房屋施工面积同比下降 7.2%至 83.84 亿平方米。总体来看，我国房地产市场继续底部调整，在销售端企稳、新旧模式转换完成前，房地产行业建筑领域需求弱化，同时地产开发企业流动性风险外溢导致房建施工企业工程款回收和资产减值风险加大。

在当前我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势下，预计 2024 年房地产建筑领域面临需求持续弱化风险，“三大工程”落地可在一定程度上对冲地产需求转弱负面影响。作为经济稳增长的重要支撑，我国基建投资仍将保持较强韧性，其中铁路和水利领域的政府投入持续加大并有望维持较高景气度，公路投资将维持稳定，公共设施管理业投资短期内仍存弱化趋势；此外，12 个重点省份分类加强政府投资项目管理，深耕前述区域且区域集中度高的施工企业面临较大的项目承揽风险。短期而言，施工企业财务杠杆水平整体偏高，债务负担较为沉重，工程款项回收风险加大。中长期看，增量与更新优化需求仍可使得施工市场维持庞大规模，而供给端压力或将随着人口结构变化而逐步减轻，加之下游融资环境的进一步规范与稳定，预计建筑市场竞争环境或将逐步得到优化，行业高质量发展可期。

详见：《2023 年建筑施工行业信用回顾与 2024 年展望》。

### B. 房地产行业

近年我国房地产行业供求关系发生重大变化。2022 年我国商品房销售面积和销售金额分别为 13.58 亿平方米和 13.33 万亿元，同比下降 24.3%和 26.7%。2023 年 1-5 月我国商品房销售面积同比降速收窄，销售额方面累计同比增速一度由负转正，但回升趋势自下半年起再次调转向下，至年末累计销售面积和销售金额分别为 11.17 亿平方米和 11.66 万亿元，同比下降 8.5%和 6.5%。市场景气度持续弱化，行业投资收缩。2022-2023 年我国房地产开发投资完成额分别为 13.29 万亿元和 11.09 万亿元，同比下降 10.0%和 9.6%。其中，住宅开发投资完成额分别为 10.06 万亿元和 8.38 万亿元，同比下降 9.5%和 9.3%。实物工作量方面，2022-2023 年我国房屋新开工面积分别为 12.06 亿平方米和 9.54 亿平方米，同比下降 39.4%和 20.4%；竣工面积分别为 8.62 亿平方米和 9.98 亿平方米，同比下降 15.0%和增长 17.0%；施工面积分别为 90.50 亿平方米和 83.84 亿平方米，同比下降 7.2%和 7.2%。在“保交楼”压力以及融资政策宽松利好下，行业优先推动存量项目建设完工，对增量项目则持谨慎态度。

展望 2024 年，我们预计在销售端复苏总体仍承压且库存处于高位、行业整体运行效率明显弱化的情形下，房地产开发投资规模或将进一步下滑，但降幅将在保障房建设力度显著加大前提下进一步收窄。短期而言，在积极稳妥化解房地产风险的政策导向下，融资端支持举措有望加大力度，有助于房企融资环境的边际改善；但受益范围或相对有限，行业整体流动性得到实质性改善尚待持续观察。这对房企安全边际提出更高的要求，自身财务健康程度和项目布局的重要性凸显。在行业风险有序出清和“保障房+商品房”、“租售并举”的新发展模式积极推进下，房地产开发行业仍具长期高质量发展空间。

详见：《2023 年房地产行业信用回顾与 2024 年展望》。

## 区域市场/国别因素

2022-2023 年上海市分别实现地区生产总值 4.47 万亿元和 4.72 万亿元，按可比价格计算，同比分别略降 0.2%和增长 5.0%。同期上海市完成全社会固定资产投资总额增速分别为-1.0%和 13.8%。其中，城市基础设施投资增速分别为-7.9%和 3.3%。2023 年全市资质以内建筑业企业完成总产值同比增长 8.9%，分经济类型看，国有、个体私营、外资分别增长 7.4%、17.7%和 1.6%。

重大工程建设方面，近年上海市持续保持较大规模投资体量。2020-2023 年全市重大工程完成投资额分别为 1,708 亿元、1,957.5 亿元、2,099 亿元和 2,257.4 亿元，其中 2023 年新开工 31 项，超计划开工 16 项，基本建成 33 项，超计划完成 7 项；按照工程领域划分，基础设施类项目投资额近千亿元，包括东方枢纽上海东站地下工程、机场联络线、沪渝蓉高铁、沪通二期、沪苏湖铁路等。2024 年以落实国家重大战略为牵引、激发行业动力活力为导向，全市重大工程计划投资 2,300 亿元。“三大工程”、城市更新等项目将持续为建筑施工企业提供巨大的市场空间。

房地产市场方面，2022 年上海市完成房地产开发投资 4,979.54 亿元，同比下降 1.10%，其中住宅投资 2,771.80 亿元，同比增长 3.70%。2022 年上海市房屋新开工面积、施工面积及竣工面积分别为 0.29 亿平方米、1.67 亿平方米及 0.17 亿平方米（上年分别为 0.38 亿平方米、1.66 亿平方米及 0.27 亿平方米）。2022 年全市商品房销售额为 7,467.53 亿元（上年为 6,788.73 亿元），其中住宅销售额为 6,937.77 亿元，同比增长 13.60%；全市商品房销售面积为 0.19 亿平方米，同比下降 1.50%，其中住宅销售面积为 0.16 亿平方米，同比增长 4.8%。2023 年上海市房地产开发投资额 5,885.79 亿元，同比增长 18.2%，其中住宅投资 3,403.21 亿元，同比增长 22.8%；商品房销售面积和销售额分别为 0.18 亿平方米和 7,259.99 亿元。

详见：《上海市及下辖各区经济财政实力与债务研究（2023）》。

## (2) 业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入	782.34	813.08	800.49
其中：工程施工及设计业务	559.10	606.29	636.79
在营业收入中占比	71.47	74.57	79.55
基础设施投资和运营业务	90.86	87.95	88.87 <sup>2</sup>
在营业收入中占比	11.61	10.82	11.10
房地产业务	66.52	60.29	18.71
在营业收入中占比	8.50	7.41	2.34
商品销售业务	50.17	40.84	36.22
在营业收入中占比	6.41	5.02	4.53
毛利率	14.30	13.01	10.87
其中：工程施工及设计业务	10.31	9.57	7.26
基础设施投资和运营业务	25.38	28.56	25.75
房地产业务	28.13	15.75	22.54
商品销售业务	7.94	11.44	12.68

注：根据上海城建提供的数据整理、计算。

该公司是一家以工程施工为核心，以基建投资运营和房地产开发为依托，同时集设备制造、材料供销和融资租赁等金融服务为一体的大型企业集团，具有全产业链协同运作优势。

受房地产项目收入结转等因素影响，2023 年该公司营业收入规模同比略有下降，但工程施工主业仍保持增长。2023 年，工程施工及设计业务实现收入 636.79 亿元，同比增长 5.03%，增速有所放缓；业务收入占比和毛利贡献率分别为 79.55%和 53.10%。运营业务收入保持快速增长，但投资类项目施工收入下降，基础设施投资和运营业务整体规模较稳定。公司房地产项目数量有限，但单体项目规模较大，项目建设和交付结转进度对收入和盈利水平影响较大。此外，以建材贸易和盾构机为主的机械制造业务亦可对公司盈利形成补充。

2023 年，该公司毛利率较上年下降 2.14 个百分点至 10.87%，主要系：（1）低毛利的 EPC 业务占比提升导致设计服务业务毛利率下降，同时材料等直接成本占比提升<sup>3</sup>导致施工主业和运营业务毛利率下降；（2）毛利率水平高的房地产开发业务当前收入规模及占比下降。

<sup>2</sup> 2023 年运营业务中养护管理费收入 28.43 亿元，投资类项目收益 31.81 亿元。

<sup>3</sup> 公司加快建设进度，人工成本增长，材料一次性投放使得当期占比提升。

## ① 经营状况

### 建筑施工业务

该公司主要从事隧道、路桥、轨道交通、水务、能源和地下空间等城市基础设施的设计、施工、投资及运营，主要经营主体为隧道股份及其下属子公司，其中投资类业务主要以上海基建作为投资主体开展，运营及养护主要由上海城建城市运营（集团）有限公司负责。

该公司建筑施工业务模式主要为总承包和 PPP 模式，2023 年设计、施工、投资及运营业务收入分别为 25.65 亿元、611.14 亿元、28.63 亿元及 60.24 亿元。整体看，公司传统项目施工质量和回款表现较好，PPP 项目后续仍有一定投资需求，仍需关注后续运营及回款表现。

总承包类项目方面，截至 2023 年末公司国内前十大在建项目总投资额 295.99 亿元，已确认收入 131.90 亿元，累计收到回款 123.36 亿元；业主方多为上海及广东地区政府部门和国企，业主方资质、项目质量和回款表现较好。同年末，公司主要在建海外项目共 6 个，主要集中在新加坡，项目合同总金额为 189.57 亿元，累计确认收入 57.41 亿元，累计回款 55.02 亿元。

图表 4. 2023 年末公司在建国内前十大总承包项目情况（单位：亿元）

项目名称	业主	项目类型	计划工期	合同金额	累计确认收入	累计回款
兴业快线(北段)项目	珠海兴格投资有限公司	市政	2017.12-2022.3 <sup>4</sup>	38.30	16.30	14.88
妈湾跨海通道(月亮湾大道-沿江高速)工程施工总承包 1 标	深圳市交通公用设施建设中心	市政	2019.7-2023.12	38.07	26.44	24.92
两湖隧道(东湖段)主体及附属配套工程施工 2 标	武汉桥建集团有限公司	市政	2020.12-2024.7	37.87	7.57	11.60
宁波市奉化区医疗健康综合体项目(一期)合作商	宁波市奉化区交通投资发展集团有限公司	市政、道路、房屋	2022.5-2026.5	29.23	6.08	5.23
佛山市季华路西延线工程设计施工总承包	佛山市建盈发展有限公司	市政	2020.9-2024.3	28.90	4.23	5.93
G1503 和周邓快速路浦东枢纽段工程 1 标	上海城投环城高速建设发展有限公司	市政	2023.9-2026.5	25.76	--	--
上海轨道交通市域线机场联络线工程(西段)JCXSG-3 标	上海申铁投资有限公司	轨道交通	2019.6-2023.6	25.23	20.76	19.30
新建上海至南通铁路太仓至四团段吴淞口长江隧道越江段工程 HTZQH-1 标	沪宁城际铁路股份有限公司	市政	2020.7-2024.4	24.94	15.80	15.02
银都路越江隧道新建工程	上海黄浦江越江设施投资建设发展有限公司	市政	2019.12-2023.12	23.86	17.57	16.28
机场联络线申昆路停车场及虹桥商务区申昆路片区 III-G03D-02 地块上盖综合开发工程停车场及综合楼	上海虹瀛置业有限公司	市政	2021.10-2024.6	23.83	17.15	10.20
<b>合计</b>	--	--	--	<b>295.99</b>	<b>131.90</b>	<b>123.36</b>

注：根据上海城建所提供数据整理、计算。

投资类项目方面，该公司制定了风险把控程序和内部管理制度。截至 2023 年末，公司在手投资类项目 30 个，计划投资额 690.40 亿元，累计完成投资 617.53 亿元。同年末，公司在手控股 PPP 项目共 18 个，均已纳入财政部项目数据库，付费模式均为政府付费。上述项目仍有 4 个处于建设期，尚需投资 24.91 亿元，仍面临一定的投资支出压力；运营期项目政府付费情况良好。同年末，公司在手控股 BOT 项目 6 个，均已进入运营期或回购期，2023 年项目公司共获得运营收入 14.18 亿元，实现净利润 7.50 亿元，运营情况良好。公司在手存量 BT 项目 5 个，均已进入回购期或运营期，累计完成投资 79.33 亿元，已回款 82.07 亿元，部分项目结算进度缓慢，需关注后续情况。公司投资项目对施工份额有带动效果，但建设周期长且后续存在一定的投资压力，同时进入运营期及回购期项目的经营及回款情况亦值得关注。

### 房地产业务

该公司房地产开发业务类型包括商品住宅、保障房及商务办公楼，主要经营主体为全资子公司上海城建置业发

<sup>4</sup> 该项目一期已完工，二期等待拆迁。

展有限公司（简称“城建置业”）。公司 3 个存量保障房项目，益欣置业项目和云翔保障房项目已完工，剩余少量经济适用房款项待回笼；益恒置业项目在建，截至 2023 年末计划投资额为 199.66 亿元，累计投资 173.29 亿元，结转收入 140.39 亿元。

该公司商品房项目以上海及其周边无锡等城市为主，近年来新增拿地均为上海区域，2023 年末新增住宅土地储备。截至 2023 年末，公司存量商品房开发项目 6 个，计划总投资额 285.37 亿元，累计已投资 271.65 亿元，累计结转收入 184.04 亿元。无锡置业项目期末去化进度为 51.75%，项目去化速度仍很慢。

隧道股份下属子公司上海瑞腾国际置业有限公司在建办公楼项目位于龙华街道 500 街坊 P1 宗地，项目投资概算总额为 34.44 亿元，截至 2023 年末累计投入 28.21 亿元。

### 商品销售业务

该公司商品销售业务主要由控股子公司上海城建物资有限公司（简称“城建物资”）开展。城建物资系集研究、开发、生产、经营预拌商品混凝土、混凝土制品及相关配件于一体的专业化公司，拥有国家商品混凝土生产及混凝土预制构件专业承包二级资质，具有生产各类高标号混凝土、特种混凝土、商品砂浆、混凝土预制构件的技术储备和能力。公司商品销售业务对供应商采用供货后结算模式，平均账期为半年左右；对下游客户的结算方式相同，平均账期在一年左右。2021-2023 年，公司商品销售业务实现收入 50.17 亿元、40.84 亿元和 36.22 亿元。城建物资下游客户主要为大型国企、央企以及集团内部企业，2023 年末前五大客户应收账款余额为 8.54 亿元。

## ② 竞争地位

该公司在超大型隧道和越江隧道建设方面行业地位突出，技术优势较为明显。截至 2023 年末，隧道股份承建的 14 米以上超大直径隧道工程项目达 32 项，代表项目包括上海长江隧道、上海市域铁路机场联络线、杭州钱江隧道、武汉三阳路隧道及珠海马骊洲交通隧道等。凭借盾构法、沉管法、管幕法等工艺，公司已在国内外总集成、总承包建设隧道工程上百项，产品直径基本涵盖全球现有隧道工程所有尺寸。轨道交通方面，公司先后为南京、杭州、郑州、昆明、武汉、天津、乌鲁木齐、南昌等国内众多城市成功打造了当地首条地铁线路，累计建设里程约 928 公里。

2021 年以来，该公司承建的长沙湘府路工程荣获中国钢结构金奖，黄浦江上游水源地工程、珠海横琴第三通道、上海浦东国际机场卫星厅及捷运系统工程和宁波市轨道交通 3 号线一期工程等 4 项工程获得第十九届土木工程詹天佑奖，承建的上海市诸光路通道新建工程及参建的上海轨道交通 15 号线获得第二十届第一批土木工程詹天佑奖，参建的武汉三阳路越江隧道、无锡地铁 3 号线一期工程及苏州中心项目（星港街隧道）入选第二十届第二批土木工程詹天佑奖。

图表 5. 公司施工资质情况（截至 2023 年末）

资质等级	资质类别
工程总承包特级资质	市政公用工程
工程总承包一级资质	公路工程、建筑工程、机电工程、石油化工工程
工程专业承包一级资质	隧道工程、地基基础工程、桥梁工程、公路路面工程、公路路基工程、机场场道工程、公路交通（公路机电）工程、公路交通工程（公路安全设施）、建筑装饰装修、防水防腐保温、电子与智能化
工程设计综合甲级	工程设计综合（各行业、各等级）
工程勘察综合甲级	工程勘察综合类
工程咨询资信综合甲级	工程咨询资信

注：根据上海城建所提供数据整理。

施工资质方面，截至 2023 年末该公司拥有市政公用工程施工总承包特级资质和工程设计综合、工程勘察综合类、工程咨询资信综合甲级资质，此外还拥有公路工程、建筑工程、机电工程、石油化工工程等 4 类施工总承包一级资质。2023 年，公司新增环境工程（水污染防治）专项设计甲级资质。整体来看，公司施工资质较完备，市政工程领域资质等级高。

该公司拥有“国家工程研究中心”、“国家企业技术中心”等国家级研发平台和多个技术中心，持续加大科研创新投入力度，提升核心竞争力。2023 年，隧道股份研发投入 30.13 亿元，拥有研发人员 3,120 位，占其公司总人数的 17.4%。2023 年，隧道股份新增授权专利 287 项，其中发明专利 115 项；新增标准编制 87 项，在编标准 157

项，当年完成 19 项；截至 2023 年末累计获得 2,490 项授权专利，其中发明专利 767 项。

2023 年和 2024 年第一季度，隧道股份施工、设计及运营业务新签合同额合计分别为 953.80 亿元和 226.44 亿元，分别同比增长 14.11%和 7.15%；2023 年新签合同与对应业务收入的比值为 1.36 倍。2023 年，公司中标了新加坡樟宜机场 T2 航站楼连接设施外壳项目 CE036 标（合同金额 33.45 亿元）、启东吴江高端制造产业园投资开发项目（项目总投资 19.69 亿元）等大型项目。2023 年末，隧道股份在手订单总额为 1,560.13 亿元，项目储备较充足。2023 年隧道股份新增 3 个投资类项目<sup>5</sup>，总投资合计 38.98 亿元，近年来投资类业务体量持续收缩。

图表 6. 近年隧道股份施工、设计及运营业务新签合同构成情况（单位：亿元）

主要数据及指标		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1-3 月
施工业务 <sup>6</sup>	合计	676.89	716.95	819.76	181.93
	按业务类型划分：轨道交通	156.27	188.69	215.16	11.33
	市政工程	155.99	174.34	205.91	87.16
	能源工程	73.08	43.35	89.40	19.71
	道路工程	143.71	193.77	124.20	20.69
	房产工程	124.67	86.06	120.15	29.25
	环境工程	--	--	--	6.55
	其他工程	23.17	30.73	64.94	7.23
	按区域划分：上海市	378.63	336.15	441.49	98.92
	国内其他区域	245.37	340.53	339.44	82.91
	海外	52.89	40.27	38.82	0.09
	设计业务	56.49	68.99	75.40	15.23
运营业务	43.25	49.92	58.64	29.28	
<b>合计</b>	<b>776.63</b>	<b>835.86</b>	<b>953.80</b>	<b>226.44</b>	

注：根据上海城建所提供数据整理、计算。

从业务类型来看，该公司以轨道交通、市政工程、道路工程和房屋建筑施工为主，2023 年前述各项业务在隧道股份施工业务新签合同额占比分别为 26.25%、25.12%、15.15%和 14.66%。公司业务类型多样化较好，可分散单一施工领域项目承揽风险，但房建、市政等建设领域市场竞争激烈，关注公司在前述领域施工资质和市场竞争力的提升及未来项目承揽表现。

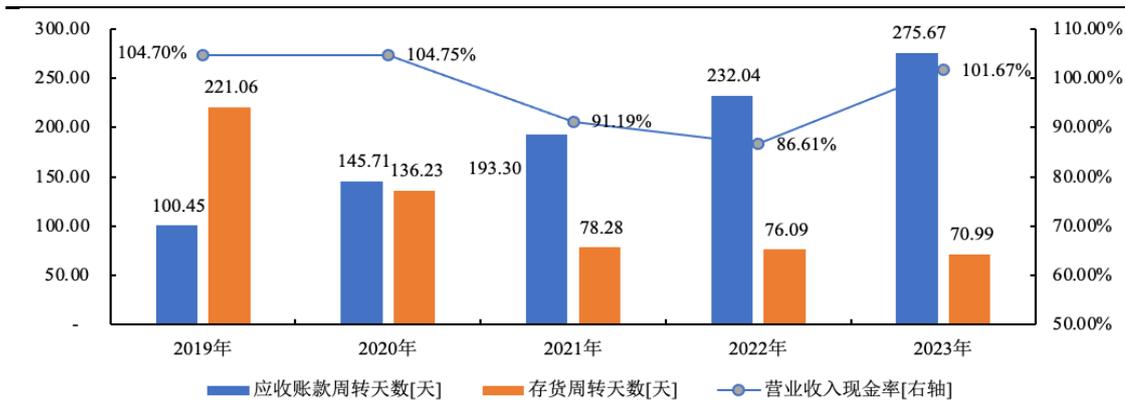
施工区域方面，该公司业务主要布局在江浙沪等长三角区域，2023 年隧道股份施工业务中上海市内新签合同额占比为 53.86%，区域经营环境好。公司在长三角、珠三角等重点区域和杭州、宁波、武汉等核心城市完成市场布点，2023 年组建粤港澳大湾区区域总部和浙江区域总部，形成了以新加坡为中心的海外区域和中原、浙江、粤港澳大湾区在内的四大区域总部。近年来公司在河南区域新签合同额规模增长较快，但地区经济财政实力相对较弱。公司海外项目以新加坡和印度区域为主，截至 2023 年末主要在建项目回款进度正常，风险可控。

<sup>5</sup> 不含融资租赁及保理业务。

<sup>6</sup> 该部分施工业务订单不含投资业务。2021-2023 年所示施工业务订单中由投资业务带动的施工部分总金额分别为 67.51 亿元、138.90 亿元和 24.44 亿元。

### ③ 经营效率

图表 7. 反映公司经营效率要素的主要指标值



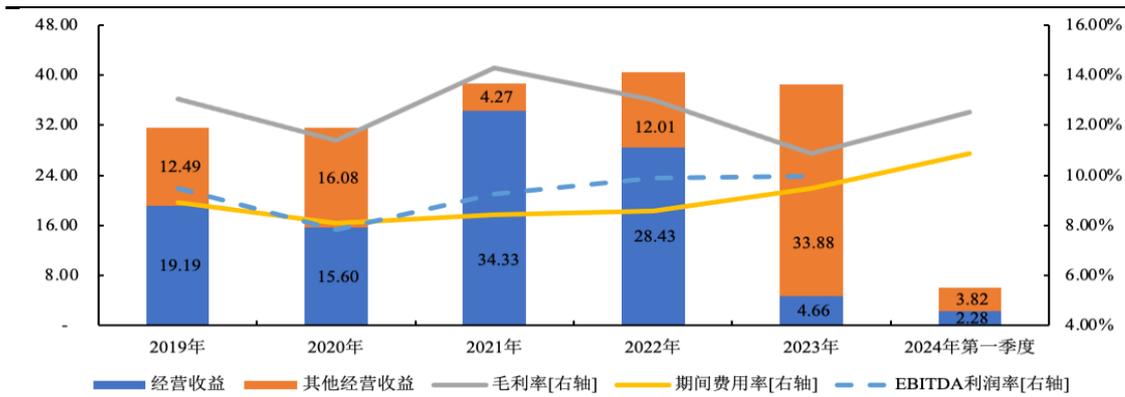
资料来源：根据上海城建所提供数据整理、绘制。

注：应收账款周转率=报告期营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额+期初合同资产余额+期末合同资产余额）/2]。

2023年，该公司项目结算效率提高，未结算工程款和应收账款合计增幅较上年明显下降，但营业收入同比略有下降，营业周期增至 346.66 天，仍处于较好水平。得益于房地产项目预售资金回笼，当年营业收入现金率较上年提升 15.06 个百分点至 101.67%。

### ④ 盈利能力

图表 8. 反映公司盈利能力要素的主要指标值（单位：亿元）



资料来源：根据上海城建所提供数据整理、绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益。

该公司营业利润主要来自主业经营收益，2023年业务毛利率下降叠加期间费用率增加以及资产减值损失计提增加，经营收益同比下降 83.62%至 4.66 亿元。同年，公司毛利率和期间费用率分别为 10.87%和 9.47%。

以投资收益和其他收益为主的其他经营收益能对该公司盈利形成重要补充。2023年公司确认投资收益 29.40 亿元，主要包括：（1）权益法下对上海建元股权投资基金合伙企业（有限合伙）（简称“建元基金”）确认投资收益 25.80 亿元，主要系建元基金减持北京华大九天科技股份有限公司（股票代码：301269.SZ）股票实现；（2）权益法下对上海胜超股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“胜超投资”）确认投资收益 2.80 亿元，主要系胜超投资持有徐工集团工程机械股份有限公司（股票代码：000425.SZ）5.91%股权，对其 2023 年实现的净利润 52.36 亿元确认投资收益。同时公司可持续获得财政扶持金、境外工程投标补贴等补助，近三年其他收益在 2.00-2.40 亿元之间。

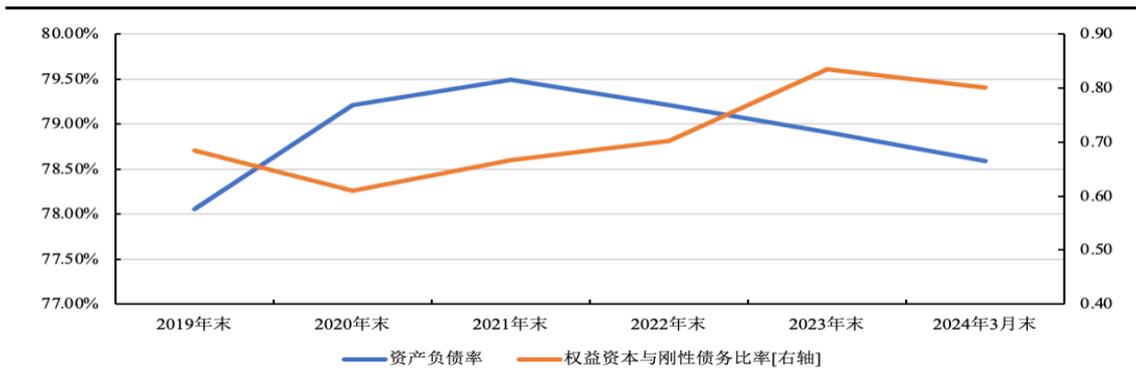
2023年该公司实现净利润 31.21 亿元，同比下降 7.11%；EBITDA 利润率微增至 9.98%，维持在较好水平。

### 3. 财务

跟踪期以来，该公司刚性债务规模压降，长短期偿债指标有所优化。公司资产主要集中在施工业务和投资类业务形成的经营性应收款项中，存量非受限货币资金对短期刚性债务保障倍数较高，且外部融资渠道畅通，即期偿债压力可控。2023 年公司房地产业务预售回笼资金，收回关联方借款同时新增股权投资减少，经营活动和投资活动现金净流入大幅增加。

#### (1) 财务杠杆

图表 9. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据上海城建所提供的数据整理、绘制

该公司工程施工和基础设施投资运营业务结算及回款周期长，营运资金占款多，属于资金密集型行业。近年来，公司资产负债率稳中有降，2024 年 3 月末为 78.59%。得益于少数股东权益增长及刚性债务压降，公司权益资本对刚性债务的保障程度有所提升。

#### ① 资产

图表 10. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 末	2023 末	2024 年 3 月末
流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	941.47	1,053.31	1,145.23	1,105.15
其中: 现金类资产 (亿元)	56.45	55.61	58.23	56.96
应收账款 (亿元)	281.38	290.46	330.03	298.44
存货 (亿元)	223.20	223.06	244.08	217.08
合同资产 (亿元)	156.14	138.75	138.79	131.54
非流动资产 (亿元, 在总资产中占比%)	232.06	355.49	386.51	403.46
其中: 长期应收款 (亿元)	726.44	840.83	821.55	834.95
长期股权投资 (亿元)	43.55	44.39	41.77	43.04
固定资产 (亿元)	295.50	297.47	286.87	301.68
在建工程 (亿元)	47.85	63.18	88.18	91.00
无形资产 (亿元)	55.33	63.35	59.99	58.27
其他非流动资产 (亿元)	56.92	36.73	38.24	38.66
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	45.96	50.14	51.61	50.81
受限资产账面余额/总资产 (%)	179.38	270.60	236.69	234.57
期末全部受限资产账面金额 (亿元)	400.17	434.01	437.00	--
受限资产账面余额/总资产 (%)	23.99	22.91	22.22	--

注：根据上海城建所提供数据整理、计算。

2021-2023 年末，该公司资产总额逐年增长，年复合增长率为 8.59%。流动资产在总资产中占比在 55%-59%之间，2023 年末现金类资产、应收账款、存货和合同资产合计占流动资产比重达到 96.00%。公司现金类资产储备较充裕，2023 年末货币资金余额为 321.35 亿元，其中受限货币资金为 9.24 亿元，受限规模有限，即期现金支付能力强。应收账款主要为应收工程款项，2023 年末账面价值为 244.08 亿元，较上年末增长 9.42%。从账龄分布看，

应收账款余额中 1 年期及以内的占比为 57.27%，3 年期以上占比 14.30%，账龄期限偏长；按欠款方归集的期末余额前五大应收账款账面余额合计 27.69 亿元，合计占应收账款比例为 10.67%，客户集中度较低。尽管公司应收账款对象主要为政府部门及其授权机构，但期限较长，且公司对应收账款计提的预期信用损失率较同行业偏低，或存在一定的减值风险。存货主要包括房地产项目开发成本、开发产品及库存商品等，2023 年末账面价值为 138.79 亿元，其中房地产开发项目形成的开发成本和开发产品账面价值分别为 88.34 亿元和 25.79 亿元；2023 年公司计提存货跌价损失 2.59 亿元。合同资产主要为施工项目已完工未结算工程款和已结算未达收款期工程款<sup>7</sup>，2023 年末已结算未达收款期项目账面余额同比大幅增加。

该公司非流动资产中长期应收款和其他非流动资产余额及占比高。2023 年末，长期应收款账面价值 286.87 亿元，其中应收融资租赁款为 59.47 亿元，BT 及 PPP 项目形成的长期应收款为 227.40 亿元。其他非流动资产主要为投资类项目形成的合同资产以及房地产项目的股东借款和其他借款，同年末合同资产账面价值为 209.76 亿元，上海瑞行东岸置业有限公司（简称“瑞行置业”）项目借款较上年末减少至 9.72 亿元。长期股权投资主要为对建元基金、胜超投资以及房地产项目、投资类项目等项目公司的股权投资等，2023 年末建元基金和胜超投资的长期股权投资账面价值分别为 28.10 亿元和 22.01 亿元。同年末，无形资产账面价值 51.61 亿元，其中投资项目专营权 45.11 亿元、土地使用权 5.72 亿元。

2024 年 3 月末，该公司资产总额较上年末下降 1.36%至 1,940.09 亿元，其中货币资金较上年末下降 10.07%至 289.00 亿元，其他科目较上年末变化不大。

图表 11. 截至 2023 年末公司资产受限情况（单位：亿元）

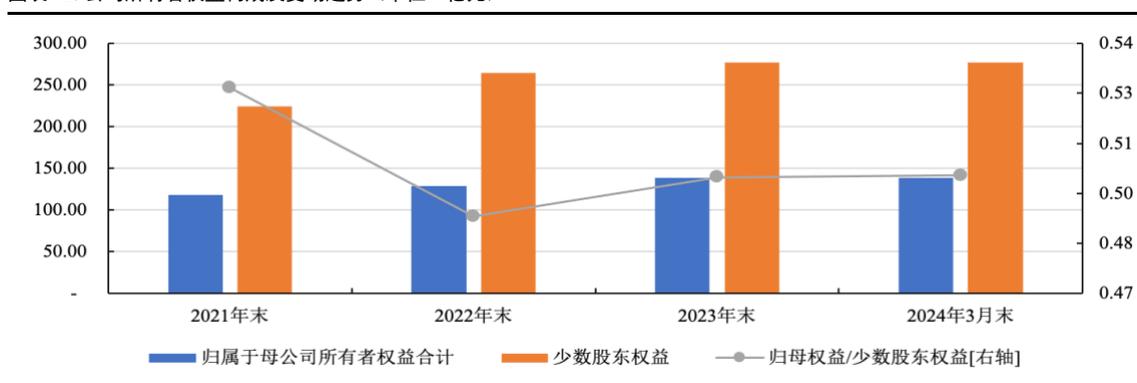
受限资产	受限资产期末账面价值	受限原因
货币资金	9.24	保证金、抵押冻结款项等
应收账款	0.03	质押借款
长期应收款	215.12	质押借款
投资性房地产	14.21	抵押借款
固定资产	9.03	抵押借款
无形资产	44.84	质押借款
其他非流动资产	144.53	质押借款
<b>合计</b>	<b>437.00</b>	--

资料来源：上海城建

截至 2023 年末，该公司受限资产合计 437.00 亿元，占总资产的比重为 22.22%。受限资产以长期应收款和其他非流动资产为主，主要系公司以对项目下享有的特许经营收益权或收款权等进行质押取得项目融资所致。

## ② 所有者权益

图表 12. 公司所有者权益构成及变动趋势（单位：亿元）



注：根据上海城建所提供的数据整理、绘制。

得益于经营积累及少数股东权益的增加，近年来该公司所有者权益持续增长，归属于母公司所有者权益占比在

<sup>7</sup> 一般施工合同约定 15%-30%工程款需待决算后才能付款。

33%左右。2024年3月末，公司净资产为415.41亿元，其中实收资本和资本公积合计占比为9.18%，权益资本稳定性一般。

### ③ 负债

图表 13. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
刚性债务	513.61	561.19	497.22	518.62
其中：短期刚性债务	236.72	221.08	130.30	125.91
中长期刚性债务	276.89	340.11	366.91	392.71
应付账款	549.37	699.27	781.79	739.76
合同负债	162.40	130.13	167.25	175.02
其他应付款	30.38	30.23	28.77	24.11
综合融资成本（年化，%）	4.40	3.93	3.71	--

资料来源：上海城建。

该公司负债以流动负债为主，长短期债务比在30%-36%之间波动。从构成上看，公司债务主要集中于刚性债务、应付账款、合同负债和其他应付款，2023年末上述科目合计占负债总额的比例为95.05%。

随着业务规模扩大，该公司应付账款快速增长，主要包括应付劳务、工程分包商的工程款和原材料采购款等，2023年末应付账款余额同比增长11.80%至781.79亿元；其中一年以内的占比为98.12%，账龄较短。合同负债主要包括预收房款和项目业主预付的项目工程款，2023年末前述两项余额分别为85.65亿元和81.60亿元。其他应付款主要为代垫费用与代扣款、资金拆借款（往来款）、分包方保证金、修理费等，2023年末余额较上年末下降4.83%。此外，长期应付款主要包含动迁补偿款及土地补偿款，2023年末余额为4.82亿元。

2023年末，该公司刚性债务规模有所压降，同时债务期限结构进一步优化，年末中长期刚性债务占比为73.79%。同年末，公司银行借款、应付债券（含一年内到期）、债权投资计划分别为348.94亿元、91.12亿元和40.01亿元。公司短期借款主要为信用借款，长期借款主要为附带抵押增信条件的项目贷款。

## (2) 偿债能力

### ① 现金流量

图表 14. 公司现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年 第一季度	2023 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额	60.00	37.59	63.29	-42.19	-41.29
其中：业务现金收支净额	40.46	42.07	76.28	-30.11	-44.03
投资环节产生的现金流量净额	-18.41	-79.45	44.38	5.11	-8.87
其中：购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-18.47	-31.81	-18.17	-1.85	-3.68
收回投资收到的现金	20.35	32.33	65.14	9.26	0.35
筹资环节产生的现金流量净额	-15.54	50.09	-68.64	11.81	6.23

资料来源：上海城建。

注：业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

2023年，该公司经营活动现金流保持净流入，投资活动现金流量净额由负转正，筹资端债务偿付下净融资为负。公司主业现金回款表现较好，同时当期房地产项目预售实现大额现金回笼，带动全年经营性现金流大幅增加。公司投资活动现金收支主要为投资类项目股权投资及款项回笼、对外股权投资和固定资产购买支出等，2023年

收回投资收到现金同比增长近一倍至 65.14 亿元，主要系城建置业收回对合营企业瑞行置业的投资<sup>8</sup>；同时受投资业务减少影响投资支付现金同比下降 87.68%至 10.79 亿元。

## ② 偿债能力

图表 15. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA (亿元)	72.27	80.46	79.89
EBITDA/全部利息支出 (倍)	2.93	2.27	3.06
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.14	0.15	0.15

资料来源：根据上海城建所提供数据整理、计算。

2023 年由于利润总额减少，该公司 EBITDA 较上年略有下降，但债务规模压降及综合融资成本下降，公司 EBITDA 对利息支出保障程度提升。

## 4. 调整因素

### (1) 流动性/短期因素

图表 16. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 3 月末
流动比率 (%)	92.67	93.34	99.65	100.97
现金比率 (%)	27.70	25.74	28.72	27.27
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	118.87	131.38	253.28	237.04

资料来源：根据上海城建所提供数据整理、计算。

2023 年以来，该公司流动性指标有所提升，短期偿债能力增强。2024 年 3 月末，公司短期刚性债务现金覆盖率为 2.37 倍，非受限货币资金较充裕，即期偿债压力可控。

该公司银行综合信用授信额度较高，外部融资渠道畅通。截至 2023 年末，公司合并口径获得各银行综合授信额度总额 2,237.77 亿元，其中国家政策银行及工农中建交五大行占比 40.73%。同期末公司已使用授信额度为 946.28 亿元，尚未使用的授信额度为 1,291.49 亿元，后续融资空间大。

### (2) ESG 因素

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海市国资委”）持有公司 100% 股权。

公司治理方面，该公司是国有独资企业，不设股东会，上海市国资委行使出资人职权。公司按照《公司章程》的要求，及自身特点建立了董事会、监事会及在董事会领导下的经营管理团队，并就董事会、监事会及经营管理团队的权利与义务、人员组成、职责权限及议事规则等作出明确的规定，在上海市国资委授权的范围内，进行国有资产的经营和管理。公司董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 名；监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名、职工监事 1 名。上海市国资委任免非职工代表担任的董事和监事。2023 年以来公司未董监高人事变动。截至 2024 年 3 月末，公司 5 名董事和 3 名监事均已到位。

环境及社会责任履行方面，2023 年子公司隧道股份举行环保相关培训 2,520 人次，环境保护投入 1.93 亿元；纳税总额 19.09 亿元，提供就业岗位 17,978 个，员工培训总时长 238,766 小时，公益慈善投入 638.11 万元。

### (3) 表外事项

截至 2023 年末，该公司合并口径共有 2 起重要未决诉讼，主要为建设工程分包合同纠纷。其中公司作为原告涉

<sup>8</sup> 2023 年，公司收回了对瑞行置业的借款 51.26 亿元，年末余额为 9.72 亿元，计入其他非流动资产。

诉金额 7.12 亿元，交易对手方上海虹源盛世投资发展有限公司（简称“虹源投资”）为民营企业，经查询虹源投资商业承兑汇票逾期并被列为失信被执行人名单。2024 年 4 月，经法院判决确认上海城建市政工程（集团）有限公司（简称“市政公司”，为隧道股份全资子公司）对虹源投资享有工程折价款债权 7.12 亿元及其相关费用，市政公司在 7.12 亿元工程折价款债权内就其承建的虹源盛世国际文化城项目工程的折价或拍卖所得价款享有优先受偿权。

截至 2024 年 3 月末，该公司对合并范围外其他公司无担保。

#### （4）其他因素

该公司关联交易主要包括与关联方的商品和劳务往来、资金拆借及少量租赁和融资保理业务。2023 年末，公司对关联方应收类款项账面余额为 41.29 亿元，对关联方应付类款项账面余额为 6.94 亿元。

该公司本部（即母公司）主要承担管理职能。2023 年末，母公司资产总额 168.67 亿元，其中货币资金 56.10 亿元、交易性金融资产 7.68 亿元、其他应收款 29.93 亿元、长期股权投资 63.84 亿元；其他应收款主要为对子公司资金拆借款，年末余额大幅下降。同年末，母公司刚性债务余额为 110.18 亿元；短期刚性债务现金覆盖率为 2.15 倍；资产负债率为 74.09%，较上年末有所下降。2023 年母公司实现营业收入 2.94 亿元，投资收益 6.99 亿元，净利润 6.85 亿元。

该公司的核心主业及资产集中在下属上市公司平台——隧道股份内，截至 2024 年 3 月末对隧道股份的持股比例稳定在 30.49%。母公司对下属子公司的房地产投资建设资金支持力度较大，但房地产业务投资回收周期较长且存在一定的不确定性。

根据该公司本部 2024 年 5 月 6 日的《企业信用报告》显示，公司本部未结清信贷记录均为正常类。根据国家信用信息公示系统、税务违法、失信被执行人、证券期货市场失信被执行人、信用中国等公开平台信息查询结果，截至 2024 年 5 月末，未发现公司存在不良行为记录。

## 5. 外部支持

该公司为国有独资企业，实际控制人为上海市国资委，公司可在资源获取、项目承揽等方面获得政府的支持。2021-2023 年，公司分别获得财政扶持金 1.21 亿元、1.30 亿元和 1.65 亿元。

## 6. 同业比较分析

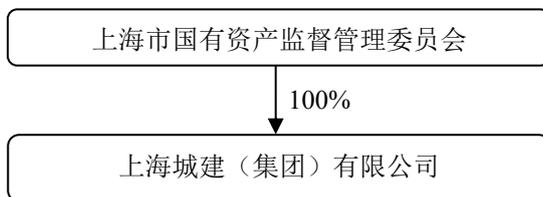
本评级报告选取了中交第二航务工程局有限公司（简称“中交二航”）作为该公司的同业比较对象。中交二航主业为基建施工业务，主要通过传统施工模式及投资拉动模式开展公路、港口、桥梁等工程施工项目，具有较高的可比性。与中交二航相比，公司营业周期较长，但负债经营水平较低。

## 跟踪评级结论

综上，本评级机构评定上海城建主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，“22 沪城 01”信用等级为 AAA。

附录一：

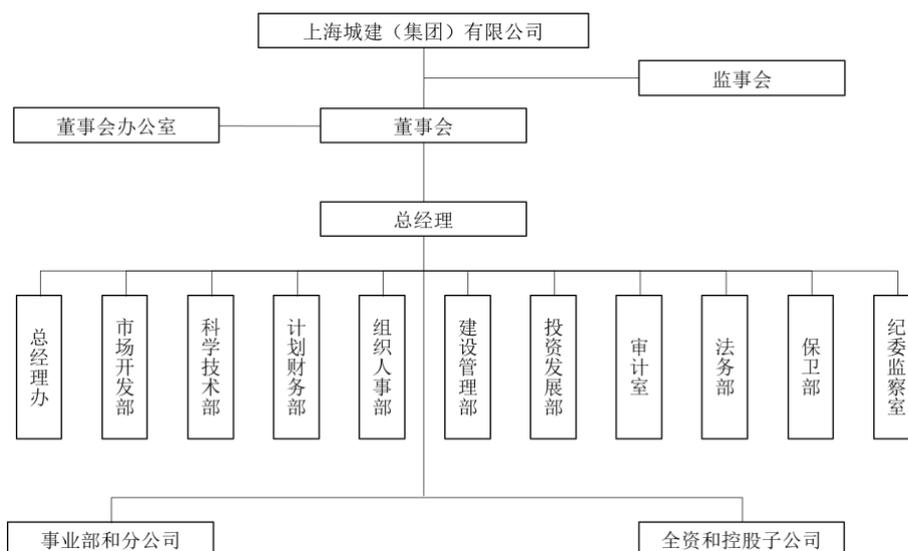
### 公司与实际控制人关系图



注：根据上海城建提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

附录二：

### 公司组织结构图



注：根据上海城建提供的资料整理绘制（截至 2024 年 3 月末）。

## 相关实体主要数据概览

基本情况					2023年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
上海城建（集团）有限公司	上海城建	本级	—	管理职能	110.18	43.70	2.94	6.85	80.41	母公司口径
上海隧道工程股份有限公司	隧道股份	核心子公司	30.49%	基础设施建设、设备制造	366.19	356.54	741.93	31.75	31.78	

注：根据上海城建 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

## 同类企业比较表

核心业务：建筑施工 归属行业：建筑施工

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年度经营数据				2023 年末财务数据/指标				
		营业收入（亿元）	毛利率（%）	新签合同/营业收入（倍）	营业周期（天）	权益资本与刚性债务比率 （倍）	资产负债率 （%）	EBITDA（亿元）	EBITDA/全部利息支出 （倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
中交第二航务工程局有限公司	AAA/稳定	883.94	10.15	2.42	185.27	0.51	88.82	42.00	4.67	0.12
上海城建（集团）有限公司	AAA/稳定	800.49	10.87	1.36	346.66	0.83	78.91	79.89	3.06	0.15

注：新签合同/营业收入为当年建筑施工合同新签与当年建筑施工营业收入比；上海城建该数据口径为核心子公司隧道股份。

## 附录五：

## 发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	1,667.92	1,894.14	1,966.78	1,940.09
货币资金 [亿元]	271.60	279.84	321.35	289.00
刚性债务[亿元]	513.61	561.19	497.22	518.62
所有者权益 [亿元]	342.08	393.73	414.87	415.41
营业收入[亿元]	782.34	813.08	800.49	151.36
净利润 [亿元]	29.12	33.60	31.21	4.03
EBITDA[亿元]	72.27	80.46	79.89	—
经营性现金净流入量[亿元]	60.00	37.59	63.29	-42.19
投资性现金净流入量[亿元]	-18.41	-79.45	44.38	5.11
资产负债率[%]	79.49	79.21	78.91	78.59
权益资本与刚性债务比率[%]	66.60	70.16	83.44	80.10
流动比率[%]	92.67	93.34	99.65	100.97
现金比率[%]	27.70	25.74	28.72	27.27
利息保障倍数[倍]	2.45	1.85	2.38	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	271.58	308.13	346.66	—
毛利率[%]	14.30	13.01	10.87	12.52
营业利润率[%]	4.93	4.97	4.81	4.03
总资产报酬率[%]	3.91	3.67	3.22	—
净资产收益率[%]	9.12	9.13	7.72	—
净资产收益率*[%]	7.77	7.50	7.12	—
营业收入现金率[%]	91.19	86.61	101.67	138.71
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.54	3.51	5.56	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.39	-2.96	7.05	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.93	2.27	3.06	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.14	0.15	0.15	—

注：表中数据依据上海城建经审计的 2021~2023 年度及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算。

## 指标计算公式

$$\text{资产负债率}(\%) = \frac{\text{期末负债合计}}{\text{期末资产总计}} \times 100\%$$

$$\text{权益资本与刚性债务比率}(\%) = \frac{\text{期末所有者权益合计}}{\text{期末刚性债务余额}} \times 100\%$$

$$\text{流动比率}(\%) = \frac{\text{期末流动资产合计}}{\text{期末流动负债合计}} \times 100\%$$

$$\text{现金比率}(\%) = \frac{\text{期末货币资金余额} + \text{期末交易性金融资产余额} + \text{期末应收银行承兑汇票余额}}{\text{期末流动负债合计}} \times 100\%$$

$$\text{利息保障倍数}(\text{倍}) = \frac{\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}}{\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息支出}}$$

$$\text{担保比率}(\%) = \frac{\text{期末未清担保余额}}{\text{期末所有者权益合计}} \times 100\%$$

$$\text{营业周期}(\text{天}) = 365 / \left\{ \frac{\text{报告期营业收入}}{[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]} \right\} + 365 / \left\{ \frac{\text{报告期营业成本}}{[(\text{期初存货余额} + \text{期末存货余额}) / 2]} \right\}$$

$$\text{毛利率}(\%) = 1 - \frac{\text{报告期营业成本}}{\text{报告期营业收入}} \times 100\%$$

$$\text{营业利润率}(\%) = \frac{\text{报告期营业利润}}{\text{报告期营业收入}} \times 100\%$$

$$\text{总资产报酬率}(\%) = \frac{\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}}{[(\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / 2]} \times 100\%$$

$$\text{净资产收益率}(\%) = \frac{\text{报告期净利润}}{[(\text{期初所有者权益合计} + \text{期末所有者权益合计}) / 2]} \times 100\%$$

$$\text{净资产收益率}^*(\%) = \frac{\text{报告期归属于母公司所有者的净利润}}{[(\text{期初归属母公司所有者权益合计} + \text{期末归属母公司所有者权益合计}) / 2]} \times 100\%$$

$$\text{营业收入现金率}(\%) = \frac{\text{报告期销售商品、提供劳务收到的现金}}{\text{报告期营业收入}} \times 100\%$$

$$\text{经营性现金净流入量与流动负债比率}(\%) = \frac{\text{报告期经营活动产生的现金流量净额}}{[(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2]} \times 100\%$$

$$\text{非筹资性现金净流入量与负债总额比率}(\%) = \frac{\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}}{[(\text{期初负债合计} + \text{期末负债合计}) / 2]} \times 100\%$$

$$\text{EBITDA/利息支出}[\text{倍}] = \frac{\text{报告期 EBITDA}}{\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息}}$$

$$\text{EBITDA/刚性债务}[\text{倍}] = \frac{\text{EBITDA}}{[(\text{期初刚性债务余额} + \text{期末刚性债务余额}) / 2]}$$

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

$$\text{刚性债务} = \text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款} + \text{应付短期融资券} + \text{应付利息} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他具期债务}$$

$$\text{EBITDA} = \text{利润总额} + \text{列入财务费用的利息支出} + \text{固定资产折旧} + \text{无形资产及其他资产摊销}$$

附录六：

## 评级结果释义

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	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录七：

## 发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2009年5月20日	AA/稳定	韩军、桑倩	--	<a href="#">报告链接</a>
	评级结果变化	2010年12月15日	AA+/稳定	韩军、桑倩	--	<a href="#">报告链接</a>
		2014年7月24日	AAA/稳定	余海微、章俊	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法（2014版）</a> <a href="#">建筑施工行业评级模型（参见注册文件）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2023年6月27日	AAA/稳定	高珊、凌辉	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月28日	AAA/稳定	黄蔚飞、李逸然		<a href="#">-</a>
债项评级 (22沪城01)	历史首次评级	2022年7月6日	AAA	高珊、黄蔚飞	<a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a> <a href="#">建筑施工行业信用评级方法（2018）</a> <a href="#">工商企业评级模型（建筑施工）MX-GS004（2019.8）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	前次评级	2023年6月27日	AAA	高珊、凌辉	<a href="#">新世纪评级方法总论（2022）</a> <a href="#">工商企业评级方法与模型（建筑施工行业）FM-GS004（2022.12）</a>	<a href="#">报告链接</a>
	本次评级	2024年6月28日	AAA	黄蔚飞、李逸然		<a href="#">-</a>

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。