



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪098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，调升贵公司本期债券信用等级至AAA，调升本次发债主体信用等级至AAA，评级展望为稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年五月十八日

上海隧道工程股份有限公司 2009 年公司债券跟踪评级报告（2016）

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		
目前规模	13.10 亿元		
存续期限	2009/10/21~2016/10/21		
上次评级时间	2015/05/26		
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	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

隧道股份	2013	2014	2015	2016.3
所有者权益(亿元)	125.07	159.60	168.86	172.46
总资产(亿元)	570.54	588.14	628.87	621.92
总债务(亿元)	213.73	168.44	173.00	181.93
营业总收入(亿元)	235.01	254.22	268.03	50.32
营业毛利率(%)	12.51	12.57	12.82	12.75
EBITDA(亿元)	31.04	34.05	35.62	5.89
所有者权益收益(%)	10.49	8.87	9.16	7.60
资产负债率(%)	78.08	72.86	73.15	72.27
总债务/ EBITDA(X)	6.89	4.95	4.86	7.72
EBITDA 利息倍数(X)	2.74	3.03	3.06	3.07
上海城建集团	2013	2014	2015	
所有者权益(亿元)	146.66	189.19	197.33	
总资产(亿元)	740.80	828.14	926.34	
总债务(亿元)	370.78	345.02	346.49	
营业总收入(亿元)	304.94	311.81	333.43	
营业毛利率(%)	12.32	14.00	14.05	
EBITDA(亿元)	36.42	42.58	42.65	
所有者权益收益率(%)	7.56	7.84	8.31	
资产负债率(%)	80.20	77.15	78.70	
总债务/ EBITDA(X)	10.18	8.10	8.12	
EBITDA 利息倍数(X)	1.66	2.42	2.06	

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

2015年上海隧道工程股份有限公司（以下简称“隧道股份”或“公司”）继续保持在城市轨道交通、超大型隧道及越江隧道工程建设等地下工程领域的核心优势，主要业务板块保持稳步增长，订单类型多元化，整体竞争能力和盈利能力均很强。目前公司行业地位显著，研发能力及施工技术突出，产业链日趋完善，整体经营能力和偿债能力均很强。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。

中诚信证评调升隧道股份主体信用等级至AAA，评级展望为稳定，调升“上海隧道工程股份有限公司2009年公司债券”信用等级至AAA。该债项级别考虑了上海城建（集团）公司（以下简称“上海城建集团”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

- 良好的发展前景。跟踪期内，上海城建集团对隧道股份的增持计划实施完成，两家公司的管理层也已部分整合，隧道股份在上海国资系统中的地位提升，未来有望在业务发展、优质资产注入等方面获得更大支持。
- 技术创新能力突出。截至2015年末，公司拥有3家国家级研发平台，7家市级技术中心，2家市级工程中心以及2家博士后工作室等创新载体，同时拥有5家高新技术企业，其专业领域已基本覆盖公司主营业务范围。公司累计获得812项授权专利，其中发明专利263项，累计获得国家级和市级工法共72项。
- 继续保持地下工程领域核心优势。超大型隧道与越江隧道方面，公司继续保持70%左右的市场占有率；轨道交通方面，上海地区轨道交通市场份额累计达到约40%，参建线路涵盖目前

分析师

罗彬璐 bluo@ccxr.com.cn
刘刚 gangliu@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn

2016年5月18日

建成运营全部线路及在建的 12、13、17、18 号线等；在外地市场，公司参与承建了宁波、福州、南京、杭州等地的轨道交通建设工程，并成功承揽了江苏淮安、宁波鄞州城市有轨电车建设工程。

- 主要业务板块保持稳定增长。施工板块作为公司的核心业务板块及主要收入来源板块，在宏观经济下行及行业压力加大的背景下，公司加大投标力度，依靠传统技术优势以及科研技术的市场化应用，2015 年公司施工项目中标合同累计金额约 344.35 亿元，较 2014 年增加 12.72%。同期设计业务中标合同量约为 19.35 亿元，较 2014 年增长 5.54%，其中，有轨电车设计业务实现同比增长 118%，进一步巩固了该领域设计领先的行业地位。
- 财务结构保持稳健。截至 2016 年 3 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 72.27%和 51.34%，长短期债务比为 0.17，财务结构较为稳健。

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，公司未来或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。

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，特此声明如下：

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

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按照相关法律、法规对外公布。

行业关注

随着我国城市化进程的不断推进，市政工程与城市基础设施建设等相关产业面临良好发展机遇

近年来我国城市化进程一直保持着快速发展态势，截至2015年末，我国城镇化率已达到56.10%。根据2014年3月我国颁布的国家新型城镇化规划（2014-2020年），预计2020年我国常住人口城镇化率将达到60%左右。与此同时，我国市政公用设施供需矛盾仍然突出，一方面，小城镇的基础设施建设仍较为薄弱，需要大量新建道路、排水、燃气管网等；另一方面，一些大城市的基础设施由于使用年限较长，面临着道路拓宽、管网升级改造的问题，市政工程与城市基础设施建设等相关产业面临良好发展机遇。

轨道交通网络的广泛覆盖符合国家战略规划和环境要求，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

根据国家住建部发布的《2014年城乡建设统计公报》，截至2014年末，全国有22个城市建成轨道交通，线路长度2,715公里，比2013年增长22.7%，车站数1,786个，其中换乘站366个，配置车辆数14,654辆。全国36个城市在建轨道交通，线路长度3,004公里，比2013年增长8.8%，车站数2,047个，其中换乘站532个。

从上海市来看，截至2015年末，全市轨道交通运营线路达到15条，运营里程达到617.53公里，同比增长12.8%；客运量30.68亿人次，同比增长8.5%。根据相关规划，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，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。

从目前公司重点发展的长三角地区来看，南京、杭州、宁波、苏州、无锡等主要城市在未来5年内将继续迎来城市轨道交通市场的迅速扩大。根据各城市的轨道交通规划，2020年以前，计划建设的城市轨道交通线路总长将达620公里，总投资额将超过1,600亿元（表1）。

表1：长三角主要城市轨道交通建设规划及投资规模

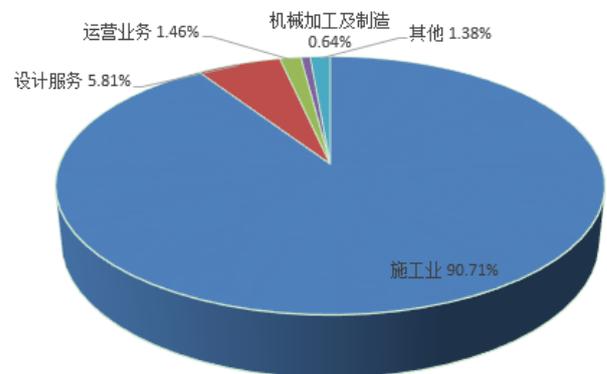
城市	建设周期、规划线路及投资规模
杭州	根据《杭州市城市轨道交通近期建设规划》，至2019年，杭州将建成包括2、4、5、6号线四条线路，4个项目线路总长度106.6公里，项目总投资约698.91亿元。
南京	根据《南京市城市快速轨道交通建设规划》，自2014-2020年间，南京将再建10条地铁，包括1号线北沿线、3号线三期、4号线二期、5号线、6号线、7号线、8号线一期、9号线、10号线二期和11号线，总长215.7公里，设车站约133座。
宁波	根据《宁波市城市快速轨道交通建设规划》，获得国家发改委发改基础〔2013〕2178号文批复，2013—2020年，宁波将先后建设轨道交通3号线一期、2号线二期、4号线、5号线一期、3号线二期工程，总规模100.1km，总投资640.4亿元。
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。
无锡	根据《无锡市城市轨道交通近期建设规划》，自2013年起，无锡市将新建包括3号线一期、4号线一期以及1号线南延线共3条运营线路，总长56.9公里，总投资399.44亿元。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

业务运营

2015年，公司业务规模稳步增长，全年实现营业收入268.03亿元，较上年增长5.43%，其中主营业务收入266.68亿元，较上年增长5.32%。公司主营业务收入构成中，施工业占比仍然最大，为90.71%，设计服务占比为5.81%，运营业务占比1.46%，机械加工及制造占比0.64%，其余为房地产业和其他业务。

图1：2015年公司主营业务收入构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司行业地位显著，研发能力强，同时具有先进的施工技术与良好的工程质量

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，公司及多家下属子公司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。截至2015年末，公司累计获得812项授权专利，其中发明专利263项，累计获得国家级和市级工法共72项。

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

公司一直保持地下工程领域的市场核心优势，尤其是在城市轨道交通、超大型隧道及越江隧道工程建设方面。超大型隧道与越江隧道方面，公司继续保持70%左右的市场占有率；轨道交通方面，公司上海地区轨道交通市场份额累计达到约40%，参建线路涵盖目前建成运营全部线路及在建的12、13、17、18号线等；在外地市场，公司参与承建了宁波、福州、南京、杭州等地的轨道交通建设工程，并成功承揽了江苏淮安、宁波鄞州城市有轨电车建设工程。

2015年内，公司承建的一批重大工程按计划完成，包括郑州下穿中州大道隧道工程商鼎路隧道、上海中环线浦东新建段工程1标高架道路、上海虹梅南路隧道等。同时，珠海横琴三通道工程、武汉三阳隧道工程武昌工作井44m超深基坑、上海北横通道工程、诸光路通道工程等大型隧道工程的结构施工稳步推进，为后续盾构施工创造了条件。

轨道交通工程方面，上海9号线、10号线、12号线、13号线、14号线、17号线同时在建；郑州地铁、天津地铁、新疆乌鲁木齐地铁等市外轨交工程建设稳步推进；宁波轨道交通3号线一期工程大断面类矩形盾构出洞，推进及拼装施工趋于完善；昆明轨道交通2号线二期工程于第四季度开工建设。

2015年，公司施工项目中标合同累计金额约344.35亿元，较上年增加12.72%。其中，按地域分类，上海市内业务172.89亿元，上海市外包括海外业务171.46亿元，分别占合同总额的50.21%和49.79%；按空间类型分类，地下业务138.27亿元，地上业务206.08亿元，分别占合同总额的40.15%和59.85%；按订单类型分类，轨道交通类占比23.97%、市政工程类占比10.00%、能源工程类占比9.97%、道路工程类占比36.08%、房产工程类占比14.86%、其他工程类占比5.13%。

总体看，2015年公司的施工业务规模依然较大，其中承接的重大工程均稳步推进，合同承接情况良好，订单充足。

公司投资业务稳步发展，PPP模式投资业务实现突破，投资规模及投资收益均保持增长

2015年，公司对内部投资板块进行了整合，将下属5家BT、BOT项目公司通过股权增资的方式对全资子公司上海基础设施建设发展有限公司（以下简称“上海基建”）进行增资，增资后上海基建注册资本为40.55亿元，业务承揽实力进一步增强。

2015年，公司仍以投资基础设施建设的BOT及BT项目为主，其中，长沙万家丽路快速化改造工程BT项目金额为42.22亿元、淮安有轨电车工程BT项目金额为35.00亿元，单个项目中标金额均较高。同时，公司PPP模式投资业务亦有所突破，2016年初，公司连续中标多个PPP模式投资项目，其中包括项目总额84.7亿元的杭绍台高速公路（台州段）以及项目总额19.1亿元的株洲轨道科技城路网工程。

如表2所示，截至2015年12月31日，公司主要投资项目14个，总投资达到334.78亿元。其中已投入运营及进入回收期的项目共11个，尚有3个在建项目。总的来看，公司项目整体投资规模偏高，投资回收期偏长，未来三年仍面临较大的资本支出压力。

投资收益方面，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。

表2：截至2015年末公司主要BOT及BT投资项目情况

项目名称	投资额（亿元）	预期收益率	项目进度	运营期/回购期
常州市高架道路 BOT 一期	43.63	8.55%	运营期	2009-2033
常州市高架道路 BOT 二期	63.00	8.20%	运营期	2011-2033
嘉浏高速公路 BOT 项目	8.57	7%	运营期	2001-2022
杭州钱江隧道及接线 BOT 项目	35.65	7.92%	运营期	2014-2039
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%	回购期	2015-2020
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%	回购期	2014-2016
南昌朝阳大桥 BT 工程	20.00	9%	回购期	2015-2017
长沙万家丽路快速化改造工程 BT 项目	42.22	9.46%	回购期	2015-2019
淮安有轨电车工程 BT 项目	35.00	9.47%	建设期	2015-2020
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%	回购期	2014-2015
中意（宁波）生态园基础设施建设 PPP 项目	8.52	11.16%	建设期	2017-2036
株洲轨道科技城路网工程 PPP 项目	19.41	8.41%	建设期	2017-2032
合计	334.78	-	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司设计业务规模的持续增长对其利润起到了补充作用，同时，新产品及新服务的发展也为公司未来业务范围的拓展奠定了基础

设计业务方面，公司设计业务均通过旗下上海市城市建设设计研究总院（以下简称“城建院”）及其他相关设计院共同完成，近年随着上海市地下空间设计研究总院有限公司（以下简称“地下院”）的并入，公司设计业务实力有所增强，收入和盈利水平持续增长。2015年，公司设计服务收入合计15.50亿元，较上年增加3.57%；毛利率为34.55%，较上年增加12.05个百分点，且远高于公司综合营业毛利率12.82%。

2015年，公司设计业务中标合同量约为19.35亿元，较上年增长5.54%，其中，有轨电车设计业务实业同比增长118%，进一步巩固了该领域设计领先的行业地位；地下院BIM应用技术市场认可度不断提高，先后在贵州、江苏、上海等地实现项目承揽；燃气院区域市场份额也在不断提升，不断推进LNG等新能源技术市场的进一步开拓。

财务分析

以下分析基于公司提供的经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2013年、2014年、2015年审计报告以及未经审计的2016年一季度报。

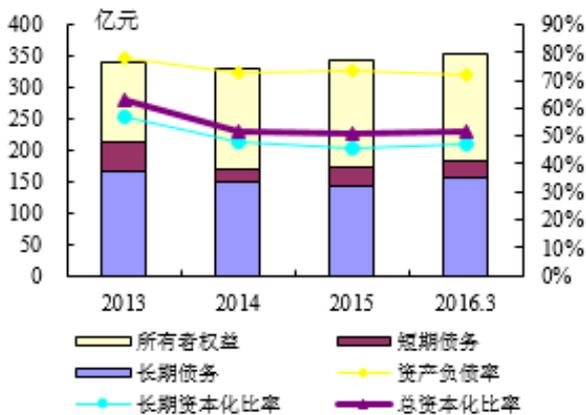
资本结构

随着业务规模的扩大，公司资产规模稳步上升，截至2015年12月31日，其总资产为628.87亿元，较上年末增长6.92%，同期所有者权益为168.86亿元，较上年末增长5.80%。截至2016年3月31日，公司总资产和所有者权益分别为621.92亿元和172.46亿元。

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，公司对外融资需求较大，负债水平较高。截至2015年12月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为73.15%和50.61%，与上年同期基本持平。截至2016年3月31日，公司资产负债率和总资本化比率分别为72.27%和51.34%。

图2：截至2013~2015年末及2016年3月末

公司资本结构分析

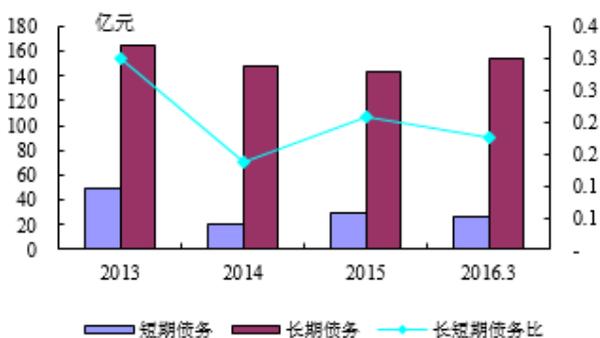


数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，公司有息债务仍以长期债务为主，与其业务性质匹配，截至2015年12月31日，公司长短期债务比为0.21，较上年同期的0.14小幅上升，主要由于短期借款有所增加。截至2016年3月31日，公司长短期债务比为0.17。

图3：截至2013~2015年末及2016年3月末

公司债务结构分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

整体看，公司负债水平适中，债务期限结构与其业务结构匹配，财务结构尚属稳健。考虑到未来公司投资类项目资金需求规模仍然较大，其短期内或将面临一定的资本支出压力。

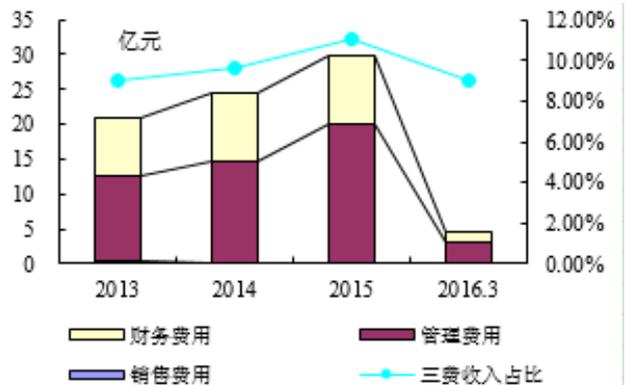
盈利能力

2015年，公司业务规模继续呈现稳步增长态势，全年实现营业收入268.03亿元，较上年增长5.43%，其中主营业务收入266.68亿元，较上年增长5.32%。从收入构成来看，施工业、设计服务、运营业务、机械加工及制造收入分别占公司主营业务收入的90.71%、5.81%、1.46%和0.64%，施工业仍为公司最主要的收入来源。2016年一季度，公司实现营业收入50.32亿元，同比增长5.01%。

毛利率方面，2015年，公司施工业务毛利率为9.68%，同比下降0.75个百分点；设计业务毛利率为34.55%，同比上升12.05个百分点，运营业务毛利率48.28%，同比上升33.89个百分点；机械加工及制造业务毛利率为15.98%，同比增加6.33个百分点。2015年，公司综合营业毛利率为12.82%，同比增加0.25个百分点。

期间费用方面，2015年，公司期间费用合计29.69亿元，三费收入占比为11.08%，同比增加1.46个百分点。其中，主要受研发支出增加约4.26亿元的影响，公司管理费用增幅较大，全年为19.81亿元，同比增加36.58%。

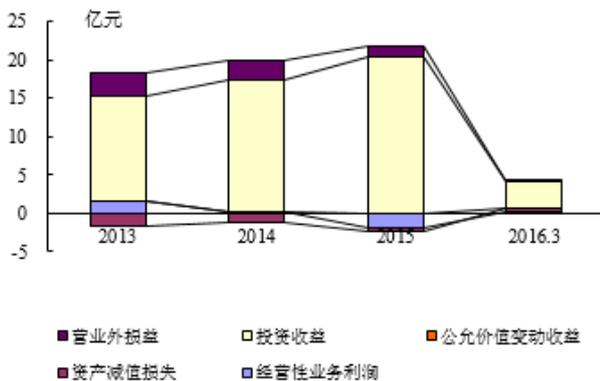
图4：2013~2016.3公司期间费用分析



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

利润总额方面，2015年，公司利润总额为19.52亿元，同比增长5.12%。从构成来看，投资收益仍为公司利润总额的最主要来源，全年为20.45亿元，较上年增长19.67%，其中BOT、BT项目投资收益11.63亿元，较上年增加7.02%；处置可供出售金融资产取得的投资收益4.57亿元；处置长期股权投资产生的投资收益3.41亿元。同期，主要由于研发支出等费用的增加，公司经营性业务利润降至-1.91亿元。2016年一季度，公司利润总额为4.23亿元，同比增长4.28%，主要包括投资收益为3.48亿元、经营性业务利润0.24亿元。

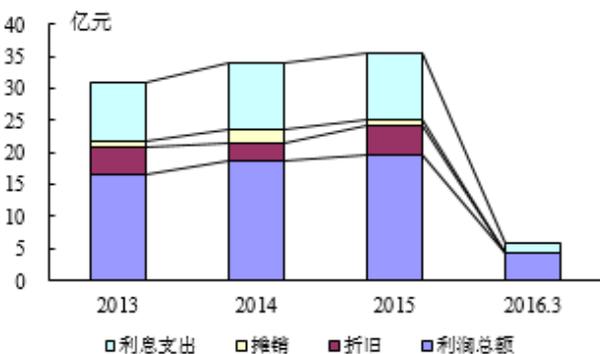
图5：2013~2016.3公司利润总额构成



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。2015年，公司EBITDA为35.62亿元，同比增长4.61%，其中利润总额19.52亿元、利息支出10.58亿元，折旧4.65亿元。近年来，公司EBITDA保持稳步增长态势，获现能力良好。

图6：2013~2016.3公司EBITDA构成



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看来，公司经营较为稳定，营业收入规模及毛利率水平均保持增长，此外，得益于对外投资业务的利润贡献，公司盈利能力逐年增强。

偿债能力

截至2015年12月31日，公司总债务合计173.00亿元，较上年末增加2.71%。同时，作为建筑施工类企业，公司对长期资金需求较大，而且短期内公司BT及BOT项目仍存在较大的投资需求，截至2016年3月31日，公司总债务增至181.93亿元。

从偿债能力看，2015年公司总债务/EBITDA为4.86倍，EBITDA利息保障倍数为3.06倍，均与上年基本持平，公司偿债能力很强，偿债风险很小。

从现金流来看，2015年，公司经营活动净现金流为14.88亿元，较上年有所减少，经营活动净现

金/总债务为0.09倍，经营活动净现金利息保障倍数为1.28倍。

表3：2013~2015年公司部分偿债能力指标

指标	2013	2014	2015
总债务/EBITDA (X)	6.89	4.95	4.86
经营活动净现金/总债务 (X)	0.03	0.21	0.09
EBITDA 利息保障倍数 (X)	2.74	3.03	3.06
经营活动净现金流利息保障倍数 (X)	0.62	3.21	1.28
资产负债率 (%)	78.08	72.86	73.15
总资本化比率 (%)	63.08	51.27	50.61

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至2015年12月31日，公司共获得29家金融机构483.46亿元银行综合授信，其中尚未使用的授信273.29亿元，备用流动性较为充裕。

或有事项方面，截至2015年12月31日，公司无对外担保。

值得关注的是，随着上海国企改革的稳步推进，隧道股份作为上海城建集团最核心的子公司，其在上海国资系统中的地位不断提升。跟踪期内，上海城建集团对隧道股份的增持计划实施完成，两家公司的管理层也已部分整合，管理层级缩短，管理效率提高，未来隧道股份有望在业务发展、优质资产注入等方面获得更大支持。

总体来看，公司负债水平适中，债务期限结构与其业务结构匹配，财务结构尚属稳健。同时，公司经营状况良好，主要业务板块收入和利润水平稳步增长，盈利能力逐年增强，发展前景良好，其偿债能力很强。

担保实力

担保主体概况

上海城建(集团)公司(以下简称“上海城建集团”或“公司”)是国家建设部、上海市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。近年来该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。

截至2015年12月31日，上海城建集团总资产926.34亿元，总负债729.01亿元，所有者权益197.33亿元，资产负债率为78.70%；2015年，上海城建集团实现营业收入333.43亿元，净利润16.07亿元，经营活动净现金流为30.49亿元。

业务运营

分业务板块看，设计施工业务包括市政工程设计、施工建设，这些业务分别由集团及下属的子公司来具体运作，其中下属上市子公司隧道股份施工量占比较大。此外，上海城建集团和隧道股份系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，具有一定的核心竞争力。

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。2015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20.05亿元，同比增长27.71%。

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长三角区，以市政项目为主。2015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，与郑州、乌鲁木齐等地建立密切关系，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，截至2015年12月31日，集团总资产为926.34亿元，总负债为729.01亿元，分别同比上升11.86%和14.09%；同期资产负债率为78.70%，同比上升1.54个百分点，总资本化比率为63.71%，同比下降0.87个百分点。整体来看，上海城建集团负债水平偏高。

2015年，在运营业务及房地产开发业务等的带动下，上海城建集团实现营业收入333.43亿元，同比增长6.94%；营业毛利率为14.05%，与上年基本持平。但受研发费用及利息支出增加的影响，上海城建集团费用规模有所扩大，期间费用占营业收入比重小幅上升至12.30%。利润方面，2015年上海城建集团取得利润总额22.14亿元，净利润16.07亿

元，所有者权益收益率为8.31%，盈利状况良好。

从长期偿债指标看，2015年上海城建集团总债务/EBITDA和EBITDA利息倍数分别为8.12和2.06倍，EBITDA对债务本息的保障能力较强。现金流方面，2015年，上海城建集团经营活动净现金流为30.49亿元，经营活动净现金流/总债务、经营活动净现金流利息倍数分别为0.09和1.48倍。

表4：2013~2015年上海城建集团主要财务指标

	2013	2014	2015
短期债务（亿元）	102.53	115.08	127.03
长期债务（亿元）	268.25	229.94	219.46
短期债务/长期债务（X）	0.38	0.50	0.58
总债务（亿元）	370.78	345.02	346.49
资产负债率（%）	80.20	77.15	78.70
总资本化比率（%）	71.66	64.58	63.71
长期资本化比率（%）	64.65	54.86	52.65
经营性净现金流（亿元）	0.29	39.51	30.49
经营净现金流/利息支出（X）	0.01	2.24	1.48
EBITDA（亿元）	36.42	42.58	42.65
总债务/EBITDA（X）	10.18	8.10	8.12
EBITDA 利息倍数（X）	1.66	2.42	2.06

数据来源：上海城建集团提供，中诚信证评整理

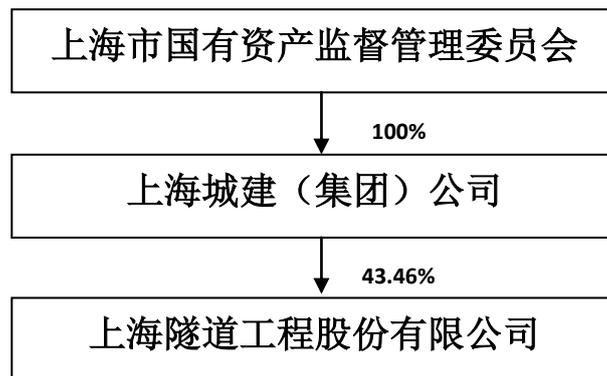
中诚信证评认为，上海城建集团设计施工总承包近年业务量饱满，收入呈逐年增长趋势，盈利能力也有所增强。此外，在设计施工总承包的带动下，其基础设施投资和房地产开发板块也运营良好。但中诚信证评也关注到上海城建集团负债水平较高以及未来规模持续扩张等带来的债务和资金压力。

综合来看，我们认为上海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隧道股份本次公司债券按期偿还提供有力的保障。

结 论

中诚信证评调升隧道股份主体信用等级至AAA，评级展望为稳定，调升“上海隧道工程股份有限公司2009年公司债券”信用等级至AAA。

附一：上海隧道工程股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附二：上海隧道工程股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 3 月 31 日）



附三：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）	2013	2014	2015	2016.3
货币资金	571,375.02	738,969.55	1,110,692.46	996,352.70
应收账款	1,097,559.26	1,312,565.87	1,319,117.09	1,250,420.84
存货	563,428.48	583,947.02	593,771.55	673,628.51
流动资产	2,432,371.56	2,920,446.30	3,279,751.03	3,147,423.66
长期投资	85,557.90	312,539.49	190,238.37	190,126.66
固定资产合计	1,596,870.46	717,808.25	734,726.72	731,182.09
总资产	5,705,426.36	5,881,443.95	6,288,691.81	6,219,181.09
短期债务	492,826.31	202,403.11	297,124.60	270,554.18
长期债务	1,644,440.59	1,481,970.32	1,432,896.40	1,548,757.15
总债务（短期债务+长期债务）	2,137,266.90	1,684,373.44	1,730,020.99	1,819,311.33
总负债	4,454,694.44	4,285,444.31	4,600,104.32	4,494,596.86
所有者权益（含少数股东权益）	1,250,731.92	1,595,999.64	1,688,587.49	1,724,584.58
营业总收入	2,350,113.85	2,542,181.14	2,680,317.46	503,218.96
三费前利润	225,876.31	247,187.76	277,723.16	47,796.89
投资收益	137,083.28	170,911.72	204,525.31	34,787.07
净利润	131,218.75	141,522.76	150,430.49	32,419.33
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	310,413.33	340,486.94	356,169.92	589,247.2
经营活动产生现金净流量	69,669.65	360,713.59	148,776.18	-75,771.61
投资活动产生现金净流量	-259,024.73	-506,476.90	320,977.14	-136,245.62
筹资活动产生现金净流量	184,184.00	315,115.68	-96,843.17	82,306.71
现金及现金等价物净增加额	-4,811.53	169,482.94	371,681.44	-127,858.52
财务指标	2013	2013	2015	2016.3
营业毛利率（%）	12.1	12.57	12.82	12.75
所有者权益收益率（%）	10.49	8.87	9.16	7.60
EBITDA/营业总收入（%）	13.21	13.39	13.29	11.71
速动比率（X）	0.74	0.89	0.90	0.90
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	0.21	0.09	-0.17
经营活动净现金/短期债务（X）	0.14	1.78	0.50	-1.12
经营活动净现金/利息支出（X）	0.62	3.21	1.28	-3.95
EBITDA 利息倍数（X）	2.74	3.03	3.06	3.07
总债务/EBITDA（X）	6.89	4.95	4.86	7.72
资产负债率（%）	78.08	72.86	73.15	72.27
总资本化比率（%）	63.08	51.35	50.61	51.34
长期资本化比率（%）	56.80	48.15	45.90	47.31

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。

附四：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）	2013	2014	2015
货币资金	1,025,771.86	1,114,635.35	1,500,378.54
应收账款	588,786.32	950,496.56	1,286,937.34
存货	1,688,000.52	2,191,409.43	2,402,703.34
流动资产	2,996,460.83	3,808,142.06	5,628,252.32
长期投资	197,819.63	432,538.64	294,857.28
固定资产合计	1,877,314.79	1,057,762.62	1,122,551.18
总资产	7,408,036.62	8,281,423.43	9,263,378.63
短期债务	1,025,289.13	1,150,846.34	1,270,309.20
长期债务	2,682,470.24	2,299,394.39	2,194,588.72
总债务（短期债务+长期债务）	3,707,759.37	3,450,240.72	3,464,897.92
总负债	5,941,472.95	6,389,484.90	7,290,074.53
所有者权益（含少数股东权益）	1,466,563.66	1,891,938.53	1,973,304.10
营业总收入	3,049,362.51	3,118,058.24	3,334,312.41
三费前利润	284,898.78	339,134.18	372,616.27
投资收益	164,311.82	182,037.77	210,740.90
净利润	110,853.51	148,294.96	160,681.60
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	364,249.10	425,845.03	426,510.75
经营活动产生现金净流量	2,863.48	395,064.08	304,943.64
投资活动产生现金净流量	-373,700.85	-533,623.15	352,083.00
筹资活动产生现金净流量	411,191.80	225,417.33	-260,365.12
现金及现金等价物净增加额	39,938.97	86,046.51	388,096.10
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	12.32	14.00	14.05
所有者权益收益率（%）	7.56	7.84	8.31
EBITDA/营业总收入（%）	11.95	13.66	12.79
速动比率（X）	0.65	0.67	0.67
经营活动净现金/总债务（X）	0.00	0.11	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	0.00	0.34	0.24
经营活动净现金/利息支出（X）	0.01	2.24	1.48
EBITDA 利息倍数（X）	1.66	2.42	2.06
总债务/EBITDA（X）	10.18	8.10	8.12
资产负债率（%）	80.20	77.15	78.70
总资本化比率（%）	71.66	64.58	63.71
长期资本化比率（%）	64.65	54.86	52.65

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。

附五：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）

附六：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。