

上海城建（集团）有限公司

及其发行的 19 沪城 01 与 20 沪城 01

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2022)100940】

评级对象: 上海城建(集团)有限公司及其发行的 19 沪城 01 与 20 沪城 01

| | 19 沪城 01 | 20 沪城 01 |
|--------------|----------------------------|----------------------------|
| | 主体/展望/债项/评级时间 | 主体/展望/债项/评级时间 |
| 本次跟踪: | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日 | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 28 日 |
| 前次跟踪: | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 24 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 24 日 |
| 首次评级: | AAA/稳定/AAA/2019 年 7 月 23 日 | AAA/稳定/AAA/2020 年 3 月 20 日 |

主要财务数据及指标

| 项 目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 第一季度 |
|--------------------------|---------|---------|---------|----------------|
| 金额单位:人民币亿元 | | | | |
| 母公司口径数据: | | | | |
| 货币资金 | 12.50 | 9.12 | 26.43 | 14.77 |
| 刚性债务 | 124.12 | 117.66 | 124.30 | 145.07 |
| 所有者权益 | 24.10 | 25.92 | 31.44 | 28.82 |
| 经营性现金净流入量 | 7.85 | -6.12 | 7.94 | 0.10 |
| 合并口径数据及指标: | | | | |
| 总资产 | 1225.85 | 1426.45 | 1667.92 | 1718.61 |
| 总负债 | 956.86 | 1129.91 | 1325.84 | 1374.03 |
| 刚性债务 | 393.15 | 486.32 | 513.61 | 562.38 |
| 所有者权益 | 268.99 | 296.55 | 342.08 | 344.58 |
| 营业收入 | 580.31 | 672.21 | 782.34 | 127.91 |
| 净利润 | 23.54 | 24.82 | 29.12 | 2.40 |
| 经营性现金净流入量 | 74.56 | 63.14 | 60.00 | -24.69 |
| EBITDA | 55.08 | 52.66 | 72.27 | — |
| 资产负债率[%] | 78.06 | 79.21 | 79.49 | 79.95 |
| 权益资本与刚性债务 比率[%] | 68.42 | 60.98 | 66.60 | 61.27 |
| 流动比率[%] | 107.90 | 97.97 | 92.67 | 94.99 |
| 现金比率[%] | 32.70 | 31.62 | 27.70 | 28.85 |
| 利息保障倍数[倍] | 2.43 | 2.17 | 2.45 | — |
| 净资产收益率[%] | 9.08 | 8.78 | 9.12 | — |
| 经营性现金净流入量与 流动负债比率[%] | 11.36 | 8.40 | 6.54 | — |
| 非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%] | 0.71 | -4.22 | 3.39 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 3.04 | 2.60 | 2.93 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.15 | 0.12 | 0.14 | — |

注:根据上海城建经审计的 2019~2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

高珊 gs@shxsj.com
黄蔚飞 hwf@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
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(简称本评级机构)对上海城建(集团)有限公司(简称上海城建、发行人、该公司或公司)及其发行的 19 沪城 01 及 20 沪城 01 的跟踪评级反映了 2021 年以来上海城建在市场竞争、主业发展态势、外部融资等方面维持优势,同时也反映了公司在项目回款、刚性债务规模、工程项目管理及母公司信用质量等方面继续面临压力。

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,上海城建施工业务规模不断扩大,营业收入保持高速增长,盈利能力强,同时已完工投融资项目可贡献较稳定的现金回款。
- **外部融资渠道畅通。**上海城建下属子公司隧道股份为 A 股上市公司;截至 2022 年 3 月末公司可用授信余额 994.82 亿元,直接和间接融资渠道畅通,可较好的保障资金的正常周转和债务的按时偿付。

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较大规模的资金沉淀,公司存在一定的回款风险和房地产去化风险。
- **投资支出快速扩张,刚性债务规模大。**上海城建基础设施投资运营业务投资体量大、项目周期长,近年来投资支出快速扩张,带动公司刚性债务规模持续攀升。公司现金流量状况易随项目投建及结算进度而波动,未来仍有较大投

资需求，现金平衡压力大。

- **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。
- **母公司信用质量弱化风险。**上海城建核心主业和资产主要集中在下属上市公司，母公司财务杠杆水平高，债务规模大且以短期借款为主。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，房地产业务投资回收周期较长且存在一定的不确定性，母公司信用质量存在弱化风险。

➤ 未来展望

通过对上海城建（集团）有限公司及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

上海城建（集团）有限公司

及其发行的 19 沪城 01 与 20 沪城 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海城建（集团）有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）与 2020 年公开发行公司债券（第一期）（分别简称“19 沪城 01”与“20 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 2021 年财务报表、未经审计的 2022 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。

2019 年 9 月 16 日，经中国证监会“证监许可[2019]1713 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 30 亿元的公司债券。2019 年 10 月，公司公开发行“19 沪城 01”，发行规模 15.00 亿元，票面利率 3.55%，期限 5 年，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。2020 年 3 月，公司公开发行“20 沪城 01”，发行规模 15.00 亿元，票面利率 3.04%，期限为 3 年。

截至 2022 年 5 月末，该公司合并范围内发债主体包括公司本部、子公司隧道股份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 84.00 亿元，公司对已发行债券均能按时还本付息。

图表 1. 截至 2022 年 5 月末公司存续债券概况

| 债项名称 | 发行主体 | 发行金额 (亿元) | 本金余额 (亿元) | 期限 | 发行利率 (%) | 起息日期 | 到期日期/ 下一行权日期 |
|---------------|------|---------------|--------------|---------|-------------|------------|-----------------|
| 15 沪城建债 | 上海城建 | 20.00 | 4.00 | 7 年 | 3.50 | 2016.1.6 | 2023.1.6 |
| 19 沪城 01 | 上海城建 | 15.00 | 15.00 | (3+2) 年 | 3.55 | 2019.10.25 | 2022.10.25 |
| 20 沪城 01 | 上海城建 | 15.00 | 15.00 | 3 年 | 3.04 | 2020.3.26 | 2023.3.26 |
| 22 隧道 01 | 隧道股份 | 25.00 | 25.00 | 3 年 | 2.97 | 2022.5.11 | 2025.5.11 |
| 21 沪基建 MTN001 | 上海基建 | 6.00 | 6.00 | (3+N) 年 | 4.50 | 2021.4.29 | 2024.4.29 |
| 21 沪基建 MTN002 | 上海基建 | 10.00 | 10.00 | (3+N) 年 | 4.00 | 2021.10.27 | 2024.10.27 |
| 21 上建 Y1 | 上海基建 | 5.00 | 5.00 | (3+N) 年 | 3.82 | 2021.11.9 | 2024.11.9 |
| 22 沪基建 MTN001 | 上海基建 | 4.00 | 4.00 | (3+N) 年 | 3.53 | 2022.4.27 | 2025.4.27 |
| 合计 | - | 100.00 | 84.00 | - | - | - | - |

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项

债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

(2) 行业因素

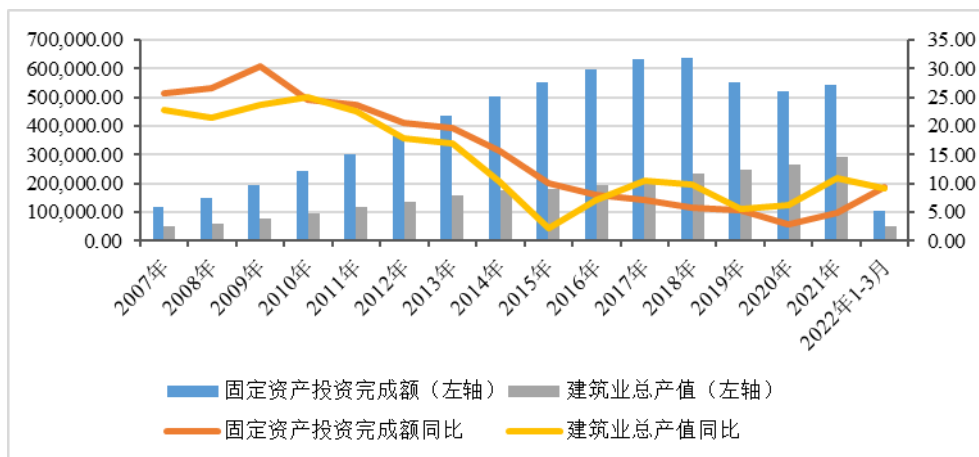
我国建筑施工行业景气度与固定资产投资增速密切相关，近年来行业总产值维持中低速增长。2021年受地方政府隐性债务严监管等因素影响，全年基础设施投资增速低迷。但2022年以来，经济下行压力加大，作为经济稳增长的重要着力点，全年基建投资有望提速。

A. 行业概况

我国建筑施工行业发展与宏观经济变化，尤其是固定资产投资情况密切相关。近年来我国宏观经济下行压力加大，固定资产投资增速放缓，叠加“新冠肺炎”疫情冲击，建筑施工工业总产值增速承压。

2021年我国固定资产投资完成额为54.45万亿元，同比增长4.9%，增速较上年提升2个百分点，但仍处历史较低水平。同年建筑业总产值为29.31万亿元，同比增长11.0%，增速较上年提升4.8个百分点，阶段性回暖。2022年第一季度，建筑业总产值为5.17万亿元，同比增长9.2%。但3月份以来，新冠疫情在我国主要经济活跃区域频发，导致项目开工受阻，预计将对建筑业全年总产值造成一定影响。

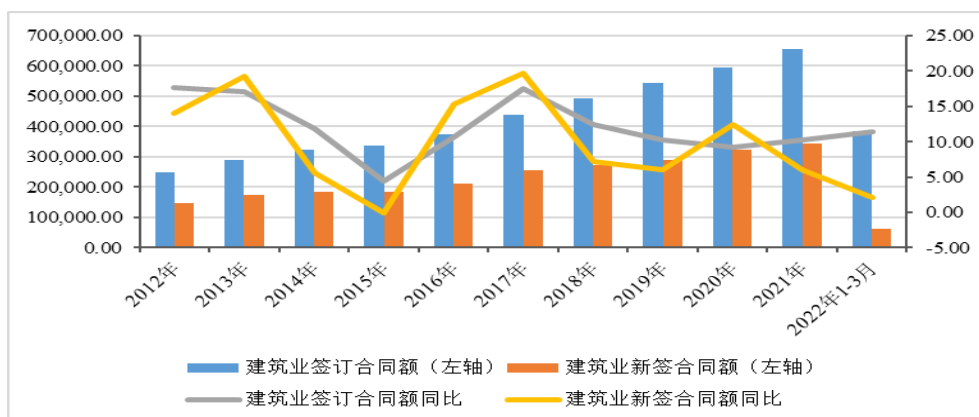
图表 1. 我国固定资产投资及建筑施工业产值变化趋势（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

新签合同为建筑行业产值形成的基础，新签合同额变化趋势与产值走势趋同，但其对市场环境变化更加敏感，短周期内的波动趋势和变化幅度更加明显。2019-2021年，建筑业新签合同额保持增长，分别为28.92万亿元、32.52万亿元和34.46万亿元，同比增速分别为6.00%、12.43%和5.96%，短期内增速波动下降。2022年第一季度，建筑业新签合同额为6.34万亿元，同比增速2.12%。

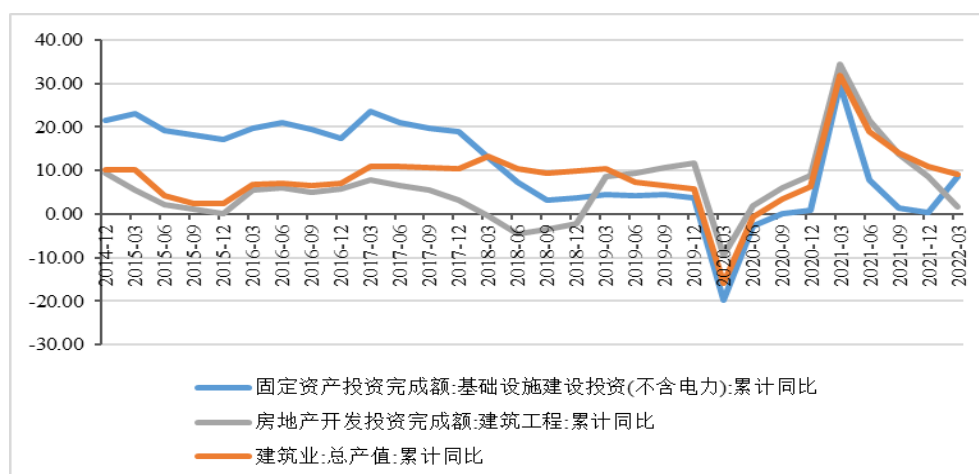
图表 2. 我国建筑施工行业新签合同变化情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

建筑施工行业主要下游需求来自基础设施建设和房屋建设投资两大领域。基建投资被普遍认为是经济稳增长的重要抓手，但在地方政府隐性债务监管趋严、专项债发行较慢以及提高投资效率的等背景下，近年来基建投资增速持续低迷。2021年，全国基础设施投资（不含电力）增速仅为0.40%。2022年第一季度，全年专项债额度下达和发行明显提速，基础设施建设（不含电力）实现投资增速8.50%，但4月份有所下降，1-4月累计增速为6.50%。受疫情及国际局势变化等因素影响，目前我国经济下行压力进一步加大，基建投资作为经济调整的重要着力点，预计全年投资将有所提速。

图表 3. 建筑施工行业主要下游行业投资完成额增速变化趋势（单位：%）



资料来源：Wind

市政工程

我国城镇化发展带动市政工程等基础设施建设投资实现快速发展，截至 2020 年末我国城镇化率提高至 63.89%。但随着城镇化率的逐步提升和地方财政压力加大，2017 年以来城市市政公用设施建设固定资产投资完成额增速明显下降。2020 年市政公用投资力度加大，全年完成投资 22,283.93 亿元，占全社会固定资产投资总额的 4.23%；同比增长 10.72%，增速较上年提升 10.70 个百分点。其中道路桥梁、轨道交通、园林绿化和排水工程固定资产投资完成额占比分别为 35.07%、28.81%、7.30%和 9.49%，为市政公用主要投资方向。

在轨道交通方面，根据中国城市轨道交通协会发布的《城市轨道交通 2021 年度统计和分析报告》显示，截至 2021 年末，我国共有 67 个城市的城轨交通线获批，其中城轨交通线网规划正在实施的城市共计 56 个，建设规划线路总长为 6,988.3 公里（不含已开通运营线路），项目可研批复总投资 4.22 万亿元。全国有 50 个城市已开通轨道交通，较上年末新增洛阳、嘉兴、绍兴、文山州、芜湖 5 市；运营线路 283 条，运营线路总长度为 9,206.8 公里；2021 年新增运营线路 39 条，新增运营线路长度 1,237.1 公里。从主要城市群城轨交通开通运营线路规模来看，长三角城市群 14 城开通运营路线 80 条，运营线路长度 2,737.5 公里，为开通运营城市和运营线网分布最密集区域，其次为京津冀、珠三角和成渝城市群。

截至 2021 年末，全国 55 个城市在建轨道交通线路长度 6,096.4 公里，可研批复投资额累计 4.56 万亿元，2021 年完成建设投资 5,859.8 亿元。从建设城市来看，2021 年共有 11 个城市轨道交通建设投资超 200 亿元，其中广州、深圳 2 市投资完成额超 500 亿元，成都市完成建设投资超 300 亿元。目前获批轨道交通建设的城市财政实力强，承建轨道交通工程的建筑企业回款安全性和及时性也有所加强。

城市道路桥梁投资建设于 2013 年达到历史峰值 8,355.6 亿元后整体呈 U 型

走势，2020年完成投资额7,814.3亿元。2020年末我国城市道路长度49.27万公里，道路面积96.98亿平方米，分别较上年末增长7.27%和6.61%；人均城市道路面积为18.04平方米，较上年末增加0.68平方米。根据2021年5月发布的《中国主要城市道路网密度监测报告》，截至2020年第4季度，全国36个主要城市道路网总体平均密度为6.2千米/平方千米，相较于2019年增长约1.5%；深圳、厦门和成都3座城市道路网密度达到8千米/平方千米以上，共有9座城市达到7千米/平方千米以上。

政府和社会资本合作机制

2014年以来国家陆续出台政策文件大力推广政府和社会资本合作，即PPP模式。随后PPP进入了爆发式增长阶段，继2017年底财政部出台文件规范、清理PPP项目后，我国PPP发展进入了由重速度和重数量转为重质量的规范化发展阶段。根据财政部建立的PPP综合信息平台显示，截至2021年末，按照要求审核纳入PPP综合信息平台项目库的项目累计10,243个，总投资额16.2万亿元；累计签约落地项目7,683个、投资额12.8万亿元，签约落地率78.8%；累计开工建设项目4,804个、投资额7.6万亿元，开工率47.2%。

截至2021年末，累计进入运营期提供公共服务项目1,434个，投资额1.8万亿元，分别同比增长39.2%和7.7%，主要集中在市政工程、交通运输、城镇综合开发、生态建设和环境保护、水利建设等领域。同年末，全国2,759个有PPP项目在库的行政区中，98.51%的行政区合同期内各年度财政承受能力指标值均未超10%红线；72.13%的行政区低于7%预警线。超10%红线的行政区共41个，已停止其新项目入库。截至2021年末，储备清单项目3,541个，投资额4.0万亿元。

B. 政策环境

近年来，国家为规范促进建筑施工行业健康发展，推进行业“放管服”改革工作和绿色建筑发展。2020年以来，行业主管部门国家住房和城乡建设部（简称“住建部”）主要在工程施工资质管理制度、工程造价改革和行业重点突出问题整治等方面对行业加强管理和规范。2020年12月，住建部发布《关于印发建设工程企业资质管理制度改革方案的通知》，旨在精简企业资质类别，归并等级设置，简化资质标准，优化审批方式，进一步放宽建筑市场准入限制。同年12月，住建部印发《关于开展建设工程企业资质审批权限下放试点的通知》，除最高等级资质（综合资质、特级资质）和需跨部门审批的资质外，将原由住建部负责审批的其他资质审批权限下放至6个试点地区省级住房和城乡建设主管部门；2021年3月，审批权限下放试点新增9省。

2021年8月，住建部开展工程建设领域整治工作，计划到2022年6月底，工程建设领域恶意竞标、强揽工程等违法违规行为得到有效遏制，招标投标乱象和突出问题得到有效整治，招标投标监管制度进一步完善。

C. 竞争格局/态势

建筑施工行业进入壁垒低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。截至 2021 年末，从业企业数量为 128,746 家，其中拥有施工总承包特级资质的企业仅 740 家。目前建筑施工行业集中度仍偏低，在经济形势变化、业主对施工企业资金实力要求更高，行业施工资质、招投标、安全管理日趋规范，以及国家推动重大投资项目落地实施的背景下，大中型国有建筑施工企业主要凭借丰富的施工经验和资金优势在工程承揽方面具有竞争优势。

图表 4. 我国建筑施工企业概况

| 指标 | 单位 | 2016 年末 | 2017 年末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年 | 2021 年 |
|------|----|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 企业数量 | 家 | 83,017 | 88,059 | 95,400 | 103,814 | 116,716 | 128,746 |
| 从业人数 | 万人 | 5,185.24 | 5,536.90 | 5,563.30 | 5,427.37 | 5,366.94 | 5,282.94 |

资料来源：中国建筑业协会

我国建筑施工工业可划分为两个层次，其一是国有大中型建筑施工企业，主要凭借资质、经验，尤其是资金优势获得优势市场地位；其二是民营中小建筑施工企业，主要凭借成本优势等参与市场竞争。从产业链地位看，建筑施工行业长期处于弱势地位，各种保证金要求、垫资施工、工程结算周期过长及业主的信用意识薄弱等因素导致建筑施工企业营运资金压力较大。我国建筑施工工业资产负债率总体偏高，财务负担较重。同时，高杠杆产生的财务费用亦对行业总利润形成一定侵蚀。总体看来，建筑施工工业负债经营程度相对较高，债务偿付压力大。

D. 风险关注

➤ 财务杠杆水平偏高，款项回收风险进一步积累

建筑施工工业对上下游的议价能力较弱，垫资施工、工程结算周期长及业主的信用意识薄弱或信用恶化等因素导致建筑施工企业营运资金压力较大，行业财务杠杆水平高。在强监管、去杠杆、严格规范地方政府举债、财政收入下滑以及房地产企业融资收紧政策密集出台等因素的综合作用下，下游业主方融资受限、资金压力加大，建筑施工企业回款风险进一步累积。

➤ 盈利能力弱

除部分特殊施工类型外，我国建筑施工市场是完全竞争市场，尽管工程招投标机制和资质管理等形成了一定的进入门槛，但是建筑施工业内企业竞争压力仍很大，建筑施工行业的利润率一直处于低水平。加之融资规模增大、融资成本上升导致财务费用负担加重，同时我国劳动力价格不断攀升，2021 年以来钢材成本上升。中短期内，随着竞争的加剧和资金成本的上升，预计建筑施工行业整体盈利状况将进一步弱化。

(3) 区域市场因素

上海市经济实力极强，近年来区域经济运行保持韧性，产业结构持续优化。2021 年来上海地区地产调控政策细化并趋严，地产开发投资力度有所放缓，

但住宅交易市场热度仍维持高位。2022 年上海将持续推进轨道交通等项目建设，优化城市空间布局，可为相关领域施工企业提供较好的业务空间。

上海市经济总量规模大，并保持较强韧性。2019~2021 年地区生产总值（GDP）为 38,155.32 亿元、38,700.58 亿元和 43,214.85，增速分别为 6.0%、1.7%和 8.1%；同期建筑业总产值分别为 7,812.65 亿元、8,277.04 亿元和 9,236.42 亿元，增速分别为 10.5%、5.9%和 11.6%。2021 年第一产业增加值 99.97 亿元，较上年下降 6.5%；第二产业增加值 1.14 万亿元，较上年增长 9.4%；第三产业增加值 3.17 亿元，较上年增长 7.6%。第三产业增加值占上海市生产总值的比重为 73.3%，较上年提高 0.2 个百分点。同年，上海市实现的工业增加值、全社会固定资产投资、社会消费品零售总额等金额同比均有显著增长。

2021 年上海全年基础设施建设投资同比增长 5.8%，其中交通运输投资增长 14.2%，市政建设投资下降 2.4%。轨道交通 14 号线、18 号线（御桥站-长江南路站）建成试运行，S7 公路（月罗-宝钱段）、北横通道西段、江浦路越江等项目建成通车。截至 2021 年末，上海市轨道交通运营运营线路 20 条，总里程达 831 公里。2022 年，上海市计划继续开工建设 20 号线一期、外环西段交通功能提升工程等项目；加快推进机场联络线、嘉闵线、南汇支线、崇明线等轨道交通项目；推进 71 路中运量西延伸规划建设；创建 50 个停车难综合治理先行项目，开工建设 6,000 个停车泊位。

从房地产市场看，2021 年以来上海地区严格落实调控“一城一策”的要求，先后出台“沪十条”¹、“新沪七条”²等楼市新政，对现有的调控政策堵漏洞、打补丁，规范市场行为。在此背景下，上海楼市景气度呈现先高后低、总体平稳的发展态势。当年商品房销售面积为 1,880.45 万平方米，同比增长 5.1%，其中住宅销售面积 1,489.95 万平方米，同比增长 3.9%。全年商品房销售额为 6,788.73 亿元，同比增长 12.3%，其中住宅销售额为 6,104.94 亿元，同比增长 15.9%。在房地产市场供给端，受宏观行业及政策环境影响，区域内开发企业优先投资周转速率较快的住宅项目以加快整体资金回笼。2021 年上海市完成房地产开发投资额同比增长 7.2%，其中住宅投资同比增长 10.5%。

2022 年第二季度，新冠疫情防控对上海市及长三角等城市经济造成较大负面影响。5 月，上海市人民政府发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，明确提出积极扩大有效投资：全力推动在建项目复工复产，指导建筑工地落实防疫措施，具备条件的项目做到“应复尽复”，保障在建项目连续施工；加大新开工项目协调力度，优化政府投资项目审批程序，符合条件的政府投资项目合并编制审批项目建议书、可行性研究报告和初步设计，实行格式化审批、简化审批流程、分期审批及供地等措施，促进新项目开工建设；积极采取容缺后补等方式，加快推进重大产业项目开工建设。预计全年基建投资增速有望提升，

¹ 2021 年 1 月，上海市住建委、上海市规划局、上海市房管局三部门联合发布的《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》，简称“沪十条”。

² 2021 年 3 月，上海市住建委、上海市规划局、上海市房管局三部门联合发布的《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》，简称“新沪七条”。

可为相关领域施工企业提供良好的市场空间。

2. 业务运营

该公司在地下工程施工领域及上海区域市场竞争优势显著，近年来施工业务新签合同额保持增长，项目储备较充足。公司投资类项目主要集中在长三角、珠三角等经济发达区域，但投资规模大、回收周期长，存在一定的投资风险和投资支出压力。公司房地产开发项目周转速度慢，项目主要布局在上海及周边地区，其中无锡渔港项目去化较慢。总体来看，公司经营规模逐步扩大，经营收益良好，同时投资收益和政府补贴可为公司盈利提供一定补充。

该公司是一家以基础设施工程施工为核心，以基础设施投资、运营和房地产开发为依托，同时集设备制造、材料供销和租赁等金融服务为一体的大型企业集团。公司长期奉行“设计引领，投资带动”的经营理念，通过设计、投资、施工和运营板块联动发展，实现全产业链协同运作。

该公司营业收入主要来自基础设施工程施工及设计业务，该业务以工程总承包、施工总承包及专业承包等模式开展，并以工程总承包为主要经营模式。在工程总承包模式下，公司作为总承包商与业主签订总承包合同，合同规定了勘察设计、原材料采购、施工、项目管理等工程各环节的内容，有利于控制项目投资、加快建设周期、提高管理效率。公司基础设施投资和运营业务板块主要以 PPP 模式开展，此外还提供基于各类道路、桥梁和场馆的保洁、巡逻、应急等养护运营等服务。公司房地产业务包括保障房建设和住宅地产开发。此外，机械加工及制造、商品销售等其他业务可对公司收入形成补充。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 5. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

| 主导产品或服务 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年第一季度 |
|-------------------|---------|---------|---------|------------|
| 营业收入合计 | 580.31 | 672.21 | 782.34 | 127.90 |
| 其中：核心业务营业收入 | 520.84 | 620.27 | 669.22 | 104.52 |
| 在营业收入中所占比重（%） | 89.75 | 92.28 | 85.54 | 81.72 |
| 其中：（1）基础设施工程施工及设计 | 476.63 | 539.83 | 559.10 | 90.51 |
| 在营业收入中所占比重（%） | 82.13 | 80.31 | 71.47 | 70.77 |
| （2）基础设施投资运营 | 5.38 | 31.06 | 43.61 | 12.90 |
| 在营业收入中所占比重（%） | 0.93 | 4.62 | 5.57 | 10.09 |
| （3）房地产开发 | 38.82 | 49.38 | 66.52 | 1.11 |
| 在营业收入中所占比重（%） | 6.69 | 7.35 | 8.50 | 0.87 |

资料来源：上海城建

注：数据尾差系四舍五入导致

2019-2021 年，该公司营业收入规模逐年增长，分别实现营业收入 580.31 亿元、672.21 亿元和 782.34 亿元，年均复合增长率为 16.11%。从收入结构来看，基础设施工程施工及设计业务收入规模和占比维持在较高水平，系公司收入和盈利最主要的来源。2021 年基础设施工程施工及设计业务在营业收入中

占比较上年下降 8.84 个百分点至 71.47%，主要系 2021 年执行《企业会计准则解释第 14 号》后，公司作为主要责任人，原计入施工业务中的 PPP 在建阶段投资业务收入确认投资业务收入 47.25 亿元所致。基础设施投融资项目对拉动工程施工业务收入增长具有重要意义，且为公司未来业务发展的重心之一，近年来投资运营业务收入及占营业收入比重持续上升。其中 2020 年，公司下属子公司上海城建城市运营（集团）有限公司（简称“运营集团”）运营养护收入调整至基础设施投资运营业务核算，当期投资运营业务收入显著增加；2021 年业务收入同比增长 40.41%，主要系政府付费类投资项目利息收益由投资收益转入运营业务收入所致。近年来公司加大房地产项目开发，伴随部分项目建设及交付结转，公司房地产开发业务收入规模亦逐年增长，2021 年同比增长 34.71%至 66.52 亿元。

A. 基础设施工程施工及设计业务

该公司基础设施工程施工及设计业务涵盖隧道、路桥、轨道交通、水务、能源和地下空间等领域，业务主要经营主体为子公司隧道股份的下属三家全资子公司上海隧道工程有限公司（简称“上海隧道”）、上海城建市政工程（集团）有限公司（简称“市政集团”）和上海公路桥梁（集团）有限公司（简称“路桥集团”）。

技术及品牌

目前，该公司拥有市政公用工程施工总承包特级，工程设计综合、工程勘察综合类甲级资质，公路工程、建筑工程、机电工程施工总承包一级资质，以及隧道工程、地基基础工程、桥梁工程、公路路面工程、机场场道工程等多项专业承包一级资质。2021 年公司新增公路路基工程专业承包一级资质、工程测绘（控制、地形、市政测量）和造价咨询甲级资质及审图（房建、市政、基坑、轨交）一类资质。

作为上海市市政工程建设的主要施工力量之一，该公司在城市轨道交通、超大型隧道以及越江隧道工程建设细分领域具有竞争优势。2021 年，公司盾构法隧道掘进公里数累计完成约 110 公里。在超大型隧道与越江隧道方面，截至 2021 年末公司承建的 14 米以上超大直径隧道工程项目已达 25 项，代表项目如上海长江隧道、上海北横通道、上海市域铁路机场联络线、武汉三阳路隧道和珠海马骝洲交通隧道等。轨道交通方面，公司已先后为南京、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 705 公里。2021 年，市政集团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 项工程获得土木工程詹天佑奖。同年末，公司承建或参建的工程项目累计获得国家优质工程金奖 25 项、鲁班奖 15 项和詹天佑奖 32 项。

该公司拥有独立的研发中心和技术中心，专业领域基本覆盖公司主营业务范围，承担技术开发及业务支持等职能。2019-2021 年，公司研发费用分别为

18.86 亿元、24.30 亿元和 25.24 亿元，研发投入力度大。公司长期保持地下工程业务的先发优势和技术储备，上海隧道牵头完成的《超大直径盾构掘进新技术及应用》和合作完成的《深水大断面盾构隧道结构关键建筑材料技术与工程应用》，获国家科技进步奖二等奖。2021 年，隧道股份新增授权专利 296 项，其中发明专利 90 项；新增标准编制 25 项，在编标准 127 项，当年完成 15 项。截至 2021 年末，隧道股份累计获得 1,985 项授权专利，其中发明专利 598 项。同期末，公司拥有“国家工程研究中心”、“国家企业技术中心”等 3 家国家级研发平台、8 家市级技术中心、6 家市级工程中心以及 2 家博士后工作室，同时拥有 15 家高新技术企业。

规模及区域市场

2019-2021 年，子公司隧道股份基础设施工程施工及设计业务新签合同额分别为 618.67 亿元、654.59 亿元和 733.38 亿元，分别同比增长 5.04%、5.81% 和 12.04%，增速不断提高。截至 2021 年末，隧道股份在手订单总额为 1,338.85 亿元，项目储备较充足。

按业务类型来看，施工业务主要由轨道交通、市政工程、道路工程和房产工程构成，2021 年前述各项在施工业务新签合同额中占比分别为 23.09%、23.05%、21.23%和 18.42%。其中 2021 年受政府隐性债务管控影响，业主资金压力增大，导致部分市政类项目延迟投资，加之市场竞争加剧，市政工程新签合同额同比下降 25.29%至 155.99 亿元；道路工程新签合同额同比增长 32.61%，主要系公司拓展中原和绍兴等区域，当期新签公路项目体量较大所致。

按区域分类来看，施工业务以上海市内为主，2019-2021 年上海市内施工业务新签合同额合计占比分别为 42.32%、39.59%和 55.94%。2021 年施工业务国内市外市场新签合同额同比下降 33.34%，主要系受外省市换届及政府隐性债务管控影响所致；海外新签合同额因当期中标新加坡跨岛线一期 CR102 标项目（合同金额 36.25 亿元）而显著增加。

2022 年第一季度，隧道股份新签合同金额为 164.12 亿元，较上年同期基本持平。其中施工业务新签合同金额同比下降 9.72%至 142.44 亿元；设计业务新签合同额则同比大幅增长 189.53%至 21.68 亿元。

图表 6. 隧道股份基础设施工程施工及设计业务新签合同情况（单位：亿元）

| 项目 | | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年第一季度 | |
|------|---------|---------|---------|---------|------------|-------|
| 施工业务 | 按空间类型分类 | 地下业务 | 280.39 | 315.32 | 311.71 | 65.17 |
| | | 地上业务 | 302.41 | 299.78 | 365.18 | 77.28 |
| | 按区域划分 | 上海市内 | 246.66 | 243.54 | 378.63 | 95.57 |
| | | 国内市外市场 | 280.73 | 368.06 | 245.37 | 46.87 |
| | | 海外 | 55.41 | 3.50 | 52.89 | - |
| | 按订单类型分 | 轨道交通 | 95.82 | 147.67 | 156.27 | 18.80 |
| | | 市政工程 | 216.87 | 208.80 | 155.99 | 38.88 |
| | | 能源工程 | 50.61 | 48.67 | 73.08 | 10.45 |
| | | 道路工程 | 96.83 | 108.37 | 143.71 | 9.32 |

| 项目 | | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年第一季度 |
|------|------|---------|---------|---------|------------|
| | 房产工程 | 113.71 | 81.49 | 124.67 | 49.97 |
| | 其他工程 | 8.96 | 20.09 | 23.17 | 15.02 |
| 小计 | | 582.80 | 615.10 | 676.89 | 142.44 |
| 设计业务 | | 35.86 | 39.49 | 56.49 | 21.68 |
| 合计 | | 618.67 | 654.59 | 733.38 | 164.12 |

资料来源：上海城建

该公司在上海地区基础设施工程建设和设计领域具有区位优势，但上海地区基础设施建设较为完善，基础设施建设市场趋于饱和。为降低单一市场风险，保持业务稳定增长，公司积极拓展外部区域市场，目前在长三角、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。截至 2022 年 3 月末，公司在建前十大施工项目合同金额合计 297.08 亿元，累计确认收入 98.29 亿元，累计回款 105.51 亿元，回款进度较好，但部分项目施工进度受征拆迁等因素影响较约定工期滞后。

图表 7. 截至 2022 年 3 月末公司在建国内前十大施工项目情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 业主 | 业务模式 | 项目类型 | 计划工期 | 合同金额 | 累计确认收入 | 累计结算 | 累计回款 |
|--|---------------------|-------|------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 兴业快线（北段）项目 ³ | 珠海兴格投资有限公司 | 工程总承包 | 道路 | 2017.12-2022.03 | 38.30 | 9.54 | 10.40 | 9.30 |
| 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 | 工程总承包 | 市政 | 2019.07-2023.12 | 38.07 | 10.32 | 11.25 | 13.08 |
| 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 | 工程总承包 | 市政 | 2020.12-2024.07 | 37.87 | 4.10 | 4.47 | 8.67 |
| 昆明轨道交通 2 号线二期工程 BT 项目三标 ⁴ | 昆明地铁建设管理有限公司 | 工程总承包 | 轨道交通 | 2015.03-2019.02 | 30.00 | 29.34 | 30.22 | 26.83 |
| 佛山市季华路西延线工程 | 佛山市建盈发展有限公司 | 工程总承包 | 市政 | 2020.09-2024.03 | 28.90 | 1.34 | 1.46 | 3.47 |
| 安罗高速豫冀省界至原阳段项目 SG-4 标 | 河南省京武高速公路有限公司 | BOT | 道路 | 2021.09-2024.12 | 25.95 | 2.31 | 2.51 | 2.08 |
| 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 | 工程总承包 | 轨道交通 | 2019.06-2023.06 | 25.23 | 10.91 | 11.89 | 12.83 |
| 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及外高桥集装箱作业站工程 HTZQII-1 标 | 沪宁城际铁路股份有限公司 | 工程总承包 | 市政 | 2020.07-2024.04 | 24.94 | 3.82 | 4.17 | 3.74 |
| 越东路及南延段（杭甬高速—绍诸高速平水口）智慧快速路工程 PPP 项目杭甬高速至二环南路以北段 I 标 ⁵ | 绍兴晟越建设发展有限公司 | PPP | 市政 | 2018.11-2021.11 | 23.97 | 21.28 | 23.20 | 18.76 |
| 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 | 工程总承包 | 市政 | 2019.12-2023.12 | 23.86 | 5.33 | 5.81 | 6.75 |
| 合计 | -- | -- | -- | -- | 297.08 | 98.29 | 105.38 | 105.51 |

资料来源：上海城建

³ 该项目受疫情防控及征地拆迁进度缓慢，工程施工进度和付款进度未符合预期。

⁴ 该项目工期滞后主要系受各站点、区间征地拆迁、管线搬迁、疫情防控以及 COP15 等重要城市活动综合影响所致。

⁵ 该项目工期滞后主要系施工前期管线、征地、拆迁滞后所致，预计 2022 年 6 月完工。

海外业务方面，该公司在重点开发的新加坡、印度等地区设立海外区域公司，已经顺利完成了新加坡地铁环线 C855 工程、泰国供水隧道、印度德里地铁工程、安哥拉教育部理工学院等学校建设工程、安哥拉体育场工程等项目。公司新加坡子公司三次获得新加坡承包商最高荣誉“承包商挑战盾奖”。

2019-2021 年，该公司海外施工项目新签合同额分别为 55.41 亿元、3.50 亿元和 52.89 亿元，各年间波动大。近年来地缘政治因素及新冠肺炎疫情对公司海外项目施工进度有所影响，同时各类成本增加导致项目盈利能力下降。其中新加坡政府削减基建投入部分资金，导致招标项目减少，市场竞争激烈导致获取新订单难度加大；中印关系紧张导致公司在印投标受阻。截至 2022 年 3 月末，公司境外在建项目共 14 个，主要集中在新加坡和印度；项目合同总金额为 214.44 亿元，项目累计确认收入 86.13 亿元，累计回款 90.07 亿元。

图表 8. 截至 2022 年 3 月末公司在建境外工程情况（单位：亿元）

| 项目名称 | 业主 | 开工日期 | 合同金额 | 累计确认收入 | 累计结算 | 累计回款 |
|--|----------------------------|-----------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 新加坡地铁 T225 项目 | 新加坡陆交局 | 2014/05 | 18.41 | 16.67 | 17.13 | 16.89 |
| 新加坡地铁 T305 项目 | 新加坡陆交局 | 2016/01 | 14.67 | 10.91 | 12.77 | 12.41 |
| 新加坡地铁 T11 项目 | 新加坡公用事业局 | 2017/12 | 23.61 | 12.14 | 12.72 | 12.72 |
| 新加坡地铁汤申东海岸线碧湾车站以及隧道施工总承包(联营体 50%)-T310 | 新加坡陆交局 | 2016/03 | 14.06 | 10.91 | 12.77 | 12.41 |
| 新加坡南北交通廊道施工-N109A | 新加坡陆交局 | 2019/01 | 27.38 | 3.92 | 4.15 | 3.48 |
| 新加坡裕廊线蔡厝港站、蔡厝港西站、登加站及高架施工-J102 | 新加坡陆交局 | 2019/09 | 20.61 | 4.32 | 4.53 | 4.17 |
| 连接新加坡樟宜机场在建的 5 号航站楼和现有的 2 号航站楼的地铁隧道-T316 | 新加坡陆交局 | 2019/10 | 14.47 | 5.19 | 4.62 | 4.42 |
| 深层隧道污水处理系统 2 阶段设计施工总承包项目-TWRP | 新加坡公用事业局 | 2021/07 | 5.44 | 0.22 | 0.33 | 0.27 |
| 新加坡跨岛线一期 CR102 标项目 | 新加坡陆交局 | 2022/01 | 36.35 | -- | 1.37 | 1.37 |
| 马来西亚吉隆坡 LRT3 项目 | MRCB George Kent Sdn. Bhd. | 2019/11 | 6.06 | 3.94 | 4.98 | 4.68 |
| 印度孟买地铁 UGC07 标项目 | 孟买地铁公司 | 2016/08 | 16.74 | 13.45 | 13.04 | 13.03 |
| 印度孟买机电项目（1 标）-TVEP1 | 孟买地铁公司 | 2019/03 | 2.81 | 0.79 | 0.67 | 0.67 |
| 印度德里城际快线 P4 项目 | 国家首都辖区运输公司 | 2020/12 | 10.15 | 2.82 | 2.75 | 2.57 |
| ED/2018/05 启德发展计划 - 前北面停机坪第 5B 期的基础设施工程 | 香港特别行政区政府 - 土木工程拓展署 | 2020/07 | 3.69 | 0.85 | 0.67 | 0.98 |
| 合计 | -- | -- | 214.44 | 86.13 | 92.50 | 90.07 |

资料来源：上海城建

项目管理

该公司工程款的回款方式以具体项目合同约定为准，业主按照施工进度支付工程款。一般模式为：业主在工程开工时支付一定比例的预付款，通常占合同金额的 5%~10%；在施工过程中每月形成验工计价单，业主于 60 天内按验工计价单的 80%~90%支付每期计量款，预付款在进度款中分期扣除；竣工验收并完成工程结算审价后 60 天内，业主支付至工程结算额的 97%；剩余质保金在质保期⁶结束后一次性付清。

⁶ 质保期一般为 2 年。

在工程成本方面，该公司施工成本主要包括人工成本、材料成本、分包成本和机械使用成本等，近三年成本构成变化不大。公司项目承接以工程总承包模式为主，承接后再将合同部分内容分包给有资质的分包商，分包成本在工程施工成本中的占比近三年维持在 50% 以上。分包商由公司统一协调、管理，以分包合同对公司负责，公司以总承包合同对业主负责。公司从事的轨道交通、大型越江隧道、高架道路等项目建设具有技术难度高、建设周期长、管理跨度大及风险点集中等特点，公司项目分包占比高，加大了项目管控难度，合同履行涉及的不确定因素多。

工程材料主要是钢材、水泥、木材和砂石等，材料成本在工程施工成本中的占比在 30% 左右。由于公司定期进行大批量原材料集中采购以降低成本，且主营业务的订单大多采用开口合同的方式，即原材料价格变动超过一定范围可适当调整合同价格，可在一定程度上缓解原材料价格变动对公司经营利润的影响。

图表 9. 近三年隧道股份施工业务成本构成情况（单位：亿元、%）

| 项目名称 | 2019 年 | | 2020 年 | | 2021 年 | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 分包成本 | 186.66 | 51.25 | 244.40 | 55.71 | 249.43 | 55.73 |
| 直接材料费 | 111.82 | 30.70 | 136.56 | 31.13 | 129.14 | 28.85 |
| 直接人工费 | 15.05 | 4.13 | 13.23 | 3.02 | 15.74 | 3.52 |
| 直接机械使用费 | 9.09 | 2.50 | 12.82 | 2.92 | 13.20 | 2.95 |
| 其他成本 | 41.58 | 11.42 | 31.71 | 7.23 | 40.07 | 8.95 |
| 合计 | 364.20 | 100.00 | 438.72 | 100.00 | 447.58 | 100.00 |

资料来源：上海城建

B. 基础设施投资运营业务

基础设施投资运营业务为近年来该公司重点开拓和发展的业务，有助于公司延伸产业链，形成资产经营与生产经营联动的业务模式。公司的基础设施投资运营业务主要通过隧道股份全资子公司上海基建、上海城建投资发展有限公司等主体开展。2019-2021 年，公司基础设施投资运营板块分别实现运营收入 5.38 亿元、31.06 亿元和 43.61 亿元，其中 2020-2021 年养护管理费收入（含运营路段收入）分别为 24.21 亿元和 25.81 亿元。

该公司投资经营的基础设施项目主要集中在上海及周边城市，经济增长和城市建设发展相对较快的省会或沿海城市。2016 年以来，公司投资类业务承接方式由传统的 BT、BOT 模式向 PPP 模式转变。2021 年以来，公司中标 3 个投融资项目，项目总投资合计 156.00 亿元，分别为杭金衢高速至杭绍台高速联络线（杭金衢高速公路柯桥联络线）工程 PPP 项目、年产 130 亿块微电子集成电路 IC 封装测试项目和兰考至原阳高速公路兰考至封丘段特许经营项目。

2022 年第一季度，该公司基础设施投资运营板块实现运营收入 12.90 亿元，回购期 BOT、BT 项目产生运营收入 2.87 亿元。同期公司未中标投资类项目。截至 2022 年 3 月末，公司在手投资类项目共 31 个，其中在建项目 15 个、运

营期项目 11 个、回购期项目 5 个。

图表 10. 2021 年以来公司中标的投资类项目情况（单位：亿元、%、年）

| 项目名称 | 最终业主方 | 公司权益比例 | 合作方 | 合作方式 | 项目总投资 | 预期收益率 | 投资回报方式 | 建设期+回购期/运营期 |
|---|---------------|--------|--|---------|--------|-------|---------------|-------------|
| 杭金衢高速至杭绍台高速联络线（杭金衢高速公路柯桥联络线）工程 PPP 项目 | 绍兴市柯桥区交通运输局 | 19.89 | 上海公路桥梁（集团）有限公司、绍兴市柯桥区交通投资建设集团有限公司、浙江省交通投资集团有限公司、浙江交工集团股份有限公司 | PPP | 71.21 | 6.00 | 使用者付费+可行性缺口补助 | 3+25 |
| 年产 130 亿块微电子集成电路 IC 封装测试项目 ⁷ | 中意宁波生态园控股有限公司 | 92.00 | 余姚市昌海建设发展有限公司 | 投资人+EPC | 15.03 | 8.00 | 使用者付费+缺口补足 | 1.5+5 |
| 兰考至原阳高速公路兰考至封丘段特许经营项目 | 兰考县交通运输局 | 41.00 | 河南鸿宝集团有限公司、上海城建市政工程（集团）有限公司、河南省交通规划设计研究院股份有限公司 | 特许经营 | 69.76 | -- | 使用者付费+缺口补足 | 3+42 |
| 合计 | -- | -- | -- | -- | 156.00 | -- | -- | -- |

资料来源：上海城建

2021 年-2022 年 3 月末，该公司新增进入回购期/运营期项目 5 个：（1）铁路杭州南站综合交通枢纽东西广场工程项目运营期 15 年，按年回购，回购方为杭州萧山城市建设投资集团有限公司；（2）慈溪市胜山至陆埠公路（横河-余慈界段）工程 PPP 项目运营期 12 年，按年回购，回购方为慈溪市交通运输局；（3）江油至三台芦溪公路（G247 线绵阳市城区过境段）改建工程（江油段）及福田渡改桥工程 PPP 项目回购期 13 年，按年回购，回购方为江油市交通局；（4）宁德市蕉城区三屿园区开发及其配套基础设施 PPP 项目回购方为宁德市蕉城区土地收储中心，按年回购；（5）浙江省台州市杭绍台改善公路（台州段）PPP 项目运营期结束后无偿转让给台州市交通局。

截至 2022 年 3 月末，该公司回购期项目 5 个，项目总投资额为 156.10 亿元，期末累计收到回购款 179.45 亿元。同期末，公司进入运营期的投融资项目共 11 个，项目总投资为 271.26 亿元，期末累计回款 122.97 亿元，项目回款进度均正常。

图表 11. 截至 2022 年 3 月末公司处于回购期项目情况（单位：亿元、%）

| 项目名称 | 项目类型 | 权益比例 | 项目总投资 | 回购总金额 | 预期收益率 | 回购期 | 累计回款 | 2022 年拟回购金额 |
|--------------------------|------|------|--------|--------|-------|-----------|--------|-------------|
| 常州高架一期道路工程 | BOT | 100 | 43.63 | 110.42 | 8.55 | 2009-2033 | 55.24 | 3.59 |
| 常州高架二期道路工程 | BOT | 100 | 62.14 | 121.00 | 9.00 | 2011-2033 | 82.22 | 2.59 |
| 南昌朝阳大桥工程项目 | BT | 100 | 22.76 | 25.33 | 9.00 | 2015-2017 | 20.03 | 1.50 |
| 南昌市绕城高速公路南外环 3A | BT | 100 | 20.97 | 22.10 | 11.80 | 2017-2022 | 15.04 | 0.30 |
| 38 省道宁海桥头胡至深甌段改建工程 BT 工程 | BT | 100 | 6.60 | 7.64 | 7.15 | 2018-2022 | 6.92 | 0.32 |
| 合计 | -- | -- | 156.10 | 286.49 | -- | -- | 179.45 | 8.30 |

资料来源：上海城建

⁷ 公司在该项目合作期间参与运营，并取得厂房租金收入。

图表 12. 截至 2022 年 3 月末公司处于运营期的项目情况（单位：亿元，%）

| 项目名称 | 项目总投资额 | 权益比例 | 运营管理期限 | 收费标准 | 2021 年运营总收入 | 2022 年 1~3 月运营总收入 | 截至 2022 年 3 月末累计回款 |
|---|---------------|-----------|-----------------|-------------------------|--------------|-------------------|--------------------|
| 杭州钱江通道及连接线 BOT 工程 | 39.07 | 100 | 2014.04-2040.03 | 20 元/标准车次 | 3.80 | 0.71 | 10.69 |
| 大连路隧道项目 | 16.55 | 100 | 2003.09-2028.09 | 专营权补贴：1.64 亿元/年 | 1.64 | 0.66 | 42.03 |
| 嘉浏高速公路项目 | 8.60 | 100 | 2005.07-2022.12 | 《上海市高速公路车辆通行费车型分类收费标准表》 | 3.74 | 0.70 | 48.46 |
| G107 线郑州境东移改建（二期）工程 | 7.55 | 81.00 | 2017.12-2029.12 | 政府付费 | 0.78 | - | 3.13 |
| 中意（宁波）生态园基础设施建设工程 | 4.77 | 90.00 | 2018.04-2035.09 | 政府付费 | 0.46 | - | 1.53 |
| 杭州文一路地下通道（保椒北路—紫金港路）BOT 工程 | 36.62 | 100 | 2019-2038 | 政府付费 | 1.84 | 1.73 | 11.24 |
| 铁路杭州南站综合交通枢纽东西广场工程 PPP 项目 | 23.90 | 80.00 | 2021.07-2036.07 | 政府付费 | - | - | - |
| 宁德市蕉城区三屿园区开发及其配套基础设施 PPP 项目 | 18.30 | 100 | 2021-2033.03 | 政府付费 | 2.33 | 0.28 | 2.61 |
| 浙江省台州市杭绍台改善公路（台州段）PPP 项目 | 88.62 | 70.20 | 2021-2050 | 政府付费 | - | 1.74 | 1.74 |
| 慈溪市胜山至陆埠公路（横河-余慈界段）工程 PPP 项目 | 16.70 | 66.50 | 2022.01-2034.12 | 政府付费 | 1.20 | - | 1.20 |
| 江油至三台芦溪公路（G247 线绵阳市城区过境段）改建工程（江油段）及福田渡改桥工程 PPP 项目 | 10.58 | 80.00 | 2021.06-2034.05 | 政府付费 | - | 0.34 | 0.34 |
| 合计 | 271.26 | -- | -- | -- | 15.79 | 6.16 | 122.97 |

资料来源：上海城建

注：运营总收入包含项目运营收入、投资收益。

截至 2022 年 3 月末，该公司投资类项目共有 15 个在建项目（其中并表项目 13 个），项目总投资额为 376.68 亿元；公司需投资金额为 270.25 亿元，累计已完成投资 118.47 亿元，2022 和 2023 年计划投资额分别为 23.80 亿元和 73.05 亿元。随着在建项目及新签投资项目的推进，公司仍将面临一定的资本支出压力。

与纯工程施工承包相比，投资类项目整体收益较高，但项目建设需投入大量资金，投资回收周期较长。总体来看，该公司基础设施投资规模大，加大了自身的经营风险，尤其是融资成本上升风险以及来自 PPP 项目自身的收益不确定风险和政府信用风险。

图表 13. 截至 2022 年 3 月末公司在建投资类项目情况（单位：亿元、%、年）

| 项目名称 | 项目总投资额 | 项目模式 | 公司持股比例 | 是否并表 | 建设期+运营期 | 公司投资完成情况 | | 未来投资计划 | | 项目融资情况 | |
|-------------------------|--------|------|--------|------|---------|----------|-------|--------|--------|--------|--------|
| | | | | | | 投资总额 | 累计投资 | 2022 年 | 2023 年 | 授信获批金额 | 期末贷款余额 |
| 九龙湖新城起步区市政基础设施 E 标段二期工程 | 5.82 | BT | 100 | 是 | 2+2 | 5.82 | 3.05 | 0.19 | 2.58 | - | - |
| 株洲轨道科技城路网工程 PPP 项目 | 19.41 | PPP | 90.00 | 是 | 2+15 | 18.91 | 14.72 | 0.36 | 4.33 | 8.41 | 6.19 |
| 官渡 6 号路等 13 条新建道路 PPP | 9.85 | PPP | 90.00 | 是 | 2+18 | 9.65 | 1.47 | 0.31 | 8.07 | 2.84 | 0.86 |

| 项目名称 | 项目总投资额 | 项目模式 | 公司持股比例 | 是否并表 | 建设期+运营期 | 公司投资完成情况 | | 未来投资计划 | | 项目融资情况 | |
|--|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| | | | | | | 投资总额 | 累计投资 | 2022年 | 2023年 | 授信获批金额 | 期末贷款余额 |
| 项目 | | | | | | | | | | | |
| 自贡市水环境综合治理 PPP 项目 | 24.68 | PPP | 84.92 | 是 | 2+13 | 23.99 | 14.47 | 1.19 | 9.02 | 17.00 | 8.86 |
| 铁路温岭站综合交通枢纽工程 PPP 项目 | 12.71 | PPP | 76.00 | 是 | 2.5+15 | 12.39 | 7.70 | - | 5.01 | 6.32 | 6.32 |
| 昆明经济技术开发区呈黄路（北段）西辅线工程包 PPP 项目 | 6.53 | PPP | 90.00 | 是 | 2+15 | 6.27 | 3.61 | 0.64 | 2.28 | 5.22 | 3.30 |
| 余姚市公共文化中心 PPP 项目 | 7.43 | PPP | 89.50 | 是 | 3+12 | 7.34 | 5.43 | 0.87 | 1.13 | 5.58 | 4.19 |
| 时代大道南延（绕城至中环段）工程 PPP 项目 | 28.74 | PPP | 70.00 | 是 | 3+15 | 26.92 | 13.20 | 9.37 | 6.17 | 24.96 | 4.81 |
| 嘉浏高速公路项目（扩宽） | 14.98 | BOT | 100 | 是 | 2.5+30.5 | 14.98 | 5.20 | 1.57 | 8.21 | 10.48 | 3.29 |
| S317 线郑州境新郑机场至新密段改扩建工程 PPP 项目 | 22.42 | PPP | 70.00 | 是 | 2.5+13 | 19.56 | 5.56 | 2.07 | 14.79 | 10.8 | 0.01 |
| 越东路及南延段（杭甬高速-绍诸高速平水口）智慧快速路工程（杭甬高速至二环南路以北）I 标段 PPP 项目 | 41.19 | PPP | 70.00 | 是 | 3+17 | 27.61 | 29.66 | 3.22 | 8.21 | 30.00 | 16.23 |
| 余姚微电子集成电路 IC 封测项目 | 15.06 | 投资人+EPC | 92.00 | 是 | 1.5+5 | 15.06 | 7.80 | 4.01 | 3.25 | - | - |
| 兰考至原阳高速公路兰考至封丘段特许经营项目 | 69.76 | BOT | 51.00 | 否 | - | 35.58 | 0.25 | - | - | - | - |
| 浙江省台州市地下综合管廊一期工程 PPP 项目 | 24.68 | PPP | 80.00 | 是 | - | 19.74 | 3.95 | - | - | - | - |
| 杭州市富阳秦望通道工程项目 | 73.42 | BOT | 36.00 | 否 | - | 26.43 | 2.40 | - | - | - | - |
| 合计 | 376.68 | -- | -- | -- | -- | 270.25 | 118.47 | 23.80 | 73.05 | 121.61 | 54.06 |

资料来源：上海城建

C. 房地产业务

该公司房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展有限公司（简称“城建置业”）。公司先后开发了古北瑞仕花园、金桥瑞仕花园、悠和家园、瑞和新苑、沪东商业中心、城建国际中心、城建地产大厦、瑞和宜山大厦、瑞和国顺大厦和大宁瑞仕花园等项目。2021 年，公司房地产收入主要来自于长海长风 8 号西项目、安亭瑞仕华庭和无锡瑞湖华庭项目销售。

作为上海市六个大型保障性住房基地的五个对口开发企业之一，该公司承担了部分保障房建设任务。截至 2022 年 3 月末，公司在手保障房项目有益恒置业浦江镇项目、益翔置业嘉定云翔保障房项目和益欣置业项目，项目计划投资合计 260.46 亿元，累计已投资 233.05 亿元。益欣置业项目已售罄，云翔保障房项目剩余部分经济适用房款项待回笼。公司保障房项目利润空间相比普通商品房的利润空间较小，但市场风险也相对较小，项目销售和回款相对有保障。

为加快商品房项目开发和降低投资风险，城建置业引进战略合作伙伴，利用头部房地产企业的营销能力加快房地产项目去化⁸。2020 年城建置业与上海融创房地产开发集团有限公司（简称“上海融创”）成立项目公司上海瑞钏置业有限公司（分别持股 49%和 51%）合作开发房地产项目，项目建设资金主要

⁸ 合作开发项目中，公司预售资金按照商品房预售资金管理办法政策要求执行，以确保回笼资金安全。其中上海融创持有资金过程审核权限，城建置业持有资金最终审核权限。

由公司提供并按 9% 计息，上海融创负责方案设计及后期销售。2020 年 10 月，公司与上海融创合作拍得杨浦定海社区 D1-5 地块的土地开发权。该地块位于杨浦区东外滩，总面积 1.21 万平方米，获取成本为 21.46 亿元，成交楼面价为 70,808 元/m²，溢价率 14.21%。项目计划总投资 29.09 亿元，建筑面积 4.95 万平方米，截至 2022 年 3 月末已投资 26.52 亿元，2022 年 4-12 月计划投资 2.67 亿元。2021 年 5 月，城建置业以 1.68 亿元将上海城建置业无锡有限公司 40% 股权转让给上海融创下属子公司无锡鼎航企业管理有限公司（简称“无锡鼎航”），与上海融创将合作开发销售无锡房地产项目。截至 2022 年 3 月末，无锡渔港项目开发进度 73.26%，2021 年下半年受市场调整政策影响销售速度和项目网签有所限制，期末销售进度 47.73%。

2021 年 10 月，该公司通过土地出让方式取得位于上海市杨浦区江浦街道 162 街坊的杨浦江浦地块，用于上海瑞骅置业发展有限公司商品房建设。该地块面积为 2.43 万平方米，规划建筑面积 6.08 万平方米。截至 2022 年 3 月末，项目累计完成投资 43.01 亿元，其中土地出让金为 41.40 亿元。

截至 2022 年 3 月末，该公司存量商品房开发项目 9 个，以上海及无锡、南昌等周边城市为主。同期末，公司商品房开发项目总投资额 493.26 亿元，累计已投资 298.42 亿元；累计实现销售金额 222.49 亿元，累计结转收入 149.29 亿元。公司目前在开发项目投资仍在持续推进，受疫情等多方因素影响，存在部分项目资金沉淀。同时公司在建项目如丰鑫置业、瑞行东岸和无锡瑞湖华庭项目有较大资金投入计划，资金压力仍较大，需持续关注项目后续销售及资金回笼状况。

图表 14. 截至 2022 年 3 月末公司在开发房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目名称 | 项目类型 | 计划总投资 | 累计投资额 | 2022 年计划投资额 ⁹ | 项目建设进度 | 建筑面积 | 取得预售/销售许可证面积 | 2021 年预售/销售面积 | 2021 年预售/销售金额 ¹⁰ | 累计销售面积 | 累计销售金额 | 累计结转收入 |
|---------------------------------|------|--------|--------|--------------------------|--------|--------|--------------|---------------|-----------------------------|--------|--------|--------|
| 益恒置业有限公司浦江镇项目 | 保障房 | 199.66 | 173.29 | 6.86 | 在建 | 241.57 | 197.12 | 5.36 | 7.02 | 184.83 | 163.46 | 125.42 |
| 上海益翔置业有限公司嘉定云翔保障房项目 | 保障房 | 16.62 | 16.62 | - | 完工 | 19.35 | 15.96 | 0.25 | 0.69 | 15.45 | 14.92 | 14.92 |
| 上海益欣置业有限公司 | 保障房 | 44.18 | 43.14 | - | 完工 | 48.79 | 40.84 | - | - | 40.84 | 39.65 | 39.65 |
| 上海城建博远置业有限公司安享瑞仕华庭 | 商品房 | 55.10 | 49.74 | 6.68 | 完工 | 35.59 | 27.02 | 3.69 | 10.11 | 24.22 | 59.94 | 56.67 |
| 上海瑞南置业有限公司奉贤区海港开发区 52-02 区域地块项目 | 商品房 | 18.21 | 18.31 | - | 完工 | 17.32 | 15.89 | - | 0.71 | 15.89 | 22.20 | 21.15 |
| 上海城建（江西）置业有限公司江西商品房九龙湖地块 | 商品房 | 18.90 | 15.61 | 1.17 | 完工 | 31.81 | 15.97 | 0.61 | 0.83 | 13.96 | 13.03 | 11.87 |
| 上海丰鑫置业有限公司长风 8 号西项目 | 商品房 | 41.16 | 21.03 | 16.91 | 完工 | 7.96 | 5.77 | - | 23.04 | 5.77 | 50.48 | 27.44 |
| 上海瑞行东岸置业有限公司 | 商品房 | 164.05 | 33.47 | 65.24 | 在建 | 51.81 | - | - | - | - | - | - |
| 上海城建置业无锡有限公司渔港项目 | 商品房 | 72.22 | 52.91 | 1.51 | 在建 | 45.20 | 25.12 | 8.82 | 18.51 | 11.99 | 24.82 | 1.14 |
| 上海城建置业无锡蠡湖有限公司瑞湖华庭 | 商品房 | 38.37 | 37.82 | 1.50 | 完工 | 26.60 | 17.23 | 2.39 | 5.62 | 16.96 | 35.21 | 31.02 |
| 上海瑞钊置业有限公司 | 商品房 | 29.09 | 26.52 | 2.67 | 在建 | 4.95 | 2.96 | - | - | 2.17 | 16.81 | - |

⁹ 其中已完工项目 2022 年投资主要系后期税款支付。

¹⁰ 其中瑞南项目公司实现车位销售收入；长风 8 号地块已于 2020 年开盘售罄，并于 2021 年实现资金回笼。

| 项目名称 | 项目类型 | 计划总投资 | 累计投资额 | 2022年计划投资额 ⁹ | 项目建设进度 | 建筑面积 | 取得预售/销售许可证面积 | 2021年预售/销售面积 | 2021年预售/销售金额 ¹⁰ | 累计销售面积 | 累计销售金额 | 累计结转收入 |
|--------------|------|---------------|---------------|-------------------------|--------|---------------|---------------|--------------|----------------------------|---------------|---------------|---------------|
| 上海瑞骅置业发展有限公司 | 商品房 | 56.16 | 43.01 | 4.12 | 在建 | 6.08 | - | - | - | - | - | - |
| 合计 | -- | 753.72 | 531.47 | 106.66 | -- | 537.03 | 363.88 | 21.12 | 66.53 | 332.08 | 440.52 | 329.28 |

资料来源：上海城建

D. 其他业务

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。2019-2021年，公司商品销售业务实现收入48.04亿元、43.26亿元和50.17亿元。城建物资主要下游客户主要为大型国企、央企以及集团内部企业，2021年前五大客户销售金额为21.09亿元，占城建物资营业收入的比重为35.94%，客户集中度较高。

图表 15. 2021年城建物资商品销售业务前五大客户明细（单位：亿元）

| 商品类别 | 客户名称 | 销售金额 | 占城建物资营业收入比重 |
|----------------------|------------------|--------------|---------------|
| 商品混凝土、混凝土预制构件及其他建筑材料 | 中国建筑第七工程局有限公司 | 8.05 | 13.72% |
| | 上海隧道工程有限公司 | 4.87 | 8.30% |
| | 中国建筑第八工程局有限公司 | 4.14 | 7.05% |
| | 上海城建市政工程（集团）有限公司 | 2.36 | 4.02% |
| | 上海市基础工程集团有限公司 | 1.67 | 2.85% |
| 合计 | | 21.09 | 35.94% |

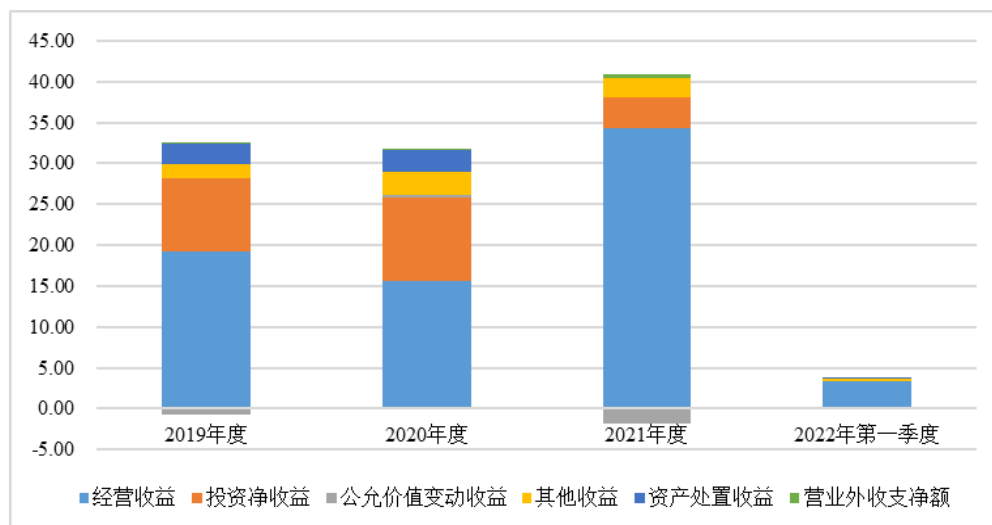
资料来源：上海城建

该公司通过隧道股份的全资子公司上海外高桥隧道机械有限公司进行盾构机的设计和生产。公司生产的盾构设备，按品种分类主要包括土压平衡盾构、泥水平衡盾构、复合型盾构以及TBM等；按产品直径分类，包括直径7米左右适用于城市轨道交通隧道的盾构产品，以及直径11米和14米左右适用于大型越江隧道的盾构产品。目前公司已具备地铁盾构年产40台，大型或超大型盾构年产量4-6台的生产规模。此外，公司还提供盾构产品的验收、维修、检测等服务。公司盾构设备的销售模式通常是直接销售或租赁形式提供给工程发包方或工程施工方。2019-2021年，该项业务实现营业收入有所波动，分别为2.47亿元、1.18亿元和3.29亿元。

此外，该公司还积极拓展其他业务领域，向业主提供项目策划、监理顾问、设备安装等配套服务。上述非核心业务较为分散，且在公司营业收入中的占比较低，对整体经营业绩影响不大。

(2) 盈利能力

图表 16. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据上海城建所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益。

该公司盈利主要来自主业经营收益和投资收益，来源稳定。得益于业务规模扩大，公司经营收益整体呈增长趋势，2019-2021年分别实现经营收益19.19亿元、15.60亿元和34.33亿元。2021年公司营业收入同比增长16.38%，同时业务毛利率较上年增加2.92个百分点，带动当期经营收益显著增长。

图表 17. 公司营业利润结构分析

| 公司营业利润结构 | 2019年度 | 2020年度 | 2021年度 | 2022年 第一季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|---------------|
| 营业收入合计（亿元） | 580.31 | 672.21 | 782.34 | 127.91 |
| 毛利率（%） | 13.06 | 11.38 | 14.30 | 12.77 |
| 其中：基础设施工程施工及设计业务（%） | 11.45 | 9.59 | 10.31 | 7.56 |
| 基础设施投资运营（%） | 61.90 | 24.65 | 29.12 | 10.23 |
| 房地产业务（%） | 22.02 | 15.83 | 28.13 | 60.36 |
| 毛利（亿元） | 75.79 | 76.51 | 111.90 | 16.33 |
| 其中：基础设施工程施工及设计业务（亿元） | 54.55 | 51.76 | 57.65 | 6.84 |
| 基础设施投资运营（亿元） | 3.33 | 7.66 | 12.70 | 1.32 |
| 房地产业务（亿元） | 8.55 | 7.82 | 18.71 | 0.67 |
| 期间费用率（%） | 8.92 | 8.10 | 8.43 | 9.67 |
| 其中：财务费用率（%） | 1.93 | 1.60 | 2.52 | 3.97 |
| 全年利息支出总额（亿元） | 18.15 | 13.19 | 22.78 | - |

资料来源：根据上海城建所提供数据整理

2019-2021年，该公司分别实现毛利75.79亿元、76.51亿元和111.90亿元，年复合增长率为21.51%。具体到细分业务，基础设施工程施工及设计业务为公司盈利的主要来源，2021年业务毛利率较上年增加0.72个百分点至10.31%，同年业务毛利贡献率为51.52%。基础设施投资运营业务2020年因

纳入毛利率较低的运营维护业务，毛利率大幅下降，近两年毛利率有所波动但幅度缩窄，2021 年业务毛利贡献率为 11.35%。受盈利空间不同的商品房和拆迁配套房结转比例变化的影响，公司房地产业务的毛利率波动较明显。2021 年房地产开发业务毛利率较上年增加 12.30 个百分点至 28.13%，业务毛利贡献率随之提升至 16.72%。

该公司期间费用以管理费用、研发费用和财务费用为主。公司管理费用主要为管理人员公司及福利费，2021 年同比增长 8.05%至 19.16 亿元。公司研发投入力度较大，2021 年研发费用为 25.24 亿元，但增速较上年下降 24.92 个百分点至 3.87%。公司财务费用以利息支出为主，随着带息债务规模扩张，以及 2021 年会计政策变更，公司投资项目在建期间财务费用不再资本化，导致当期财务费用同比增长 83.99%至 19.75 亿元。公司销售费用规模相对较小，主要以业务费及代理费、销售人员职工薪酬和销售服务费为主。2019-2021 年，公司期间费用分别为 51.75 亿元、54.45 亿元和 65.96 亿元，期间费用率分别为 8.92%、8.10%和 8.43%。总体来看，公司期间费用规模大，但控制情况尚可。

图表 18. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

| 影响公司盈利的其他关键因素 | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 第一季度 |
|-------------------|---------|---------|---------|-----------|
| 投资收益 | 8.93 | 10.18 | 3.76 | 0.01 |
| 其中：BT、BOT 项目投资收益 | 8.49 | 9.25 | -- | -- |
| 公允价值变动收益 | -0.69 | 0.31 | -1.89 | -0.003 |
| 资产处置收益 | 2.47 | 2.79 | 0.05 | 0.11 |
| 营业外收入和其他收益 | 2.60 | 3.30 | 3.08 | 0.26 |
| 其中：与日常经营活动相关的政府补助 | 1.77 | 2.80 | 2.34 | -- |

资料来源：根据上海城建所提供数据整理

2019-2021 年，该公司投资收益分别为 8.93 亿元、10.18 亿元和 3.76 亿元，主要为 BT、BOT 项目产生的投资收益；2021 年起公司将政府付费类投资项目的利息收益由投资收益转入营业收入进行核算，当期投资收益明显下降。公允价值变动收益主要来自交易性金融资产和以公允价值计量的投资性房地产公允价值变动收益，各年间波动较大，其中 2021 年交易性金融资产公允价值变动收益为 1.14 亿元，投资性房地产公允价值变动为-3.03 亿元，当期公允价值变动损失 1.89 亿元。2021 年公司资产处置收益同比显著下降，当期仅为 0.05 亿元，主要系前两年项目拆迁补偿结余结转收入较多所致。此外，公司可持续获得财政扶持金等政府补助，2021 年收到与日常经营活动相关的政府补助 2.34 亿元。2021 年公司实现净利润 29.12 亿元，同比增长 17.36%。从资产获利能力来看，2021 年公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.91%和 9.12%，均较上年小幅提升。

2022 年第一季度，该公司实现营业收入 127.91 亿元，同比增长 2.74%；实现毛利 16.33 亿元，同比下降 27.97%，主要系当期基础设施工程施工及设计业

务受疫情影响成本支出增加导致业务毛利下降所致。同期公司实现净利润 2.40 亿元，同比下降 34.93%。

(3) 运营规划/经营战略

该公司战略愿景定位为全球最具价值创造力的城市建设运营综合服务商及其生态资源集成商，具体表现为以城市基础设施建设运营服务为抓手，以科技创新为驱动，以提升政府和公众满意度为理念，打造城市建设运营生态圈的资源集成平台，实现可持续发展为战略定位；进一步将基础设施建设运营作为传统核心板块，将数字化和金融业务作为新兴战略板块，通过双核的协同发展驱动整体业务增长。

子公司隧道股份继续深入推进落实《隧道股份区域性国资国企综合改革三年工作计划》和“十四五战略发展规划纲要”相关要求，持续优化业务结构，提升全产业链运作能力，深入贯彻“技术引领、资本推动、数据赋能、协同发展”的经营理念，全力打造内外部资源全面协同融合的城市建设运营资源集成商，不断推动隧道股份向更高质量发展阶段迈进。2022 年主要经济增长目标是：力争实现营业收入较 2021 年增长 8-10%；归属于母公司净利润较 2021 年增长 5-10%。

管理

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，实际控制人仍为上海市国资委。公司治理及管理方面未发生重大变化。公司关联交易规模小，对公司日常经营影响有限。

该公司为国有独资企业，上海市国有资产监督管理委员会（简称“上海市国资委”）为其实际控制人。公司产权状况详见附录一。

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。2019-2021 年，公司向关联方采购商品、接受劳务金额分别为 6.11 亿元、5.71 亿元、9.26 亿元，占同期营业成本比重分别为 1.21%、0.96%和 1.38%；同期向关联方销售商品、提供劳务收入分别为 0.98 亿元、2.66 亿元和 9.92 亿元，占同期营业收入比重分别为 0.17%、0.40%和 1.27%。同期末，公司对关联方应收类款项余额为 28.12 亿元，对关联方应付类款项余额为 5.45 亿元。此外，子公司城建置业向合营企业上海瑞行东岸置业有限公司和联营企业上海瑞钏置业有限公司提供股东借款，截至 2021 年末拆借资金本息余额分别为 5.31 亿元和 16.37 亿元。整体来看，公司关联交易规模及其对公司日常经营影响可控。

2022 年 4 月 29 日，该公司免去陆雅娟、朱东海董事职务，聘任葛以衡、宋晓东为董事；免去朱晨红监事职务，聘任彭瑶、张蒿、冯凯新为监事。目

前公司董事会、监事会成员数量均符合《公司章程》相关规定。

根据该公司所提供的《企业信用报告》，截至 2022 年 4 月 28 日，公司本部及核心子公司近三年信贷历史无不良记录，未结清信贷记录均为正常类。截至 2022 年 5 月末，公司存续期债券本金余额为 84.00 亿元。

财务

该公司基础设施板块投资力度较大，融资需求及资金占用规模持续上升。公司通过增加经营性负债和新增债务融资等方式缓解资金压力，应付账款及刚性债务规模快速增加。公司存量货币资金较充足，且外部融资渠道畅通，即期偿债压力可控。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2019-2020 年度财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告；中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021 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。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和陆续颁布的各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。公司 2021 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则第 21 号——租赁》（2018 修订）（财会[2018]35 号）；1 月 26 日起执行《企业会计准则解释第 14 号》（财会[2021]1 号）；5 月 26 日起执行《关于调整<新冠肺炎疫情相关租金减让会计处理规定>适用范围的通知》（财会[2021]9 号）；12 月 30 日起执行《企业会计准则解释第 15 号》（财会[2021]35 号）。

2020 年 2 月 14 日，该公司以现金对价 5.39 亿元向隧道股份转让持有的运营集团 100% 股权，运营集团由二级子公司变更为三级子公司¹¹。2020 年 8 月 28 日，公司以现金对价 5.57 亿元向隧道股份转让持有的子公司上海城建滨江置业有限公司（简称“滨江置业”）100% 股权，滨江置业由二级子公司变更为三级子公司¹²。2021 年 4 月，子公司隧道股份之全资孙公司上海元晟融资租赁有限公司（简称“元晟租赁”）与上海东方证券资产管理有限公司（简称“东证资管”）签署协议设立元晟租赁 2021 年第一期资产支持专项计划（简称“一期专项计划”）。元晟租赁认购一期专项计划中全部次级份额，由公司担任一期专项计划的流动性支持机构、差额支付承诺人，为一期专项计划提

¹¹ 根据上海财瑞资产评估有限公司出具的以 2019 年 9 月 30 日为评估基准日并经国资主管部门备案的《评估报告》，运营集团 100% 股权在收益法下的评估结果为 53,900.00 万元。在评估基准日，运营集团经审计股东全部权益账面价值为 28,667.35 万元。前述评估结果增值额为 25,232.65 万元，增值率为 88.02%。

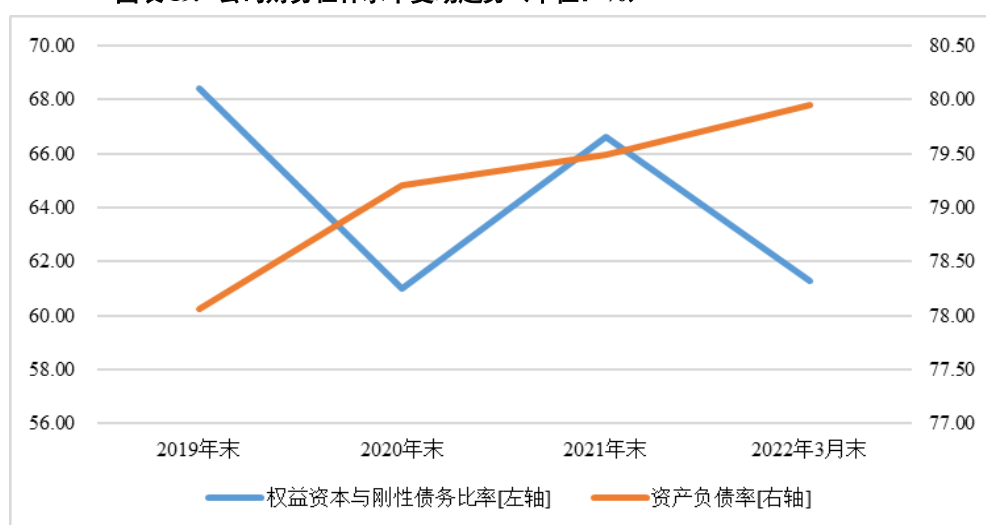
¹² 根据上海东洲资产评估有限公司出具的以 2019 年 12 月 31 日为评估基准日并经国资主管部门备案的《评估报告》，资产基础法下滨江置业 100% 股权的评估值为 55,732.26 万元。在评估基准日，滨江置业经审计股东全部权益账面价值为 39,221.17 万元。前述评估结果较账面增值额为 16,511.09 万元，主要系投资性房地产增值所致。

供增信措施，并承担了一期专项计划可变回报的全部收益和风险，公司根据相应会计准则规定将其作为结构化主体纳入合并范围¹³。9月28日，公司以现金对价0.18亿元向隧道股份转让持有的子公司上海城建隧道装备科技发展有限公司（简称“隧道装备公司”）100%股权，隧道装备公司由二级子公司变更为三级子公司¹⁴。截至2022年3月末，公司合并范围内共计13家二级子公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势（单位：%）



资料来源：根据上海城建所提供数据绘制

该公司基础设施工程设计、施工及投资运营业务结算周期长，营运资金占款多，属于资金密集型行业。近年来，由于基础设施板块投资力度较大，公司融资需求及资金占用规模持续上升。2019-2021年末，公司负债总额分别为956.86亿元、1,129.91亿元和1,325.84亿元，年复合增长率为17.71%。2021年末公司资产负债率较上年末微升至79.49%；期末公司权益资本与刚性债务比率亦较上年末增加5.62个百分点至66.60%，权益资本对刚性债务的保障程度有所提升。

2019-2021年末，该公司所有者权益总额分别为268.99亿元、296.55亿元和342.08亿元，年均复合增长率为12.77%。从构成来看，所有者权益主

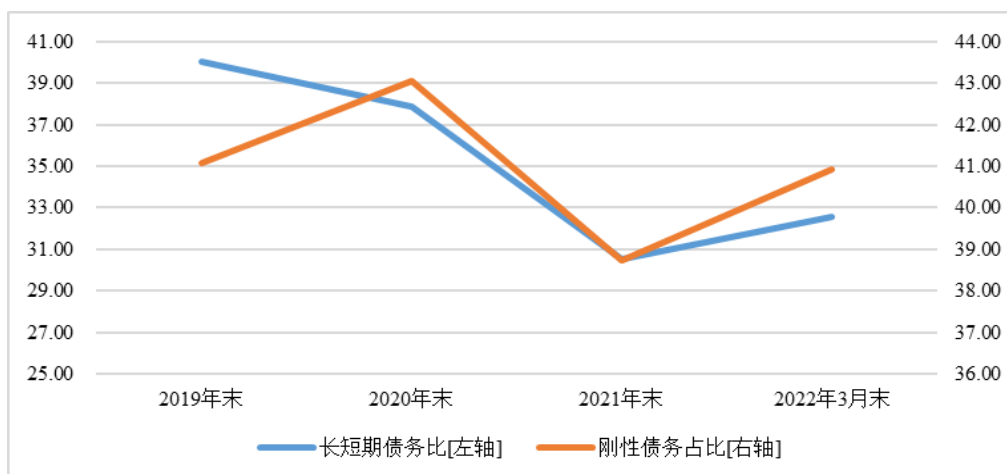
¹³ 根据《元晟租赁2021年第一期资产支持专项计划说明书》，该专项计划由东证资管设立管理，并向元晟租赁销售资产支持证券。一期专项计划发行规模9.69亿元，其中次级资产支持证券发行规模0.49亿元，由元晟租赁认购。截至2021年末，一期专项计划中优先级A1、A2资产支持证券剩余本金分别为1.88亿元、3.61亿元，次级资产支持证券剩余本金为0.49亿元。

¹⁴ 根据上海申威资产评估有限公司出具的以2021年3月31日为评估基准日并经国资主管部门备案的《评估报告》，隧道装备公司100%股权的评估价值为1,832.89万元。前述评估结果增值额为1,832.89万元，主要系隧道装备公司持有的土地使用权【沪（2021）嘉字不动产权第013575号】增值，该地块位于嘉定区安亭镇0808号地块，为工业用地，使用期限50年。

要由少数股东权益和未分配利润组成，近三年合计占比在 88%以上。2021 年公司分配现金股利 2.34 亿元，截至 2021 年末少数股东权益和未分配利润分别为 224.07 亿元和 80.48 亿元，分别占所有者权益总额的 65.50%和 23.53%。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元、%）



| 核心债务 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|---------|---------|---------|---------|-------------|
| 刚性债务 | 393.15 | 486.32 | 513.61 | 562.38 |
| 应付账款 | 311.67 | 379.77 | 549.37 | 528.33 |
| 预收账款 | 168.83 | 0.01 | 0.02 | 0.04 |
| 合同负债 | - | 171.71 | 162.40 | 193.78 |
| 其他应付款 | 31.73 | 35.70 | 30.34 | 32.82 |
| 刚性债务占比 | 41.09 | 43.04 | 38.74 | 40.93 |
| 应付账款占比 | 32.57 | 33.61 | 41.44 | 38.45 |
| 预收账款占比 | 17.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 合同负债占比 | - | 17.94 | 12.25 | 14.10 |
| 其他应付款占比 | 3.32 | 3.16 | 2.29 | 2.39 |

资料来源：根据上海城建所提供数据绘制

注：其他应付款中不含应付利息和应付股利。

从债务期限结构看，该公司负债以流动负债为主，随着应付账款规模扩大，2021 年末长短期债务比较上年末下降 7.34 个百分点至 30.51%。从债务构成上看，公司债务主要集中于刚性债务、应付账款、预收款项/合同负债和其他应付款，2021 年末上述科目合计占负债总额的比例为 94.71%。

随着业务规模扩大，该公司应付账款逐年快速增长，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，2021 年末应付账款余额同比增长 44.66%至 549.37 亿元；其中一年以内的占比为 97.88%，账龄较短。预收款项主要为预收房款和项目业主预付公司的项目工程款，2020 年执行新收入准则，公司将预收账款中已收或应收客户对价而应向客户转让商品或提供服务的义务转至合同负债核算。2021 年末，公司合同负债余额为 162.40 亿元，同

比下降 5.42%。其他应付款主要为资金拆借款、分包方保证金、押金、代垫费用与代扣款等，2021 年末余额同比减少 15.00%至 30.34 亿元，主要系资金拆借及往来款减少所致。此外，2021 年末长期应付款同比大幅增长至 5.24 亿元，增加主要来自应付动迁补偿款及土地补偿款。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

| 刚性债务种类 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 短期刚性债务合计 | 152.04 | 205.76 | 236.72 | 257.74 |
| 其中：短期借款 | 117.17 | 148.57 | 162.85 | 185.43 |
| 应付票据 | 20.11 | 18.62 | 22.29 | 19.25 |
| 一年内到期的非流动负债 | 14.54 | 38.57 | 51.59 | 53.06 |
| 其他短期刚性债务 | 0.22 | - | - | - |
| 中长期刚性债务合计 | 241.10 | 280.56 | 276.89 | 304.64 |
| 其中：长期借款 | 183.54 | 216.70 | 233.08 | 262.14 |
| 应付债券 | 57.57 | 63.86 | 34.35 | 34.21 |
| 其他中长期刚性债务 | - | - | 9.46 | 8.29 |
| 综合融资成本 (%) | 4.28 | 4.12 | 4.40 | - |

资料来源：根据上海城建所提供数据整理

近年来，该公司刚性债务规模扩张迅速，2019-2021 年末刚性债务余额分别为 393.15 亿元、486.32 亿元和 513.61 亿元，年复合增长率达 14.30%。同期末中长期刚性债务在刚性债务总额中的占比分别为 61.33%、57.69%和 53.91%。

该公司短期刚性债务主要由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成。2021 年末短期借款余额为 162.85 亿元，其中信用借款占比 98.48%，其余为质押借款、保证借款和未到期应付利息。同年末应付票据余额同比增长 19.69%至 22.29 亿元，其中银行承兑汇票占比 80.01%。同年末，一年内到期的非流动负债同比增长 33.75%至 51.59 亿元，主要包括一年内到期的长期借款 21.06 亿元、一年内到期的应付债券 25.58 亿元和一年内到期的其他非流动负债 4.32 亿元。公司中长期刚性债务包括长期借款、应付债券和其他中长期刚性债务。2021 年末长期借款为 233.08 亿元，其中 35.71 亿元为信用借款、3.89 亿元为保证借款、185.81 亿元为质押借款、7.67 亿元为抵押借款。质押借款主要系以 PPP 项目的全部或部分权益、收益权为质押标的取得的项目贷款；抵押借款主要以投资性房地产、固定资产和存货为抵押物。2021 年公司偿还“15 沪城建债”部分本金，子公司隧道股份偿还“19 隧道 01”，年末公司应付债券余额同比减少 46.21%至 34.35 亿元。公司其他中长期刚性债务包括因执行新租赁准则确认的租赁负债 2.87 亿元、供应链融资和元晟租赁 2021 年第一期资产支持专项计划（优先级部分）余额 6.59 亿元。

2022 年 3 月末，该公司负债总额为 1,374.03 亿元，较上年末增长 3.63%；

资产负债率为 79.95%，较上年末增长 0.46 个百分点。其中刚性债务余额较上年末增长 9.49%至 562.38 亿元，主要系当期公司新增中短期银行借款所致。一季度为经营性负债集中付款期，期末公司应付账款余额较上年末减少 3.83%至 528.33 亿元。同期末，公司合同负债较上年末增长 19.32%至 193.78 亿元，主要系新增预收工程款所致。公司通过上下游的资金占用以及银行借款来缓解运营资金补充压力。整体来看，公司刚性债务规模大，但存量货币资金充裕，同时外部融资渠道畅通，公司偿债压力总体尚可控。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

| 主要数据及指标 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 第一季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 营业周期（天） | 321.51 | 288.77 | 288.23 | -- |
| 营业收入现金率（%） | 104.70 | 104.75 | 91.19 | 122.48 |
| 业务现金收支净额（亿元） | 70.71 | 88.76 | 40.46 | -37.81 |
| 其他因素现金收支净额（亿元） | 3.85 | -25.61 | 19.54 | 13.12 |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 74.56 | 63.14 | 60.00 | -24.69 |
| EBITDA（亿元） | 55.08 | 52.66 | 72.27 | -- |
| EBITDA/刚性债务（倍） | 0.15 | 0.12 | 0.14 | -- |
| EBITDA/全部利息支出（倍） | 3.04 | 2.60 | 2.93 | -- |

资料来源：根据上海城建所提供数据整理

注：业务收支现金净额系剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额系经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

受工程项目周期偏长及业主结算、账款回收周期较长等因素的影响，该公司营业周期一般在一年左右；2020 年执行新收入准则后，公司回收期超过一年的合同资产调整至其他非流动资产核算，营业周期有所缩短。2019-2021 年，公司经营活动现金净流量分别为 74.56 亿元、63.14 亿元和 60.00 亿元，经营性现金流保持净流入。2021 年，公司业务收支净额下降至 40.46 亿元，收到其他与经营活动有关的现金 54.43 亿元。

2019-2021 年，该公司 EBITDA 分别为 55.08 亿元、52.66 亿元和 72.27 亿元。2021 年 EBITDA 同比增长 37.24%，增加主要来自利润总额和列入财务费用的利息支出，上述两项在 EBITDA 中占比分别为 54.08%和 29.71%。2021 年，公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出的保障倍数分别为 0.14 倍和 2.93 倍，EBITDA 对债务本息的保障程度有所上升。

(2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 第一季度 |
|------------------------------|--------|---------|--------|----------------|
| 回收投资与投资支付净流入额 | -55.64 | -95.89 | -1.77 | -1.91 |
| 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 | -12.46 | -11.27 | -19.49 | -6.78 |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额 | -0.01 | -0.02 | 2.85 | -- |
| 投资环节产生的现金流量净额 | -68.11 | -107.19 | -18.41 | -8.69 |

资料来源：根据上海城建所提供数据整理

该公司投资活动现金流入主要为收到的投资类项目的回购款，投资活动现金流出主要为投融资项目投资支出、对外股权投资和固定资产购买支出。2019-2021 年，公司投资性现金净流出分别为 68.11 亿元、107.19 亿元和 18.41 亿元。其中 2021 年较上年显著下降，主要系当期执行《企业会计准则解释第 14 号》，PPP 项目投入计入经营性现金流所致。

(3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 第一季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 吸收投资收到的现金 | 42.54 | 22.71 | 25.97 | 0.17 |
| 取得借款及发行债券收到的现金 | 198.28 | 286.86 | 248.87 | 126.11 |
| 偿还债务支付的现金 | 186.59 | 212.02 | 257.87 | 70.95 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 24.41 | 26.31 | 33.14 | 5.18 |
| 其他因素对筹资环节现金流量影响净额 | -0.35 | -5.31 | 0.64 | -0.05 |
| 筹资环节产生的现金流量净额 | 29.48 | 65.93 | -15.54 | 50.11 |

资料来源：根据上海城建所提供数据整理

2019-2021 年，该公司筹资活动现金流净额分别为 29.48 亿元、65.93 亿元和-15.54 亿元。其中 2021 年筹资活动现金流转为净流出，主要系当期银行借款及债券到期较多，偿还债务力度较大所致。

2022 年第一季度，该公司经营性现金净流出 24.69 亿元，净流出规模较上年同期明显下降，主要系当期使用供应链金融结算减少现金流出所致。同期，公司投资活动现金净流出 8.69 亿元，筹资活动现金净流入 50.11 亿元。鉴于投资类项目和房地产业务板块仍有较大的投资建设支出需求，公司未来仍将有较大的融资需求。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

| 主要数据及指标 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|-------------------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 737.35 | 802.98 | 941.47 | 984.40 |

| 主要数据及指标 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|-------------------------|--------------|---------------|---------------|-------------|
| | 60.15 | 56.29 | 56.45 | 57.28 |
| 其中：现金类资产（亿元） | 223.44 | 259.19 | 281.38 | 298.96 |
| 应收账款（亿元） | 163.33 | 177.63 | 223.20 | 233.51 |
| 存货（亿元） | 313.25 | 131.42 | 156.14 | 163.82 |
| 合同资产（亿元） | - | 195.75 | 232.06 | 234.86 |
| 其他应收款（亿元） | 14.48 | 12.55 | 12.91 | 19.61 |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 488.50 | 623.48 | 726.44 | 734.21 |
| | 39.85 | 43.71 | 43.55 | 42.72 |
| 其中：长期应收款（亿元） | 154.46 | 179.62 | 295.50 | 302.18 |
| 长期股权投资（亿元） | 15.09 | 39.06 | 47.85 | 50.05 |
| 投资性房地产（亿元） | 24.43 | 28.87 | 25.62 | 25.62 |
| 固定资产（亿元） | 50.84 | 54.81 | 55.33 | 54.25 |
| 在建工程（亿元） | 164.69 | 36.94 | 56.92 | 62.40 |
| 无形资产（亿元） | 45.02 | 43.60 | 45.96 | 47.90 |
| 其他非流动资产（亿元） | 11.52 | 226.67 | 179.38 | 172.15 |
| 期末全部受限资产账面金额（亿元） | 47.84 | 340.53 | 400.17 | -- |
| 受限资产账面余额/总资产（%） | 3.90 | 23.87 | 23.99 | -- |

资料来源：根据上海城建所提供数据整理

注：2019-2021 年末其他应收款不含应收利息和应收股利，2022 年 3 月末数据因无明细包含应收利息及股利。

2019-2021 年末，该公司资产总额逐年增长，分别为 1,225.85 亿元、1,426.45 亿元和 1,667.92 亿元，年复合增长率为 16.65%。伴随基础设施投入的增加，公司长期应收款、其他非流动资产等中长期资产规模随之扩大，2021 年末非流动资产在资产总额中的占比为 43.55%。

该公司流动资产主要为现金类资产、应收账款、其他应收款、合同资产和存货，2021 年末合计占流动资产的比重为 96.20%。公司应收账款主要为工程施工业务形成的应收工程款项，2021 年末账面价值为 223.20 亿元，同比增长 25.66%。从账龄分布看，应收账款中 1 年期及以内的占比为 64.22%，3 年期以上占比 11.49%，账龄期限偏长。尽管公司应收账款对象主要为政府部门及其授权机构，交易对手方信用对相关款项回收能够提供较强支持，但期较长，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。同年末，按欠款方归集的期末余额前五大应收账款账面余额合计 31.21 亿元，合计占应收账款比例为 13.26%。公司存货主要包括房地产开发成本、开发产品、原材料及库存商品等，2021 年末账面价值同比增长 18.80% 至 156.14 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 124.50 亿元和 9.69 亿元。合同资产为已完工未结算基础设施建设项目、未决算项目质保金和已结算未达收款期的施工项目，随着公司业务规模增加，年末合同资产账面价值同比增长 18.55% 至 232.06 亿元。其他应收款年末账面余额为 12.91 亿元，主要为往来款、押金保证金、应收代垫款等款项；累

计提坏账准备 8.48 亿元，其中对上海市市政工程动迁用房建设处 4.47 亿元其他应收款计提减值 3.93 亿元。此外，2021 年末预付款项账面余额同比增长 80.24%至 17.03 亿元，主要系当期预付原材料采购款及工程分包款显著增加所致。公司现金类资产储备较充裕，2021 年末账面价值为 281.38 亿元，其中受限货币资金为 6.42 亿元，受限规模有限，即期现金支付能力强。

该公司非流动资产主要有长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产，2021 年末合计占非流动资产的比重为 97.26%。同年末，长期应收款账面价值同比增长 64.51%至 295.50 亿元，其中融资租赁款为 53.73 亿元，投融资项目形成的长期应收款为 241.77 亿元；当期因杭绍台高速公路台州段 PPP 项目完工进入回购期，计入长期应收款 86.98 亿元¹⁵。同年末长期股权投资余额同比增长 22.50%至 47.85 亿元，主要系当期对淮北建元绿金碳谷创业投资基金合伙企业（有限合伙）、绍兴柯桥杭金衢联络线高速公路有限公司、杭州秦望工程建设运营有限公司等联营企业追加投资所致。同年末公司在建工程账面价值同比增长 54.08%至 56.92 亿元，主要包括龙华街道 500 街坊 P1 宗地项目年末余额 19.27 亿元（系徐汇滨江公司办公楼项目，年末投资进度为 55.97%）、石龙路项目年末余额 14.89 亿元（系办公楼建造项目，年末投资进度为 79.09%）、盾构设计制造及配套项目 12.66 亿元，以及当年新增年产 130 亿块微电子集成电路 IC 封装测试项目年末余额 8.92 亿元。同年末，其他非流动资产余额同比下降 20.86%至 179.38 亿元，主要系当期收回合作开发项目公司部分项目借款，同时株洲轨道科技城路网工程 PPP 项目和杭绍台高速公路台州项目完工由其他非流动资产-合同资产转入长期应收款所致。固定资产主要为房屋建筑物、施工设备及非标设备等，同年末账面价值为 55.33 亿元，较上年末基本持平。无形资产账面价值 45.96 亿元，其中投资项目专营权 39.49 亿元、土地使用权 6.08 亿元。投资性房地产年末账面价值为 25.62 亿元，较上年下降 11.27%，主要系处置上海黄山合城置业有限公司的金桥酒店式公寓所致。

2022 年 3 月末，该公司资产总额较上年末增长 3.04%至 1,718.61 亿元，其中货币资金较上年末增长 6.17%至 288.36 亿元。同期末，应收账款较上年末增长 4.62%至 233.51 亿元，增加主要来自当期随着工程施工项目推进形成的应收工程款项；其他应收款账面价值较上年末增长 47.74%至 19.61 亿元，主要系往来款增加所致。

图表 26. 截至 2021 年末公司资产受限情况（单位：万元）

| 受限资产 | 受限资产期末账面价值 | 受限原因 |
|--------|--------------|-------------|
| 货币资金 | 64,178.72 | 保证金、抵押冻结款项等 |
| 长期应收款 | 2,165,420.78 | 质押借款 |
| 投资性房地产 | 118,158.52 | 抵押借款 |

¹⁵ 该项目回报机制为使用者付费加可行性缺口补助，建成后特许经营期内，由 PPP 项目公司负责运营管理，用通行费、服务区及广告经营等收益、可行性缺口补助优先回报投资人。项目运营期自交工日至项目移交日止，其中收费期 30 年，自项目收费许可颁布之日起计。

| 受限资产 | 受限资产期末账面价值 | 受限原因 |
|---------|---------------------|------|
| 固定资产 | 18,988.78 | 抵押借款 |
| 无形资产 | 393,354.67 | 质押借款 |
| 其他非流动资产 | 1,191,576.62 | 质押借款 |
| 存货 | 50,030.91 | 抵押借款 |
| 合计 | 4,001,709.01 | -- |

资料来源：上海城建

截至 2021 年末，该公司受限资产合计 400.17 亿元，占公司总资产的 23.99%。受限资产以长期应收款和其他非流动资产规模为主，主要系公司对项目项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。

5. 流动性/短期因素

图表 27. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|-----------------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率 (%) | 107.90 | 97.97 | 92.67 | 94.99 |
| 现金比率 (%) | 32.70 | 31.62 | 27.70 | 28.85 |
| 短期刚性债务现金覆盖率 (%) | 146.96 | 125.97 | 118.87 | 116.00 |

资料来源：根据上海城建所提供数据整理

近年来，该公司流动性指标有所弱化，2021 年末流动比率较上年减少 5.30 个百分点至 92.67%，现金比率亦较上年末减少 3.92 个百分点至 27.70%。随着公司短期刚性债务规模扩大，2021 年末短期刚性债务的现金覆盖率降至 118.87%。2022 年 3 月末，公司流动性指标表现较上年末变化不大，受益于非受限货币资金较充裕，同时外部融资畅通，公司即期偿债压力可控。

6. 表外事项

截至 2021 年末，该公司合并口径共有 4 起作为被告的重大未决诉讼，主要为建设工程分包合同纠纷。公司认为其中三起案件无法合理估计最终结果，故未计提预计负债；此外一起案件涉诉标的为 0.44 亿元，公司计提预计损失 0.14 亿元。

截至 2022 年 3 月末，该公司对合并范围外其他公司无担保。

7. 母公司/集团本部财务质量

公司本部（即母公司）主要承担管理职能。截至 2021 年末，母公司货币资金余额为 26.43 亿元，刚性债务余额为 124.30 亿元，短期刚性债务现金覆盖率为 0.48 倍；资产负债率为 81.88%，处于较高水平。同年末，母公司资产总额 173.53 亿元，主要分布为货币资金 26.43 亿元、交易性金融资产 9.41 亿元、其他应收款 81.85 亿元、长期股权投资 50.47 亿元。其他应收款账面余额中账龄 1 年以内占比 49.04%，3 年以上占比 13.86%，整体账龄偏长；前五

大欠款方账面余额合计 86.33 亿元，占比 92.94%，合计计提坏账准备 6.71 亿元。2021 年母公司实现营业收入 4.03 亿元，投资收益 3.19 亿元，净利润 5.72 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，但 2016 年将持有隧道股份 408,732,492 股无偿划转给国盛集团后，母公司对隧道股份的持股比例由 43.49% 降至 30.49%，母公司的资产质量有所弱化。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。

外部支持因素

该公司资信状况良好，银行综合信用授信额度较高。截至 2022 年 3 月末，公司合并口径获得各银行综合授信额度总额 1,799.42 亿元，累计已使用授信额度为 804.61 亿元，尚未使用的授信额度为 994.82 亿元，后续融资空间大。

图表 28. 来自大型国有金融机构的信贷支持

| 机构类别 | 综合授信 | 已使用额度 | 未使用额度 |
|------------------|----------|--------|--------|
| 全部（亿元） | 1,799.42 | 804.61 | 994.82 |
| 其中：国家政策性金融机构（亿元） | 148.38 | 93.55 | 54.83 |
| 工农中建交五大商业银行（亿元） | 731.51 | 417.92 | 313.60 |
| 其中：大型国有金融机构占比（%） | 48.90 | 63.57 | 37.03 |

资料来源：根据上海城建所提供数据整理（截至 2022 年 3 月末）

跟踪评级结论

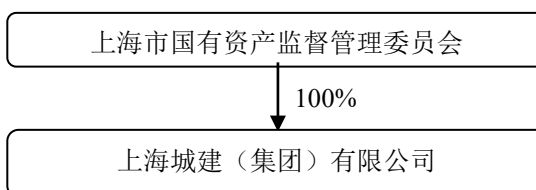
该公司在地下工程施工领域及上海区域市场竞争优势显著，近年来施工业务新签合同额保持增长，项目储备较充足。公司投资类项目主要集中在长三角、珠三角等经济发达区域，但投资规模大、回收周期长，存在一定的投资风险和投资支出压力。公司房地产开发项目周转速度慢，项目主要布局在上海及周边地区，其中无锡渔港项目去化较慢。总体来看，公司经营规模逐步扩大，经营收益良好，同时投资收益和政府补贴可为公司盈利提供一定补充。

跟踪期内，该公司股权结构未发生变化，实际控制人仍为上海市国资委。公司治理及管理方面未发生重大变化。公司关联交易规模小，对公司日常经营影响有限。

该公司基础设施板块投资力度较大，融资需求及资金占用规模持续上升。公司通过增加经营性负债和新增债务融资等方式缓解资金压力，应付账款及刚性债务规模快速增加。公司存量货币资金较充足，且外部融资渠道畅通，即期偿债压力可控。

附录一：

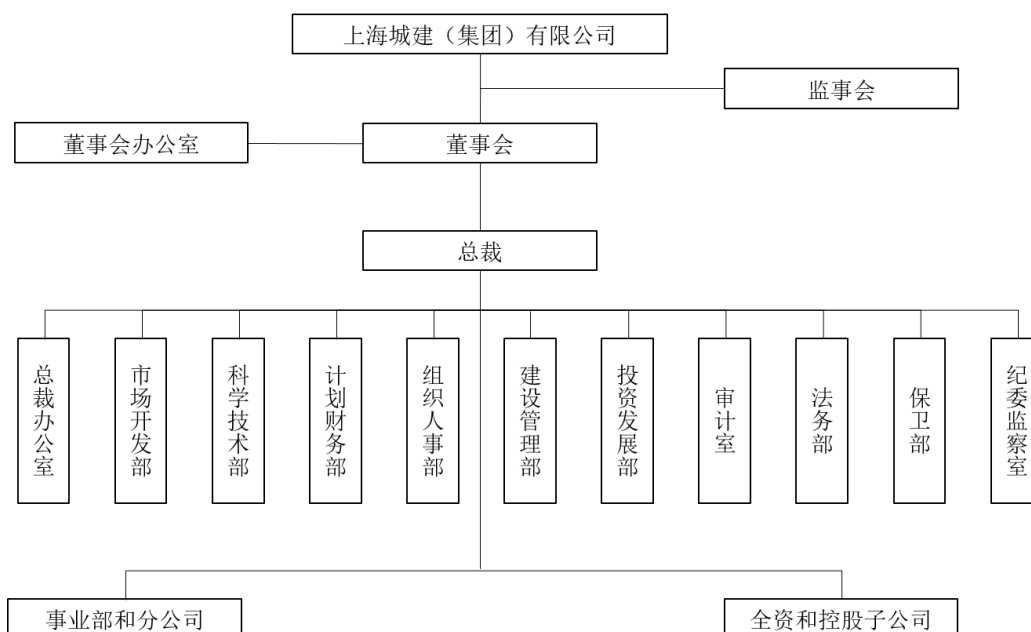
公司与实际控制人关系图



注：根据上海城建提供的资料绘制（截至 2022 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绘制（截至 2022 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

| 全称 | 简称 | 与公司关系 | 母公司持股比例 (%) | 主营业务 | 2021年(末)主要财务数据(亿元) | | | | | 备注 |
|--------------|------|-------|-------------|-------------|--------------------|--------|--------|-------|-----------|-------|
| | | | | | 刚性债务余额 | 所有者权益 | 营业收入 | 净利润 | 经营环节现金净流量 | |
| 上海城建(集团)有限公司 | 上海城建 | 本级 | -- | 管理职能 | 124.30 | 31.44 | 4.03 | 5.72 | 7.94 | 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 | 361.63 | 293.67 | 622.26 | 24.27 | 31.34 | |

注：根据上海城建 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

| 主要财务数据与指标[合并口径] | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 第一季度 |
|----------------------|----------|----------|----------|---------------|
| 资产总额 [亿元] | 1,225.85 | 1,426.45 | 1,667.92 | 1,718.61 |
| 货币资金 [亿元] | 222.65 | 246.93 | 271.60 | 288.36 |
| 刚性债务[亿元] | 393.15 | 486.32 | 513.61 | 562.38 |
| 所有者权益 [亿元] | 268.99 | 296.55 | 342.08 | 344.58 |
| 营业收入[亿元] | 580.31 | 672.21 | 782.34 | 127.91 |
| 净利润 [亿元] | 23.54 | 24.82 | 29.12 | 2.40 |
| EBITDA[亿元] | 55.08 | 52.66 | 72.27 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 74.56 | 63.14 | 60.00 | -24.69 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -68.11 | -107.19 | -18.41 | -8.69 |
| 资产负债率[%] | 78.06 | 79.21 | 79.49 | 79.95 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 68.42 | 60.98 | 66.60 | 61.27 |
| 流动比率[%] | 107.90 | 97.97 | 92.67 | 94.99 |
| 现金比率[%] | 32.70 | 31.62 | 27.70 | 28.85 |
| 利息保障倍数[倍] | 2.43 | 2.17 | 2.45 | — |
| 担保比率[%] | — | — | — | — |
| 营业周期[天] | 321.51 | 288.77 | 288.23 | — |
| 毛利率[%] | 13.06 | 11.38 | 14.30 | 12.77 |
| 营业利润率[%] | 5.46 | 4.71 | 4.93 | 2.92 |
| 总资产报酬率[%] | 3.80 | 3.32 | 3.91 | — |
| 净资产收益率[%] | 9.08 | 8.78 | 9.12 | — |
| 净资产收益率*[%] | 25.26 | 24.02 | 25.50 | — |
| 营业收入现金率[%] | 104.70 | 104.75 | 91.19 | 122.48 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 11.36 | 8.40 | 6.54 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 0.71 | -4.22 | 3.39 | — |
| EBITDA/利息支出[倍] | 3.04 | 2.60 | 2.93 | — |
| EBITDA/刚性债务[倍] | 0.15 | 0.12 | 0.14 | — |

注：表中数据依据上海城建经审计的 2019~2021 年度及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

| |
|--|
| 资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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% |
| 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) |
| 担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100% |
| 营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/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% |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=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% |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(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+应付利息+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

附录五：

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、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 | 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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

| 等级 | | 含义 |
|----|-----|--------------------------|
| A等 | A-1 | 最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。 |
| | A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。 |
| | A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。 |
| B等 | B | 还本付息能力较低，有一定违约风险。 |
| C等 | C | 还本付息能力很低，违约风险较高。 |
| D等 | D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录六：

发行人本次评级模型分析表及结果

| | 一级要素 | 二级要素 | 风险程度 |
|-----------|------------|-----------|------|
| 个体信用 | 业务风险 | 宏观环境 | 1 |
| | | 行业风险 | 4 |
| | | 市场竞争 | 1 |
| | | 盈利能力 | 1 |
| | | 公司治理 | 1 |
| | 财务风险 | 财务政策风险 | 2 |
| | | 会计政策与质量 | 1 |
| | | 现金流状况 | 3 |
| | | 负债结构与资产质量 | 4 |
| | | 流动性 | 3 |
| | 个体风险状况 | | 1 |
| | 个体调整因素调整方向 | | 不调整 |
| 调整后个体风险状况 | | 1 | |
| 外部支持 | 支持因素调整方向 | | 不调整 |
| 主体信用等级 | | | AAA |

附录七：

发行人历史评级情况

| 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 | -- | 报告链接 |
| | 评级结果变化 | 2010年12月15日 | AA+/稳定 | 韩军、桑倩 | -- | 报告链接 |
| | | 2014年7月24日 | AAA/稳定 | 余海微、章俊 | 新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2014版) 建筑施工行业评级模型(参见注册文件) | 报告链接 |
| | 前次评级 | 2021年6月24日 | AAA/稳定 | 高珊、黄蔚飞 | 新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS004(2019.8) | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2022年6月28日 | AAA/稳定 | 高珊、黄蔚飞 | 新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS004(2019.8) | - |
| 债项评级 (19沪城01) | 历史首次评级 | 2019年7月23日 | AAA | 黄蔚飞、高珊 | 新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018版) 建筑施工行业评级模型(参见注册文件) | 报告链接 |
| | 前次评级 | 2021年6月24日 | AAA | 高珊、黄蔚飞 | 新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS004(2019.8) | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2022年6月28日 | AAA | 高珊、黄蔚飞 | 新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS004(2019.8) | - |
| 债项评级 (20沪城01) | 历史首次评级 | 2020年3月20日 | AAA | 高珊、黄蔚飞 | 新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS004(2019.8) | 报告链接 |
| | 前次评级 | 2021年6月24日 | AAA | 高珊、黄蔚飞 | 新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS004(2019.8) | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2022年6月28日 | AAA | 高珊、黄蔚飞 | 新世纪评级方法总论(2012) 建筑施工行业信用评级方法(2018) 工商企业评级模型(建筑施工)MX-GS004(2019.8) | - |

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。

评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪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，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

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、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、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。