

上海建工集团股份有限公司
及其发行的 17 沪建 Y1、18 沪建 Y1 与 18 沪建 Y3

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(2019)100098】

评级对象： 上海建工集团股份有限公司公开发行 2017 年可续期公司债券(第一期)(品种一)
 上海建工集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券(第一期)(品种一)
 上海建工集团股份有限公司公开发行 2018 年可续期公司债券(第二期)

	17 沪建 Y1	18 沪建 Y1	18 沪建 Y3
主体/展望/债项/评级时间			
本次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 29 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 5 月 29 日
前次跟踪：	AAA/稳定/AAA/2018 年 5 月 18 日	-	-
首次评级：	AAA/稳定/AAA/2016 年 12 月 5 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 9 月 28 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 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	91.56	75.01	116.06	85.74
刚性债务	121.35	69.96	104.96	107.96
所有者权益	154.83	173.91	169.59	177.82
经营性现金净流入量	27.97	10.56	36.58	-29.26
合并口径数据及指标：				
总资产	1743.70	1956.85	2159.18	2072.67
总负债	1506.08	1683.30	1871.11	1768.12
刚性债务	447.33	488.66	584.90	639.39
所有者权益	237.61	273.55	288.06	304.55
营业收入	1336.57	1420.83	1705.46	471.00
净利润	21.55	27.89	34.29	16.12
经营性现金净流入量	30.83	58.40	23.96	-136.63
EBITDA	55.67	68.57	79.25	-
资产负债率[%]	86.37	86.02	86.66	85.31
权益资本与刚性债务比率[%]	53.12	55.98	49.25	47.63
流动比率[%]	123.56	123.89	119.90	123.85
现金比率[%]	43.30	42.34	38.19	35.50
利息保障倍数[倍]	2.25	2.34	2.40	-
净资产收益率[%]	9.46	10.91	12.21	-
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.27	3.66	1.35	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.67	2.55	-1.06	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.98	3.00	3.09	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.15	0.15	-

注：①根据上海建工经审计的 2016~2018 年财务数据整理、计算；②公司将四期合计 65.00 亿元的永续债券入账“其他权益工具”科目核算，本报告将上述四期债券调整至“应付债券”科目。

分析师

周文哲 zww@shxsj.com
 覃斌 qb@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）对上海建工集团股份有限公司（简称上海建工、发行人、该公司或公司）及其发行的 17 沪建 Y1、18 沪建 Y1、18 沪建 Y3 的跟踪评级反映了 2018 年以来上海建工在产业链、技术和品牌、现金类资产充裕及股东支持等继续保持优势，同时也反映了公司在原材料价格上涨、回款、项目管理及资产负债率高等方面继续面临压力。

主要优势：

- **产业链完整。**上海建工在建筑施工领域的产业链涵盖从设计、咨询到施工、安装、工程管理的较完整产业链，业务协同性强，产业发展的空间和潜力较大。
- **技术和品牌优势。**上海建工拥有良好的品牌形象和雄厚的技术实力，相关领域的设计、施工质量高，聚集了一批行业领军人物和技术团队，在行业内竞争优势明显，业务承揽能力强，在上海的重大工程施工项目中市场占有率超过 50%。得益于在高端建筑市场的长期耕耘，公司形成了一系列卓有成效的集约化管理体系，能有效控制项目建设的质量、安全和成本，确保了公司业绩的平稳增长。
- **现金类资产充裕。**上海建工主业现金回笼能力较强，经营性现金状况良好，现金类资产充裕，实际偿债压力较小。
- **可获得股东支持。**上海建工是上海市国资委控股的上市公司，其第一大股东建工总公司在资金、融资等方面给予公司较大的支持。

主要风险：

- **原材料价格上涨。**钢材和水泥等建筑材料占上海建工的总成本比例较大，跟踪期内钢材和水泥均波动上涨，公司成本控制压力较大。

- **城市基础设施建设业务回款风险。**上海建工 BT、PPP 项目合同金额大，建设及回购周期长，交易对手主要为各地政府，减税背景下各地财政增长速度或将放缓，同时国家严控地方政府新增债务，公司上述业务的资金回笼存在一定的不确定性。
- **资产负债率偏高。**近年来上海建工财务杠杆持续高企，存在一定的流动性风险。
- **项目管理难度大。**上海建工承接项目分布在国内 20 多个省市地区、境外多个地区和国家，管理的空间跨度很大。同时，科技含量高、施工难度大的工程增多，工程量大、工期紧的重点工程增加，对企业的管理提出新的要求。此外，随着国内环保压力的提升，北方部分项目或将因雾霾等天气原因暂时停工，工程建设进度易受到影响。
- **合同履约风险。**上海建工承接的项目部分为总承包项目，项目建设周期长，分包商众多，合同履行涉及的不确定因素多，存在一定的履约风险。
- **延迟付息风险。**本次跟踪的三期债券设置有约定赎回前长期存续以及发行人可无限次递延支付利息等条款。如发行人选择利息递延支付，可能给投资人带来一定的投资风险。

➤ 未来展望

通过对上海建工及其发行的上述公司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；认为上述公司债券还本付息安全性极高，并维持上述公司债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



上海建工集团股份有限公司

及其发行的 17 沪建 Y1、18 沪建 Y1 与 18 沪建 Y3

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照上海建工集团股份有限公司公开发行 2017 年可续期公司债券（第一期）（简称 17 沪建 Y1）、2018 年可续期公司债券（第一期）（简称 18 沪建 Y1）与 2018 年可续期公司债券（第三期）（简称 18 沪建 Y3）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据上海建工提供的经审计的 2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务报表及相关经营数据，对上海建工的财务状况、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。

该公司最新于 2016 年 12 月获得中国证券监督管理委员会核准公开发行总额不超过 50 亿元的可续期公司债券（上证函[2016]2388 号）。公司分别于 2017 年 3 月、2018 年 8 月和 2018 年 10 月发行了 3 期可续期债券，额度合计 45 亿元。此外，公司还在香港市场和银行间债券市场发行了债券。截至 2019 年 3 月末公司存续债券情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司截至 2019 年 3 月末存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
15 沪建工 MTN001	15.00	5	4.30	2015 年 8 月	15 亿元/2015 年 8 月	付息正常
15 沪建工 MTN002 ¹	20.00	5+N	3.94	2015 年 12 月	20 亿元/2015 年 12 月	付息正常
境外美元债券 ²	4.00 亿美元	5	3.75	2015 年 7 月	-	付息正常
17 沪建 Y1 ³	10.00	3+N	4.78	2017 年 3 月	50 亿元/2016 年 12 月	付息正常
18 沪建 Y1 ⁴	20.00	3+N	5.15	2018 年 8 月		付息正常
18 沪建 Y3 ⁵	15.00	5+N	5.45	2018 年 10 月		付息正常

资料来源：上海建工

该公司发行的债券资金用途基本为补充流动资金或偿还银行借款，公司完全按计划使用资金。

¹ 该期中票为永续中票，公司将其归入“其他权益工具”科目核算。

² 该美元债券为境外全资子公司永达投资有限公司于 2015 年 7 月 21 日在香港发行的高级无抵押固定债券。

³ 该期债券为可续期债券，公司将其归入“其他权益工具”科目核算。

⁴ 该期债券为可续期债券，公司将其归入“其他权益工具”科目核算。

⁵ 该期债券为可续期债券，公司将其归入“其他权益工具”科目核算。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦在两国元首的多轮谈判中逐渐缓和，未来面临的出口压力会有所下降。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长

随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

建筑施工行业

2018年以来地方政府投融资监管趋严，基建投资意愿下降，PPP项目清库，信用紧缩等因素导致当年度全国固定资产投资增速及建筑行业景气度有所下滑。自下半年起，国家有关部门陆续出台相关措施，进一步提高项目申报标准

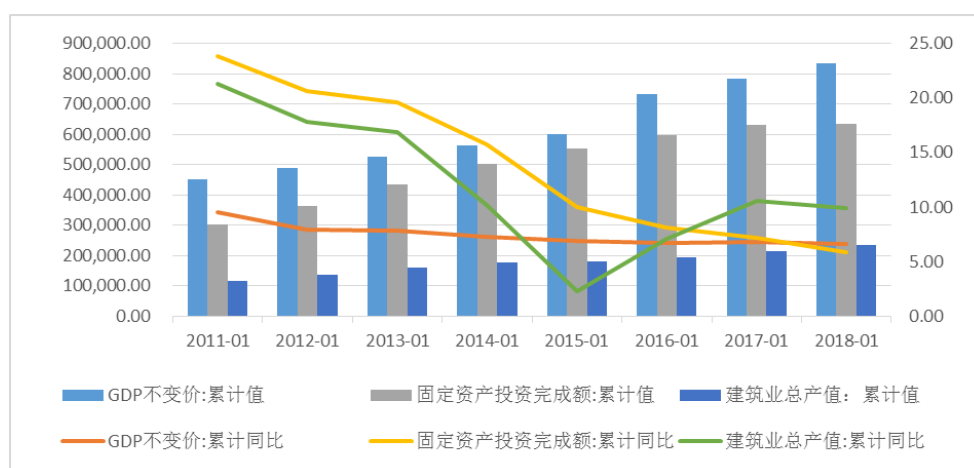
的同时推进已批复项目投资落地，其投资拉动建筑行业景气度回升效果将在 2019 年显现。从国家在基础建设各个领域的规划来看，建筑施工行业中长期内仍存在一定的发展机遇。

A. 行业概况

建筑施工业具有明显的周期性特征，其发展与宏观经济变化密切相关。近年来伴随我国宏观经济下行，固定资产投资增速不断下滑，建筑施工业总产值增速亦不断承压，并于 2015 年跌至 1.99%。进入 2016 年以来，我国宏观经济总体企稳，GDP 增速稳定在 7.00% 左右，在去杠杆及限制地方融资背景下固定资产投资持续下滑趋势，建筑施工行业总产值有所回暖但仍处低速增长态势。

根据国家统计局及中国建筑业协会披露的数据，2018 年，我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，固定资产投资完成额累计 63.56 万亿元，建筑施工企业完成总产值 23.51 万亿元，分别同比增长 6.60%、5.90% 和 9.88%，增速均较上年有所下滑；其中受基础设施投资增速回落的影响，固定资产投资增速和建筑业总产值增速分别较上年同期下滑 1.30 和 0.65 个百分点。

图表 2. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑施工业产值变化趋势



资料来源：国家统计局（单位：万亿元，%）

近年建筑行业新签合同额呈增长态势。2016~2018 年，建筑行业新签合同额分别为 21.28 万亿元、25.47 万亿元和 27.28 亿元。2016 年中期政府加大基础设施建设力度的效果开始显现，当年我国建筑施工企业新签合同同比增长 15.42%，扭转了上年下降的局面。2017 年以来，受国家密集的行业政策刺激，行业新签合同额强势上涨，2017 年和 2018 年建筑施工企业新签合同金额同比增长分别为 20.41% 和 7.14%，2018 年新签合同增速较上年下滑 13.27 个百分点，主要系 2018 年以来地方政府投融资监管趋严，基建投资意愿下降，PPP 项目清库，信用紧缩等因素导致。截至 2018 年末，全国建筑施工企业数量为 95,400 家，较上年末增加 7,341 家；从业人数为 5,563.30 万人，较上年末增加 26.40 万人。

图表 3. 建筑施工行业概况

指标	单位	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
企业数量	家	79,528	81,141	80,911	83,017	88,059	95,400
从业人数	万人	4,499.31	4,960.60	5,003.40	5,185.24	5,536.90	5,563.30
新签合同额	万亿元	17.48	18.47	18.44	21.28	25.47	27.29

数据来源：国家统计局、Wind

中长期看，随着我国城镇化的持续推进，“城市更新”、“智能和装配式建筑”、“海绵城市”、“智慧城市”等城市发展新理念的推进，建筑施工行业仍具有一定的成长空间。

B. 政策环境

2017 年起，政府出台多项措施规范促进建筑施工行业发展：优化资质资格管理、改善招投标制度、加快推行工程总承包、加强安全生产管理、规范工程价款结算、推广智能和装配式建筑、加强技术研发应用等。为推进施工行业“放管服”改革工作，2018 年初国务院决定由住建部牵头负责工程建设项目审批制度改革工作。5 月，国务院印发国办发【2018】33 号文件，开展工程建设项目审批制度改革试点，以北京市、天津市、上海市等 16 个省市为试点，统一审批流程、精简审批环节、完善审批体系、强化监督管理。改革的主要目标为：2018 年试点地区审批时间由目前平均 200 多个工作日压减至 120 个工作日，2019 年上半年全国实现这一目标，2020 年基本建成全国统一的工程建设项目审批和管理体系。

工程安全监管方面，2018 年初，住建部针对房屋建筑和市政基础设施工程安全关键领域及薄弱环节进行集中治理，开展为期两年的建筑施工安全专项治理行动。2018 年，全国房屋市政工程共发生生产安全事故 734 起、死亡 840 人，分别同比增长 6.10%和 4.10%；其中较大及以上安全事故 22 起、死亡 87 人，分别同比下降 4.30%和 3.30%。随着建筑行业产值增大，建筑施工难度增加，工程施工过程中安全管理问题日益突出，我国建筑施工行业安全生产得到进一步重视，但从安全巡查效果来看，安全生产规章制度实施仍不到位，安全管理仍有待规范。

C. 竞争格局/态势

我国建筑施工行业内企业数量众多，竞争激烈（技术含量较低的工程施工领域竞争更加激烈）、市场秩序较混乱等多种问题愈加突出。但随着工程招投标管理日益规范和 PPP 模式的推广，资质较高、实力较强的企业中标率增加，新签合同金额占比不断升高，竞争优势明显。截至 2018 年末，住房和城乡建设部汇总的 6782 个特、一级资质建筑业企业占建筑施工企业总数的 7.11%，但建筑业总产值、新签工程承包合同额和利润总额等指标占全部资质以上企业同类指标的比重均超过 55%，对行业发展的贡献明显。2018 年，特、一级资质企业累计完成产值 14.65 万亿元，占全行业总产值的 62.32%；新签合同总额 19.19 万亿元，占全行业新签合同总额的 70.33%；利润总额 6941.68 亿元，占全行业利润总额的 85.66%。

在激烈的市场竞争中，拥有技术、资金、装备优势的大型建筑企业集团在竞争中处于有利地位。近年，以中铁工、中铁建，中国建筑和中国交通为代表的中央国有建设集团抓住近年来快速发展的市场机遇，利用其得天独厚政策优势、有利的市场布局、雄厚的资金实力和精良的装备优势等实行大规模扩张，逐步向规划设计施工一体化、投资建设管理一体化综合型特大建设集团方向演化，在超高层建筑、桥梁、地铁、隧道等领域对上海建工形成较强的竞争压力；相关公司整合内部的设计、安装、钢结构制作、混凝土生产等资源，逐步形成专业优势，对上海建工相关细分业务同样形成较大竞争压力。经过多年的市场磨炼，一批民营企业日益成熟，实力大大增强，有的企业已经具备超高层建筑、地铁建设等方面较强的竞争实力，有的在住宅建设、专业施工等领域业已具备较高水平，市场竞争力逐渐增强。但从总体上看，上海建工作为非中央国有建设企业的领先者，竞争对手仍是前几大中央国有建设集团。

图表 4. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本 企业名称	核心经营指标（建筑施工、设计业务）			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	2018 年新签 合同额	总资产	资产负债 率	归母权益/带 息债务（倍）	净利润	经营性净 现金流
中国建筑	11,993.25	11.90	26,271	18,618.40	76.94	0.48	553.50	103.11
中国交建	4,908.72	13.49	8,909	9,604.76	75.05	0.52	202.94	90.98
中国中铁	7,377.14	10.19	16,922	9,426.76	76.43	0.70	174.36	119.62
中国铁建	7,301.23	9.78	15,845	9,176.71	77.41	0.58	198.38	54.48
中国电建	2,946.78	14.66	4,558	7,132.53	79.97	0.30	99.24	191.83
中国中冶	2,895.35	12.58	6,657	4,389.16	76.61	0.55	75.71	140.50
葛洲坝	1,006.63	16.27	2,231	2,182.09	74.76	0.44	59.60	12.78
上海建工	1,705.46	11.25	3,037	2,159.18	86.66	0.42	34.29	23.96

资料来源：新世纪评级整理。

D. 风险关注

我国建筑施工企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。自 2006 年以来，我国建筑施工业资产负债率总体维持在 67% 以上的水平，建筑施工企业的财务负担较重。同时，建筑施工企业财务费用亦对行业总利润形成一定侵蚀。总体看来，建筑施工业负债经营程度相对较高，行业债务偿还能力仍然偏弱。

此外，建筑施工行业工程款收取情况还易受国内金融环境，尤其是信贷政策环境的影响。2018 年以来，在强监管、去杠杆、严格规范地方政府举债以及融资成本上行等因素的综合作用下，下游业主方融资渠道受限、资金压力加大，建筑施工企业回款风险进一步增加。

自 2016 年起，政府部门陆续开展清理规范工程建设领域保证金，纠正地方政府以审计结果作为政府投资建设项目竣工结算依据，降低工程质量保证金预留比例，推行银行保函制度等措施来缓解建筑施工企业资金压力。2018 年 7 月，住建部办公厅发文《关于加快推进实施工程担保制度的指导意见（征求意见）》。

见稿》》，提出在依法必须招标的工程项目和民间投资的住宅工程中推行工程履约担保；在房地产开发项目中推行工程款支付担保；全面推行工程质量和农民工工资支付担保；到 2020 年，各类保证金的保函替代率提升 30%。随着工程建设领域保证金制度及执行的不断规范，工程款结算规章制度的不断完善，建筑施工企业的资金压力或可得到一定程度的缓解。

图表 5. 建筑施工企业经营指标

指标	单位	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
利润总额	万亿元	0.64	0.65	0.67	0.77	0.81
产值利润率	%	3.63	3.57	3.61	3.58	3.45
按总产值计算的劳动生产率	万元/人	32.04	32.37	33.69	34.75	37.32
人均施工面积	平方米/人	227	223	220	214	253

数据来源：国家统计局、Wind

建筑施工企业工程施工中所需水泥、钢材等原材料占生产成本比重较大，原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。2018 年以来，水泥、钢材、玻璃等主要建材价格继续维持 2017 年高位上涨态势，建筑施工企业成本压力有所上升。同时，建筑施工行业属于劳动力密集型行业，近年来我国劳动力价格不断攀升，但近三年来建筑产业劳动生产率变化较小。随着建筑施工行业产值收入的增长，从业人数不断增加，加上较大资金压力导致的融资成本升高、投资增速放缓导致的竞争压力加剧进一步拉低施工企业整体盈利水平；尽管建筑业企业总产值及利润总额逐年增长，2018 年行业产值利润率降至 3.45%。大型建筑施工企业的整体抗风险能力较强，在应对建材价格波动、劳动力成本上涨及行业竞争加剧等方面具有优势。

房地产开发行业

房地产行业为我国经济主要支柱，近年来住宅投资仍为行业开发投资主力。2018 年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业面临去化加速压力，同时自由现金流缺口扩大。此外，收紧的融资政策短期内仍持续，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017 年，我国房地产开发投资完成额从 3.12 万亿元升至 10.98 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 2.24 万亿元升至 7.51 万亿元，住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018 年我国房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，较上年增长 9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为 8.52 万亿元，较上年增长 13.00%，增速高于房地产增速。

2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿

平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52% 和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。总的来看，2018 年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元，同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点；其中住宅销售金额 12.64 万亿元，同比增长 14.7%，增速提高 3.4 个百分点。

库存方面，我们以施工面积+待售面积来衡量，总的看，库存是逐年增长，但增长幅度差异较大。2015-2017 年，住宅销售面积超过新开工面积，住宅库存面积增速逐年下降。2018 年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速企稳回升。截至 2018 年末，我国商品房市场库存为 87.47 亿平方米，较上年增长 4.08%；具体来看，商品房待售面积为 5.24 亿平方米，较上年末减少 11.05%，新开工提速带动商品房施工面积由上年末的 78.15 亿平方米增至 82.23 亿平方米，同比增长 5.22%。而就住宅市场而言，住宅库存面积为 59.51 亿平方米，同比增长 5.02%，其中待售面积为 2.51 亿平方米，较上年末减少 16.82%，施工面积为 57.00 亿平方米，较上年末增长 6.25%。

2018 年以来，我国继续加大了住宅用地供应量。根据 Wind 数据显示，2018 年，100 大中城市共推出各类用地 7.88 亿平方米，同比增长 16.82%，其中住宅类用地推出 3.14 亿平方米，同比增长 22.89%。分城市来看，在棚改货币化政策推动下，二三线尤其是三线城市住宅推地均较上年实现 24% 以上的增长，在地方政府融资收紧背景下，土地出让金仍为地方政府主要的财政来源；而一线城市由于在 2017 年提前加大了住宅用地供应，2018 年住宅推地同比减少 11.84% 至 1,429.04 万平方米。另一方面，房企受到限售限价、融资收紧等影响，拿地更为谨慎，土地成交均价及溢价率均出现下滑。根据 Wind 数据显示，2018 年，全国 100 个大中城市各类用地成交楼面均价 2,607.31 元/平方米，同比下跌 8.91%，平均溢价率为 12.04%，较上年减少 14.31 个百分点；其中住宅类用地成交楼面均价 4,628.38 元/平方米，同比下跌 5.20%，溢价率为 13.58%，较

上年下降 17.30 个百分点。另外，2018 年以来土地流拍增多，土地市场呈现降温态势，2018 年，100 大中城市各类用地共流拍 2,282 宗。

政策方面，2018 年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继 2019 年 3 月 5 日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”，3 月 8 日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法，随着房地产税的逐步落地，购房需求或将回归刚需。

行业竞争方面，经过一系列政策调控，房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而通过高杠杆激进发展的中小房企，在融资收紧的背景下资金周转存在压力，面临股权并购或项目被收购的局面。此外，头部企业的合作开发日渐增多，强强联合抵御经营风险，拿地优势愈加明显。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2018 年，CR10/CR20/CR50 该比值逐年提高，由 10.75%/14.98%/20.90% 提升至 26.89%/38.32%/55.10%，预计未来行业集中度将进一步提升。

总体而言，我国房地产市场将坚持“房住不炒”的方针，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，有利于未来房地产市场的平稳运行。预计 2019 年房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型企业将遭遇一定冲击，或将面临较高的信用风险。行业向头部集中的趋势将持续，市场集中度将进一步提高。

(3) 区域市场因素

上海市经济仍处在快速发展阶段，城市建设投资仍稳步增长。上海新规划提出构建上海大都市圈，优化城市空间布局等，将为建筑施工企业提供巨大的市场空间。经过 2017 年的政策调控后，2018 年上海房地产市场回暖，从长远看，市场前景较为乐观。

近年，上海市固定资产投资增速在后世博的短暂停滞稳步提升。上海市统计局网站数据显示，2016-2018 年上海市完成全社会固定资产投资总额分别为 6,755.88 亿元、7,246.60 亿元和 7,623.42 亿元，增速分别为 6.3%、7.3%和

5.2%。其中，城市基础设施投资分别为 1,551.87 亿元、1,705.22 亿元和 1,863.81 亿元，增速分别为 8.90%、9.90%和 9.30%。同期建筑业总产值分别为 6,046.19 亿元、6,426.42 亿元和 314.89 亿元，增长率分别为 2.8%、7.0%和-95.1%。从主要领域看，工业投资比上年增长 17.7%，城市基础设施投资增长 9.3%，房地产开发投资增长 4.6%。

未来，上海城市建设仍将保持较大规模。2019 年，上海将建成轨道交通 5 号线南延伸段、13 号线二期和三期及 15 号线，新增轨道交通运营线路约 83 公里；推进北横通道、浦东国际机场三期、沪通铁路和沪苏湖铁路上海段等重大基础设施建设；推进临港智能制造示范区、虹桥商务区、国际旅游度假区等重点区域建设。根据《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》，上海将定位为国际经济、金融、贸易、航运中心和社会主义现代化国际大都市。为此上海将主动服务“一带一路”建设、长江经济带发展战略，主动融入长三角区域协同发展，推动与周边城市协同发展，构建上海大都市圈，打造具有全球影响力的世界级城市群；推动城乡发展一体化，优化城市空间格局，构建由“主城区-新城-新市镇-乡村”组成的城乡体系和“一主、两轴、四翼；多廊、多核、多圈”的空间结构，这将为建筑施工企业提供巨大的市场空间。

房地产市场看，2018 年上海市严格贯彻落实国家和市级各项房地产调控政策措施。当年全市完成房地产开发投资 4,033.18 亿元，比上年增长 4.58%。其中，住宅投资 2,225.92 亿元，增长 3.40%。商品房施工面积 14,672.37 万平方米，下降 4.5%；竣工面积 3,115.76 万平方米，下降 8.0%；商品房销售面积 1,767.01 万平方米，增长 4.50%，其中住宅销售面积 1,333.29 万平方米，下降 0.60%。全年商品房销售额 4,751.50 亿元，增长 18.00%，其中住宅销售额 3,864.03 亿元，增长 15.80%。全年存量房买卖登记面积 1,547.11 万平方米，下降 1.10%。2018 年，上海市新增供应各类保障性住房 8 万套。全年新建和转化租赁房源 21.2 万套，新增代理经租房源 14.60 万套。总体看，在各类调控政策影响下，作为一线城市代表，上海市房地产市场成交缩减。但长期看，上海人口规模大，且人口导入能力较强，资金充裕，房产市场需求较大，房地产市场发展前景较好。

上海建工是上海建筑市场的龙头企业，在上海的市场占有率约超过三成。其竞争对手主要是中国建筑、中国中交等央企。作为本地企业，上海建工可发挥自身优势，保持在上海市场的领先地位。

2. 业务运营

该公司主业突出，建筑施工产业链完整。跟踪期内，公司各业务协同发展，实现了新签合同额、营业收入和利润的持续增长，总体经营状况良好。公司品牌美誉度高，施工技术先进，在手合同量充裕，可确保业绩的持续稳定。

该公司经过多年发展，形成了以建筑施工业务为基础，房产开发和城市建设投资业务为两翼，设计咨询业务和建材工业业务为支撑的主营业务架构。通

过多轮资本运作，目前公司形成了从规划、设计、施工到运行保障维护，从工程建设全过程到高性能商品混凝土和建筑构配件等建筑材料生产供应，从房地产开发到城市基础设施项目投资、融资、建设、运营的较完整产业链。2018年，公司在“三全”（全国化发展、全产业链协同联动、打造建筑全生命周期）战略的指引下，进一步深耕国内重点区域市场，业务实现全国各省市自治区的全覆盖，海外市场发展格局进一步深化；整合设计资源，加快向规划咨询、项目管理、运营维护等产业链延伸；房产开发业务和城市建设投资业务良性发展，一定程度上拉动了施工、设计、咨询及监理业务的协同发展。公司各业务协同发展，产业链不断得到延伸，使综合竞争实力获得提升。公司在 2018 年美国《工程新闻纪录》（ENR）“全球最大的 250 家承包商”中排名第 9 位，与上年持平。2018 年公司新签合同额为 3037.12 亿元，较上年同比增长 17.68%。

图表 6. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
建筑、承包、设计、施工	全球/国内	规模/技术/管理/品牌
建筑工业	华东/上海	规模/成本
房产开发	全国/华东	资本/规模/政策
城市建设投资	全国/华东、西南	资本/管理/品牌

资料来源：上海建工

该公司还从事成套设备进口及其他商品进出口业务，该业务由子公司上海外经集团控股有限公司（简称“上海外经”）负责。此外，公司 2012 年收购的厄立特里亚国扎拉矿业公司 2016 年开始实现黄金销售，近三年黄金销售量分别为 1.59 吨、2.50 吨和 3.17 吨。公司成套设备进口及其他商业进出口业务和黄金销售业务虽然收入逐年增长，但因其规模相对较小，对公司业绩影响有限。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-3 月
营业收入合计	1336.57	1420.83	1705.46	471.00
其中：核心业务营业收入	1265.08	1335.83	1613.58	443.06
在营业收入中所占比重（%）	94.65	94.02	94.61	94.07
其中：（1）建筑、承包、设计、施工	1126.84	1161.99	1325.91	378.86
在核心业务收入中所占比重（%）	89.07	86.99	82.17	85.51
（2）建筑工业	40.45	47.89	50.25	22.73
在核心业务收入中所占比重（%）	3.20	3.59	3.11	5.13
（3）房产开发	87.38	114.16	228.82	38.81
在核心业务收入中所占比重（%）	6.91	8.55	14.18	8.76
（4）城市基础设施投资建设	10.41	11.79	8.59	2.66
在核心业务收入中所占比重（%）	0.82	0.88	0.53	0.60
毛利率（%）	10.22	10.47	11.25	9.54

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-3 月
其中：建筑、承包、设计、施工（%）	7.96	7.93	8.51	6.44
建筑工业（%）	15.34	12.25	11.45	10.29
房产开发（%）	24.51	20.02	21.90	30.74
城市基础设施投资建设（%）	91.80	99.12	98.60	98.87

资料来源：上海建工

2018 年该公司实现营业收入 1705.46 亿元，同比增长 20.03%，连续多年实现稳步增长。其中，核心业务收入为 1613.58 亿元，占营业收入的 94.61%。核心业务中，建筑、承包、设计及施工业务收入为 1325.91 亿元，占核心业务收入的 82.17%，较上年下降 4.82 个百分点；房产开发业务收入为 228.82 亿元，占 14.18%，较上年增加 5.63 个百分点；建筑工业业务收入为 50.25 亿元，占 3.11%；城市基础设施投资建设业务收入为 8.59 亿元，占 0.53%。总体看，公司房地产开发业务收入增长较快，城市基础设施投资建设业务收入因当年项目结转量减少而下降，其他业务收入结构变化不大。

2019 年第一季度，该公司结转营业收入 471.00 亿元，比上年同期增长 51.57%或 160.25 亿元，主要系公司主营业务经营规模扩大，建筑施工、房产开发、建筑工业等业务在本期的收入较上年同期分别增长了 120.23 亿元、22.68 亿元和 10.15 亿元。

➤ 建筑、承包、设计、施工业务

该公司是一家有着 60 多年历史的大型建设集团，拥有一系列行业最高等级资质，可在多领域开展设计、施工业务。目前公司施工业务涵盖超高层建筑、桥梁建筑、公共交通工程、地下空间开发、园林绿化工程、工业建筑、环保工程等多个领域；设计咨询业务涵盖市政工程、建筑工程、园林工程、环保工程、建筑智能化、工程勘察、造价咨询、项目管理等领域。

该公司在上海和全国主要城市设计、建造了一批具有国际水平的超高层建筑、综合交通枢纽、文化体育设施、市政设施等，如上海中心大厦、东海大桥、浦东国际机场、广州电视塔、俄罗斯圣彼得堡波罗的海明珠等工程，塑造了良好的品牌形象，公司的“SCG”商标获国家工商总局认定的“中国驰名商标”称号，连续多年荣获“中国对外承包工程优秀企业”称号。公司品牌美誉度高，在行业内拥有很强的竞争力。

该公司经过多年“全国化”发展，打造了“1+5+X”的重点区域市场布局，在重点区域、重点城市的布局日趋成熟。近年公司加强与战略合作伙伴的合作，通过“投资带动工程承包”、“从项目经营到城市经营”等模式加强在重点区域市场拓展，大力推进“全国化”战略和“属地化”管理模式。跟踪期内，该板块新签合同规模进一步增加。建筑施工业务方面，2018 年新签建筑施工合同累计 2468.09 亿元，较上年增长 23.33%，连续三年增长率超 20%。其中外省市市场新签合同额占 41.61%；海外市场新签合同额占 2.47%。设计咨询业务方面，全年新签设计咨询合同 161.48 亿元，比上年大幅增长 32.70%。公司全年承接

上海本地项目合同额为 1380.09 亿元，承建的上海市重大工程项目占全市的比例超 50%。2019 年 1-3 月，建筑施工业务累计新签合同额为 717.95 亿元，涉及 642 项合同；设计咨询业务累计新签合同额 54.54 亿元，涉及 1109 项合同。

目前，该公司拥有五大施工集团和两大设计单位⁶。2018 年，公司主要在建项目包括徐家汇中心虹桥路地块施工总承包（合同金额 59.72 亿元）、浦东国际机场三期扩建卫星厅及捷运车站（合同金额 45.70 亿元）、白龙港污水处理厂污泥处理处置二期工程（合同金额 34.63 亿元）、赣州蓉江新区公园（含高校园区河流环境综合治理项目）及道路绿化工程（一期）设计采购施工运营管养项目（合同金额 27 亿元）等项目。2018 年公司建筑、承包、设计和施工板块实现业务收入 1325.91 亿元，同比增长 14.11%；毛利率为 8.51%，同比上升 0.58 个百分点。截至 2018 年末，公司建筑施工未完工合同金额为 4358 亿元，项目储备充足。

图表 8. 公司近年建筑、承包、设计、施工业务新签合同情况表

	2016 年度	2017 年度	2018 年度
建筑施工业务合同额（亿元）	1651.73	2001.26	2468.09
其中：境内外地（亿元）	694.00	810.00	1027.00
境外（亿元）	33.00	33.00	61.00
设计咨询业务合同额（亿元）	74.71	121.69	161.48

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

该公司在超高层建造技术、深基础施工技术、大跨度钢结构吊装、盾构与顶管施工、水工施工、机电设备安装、港口船坞施工、轨道交通施工等多个领域形成了成套技术，多个技术处在国内外领先地位。目前公司拥有国家级企业技术中心 1 家，上海市企业技术中心 15 家，上海市工程技术研究中心 9 家，国家高新技术企业 20 家。另外，公司培育了大批包括中国工程院院士、设计大师、领军人物在内的大量行业精英。在市政工程设计、超高层建筑施工、大跨度桥梁、超大型钢结构安装、地下空间开发等多领域，公司已拥有一批具有国际水平的专业团队，科技创新能力较强。公司在先进的施工技术和高水平的专业团队确保了公司在建筑行业拥有较强的竞争实力。

多年的大型工程建设经验使该公司拥有较强的管理能力。公司形成了一系列卓有成效的集约管理体系，能有效控制项目建设的质量、安全、成本。同时，公司能够根据行业发展趋势和外部环境变化，及时修订相关管理制度，做好内控升级工作。公司多年来没有重大安全事故发生，每年均有项目获得“鲁班”奖等施工行业奖项。

➤ 建筑工业业务

建筑工业是工程承包业务的关联细分行业，可以为该公司的建筑施工业务提供支持，有利于提升公司业务的协同效应。公司的建筑工业板块由全资子公司

⁶ 五大施工集团包括：一建集团、二建集团、四建集团、五建集团和七建集团；两大设计单位是指：市政设计院、建工设计院。

司上海建工材料工程有限公司（简称“材料公司”）经营，主要产品涉及商品混凝土及预制构件、钢结构、中央空调等。材料公司具有预拌商品混凝土及预制构件生产最高资质，可生产各种强度等级的混凝土及特种混凝土和各类混凝土预制构件，材料公司在立足上海的基础上，正逐步推进全国布局，目前已在长三角地区、江西、四川等地建设有生产基地。

材料公司目前拥有搅拌站 50 个（其中上海 35 个、外地 15 个），商品混凝土年生产能力 2000 万立方米以上，是上海市最大的混凝土生产企业，在上海市场占有率 40%以上。但因前期大量资本进入商品混凝土行业，使上海市的混凝土产业总体产能过剩。目前，由于环保审核的限制，混凝土及预制构件行业具有较高的进入壁垒，预期行业竞争状况相对稳定。但商品混凝土的成本中，水泥、沙石等原材料占比较大，其销售价格受原材料价格的影响大，整体行业毛利水平较低。

在搅拌设备及运输车辆制造方面，上海华东建筑机械厂有限公司（简称“华建公司”）作为国内历史最悠久的混凝土机械制造企业之一，拥有混凝土搅拌设备及运输车辆生产线 3 条，生产能力达 2,500 台（件）/年，在同行业中占有重要地位。但近几年根据该公司对建筑工业板块的战略调整，华建公司将逐渐转型为空调的配套生产地，受此影响，搅拌设备及运输车辆业务量逐年减少，2017 年起基本停产。

2018 年，材料公司新签销售合同 138.77 亿元，同比增长 19.76%，其中产销混凝土约 2700 万立方米，产销混凝土预制构件超 45 万立方米，销售钢结构件超 23 万吨。同年，建筑工业板块实现营业收入 50.25 亿元，同比增长 4.93%；毛利率为 11.45%，同比下降 0.08 个百分点，下降的主要原因系原材料中的水泥价格上涨。

➤ 房产开发业务

该公司房产开发业务由子公司上海建工房产开发有限公司（简称“建工房产”）负责经营，业务包括房地产开发建设、销售、租赁和物业管理等。建工房产拥有房地产开发企业国家一级资质，主要以开发中高档住宅和保障性住房为主，辅以商业写字楼、标准厂房。建工房产开发的周康航大型居住社区、松江大型居住社区获评“全国保障性住房工程质量示范项目”。在立足上海市场的同时，建工房产积极开拓重点二、三线城市市场，业务区域已覆盖南京、徐州、苏州、南昌四市。

2018 年，该公司房产开发业务签约销售额 120.14 亿元，较上年下降约 4.05%，签约销售面积 33.02 万平方米（其中保障房的销售金额为 8.61 亿元，销售面积 3.19 万平方米）；结转销售收入 228.82 亿元，同比增长 100.44%，毛利率较去年上升 1.88 个百分点至 21.90%，主要系结转项目中商品房项目比重较上年上升所致。

图表 9. 公司近年房产开发业务经营状况表

	2016 年度	2017 年度	2018 年度
新开工面积（万平方米）	31.00	17.96	18.10
期末在建面积（万平方米）	257.53	213.40	218.30
竣工面积（万平方米）	92.74	131.80	76.88
签约销售面积（万平方米）	55.00	37.59	33.01
签约销售金额（亿元）	120.01	125.21	120.14
结转销售收入（亿元）	87.38	114.16	225.96
结转销售面积（万平方米）	-	-	97.60

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

截至 2018 年末该公司拟建及在建的房产开发项目有 14 个，主要为苏州相城区项目、海玥瑄邸、海玥万物和海玥名邸等，合计总投资 343.06 亿元，累计已投资 237.03 亿元，已回笼金额 1.87 亿元，2019~2021 年计划投资 58.80 亿元、37.39 亿元和 24.47 亿元。2018 年公司新增待开发项目建筑面积 24.00 万平方米，截至 2018 年末待开发项目建筑面积合计为 116 万平方米。总体看，目前公司土地储备不多，或将影响该业务后续发展。

图表 10. 公司主要拟建及在建房产开发项目情况（截至 2018 年末）

项目名称	项目位置	项目性质	可售建筑面积（万 m ² ）	总投资（亿元）	累计投资（亿元）	计划投资额（亿元）		
						2019 年	2020 年	2021 年
海玥瑄邸	浦东新区宣桥地区	商品房	19.10	63.50	39.00	14.00	5.00	5.50
海玥名邸	南昌市湾里区	商品房	14.28	8.50	6.19	2.00	0.31	-
海玥万物	南京市建邺区	商品房	15.07	82.00	77.70	5.00	5.00	-
海玥融庭	上海市金山区枫泾镇	商品房	7.90	25.00	12.71	6.00	5.30	2.00
南京 G45 地块	南京市江宁区	商品房	10.59	42.00	26.77	7.00	5.20	3.10
苏州相城区项目	苏州市相城区	商品房	28.99	93.00	62.23	13.70	3.20	13.87
海尚惠苑	上海市奉贤区	保障房	6.70	6.23	1.79	4.10	0.34	-
海尚盛苑	上海市奉贤区	保障房	10.90	10.05	2.66	4.70	2.69	-
海玥珑府	南昌市新建区	商品房	8.70	12.78	8.05	2.30	10.35	-
合计	-	-	122.23	343.06	237.03	58.80	37.39	24.47

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

➤ 城市建设投资业务

该公司以市政基础设施项目投资为先导，2009 年起进入城市建设投资领域，项目从初期的道路交通、交通枢纽扩展至旧区改造等城市综合开发项目；主要采用 BT 及 PPP 运作模式。公司通过 BT 及 PPP 方式参与城市建设项目的投资建设，一方面可以很好地发挥自身资本和技术优势，争取更多建筑施工业务量，实现建筑业经营收益；另一方面还可实现一定的资本收益和良好的社会效益。这种运作方式使公司延伸了产业链，形成了资产经营与生产经营联动的格局。

该公司拥有施工领域的成熟的集约化管理经验，可以无缝衔接到城市建设投资领域。同时，公司进入城市建设领域的时间较早，经历了基础设施建设的

BOT、BT、PPP 模式的变迁，积累了和各级政府部门合作的经验。截至目前，公司承建的常州武进高架南延项目、无锡太湖新城瑞景道项目、常州金武路改建项目等已竣工交付使用，公司获得了良好的经济效益。

2016 年以来全国大力推广 PPP 项目，依托在施工领域良好的品牌形象，该公司的城市建设投资业务获得快速发展，业务区域从刚开始的华东地区逐渐扩展至西南、华南地区。2016~2018 年，公司城市建设投资业务新签合同金额分别为 178.7 亿元、156.49 亿元和 90.71 亿元，项目个数分别为 6 项、4 项和 5 项。

2016~2018 年该公司 BT 及 PPP 项目投资金额分别为 28.20 亿元、36.45 亿元和 58.26 亿元。截至 2018 年末，公司已竣工决算的 BT 项目共 9 个，累计投资额合计 183.30 亿元，累计收到的回购款为 163.33 亿元，累计收到的投资回报款为 46.28 亿元，；已签约或在建的 BT 和 PPP 项目合计 27 个，预计投资金额合计 824.53 亿元，已累计投资 318.06 亿元，累计收到的回购款为 198.69 亿元，累计收到的投资回报款为 59.27 亿元。在建及拟建的项目主要为温州瓯江口新区市政工程、都江堰滨江新区基础设施建设、安吉经济开发区建设等项目，2019~2021 年计划投资 155.52 亿元、98.36 亿元和 145.00 亿元。总体看，公司后续投资规模较大，存在较大的资金压力。

为配合城市建设投资业务的发展，该公司于 2016 年成立了上海建工股权投资基金管理有限公司，其与各类金融机构合作设立了 6 家有限合伙制企业（产业基金）及 1 例资管计划，筹资资金主要投向公司签约的 PPP 项目。这 6 家企业均为普通合伙人，并系劣后级资管份额购买人，故公司将其纳入并表范围。资管计划系锐懿资产—上海建工 1 号专项资产管理计划，总募集资金 17.94 亿元，已认购份额 7.70 亿元，资金投向温州市瓯江口新区一期市政工程。截至 2018 年末，合伙人投入资金共 43.88 亿元。

图表 11. 公司控制的结构化主体及其投资情况（单位：亿元）

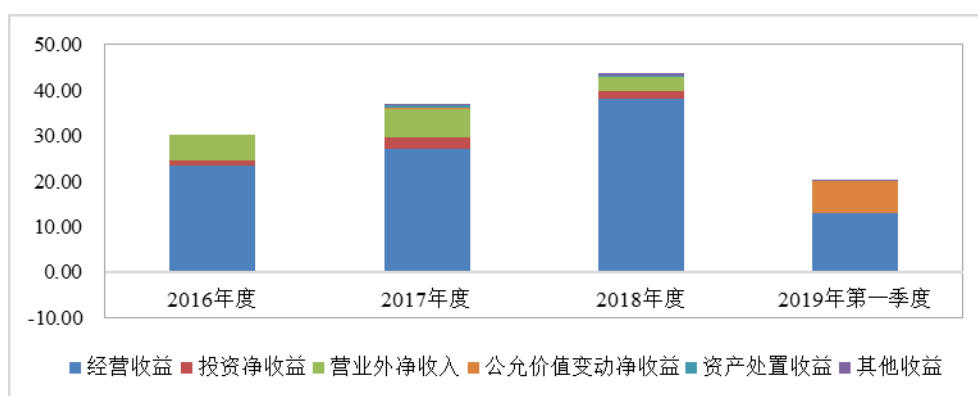
合伙企业名称	总认缴金额	截至 2018 年末实缴金额	公司实缴金额	已投资或拟投资项目
上海建工安盈投资管理中心（有限合伙）	50.10	7.62	1.46	徐汇国开滨江梦中心项目
上海建工钛合企业管理中心（有限合伙）	50.01	20.79	6.88	安吉经济开发区新型城镇化 PPP 项目
上海建工合西企业管理中心（有限合伙）	50.51	50.51	5.05	建工房产河西 38、39 地块房地产开发项目
上海建工建盈企业管理中心（有限合伙）	40.01	-	-	-
上海建工仲颖企业管理中心（有限合伙）	100.01	9.05	1.82	都江堰市滨江新区基础设施 PPP 项目
宁波梅山保税港区民钥投资管理合伙企业（有限合伙）	2.01	2.00	2.00	虹口科创中心项目
上海建工建恒股权投资基金合伙企业（有限合伙）	30.10	25.43	25.43	对前述 6 家资管企业的投资

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

该公司城市基础设施投资建设业务盈利能力强，2016~2018 年实现收入 10.41 亿元、11.79 亿元和 8.59 亿元，毛利率分别为 91.80%、99.12%和 98.60%。但资金回收周期长，回购期一般在项目建成后的 3 个月到 15 年不等。公司交易对手主要是项目所在地的地方政府或平台类企业，减税背景下各地财政增长速度或将放缓，同时国家严控地方政府新增债务，公司 BT、PPP 项目的资金回笼存在一定的不确定性。

(2) 盈利能力

图表 12. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据上海建工所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司盈利主要来源于主业，2016~2018 年度分别实现毛利 136.55 亿元、148.71 亿元和 191.82 亿元，其中核心主业毛利占比分别为 92.93%、89.13%和 92.38%。近年来，因建筑施工业务的 EPC 总包项目增多、多项 BT 项目进入回购期，公司整体盈利能力持续增强，2016~2018 年综合毛利率分别为 10.22%、10.47%和 11.25%。从核心业务看，2016~2018 年建筑施工业务毛利率分别为 7.96%、7.93%和 8.51%；建筑工业业务毛利率分别为 15.34%、12.25%和 11.45%；公司房产开发毛利率略有波动，近三年分别为 24.51%、20.03%和 21.90%；城市建设投资业务毛利率高，随着公司多项 BT 项目完工进入回购期，该业务毛利率总体呈向上的趋势，2016~2018 年分别为 91.80%、99.12%和 98.60%。总体看，公司盈利能力能保持小幅提升的态势。

图表 13. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-3 月
营业收入合计（亿元）	1336.57	1420.83	1705.46	471.00
毛利（亿元）	136.55	148.71	191.82	44.92
期间费用率（%）	6.70	7.56	7.09	6.38
其中：财务费用率（%）	0.60	1.00	0.81	0.84
全年利息支出总额（亿元）	18.67	22.89	25.67	-
其中：资本化利息数额（亿元）	6.95	6.25	7.72	-

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

该公司期间费用率总体呈上升趋势，在一定程度上削弱了公司的盈利能力，2016~2018 年期间费用率分别为 6.70%、7.56%和 7.09%。其中，管理费用占比最高，主要原因是近年来公司大力开拓外地市场，外地项目不断增多，同时增加了科研项目资金投入，管理费用快速增长，2016~2018 年分别为 76.25 亿元、87.72 亿元和 100.01 亿元，占期间费用的比重分别为 85.20%、81.62%和 82.76%。公司债务规模逐年增大，财务费用逐步增加，由 2016 年的 7.97 亿元增至 2018 年的 13.83 亿元。此外，资产减值损失也侵蚀了公司的利润，2016~2018 年公司资产减值损失分别为 3.99 亿元、2.17 亿元和 8.73 亿元，主要来自应收账款计提的坏账准备和商誉减值损失。受 2016 年 5 月起实施的营改增政策的影响，公司税金及附加下降幅度较大，2016~2017 年分别为 19.67 亿元和 11.81 亿元，2018 年由于结转房地产项目规模增加，公司缴纳的土地增值税大幅上升，税金及附加项目数额大幅提升至 24.21 亿元。

图表 14. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-3 月
投资净收益（亿元）	1.05	2.33	1.69	0.09
其中：理财产品（亿元）	0.61	0.38	0.47	0.09
减持上海和闵房产有限公司股权（亿元）	-	1.30	-	-
营业外净收入及其他收益（亿元）	5.85	6.40	3.17	0.13
其中：政府补助（亿元）	4.88	5.72	2.88	0.11
拆迁补偿款（亿元）	0.83	0.08	0.28	-
违约金、罚没收入（亿元）	0.02	0.57	0.06	-
公允价值变动损益（亿元）	-0.09	0.23	-0.18	6.93
其中：可供出售的金融资产（亿元）	-0.09	0.23	-0.18	6.93

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

该公司投资收益规模较小，主要来自参股公司的权益变动和理财产品的收益，2016~2018 年分别为 1.05 亿元、2.33 亿元和 1.69 亿元，对盈利形成一定的补充，其中 2017 年明显增长主要因当期出售子公司闵和房产 100%股权获得 1.30 亿元的投资收益。公司公允价值变动收益主要来自金融资产的价值变动，虽波动较大，但绝对数额小，对盈利影响很小。2016~2018 年公司营业利润分别为 24.36 亿元、30.45 亿元和 40.38 亿元。

该公司营业外收入主要为浦东新区财政局拨付的财政专项补贴、拆迁补偿收入等，对盈利形成较好的补充。公司 2016~2018 年营业外净收入分别为 6.21 亿元、6.57 亿元和 3.36 亿元。同期公司净利润分别为 21.55 亿元、27.89 亿元和 34.29 亿元，保持了良好的增长态势。

2019 年第一季度，该公司毛利为 44.92 亿元，同比增长 25.15%。因股票市场回暖带动公司持有的股票价格上涨，公允价值变动收益达 6.93 亿元。同期，公司净利润为 16.12%，同比增长 138.13%。

(3) 运营规划/经营战略

该公司的发展目标是成为“广受赞誉的建筑全生命周期服务商”。为实现这一战略目标，公司在产业拓展、市场扩张、提升竞争实力等方面确定了一系列的管理策略，并逐年推进。目前，公司形成了以建筑和土木工程业务为基础，房地产开发业务和基础设施投资经营业务为两翼，工程设计咨询业务和建筑材料业务为支撑的主营业务架构。

管理

跟踪期内，该公司产权结构保持稳定，大股东建工总公司仍为第一大股东。公司关联交易涉及金额较小，其影响相对可控。

跟踪期内，该公司副总裁朱忠明同志因年龄原因退休离任，董事会经历换届选举，但公司经营管理制度较为成熟，管理人员变动对公司经营实际影响较小。

2018 年该公司与控股股东建工总公司及其下属公司之间在日常经营方面的关联交易额较小，对公司的经营影响很小。公司向关联方采购和接受劳务合计为 18.59 亿元，占当年度营业成本的 1.11%；向关联方销售货物和提供劳务之收入合计为 3.69 亿元，占当年度营业收入的 0.22%。

该公司是建工总公司的核心控股子公司，能得到建工总公司在资金、担保等方面的大力支持。2018 年末，建工总公司为公司提供委托贷款 11.00 亿元；建工总公司为公司及其子公司提供的尚在存续期内的担保合计 237.64 亿元。

该公司本部主要行使对下属企业投资、股权管理的职能，具体业务主要由子公司负责。公司通过向下属企业委派或推荐董事、总经理、财务总监、批准生产计划和经营预算等方式实现对下属企业的管理与控制。公司子公司众多，业务区域分散，风险控制和提高管理效率难度较大。公司组织架构详见附录二。

根据该公司提供的母公司和主要二级子公司《企业信用信息报告》，公司不存在欠贷欠息情况，各类债券的还本付息情况正常。根据公司年报，公司核心子公司存在诉讼情况，但涉及的金额小，且尚在审理过程中，预计对公司影响很小。公司及其核心子公司在工商、质量和安全等方面无重大问题。

图表 15. 公司严重不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019/1/2	无	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/5/10	无	无	无	不涉及

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
诉讼	公司年报	2018/12/31	无	无	有	不涉及
工商	上海建工	2019/5/10	无	无	无	不涉及
质量	上海建工	2019/5/10	无	无	无	不涉及
安全	上海建工	2019/5/10	无	无	无	不涉及

资料来源：根据上海建工所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

该公司负债经营程度高，但负债中预收款项占比超三成，刚性债务规模相对较小，且偏向长期，即期偿付压力不大。公司经营性现金流状况虽有波动但总体良好，同时充足的货币资金存量对即期债务偿付形成了有效缓冲，偿债能力很强。公司后续投资项目资金需求规模大，预计债务规模将继续扩张。

1. 数据与调整

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2016~2018 年财务报表进行了审计，并均出具了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，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》。

截至 2018 年末，该公司纳入合并范围的子公司及结构化主体共 313 家，较上年末增加 32 家，其中收购股权 7 家，处置 1 家，新设子公司 29 家，存续分立新增 1 家，清算注销子公司 4 家。上述增减子公司资产及经营规模相对较小，对公司财务状况的影响有限。

该公司将 20 亿元的 2015 年度第二期中期票据（15 沪建工 MTN002，系 5+N 的永续中票）、10 亿元的 2017 年可续期公司债券（第一期）（品种一）（17 沪建 Y1，系 3+N 的永续债券）、20 亿元的 2018 年可续期公司债券（第一期）（品种一）（18 沪建 Y1，系 3+N 的永续债券）和 15 亿元的 2018 年可续期公司债券（第二期）（18 沪建 Y3，系 5+N 的永续债券）进入“其他权益工具”科目核算。此次评级，我们将上述四期债券转到“应付债券”科目。调整前与调整后的相关科目对比如下：

图表 16. 科目调整前后对比（单位：亿元）

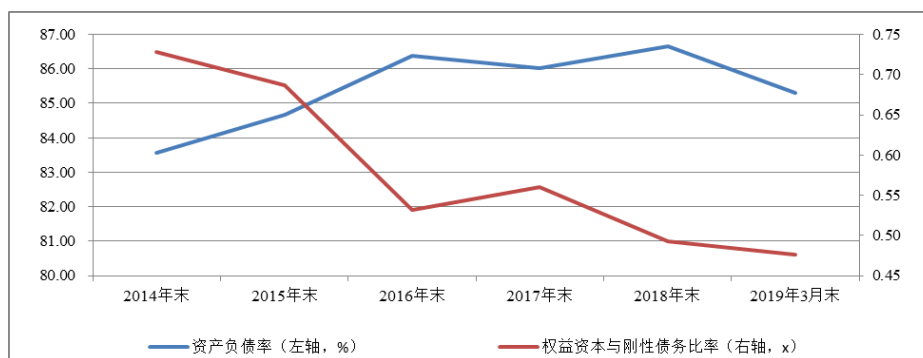
	调整前				调整后			
	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
应付债券	60.80	42.59	41.03	43.88	80.80	62.59	71.03	108.88
负债总额	1183.98	1486.16	1653.30	1806.11	1203.98	1506.16	1683.30	1871.11
其他权益工具	20.00	20.00	30.00	65.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	238.02	260.12	303.55	353.06	218.02	240.12	273.55	288.06

资料来源：上海建工。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据上海建工所提供数据绘制。

近年，该公司经营规模不断扩大，对外融资规模随之扩大。2016~2018 年末公司负债总额分别为 1506.08 亿元、1683.30 亿元和 1871.11 亿元。公司资产负债率持续多年处在高位，近三年末分别为 86.37%、86.02%和 86.66%；长期资本比率分别为 0.34 倍、0.34 倍和 0.33 倍；权益负债比分别为 0.80 倍、0.60 倍和 0.66 倍。总体看，公司财务杠杆水平偏高。

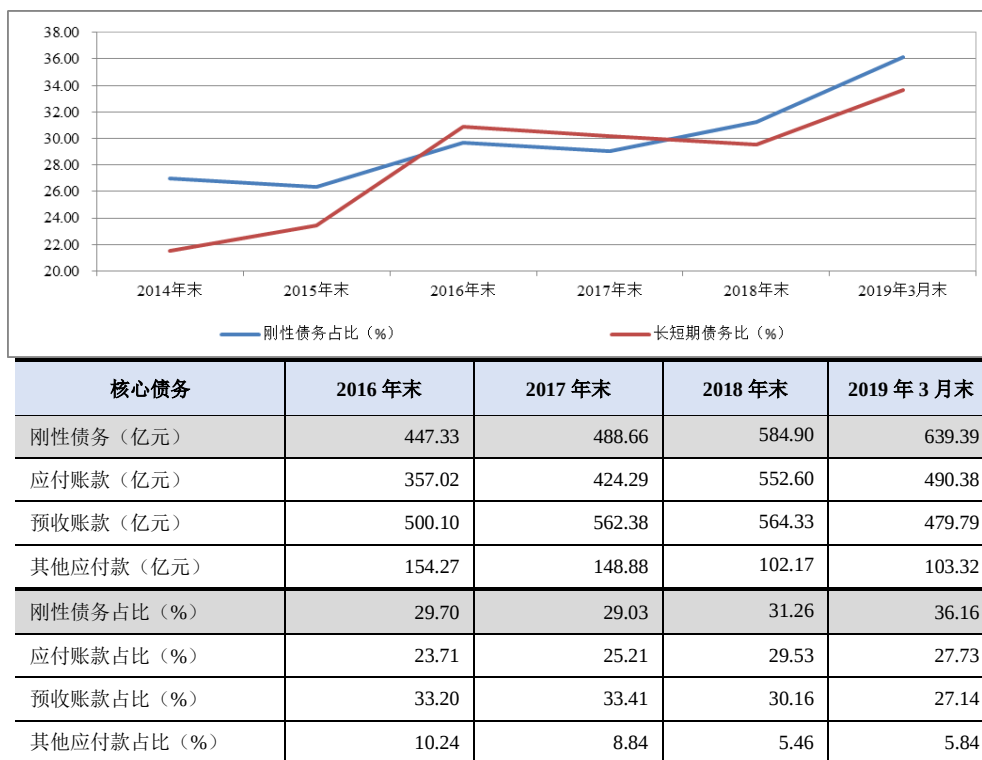
该公司拥有较强的资本补充能力。公司经营状况良好，除去每年分红后（近三年的现金分红占当年归属于上市公司普通股股东的净利润的 45%左右），历年均有一定的经营积累。另外，作为上市公司，公司可以通过增发股票的方式获得资本补充。2018 年末，公司未分配利润比 2017 年末增加 13.00 亿元。2018 年末公司所有者权益为 288.06 亿元，其中股本为 89.04 亿元，资本公积为 22.01 亿元，未分配利润为 116.68 亿元。

2019 年 3 月末，该公司负债总额比上年末减少 5.50%至 1768.12 亿元，资产负债率下降至 85.31%。同期末，公司所有者权益增长 5.72%至 304.55 亿元。

随着该公司核心主业经营规模的持续扩大，公司未来融资需求仍存在，债务规模将持续扩大，公司的财务杠杆或将长期停留在高位，但公司可占用下游客户的一定资金，实际债务风险可控。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据上海建工所提供数据绘制。

该公司流动负债占比较高，2016-2018 年末长短期债务比分别为 30.92%、30.21%和 29.55%。公司负债以经营性负债为主，应付账款和预收账款占负债的比例合计近 60%。因生产规模扩大，公司应付工程款及材料款逐年增加，2018 年更是快速增长，2018 年末应付账款达 552.60 亿元，较上年末增加 30.24%。公司存在大量的预收账款，主要原因有两点：第一，公司承接的施工合同大部分为大型项目，施工周期长，按惯例，施工企业的工程款是按施工进度逐步收取的，项目结转收入是在施工验收后，存在较大的时间差；房产开发行业实行预售制，也存在大量的预收款项。2016-2018 年末公司预收账款占负债总额的比例均在 30%以上，未来随着承建项目大型化、业务规模扩大化，预收款项将长期滚动存在。2018 年末公司预收账款 564.33 亿元，其中已结算尚未完工款为 418.51 亿元，预收房产销售款 87.61 亿元。剔除预收账款后 2018 年末公司实际资产负债率为 81.94%。其他应付款主要系预提费用、履约保证金、第三方往来款和押金及保证金，2018 年末分别为 16.17 亿元、36.06 亿元、9.61 亿元和 12.50 亿元。公司的银行借款、应付债券等刚性债务占负债总额的 30%左右，近年随着城市建设投资业务规模的扩张，对外融资规模随之扩大，刚性债务占负债总额的比例有持续上升的趋势。

(3) 刚性债务

图表 19. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	112.66	127.87	180.40	217.36
其中：短期借款	35.77	33.02	49.35	65.49
一年内到期非流动负债	49.23	48.94	51.28	52.58
应付票据	25.66	44.51	78.26	97.19
其他短期刚性债务	1.99	1.40	1.50	2.10
中长期刚性债务合计	334.67	360.79	404.86	422.03
其中：长期借款	272.08	289.76	295.98	313.67
应付债券	62.59	71.03	108.88	108.37
综合融资成本（年化，%）	5.26	5.31	5.41	-

资料来源：根据上海建工所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

该公司刚性债务期限结构以中长期为主，种类主要为长期借款，这和房产开发业务及城市建设投资项目的建设周期相匹配。随着房产开发项目的增多，以及城市建设投资业务承接的合同额增大，公司中长期刚性债务快速增长，2016~2018 年末分别 334.67 亿元、360.79 亿元和 404.86 亿元。短期刚性债务规模呈波动增长趋势，同期末分别为 132.66 亿元、127.87 亿元和 180.40 亿元。公司借款主要以保证借款、抵押借款和质押借款为主，2016~2018 年末保证、抵押、质押、抵/质押+保证借款占总借款的比例分别为 55.69%、53.09%和 48.43%。另外，公司还有基金合伙人投入的资金以“接受的债务性权益投入”之名入账“长期借款”科目，2016 年起，接受的债务性权益投入随着承接的 PPP 项目增加而逐年增多，2016~2018 年末分别为 62.53 亿元、81.23 亿元和 76.55 亿元，公司的融资渠道得以扩宽。

该公司的融资成本在近三年变化不大，总体处在较低水平，2016~2018 年估算的综合融资成本分别为 5.26%、5.31%和 5.41%。因存在海外业务，公司面临一定的汇率波动风险，2016~2018 年汇兑损益分别为-1.06 亿元、1.18 亿元和-0.10 亿元。公司刚性债务以中长期为主，短期偿债压力较轻。

图表 20. 公司 2018 年末借款综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	26.99	13.73	18.85	1.80	
3%~4%（不含 4%）	1.21	0.43	1.04		
4%~5%（不含 5%）	35.10	14.90	11.29	49.66	3.24
5%~6%（不含 6%）	21.31	32.19	49.06	48.97	11.77
6%~7%（不含 7%）	15.57	0.29	8.68	22.48	7.00
7%及以上	0.08				0.60
合计	100.26	61.54	88.92	122.91	22.61

资料来源：上海建工。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
营业周期（天）	220.56	249.67	229.23	-
营业收入现金率（%）	106.30	102.21	99.75	112.79
业务现金收支净额（亿元）	92.64	110.66	115.80	-98.37
其他因素现金收支净额（亿元）	-61.82	-52.25	-91.84	-38.26
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	30.83	58.40	23.96	-136.63
EBITDA（亿元）	55.67	68.57	79.25	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.15	0.15	0.15	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.98	3.00	3.09	-

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“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指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

近年来该公司扩大运营周期较长的房产开发、城市建设投资业务，但回款状况良好，营业周期相对稳定，2016~2018 年分别为 220.56 天、249.67 天和 229.23 天。公司营业收入现金率处在较高水平，主要与核心业务拥有稳定的现金净流入相关。核心主业建筑施工与设计一般会收到一定数额的预付款，开工后业主方按进度支付款项；房产开发业务实行预售制，同时还有部分施工方垫资，故公司现金回款情况较稳定。2016~2018 年，业务现金收支净额分别为 92.64 亿元、110.66 亿元和 115.80 亿元。同期，公司经营环节产生的现金流量净额分别为 30.83 亿元、58.40 亿元和 23.96 亿元。

该公司将 BT、PPP 项目的现金收支进入“收到（或支付）的其他与经营活动相关的现金”科目核算。2017 年以前公司城市建设投资业务多数项目处在投入期，支付的 BT、PPP 项目资金规模大于收到的业主方建设资金本金，直至 2017 年，收到的业主方建设资金本金首次大于支付的资金。2016~2018 年，收到的业主方 BT 及 PPP 项目建设资金本金分别为 30.77 亿元、79.28 亿元和 106.00 亿元；支付的 BT 及 PPP 项目建设资金分别为 34.22 亿元、63.96 亿元和 55.42 亿元。此外，公司每年支付的经营管理费用规模较大。上述两方面因素共同作用使其他因素现金收支净额呈净流出，大幅缩减了经营性现金净额规模。公司与各方往来款的数额收支相抵后数额较小，但 2017 年支付的与各方往来款明显大于收到的往来款，差额达 23.14 亿元。公司每年收到与支付的押金、保证金数额相当，对经营环节的现金流影响有限。

2019 年第一季度，该公司各项工程投入增多，经营性现金流呈大额净流出状态，净流出额基本和上年同期相当。

该公司 EBITDA 主要由利润总额组成，近三年利润总额在 EBITDA 的比

例大约为 53%，费用化的利息支出与固定资产折旧和摊销的规模相当。近年 EBITDA 的增长主要来自利润总额的增长。公司近年刚性债务规模同步增长，EBITDA 对刚性债务的覆盖程度较为稳定；对利息的支出则呈现缓慢上涨趋势。

（2）投资环节

图表 22. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
回收投资与投资支付净流入额	-8.66	-14.47	-18.89	4.20
其中：理财产品投资回收与支付净额	11.40	50.06	11.29	-
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	-11.79	-14.20	-19.81	-5.32
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-1.31	11.00	-4.13	1.92
投资环节产生的现金流量净额	-21.76	-17.67	-42.83	0.81

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

该公司为满足业务发展需要，持续提升市场竞争能力，每年均有一定规模的施工设备等固定资产的购置，另一方面持续开展子公司股权收购。此外，公司利用闲置资金进行股市投资及理财，近年投资性现金流保持净流出。2016~2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-21.76 亿元、-17.67 亿元和-42.83 亿元。2016 年和 2017 年公司在股权方面的投资规模缩小，主要以理财投资和购置设备为主；2018 年，除固定资产购置支出以及收购子公司股权外，因投资宜宾市翠屏江新区起步区基建项目（向子公司支付委托贷款 7.75 亿元），投资性现金流保持较大规模净流出。

该公司主要根据“十三五”规划和市场情况制定和调整投资节奏。总体看，2018 年公司在股权方面的投资规模扩大，理财类投资规模相对稳定。未来，公司计划在环保治理领域加大投入，并购等的支出或将增加。

（3）筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
权益类净融资额	6.00	14.87	4.51	0.92
其中：永续债及优先股	20.00	10.00	35.00	35.00
债务类净融资额	44.83	-11.94	35.92	34.19
其中：现金利息支出	18.03	22.85	25.67	-
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	54.93	16.64	-6.74	-0.08
筹资环节产生的现金流量净额	95.14	9.40	21.50	27.93

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

近年，随着经营规模的扩大，该公司对外融资需求增加，筹资环节产生的现金流量净额均呈净流入状态。公司的融资以债务类融资为主，权益类融

资为辅。2016~2018 年公司权益类融资主要系自身发行股票和子公司吸收投资，2017 年公司增发股份 12.51 亿元。公司债务类融资主要来源于金融机构借款及发行的债券，2018 年发行债券收到现金 35.00 亿元。此外，公司还通过设立产业基金吸引合作伙伴对 PPP 项目的投资。

该公司的融资能力强，可供抵质押的资产规模大，后续仍有较大的融资空间。

4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动资产	金额（亿元）	1421.42	1601.56	1731.73	1638.43
	在总资产中占比（%）	81.52	81.84	80.20	79.05
其中：货币资金（亿元）		493.57	542.28	545.90	437.77
应收票据及应收款项（亿元）		193.61	209.26	302.00	271.05
其他应收款（亿元）		43.06	58.02	64.78	68.10
存货（亿元）		652.66	751.49	755.31	772.36
非流动资产	金额（亿元）	322.28	355.30	427.44	434.24
	在总资产中占比（%）	18.48	18.16	19.80	20.95
其中：长期应收款（亿元）		138.44	144.41	187.86	220.08
固定资产（亿元）		73.19	74.84	80.95	81.02
可供出售金融资产（亿元）		33.18	52.23	48.50	22.66
投资性房地产（亿元）		24.91	31.25	42.26	41.87
期末全部受限资产账面金额（亿元）		259.04	171.60	92.64	-
期末抵质押融资余额（亿元）		128.51	81.80	47.90	-
受限资产账面余额/总资产（%）		14.86	8.77	4.29	-

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

2018 年末该公司总资产为 2159.18 亿元，比上年末增至 10.34%。公司资产以流动资产为主，近年流动资产占总资产的比例在 80%上下，这与公司以建筑施工和房产开发为核心业务的特性相匹配。公司流动资产主要为货币资金、应收账款、其他应收款和存货，2018 年末上述科目占流动资产的比例分别为 31.52%、14.68%、3.74%和 43.62%。应收账款主要为应收的工程款，其中账龄一年以内的占比为 85.75%；其他应收款主要为保证金和第三方往来款；存货主要是与房产开发业务相关的开发成本、开发产品，及与建筑施工业务相关的建造合同形成的已完工未结算资产。公司的非流动资产主要由长期应收款、固定资产、可供出售金融资产和投资性房地产构成，2018 年末上述科目占非流动资产的比例分别为 43.95%、18.94%、11.35%和 9.89%。长期应收款主要系 BT 和 PPP 项目的相关款项（包括回购款及投资回报款，2018 年末合计 163.39 亿元）、融资租赁款（2018 年末为 24.23 亿元），其中融资租赁款系公司子公司上海中成融资租赁有限公司应收融资租赁款；固定资产主

要为房屋及建筑物；可出售金融资产主要系公司持有的上市公司流通股；投资性房地产主要系办公楼物业。总体看，公司资产的可变现程度高，对债务的保障能力强。

2018 年末，该公司受限资产余额占资产总额的比例 4.29%。资产受限的原因主要系为银行借款作抵押或质押。2018 年末的受限资产中，主要包括货币资金 7.39 亿元、存货（开发项目的土地使用权）27.75 亿元、投资性房地产 9.57 亿元、长期应收款⁷14.17 亿元。总的看，公司受限资产规模较小，对后续融资没有太大影响。

近三年来，该公司变化较大的资产主要有货币资金、其他应收款、存货和长期应收款。2016~2018 年末，货币资金增长率分别为 27.14%、9.87%和 0.67%，2018 年末货币资金余额 545.90 亿元，随着经营规模的扩大，公司需要的营运资金逐年增加，需备有充足的资金调度；其他应收款增长率分别为 70.92%、34.72%和 11.67%，增长的部分主要系第三方往来款；存货增长率分别为 33.57%、15.14%和 0.51%，随着房产开发业务的规模扩大，相应的存货快速增长，2018 年末存货中与房产开发业务相关的开发成本 260.18 亿元、开发产品 93.53 亿元，建造合同形成的已完工未结算资产 346.27 亿元，公司存货与预收账款的匹配度较高；长期应收款增长率分别为 22.06%、4.31%和 30.09%，随着更多的 BT 和 PPP 项目进入回购期，长期应收款余额逐年增长。

该公司计提的坏账准备较充分，应收账款中按信用风险特征组合计提坏账准备的占比 100.00%，该部分分账龄按相应比例计提，其中账龄一年以内的按 5.00%计提，1 至 2 年的按 10.00%计提，账龄越长计提的比例越高；其他应收款中按信用风险特征组合计提的占比 100.00%，计提比例变化不大，从账龄一年以内至 5 年以上计提比例均为 5.00%；长期应收款对融资租赁款计提比例和应收账款的计提比例一致，BT 和 PPP 项目相关的款项按个例分析，2018 年因部分 BT 项目存在回购逾期公司按 10%计提了坏账准备 0.54 亿元。2018 年公司坏账损失合计 4.43 亿元。存货以建造合同形成的已完工未结算资产和房产开发形成的开发产品和开发成本为主，相对来说上述资产跌价的可能性很小，计提的跌价准备来自建筑工业的产成品，量小，2018 年存货计提的跌价准备为 0.03 亿元；商誉的减值准备主要针对收购上海建工（江苏）钢结构有限公司、收购上海建工（浙江）水利水电建设有限公司与拉扎矿业形成的商誉计提，当年计提的商誉减值准备合计 0.66 亿元。

2019 年 3 月末，该公司总资产比上年末减少 4.01%至 2072.67 亿元，其中变化较大的科目主要系货币资金、应收票据及应收账款。其中，货币资金随着项目投入减少 19.81%，应收票据及应收账款减少 10.25%。

⁷ 包括一年内到期的非流动资产中的一年内到期的长期借款。

5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率 (%)	123.56	123.89	119.90	123.85
速动比率 (%)	64.92	64.54	65.70	63.53
现金比率 (%)	43.40	42.34	38.19	35.50

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

该公司流动性指标 2015 年以来呈波动下降趋势。流动比率从 2016 年末的 123.56% 下降至 2018 年末的 119.90%，速动比率从 64.92% 提升至 65.70%。公司现金类资产充裕，现金比率处在较高水平。此外，公司还有一定数额的可供出售金融资产，其中流动性强的上市公司股票 2018 年末账面价值合计为 21.64 亿元。总体看，公司资产流动性指标良好，对短期负债的偿付保障程度强。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司尚有 2 项未结诉讼。其一为子公司安装公司与上海数众投资管理有限公司（简称“上海数众”）的诉讼事项，安装公司作为原告方向上海数众追偿工程款及利息 13401.10 万元，上海市第一中级人民法院于 2018 年 11 月作出一审判决，上海数众向安装公司支付安装集团工程款 17,489.11 万元及利息与 2015 年至 2017 年管理服务费 1,166 万元及逾期支付违约金。2018 年 12 月上海数众提起上诉，截至 2018 年末该诉讼尚未二审判决，安装公司对该笔款项计提了 992.19 万元的坏账准备。

其二为七建集团与上海浦东山佳实业有限公司（简称“山佳实业”）的诉讼事项，七建集团作为原告方向山佳实业追偿工程款及利息 553.15 万元，截至 2018 年末该诉讼尚未一审判决，公司管理层认为该款项收回可能性较大。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司集团本部主要承担管理职能，业务主要由下属公司负责。2018 年末，集团本部总资产为 402.55 亿元，主要集中在长期股权投资（160.50 亿元）、货币资金（91.56 亿元）、其他应收款（64.41 亿元）、存货（24.97 亿元）、可供出售金融资产（22.93 亿元），其中长期股权投资是对子公司的投资，其他应收款主要是关联往来款。同年末公司本部负债总额为 227.72 亿元，主要集中在应付账款（52.59 亿元）、预收款项（68.57 亿元）、其他应付款（43.80 亿元）、短期借款（22.55 亿元）、应付债券（80.00 亿元）。总体看，公司本部的债务压力较小，其货币资金可完全覆盖。

外部支持因素

跟踪期内，第一大股东建工总公司对该公司的支持持续。2018 年末，建工总公司为公司提供委托贷款 11.00 亿元；为公司及其子公司提供的尚在存续期内的担保合计 237.64 亿元。

该公司与金融机构建立了良好的合作关系，能得到各类金融机构的信贷支持。2018 年末，公司获得授信总额 1600.39 亿元，其中未使用的授信额度为 990.18 亿元，后续融资能力强。

图表 26. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模/余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	1600.39	990.18	3.25%~8.50%	保证、抵押、质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	11.70	6.49	4.20%~4.3775%	无
工农中建交五大商业银行（亿元）	1034.64	643.95	3.325%~5.75%	保证、抵押、质押
其中：大型国有金融机构占比（%）	65.38	65.69		

资料来源：根据上海建工所提供数据整理（截至 2018 年 12 月 31 日）。

附带特定条款的债项跟踪分析

17 沪建 Y1 是永续期公司债券。该期债券基础期限为 3 年，以每 3 年为 1 个周期，在每个周期末，公司有权行使续期选择权，将债券期限延长 1 个周期（即 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付债券。首个周期的票面利率为 4.78%，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。

18 沪建 Y1 是永续期公司债券。该期债券基础期限为 3 年，以每 3 年为 1 个周期，在每个周期末，公司有权行使续期选择权，将债券期限延长 1 个周期（即 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付债券。首个周期的票面利率为 5.15%，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。

18 沪建 Y3 是永续期公司债券。该期债券基础期限为 5 年，以每 5 年为 1 个周期，在每个周期末，公司有权行使续期选择权，将债券期限延长 1 个周期（即 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付债券。首个周期的票面利率为 5.45%，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。

该公司历年的综合融资成本在 5.4% 左右，上述债券如在第一周期后不赎回，其利率将高于公司的平均融资利率，故赎回的可能性很大。

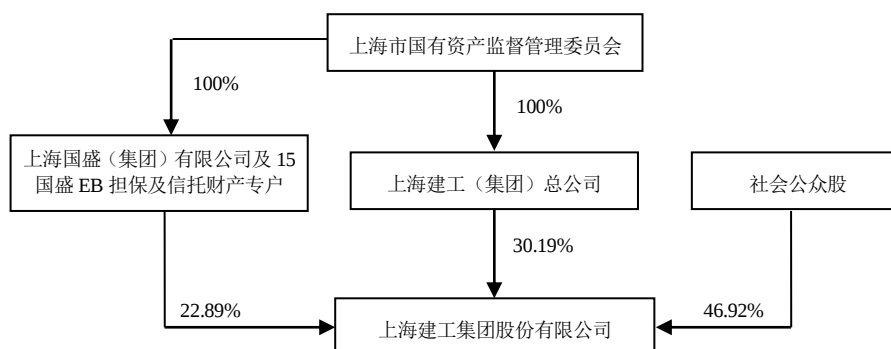
跟踪评级结论

该公司核心主业为建筑施工、房产开发和城市建设投资，在建筑施工领域的产业链涵盖从设计、咨询到施工、安装、工程管理的较完整产业链，业务协同性强，产业发展的空间和潜力较大，核心竞争力和可持续发展能力强。公司主营业务突出，在国内建筑施工企业中具有较高的市场地位，并在资本实力、融资能力、项目管理、建筑施工技术等方面具有很强的竞争优势。跟踪期内，该公司各业务协同发展，实现了新签合同额、营业收入和利润的持续增长，总体经营状况良好。公司品牌美誉度高，施工技术先进，在手合同量充裕，可确保业绩的持续稳定。

该公司负债经营程度偏高，但负债中预收款项占比超三成，刚性债务规模相对较小，且偏向长期，即期偿付压力不大。公司经营性现金流状况虽有波动但总体良好，同时充足的现金类资产对即期债务偿付形成了有效缓冲，偿债能力很强。公司后续投资项目资金需求规模大，预计债务规模将继续扩张。

附录一：

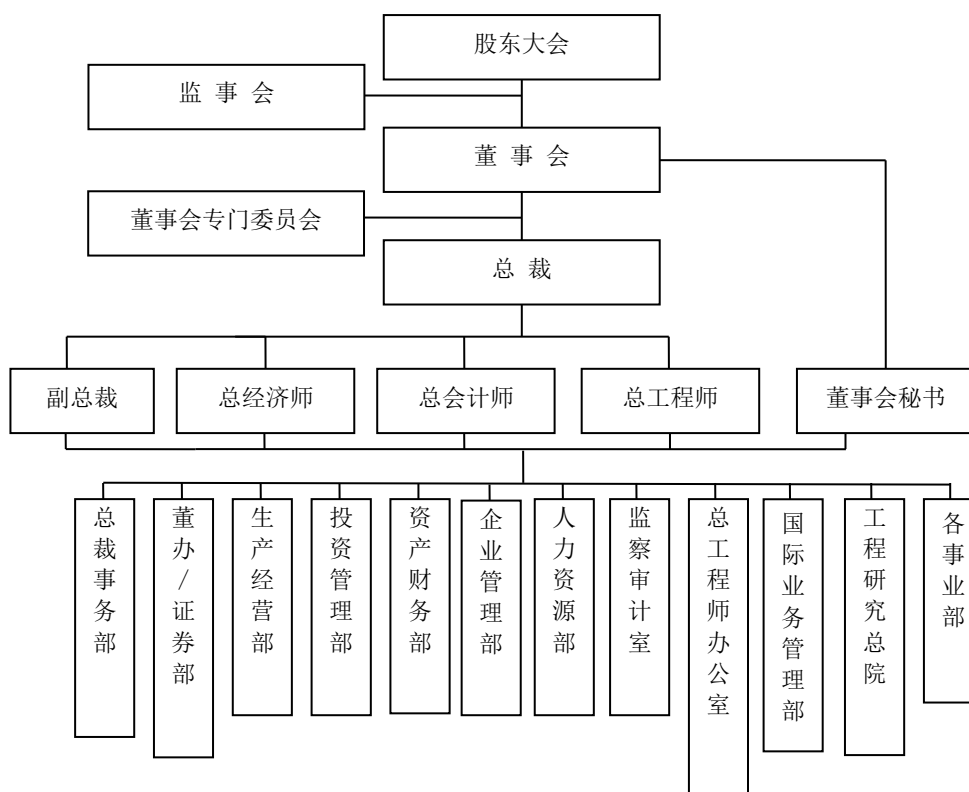
公司与实际控制人关系图



注：根据上海建工提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据上海建工提供的资料绘制（截至 2019 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	2018 年（末）主要财务数据（亿元）						备注
					刚性债务 （亿元）	所有者权益 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营环节现金净流入量 （亿元）	EBITDA （亿元）	
上海建工（集团）总公司	建工总公司	公司之控股股东	——	建筑施工、管理	452.90	96.53	7.73	4.64	-3.01	6.66	非合并口径
上海建工集团股份有限公司	上海建工	本级	——	建筑施工、管理	584.90	288.06	1705.46	34.29	1759.42	79.25	
上海建工一建集团有限公司	一建集团	核心子公司	100	建筑施工	23.78	11.54	154.68	1.93	10.52	3.94	
上海建工二建集团有限公司	二建集团	核心子公司	100	建筑施工	0.35	10.16	147.47	1.79	7.58	4.06	
上海建工四建集团有限公司	四建集团	核心子公司	100	建筑施工	0.23	14.72	122.40	3.27	0.77	5.70	
上海建工五建集团有限公司	五建集团	核心子公司	100	建筑施工	12.08	9.14	147.09	1.22	3.60	1.78	
上海建工七建集团有限公司	七建集团	核心子公司	100	建筑施工	13.00	13.79	150.38	2.12	2.03	3.26	
上海市政工程设计研究总院（集团）有限公司	市政院	核心子公司	100	设计、咨询	-	27.91	71.01	3.64	11.19	5.57	非合并口径
上海建工房产有限公司	建工房产	核心子公司	100	房产开发	104.11	0.67	1.55	-5.93	-8.80	0.55	非合并口径
上海市安装工程集团有限公司	安装公司	核心子公司	100	施工、安装	2.23	7.79	89.34	0.93	-1.80	1.20	
上海建工材料工程有限公司	材料公司	核心子公司	100	建筑材料	29.19	20.90	43.27	2.13	0.41	5.43	
上海外经集团控股有限公司	外经集团	核心子公司	100	进出口贸易	14.22	10.30	54.20	0.77	91.90	3.83	

注：根据上海建工 2017 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]	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
资产总额 [亿元]	1743.70	1956.85	2159.18	2072.67
货币资金 [亿元]	493.57	542.28	545.90	437.77
刚性债务[亿元]	447.33	488.66	584.90	639.39
所有者权益 [亿元]	237.61	273.55	288.06	304.55
营业收入[亿元]	1336.57	1420.83	1705.46	471.00
净利润 [亿元]	21.55	27.89	34.29	16.12
EBITDA[亿元]	55.67	68.57	79.25	-
经营性现金净流入量[亿元]	30.83	58.40	23.96	-136.63
投资性现金净流入量[亿元]	-21.76	-17.67	-42.83	0.81
资产负债率[%]	86.37	86.02	86.66	85.31
权益资本与刚性债务比率[%]	53.12	55.98	49.25	47.63
流动比率[%]	123.56	123.89	119.90	123.85
现金比率[%]	43.30	42.34	38.19	35.50
利息保障倍数[倍]	2.25	2.34	2.40	-
担保比率[%]	21.43	19.68	23.24	-
营业周期[天]	220.56	249.67	229.23	-
毛利率[%]	10.22	10.47	11.25	9.54
营业利润率[%]	1.82	2.14	2.37	4.26
总资产报酬率[%]	2.65	2.89	2.99	-
净资产收益率[%]	9.46	10.91	12.21	-
净资产收益率*[%]	10.20	11.46	11.44	-
营业收入现金率[%]	106.30	102.21	99.75	112.79
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.90	4.78	1.75	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	0.67	2.55	-1.06	-
EBITDA/利息支出[倍]	2.98	3.00	3.09	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.15	0.15	0.15	-

注：①表中数据依据上海建工经审计的 2016~2018 年度及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算；②公司将四期合计 65 亿元的永续债券入账“其他权益工具”科目核算，本报告将上述四期债券调整至“应付债券”科目

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(%)=期末未清偿担保余额/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 级、CCC 级（含）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（含）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。

评级声明

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、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《建筑施工行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。