

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）

信用评级报告

 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.

概述

编号:【新世纪债评(2016)010716】

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)(本次债券/债项)

主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AAA(未安排增级)

评级时间: 2016 年 12 月 05 日

计划发行: 基础发行 10 亿元, 可超额配售
不超过 10 亿元

存续期限: 基础期限为 3 年或 5 年, 发行
人可约定行使续期选择权;
或在放弃续期选择权时到期

发行目的: 补充流动资金

增级安排: 无

偿还方式: 按年计息, 到期还本

主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 前三季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	46.52	63.41	70.53	68.63
刚性债务	56.56	86.20	66.32	103.20
所有者权益	101.06	142.99	172.67	174.81
经营性现金净流入 量	1.78	9.29	26.70	-11.92
总资产	967.64	1178.82	1422.00	1585.95
总负债	820.26	984.99	1183.98	1286.72
刚性债务	181.02	266.12	297.53	356.84
所有者权益	147.39	193.83	238.02	299.23
营业收入	1028.92	1155.28	1254.31	877.16
净利润	16.73	18.70	19.71	17.10
经营性现金净流入 量	22.27	-10.58	87.54	-125.26
EBITDA	38.13	44.11	48.99	34.92
资产负债率[%]	84.77	83.56	83.26	81.13
权益资本与刚性 债务 比率[%]	81.42	72.84	80.00	83.85
流动比率[%]	113.09	116.35	114.05	121.98
现金比率[%]	40.63	39.79	40.19	34.11
利息保障倍数[倍]	3.24	2.70	2.61	2.69
净资产收益率[%]	12.14	10.96	9.13	-
经营性现金净流入 量与负债总额 比率[%]	2.93	-1.17	8.07	-
非筹资性现金净流 入量与负债总 额比率[%]	1.91	-6.90	3.85	-
EBITDA/利息支 出[倍]	4.68	3.73	3.43	3.42
EBITDA/刚性债 务[倍]	0.23	0.20	0.17	-

注: 根据上海建经审计的 2013-2015 年及未经审计的 2016 年前三季度财务数据整理、计算。

分析师

吴晓雷 wxl@shxsj.com

周文哲 zww@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

评级观点

➤ 主要优势/机遇:

- **外部环境良好。**近年, 虽然我国固定资产投资增速放缓, 但基础设施建设投资仍维持高速增长, 钢材、水泥等建筑材料价格下跌, 为建筑施工行业提供了良好的外部环境。
- **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、施工资质高, 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。
- **项目管理优势。**得益于长期在高端建筑市场的长期耕耘, 上海建工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。
- **产业链完整。**经过多轮资产重组, 上海建工已构建起由设计咨询、投资、房产开发、建安施工、建筑材料、制造加工等环节组成的较完整的产业链, 产业发展的空间和潜力较大。
- **货币资金充裕。**上海建工权益资本较为雄厚, 主业现金回笼能力较强, 货币资金充裕, 实际偿债压力较小。

➤ 主要劣势/风险:

- **合同履约风险。**上海建工施工项目建设周期较长, 分包商众多, 合同履行涉及的不确定因素多。
- **项目管理风险。**上海建工承接项目分布在国内 20 多个省市地区、境外近 20 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

吴晓雷

周文哲

点工程增加，对企业的管理提出新的要求。

- **房产开发业务风险。**上海建工在建及待建房产开发项目较多，沉淀的资金量大，后续仍需投入大量资金，目前房产市场不确定性因素较多，经营压力较大。
- **城市基础投资建设业务风险。**上海建工 BT 项目、PPP 项目合同金额较大，建设及回购期长，交易对手主要为各地政府，新常态下各地财政增长速度放缓，资金回笼存在一定的不确定性。
- **新涉业务风险。**上海建工计划进入基金投资、股权投资及基金管理领域，因对其设立、运作、风控尚缺乏成熟的管理经验，缺乏相应的专业人才，因此潜伏着管理风险。
- **本次债券利息递延支付风险。**本次债券设置发行人有权递延支付利息的条款，投资者可能面临一定的利息递延风险。

➤ 未来展望

通过对上海建工及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性极高，并给予本次债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



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实地调查和诚信义务，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。

本信用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。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《工商企业信用评级方法》及《建筑施工行业信用评级方法（2016版）》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，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。

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）

信用评级报告

一、公司概况

该公司成立于1998年6月15日，原名“上海建工股份有限公司”，系经上海市人民政府沪[1998]19号文批准，由上海建工（集团）总公司（简称“建工总公司”）独家发起，以募集方式设立的股份有限公司。经中国证监会证监发字[1998]132号文和证监发字[1998]133号文核准，公司于1998年6月向社会公开发行人民币普通股15,000万股，股票于1998年6月23日在上海证券交易所上市（股票代码：600170），股本为53,700万股。经过历年的增资配股、分红送股、增发等，截至2016年9月末公司实收资本为713,185.71万元。公司2016年度非公开发行股份方案已获证监会审核通过，拟向核心员工持股计划非公开发行股份数量不超过36,873.54万股，募集资金总额不超过13.24亿元，实施后总股本将增至不超过750,059.25万股。

图表 1. 截至 2016 年 9 月末公司股本变更过程

时间	事件	期末总股数(万股)	控股股东持股比例(%)
1998年6月	发行上市	53,700.00	72.07
2001年10月	配股：每10股配3股	59,941.50	67.47
2002年10月	送股：每10股送2股	71,929.80	67.47
2005年	股权分置：每10股流通股获非流通股股东支付3.4股	71,929.80	56.41
2010年5月	向控股股东非公开发行股份	104,205.96	69.91
2011年7月	向控股股东非公开发行股份	115,636.15	72.88
2012年5月	送股：每10股送5股 增股：资本公积每10股转增5股	231,272.30	72.88
2013年7月	增股：资本公积每10股转增2股	277,526.76	72.88
2014年5月	增股：资本公积每10股转增3股	360,784.78	72.88
2014年11月	非公开发行股份	457,170.33	60.68
2015年5月	增股：资本公积每10股转增3股	594,321.42	60.68
2015年7月	股份无偿划转	594,321.42	31.68
2016年5月	增股：资本公积每10股转增2股	713,185.71	31.68

资料来源：上海建工

该公司经营范围为：各类建设工程总承包、设计、施工、咨询及配套设备、材料、构件的生产、经营、销售，建筑技术开发与转让，机械设备租赁，房地产开发经营及咨询，城市基础设施的投资建设，实业投资，国内贸易（除专项规定）。2010年、2011年通过两轮非公开发行股份实施资产重组，公司主营业务由此前以房屋建筑工程总承包为主，拓展到市政工程、公路工程、港口和航运工程、园林绿化工程总承包领域，覆盖了水上水下施工、深基础施工、大型钢结构施工、专业安装施工、园林绿化设计施工在内的专业施工领域。目前公司形成了以建筑、承包、设计、施工为主，建筑工业、房产开发、商品贸易（主要为成套设备）及城市基础设施投资建设等五大业务板块协同发展的经营格局。公司主业涉及的经营主体及其概况详见附录三。

二、债项概况

（一）本次债券概况

经中国证监会（上证函[2016]2388号）批复，该公司获准发行总金额不超过50亿元的可续期公司债券。本次可续期公司债券拟分期发行，本期债券基础发行规模为10亿元，可超额配售不超过10亿元。公司拟将本期债券的募集资金全部用于补充流动资金。

图表 2. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	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）
总发行规模:	不超过50亿元人民币
本期发行规模:	基础发行10亿元，可超额配售不超过10亿元
本期债券期限:	本期债券分为两个品种，基础期限分别为3年及5年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，每次续期的期限为基础期限；或在公司不行使续期选择权而全额兑付时到期
债券利率:	本期债券采用浮动利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息
定价方式:	本期债券面值为100元，按面值平价发行
偿还方式:	在发行人不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次
增级安排:	无

资料来源：上海建工

本期债券本金和利息的清偿顺序等同于该公司普通债务，但区别于普通债券，在续期选择权、赎回选择权、利率调整、利息支付等方面设

置有特殊条款，具体如下：

(1) 本期债券分为两个品种。品种一以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券；品种二基础期限为 5 年，以每 5 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，发行人有权选择将本品种债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本品种债券。如果选择续期，应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个交易日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

(2) 发生以下两种情况之一时，该公司有权以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债券：① 由于法律法规及相关司法解释的改变或修正，公司不得不为本期债券的存续支付额外税费，且在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任时；② 根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会【2014】23 号）和《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会【2014】13 号），公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时。

(3) 本期债券采用浮动利率形式，单利按年计息。首个周期的票面利率将由发行人与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，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。初始基准利率为簿记建档日前 250 个交易日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个交易日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债国债收益率曲线中，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

(4) 除非发生向普通股股东分红或减少注册资本行为的强制付息事件，本期债券的每个付息日，该公司可自行选择将当期利息以及按照

本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于发行人未能按照约定足额支付利息的行为。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息，在下个利息支付日，若发行人继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。如决定递延支付利息，公司应在付息日前 5 个交易日披露《递延支付利息公告》。

若发行人选择递延支付利息，则直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得发生向普通股股东分红和减少注册资本行为。若在本期中期票据付息日前十二个月内发行上述两项行为，则不得递延支付当期利息及已经递延的所有利息及其孳息。

（二）公司发债历史

该公司近 5 年内共发行 6 支债券，具体如图表 3 所示。截至 2016 年 10 月末，已发行尚未到期的人民币债券余额合计 55 亿元（含永续债 20 亿元）、美元债券余额为 4 亿美元。

图表 3. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度 (亿元)	本息兑付情况
12 沪建股 MTN1	20.00	5 年	4.78	2012 年 2 月	34.00	正常付息
12 沪建股 MTN2	14.00	3 年	4.70	2012 年 9 月		已到期兑付
13 沪建工 PPN001	12.00	3 年	5.85	2013 年 10 月	--	正常付息
15 沪建工 MTN001	15.00	5 年	4.30	2015 年 8 月	15.00	正常付息
15 沪建工 MTN002 ¹	20.00	5+N 年	3.94	2015 年 12 月	20.00	未到期
境外美元债券 ²	4.00 亿美元	5 年	3.75	2015 年 7 月	--	正常付息

资料来源：Wind 资讯

（三）本期债券募集资金用途

该公司拟将本期债券的募集资金全部用于补充流动资金。

三、宏观经济和政策环境

在国际经济弱势复苏的过程中，国内经济增速在回落中趋稳，但经

¹ 该公司 2015 年度第二期中期票据为永续中票，进入“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，发行金额为 4 亿美元（折合人民币 25.80 亿元），期限为 5 年。

经济增长仍然面临较大的下行压力。从中长期看，我国经济仍将保持稳定的增长，但会伴随诸多结构性风险。

2016年第三季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。在国际环境与加息进程的影响下，美国在经历了较强劲的经济复苏和失业率触底之后，经济与就业呈现出一定的波动性，但温和增长与低失业率的总体态势不变。在宽松性货币政策的刺激下，欧盟经济延续温和复苏的态势，并且通胀水平有一定回升，但是英国脱欧公投等事件的扰动增加了其复苏过程的不确定性。欧洲银行业的风险有所升高，但是引发系统性震荡的可能性不大。在经济低迷的背景下，日本通胀率跌幅扩大，但日本经济仍然处于低速复苏的通道。人口与劳动结构导致的日本社会经济结构性问题短期内尚难解决。

2016年第三季度，国际石油价格仍然低迷。主要石油输出国在9月底初步达成非正式冻产协议，但在各国石油产量已接近历史峰值的情况下，冻产协议缺乏实际意义，难以推动油价实质性回升。部分严重依赖油气出口的国家风险仍然较高，并且在长期中面临结构转型的需要。新兴经济体中，印度维持了中高速增长态势，但是其工业化进程受到体制因素的束缚。俄罗斯在经历了一年的资本流出与经济萎缩之后，经济增速已经筑底，有望在第四季度恢复正增长。巴西经济也仍然处在萎缩状态，但跌幅继续收敛。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐总体上仍偏保守，而12月仍有较大加息可能性；在经济不确定性增加的情况下，欧元区和日本为了促进经济增长和防止通货紧缩，近期都将继续维持宽松的货币政策；新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016年第三季度，中国GDP实际同比增长6.7%，与一、二季度持平。本季度经济下行压力有一定程度的缓和，但是在房地产等领域，泡沫风险有所积累，部分城市房价出现较大幅度上涨。在工业领域仍然处在出清过程的背景下，暂时的压力减轻尚不能等同于实质性的回暖，因此经济增速在短期中仍然有小幅降速的可能而难以真正稳定在6.7%。房地产行业虽然面临“去库存”的需要，但仍然对中国经济增长有较大的贡献，因此楼市的骤冷可能会引发系统性危机。预计房地产业将在政策的保障下温和出清，房价不会持续上涨也不会骤然下跌。

9月份中国CPI同比增1.9%，PPI扭转跌势，同比增0.1%。通胀水平

超预期与煤炭、有色等过剩行业的价格颓势收敛有关。在当前的经济形势下，价格水平短期内仍将维持温和态势，但长期中可能会面临一定的通胀压力。由于中美经济周期与货币政策的差异，人民币对美元继续表现出有序贬值的状态，但是“预期”的因素在其中起到重要的助推作用。在中国经济基本面长期向好、人民币国际需求增加以及中国金融体系需要稳定的条件下，人民币虽然在近期面临贬值压力，但在中长期并不具有持续贬值的基础。

2016年第三季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，但是流动性注入实体经济的过程显出不畅，并且刺激了房地产等行业的泡沫扩张。在这样的状况下，预计未来中国货币政策将更趋稳健，而财政政策可以发挥更大的作用。

中国经济本年仍面临一定的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件仍在发生；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。在供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构优化、城镇化发展、内需扩大的条件下，在中长期中，中国经济仍将保持中高速增长态势。

该公司主要从事与建筑施工相关的承包、设计及工业、房地产开发、基础设施建设投资等业务，与固定资产投资规模高度相关，易受宏观经济环境及政策影响，周期性明显。

四、公司所处行业及区域环境

（一）建筑施工业

近年来，国内固定资产投资增速放缓，建筑施工行业面临较大的经营压力，但大规模的基础设施建设仍将是国民经济发展的主要特征之一，持续增长的基建投资将确保建筑施工企业收入和利润的持续增长，此外，2016年5月实施的营改增政策长远来看由利于行业税负减轻。

建筑行业是国民经济的支柱产业之一，对我国经济的发展有举足轻重的作用。建筑业的发展，不但改善了城乡面貌和人民居住环境，加快了城镇化进程，而且带动了相关产业发展。同时，作为劳动密集型行业，建筑行业对解决劳动力就业，促进社会稳定也有重要作用。建筑行业与固定资产投资密切相关，其增速走势基本和固定资产投资增速一致（如图表4所示）。近年，随着固定资产投资增速放缓，我国建筑业增加值年增长率趋缓。

2015年，我国全社会固定资产投资562,000亿元，比上年增长9.8%，扣除价格因素，实际增长11.8%，增速较上年下降2.9个百分点。其中，固定资产投资（不含农户）502,005亿元，增长10.0%；农户投资10,410亿元，下滑3.2%；分行业看，交通运输、仓储和邮政业投资48,972亿元，增长14.3%；房地产业投资126,674亿元，同比增长2.5%。

图表 4. 2011 年以来全社会固定资产投资及建筑业增加值情况 (亿元, %)



资料来源：国家统计局网站

根据国家统计局数据，2015年我国全社会建筑业增加值44,725亿元，比上年增长8.9%。全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润6,508亿元，增长1.6%，其中国有及国有控股企业实现利润1,676亿元，增长6.0%，利润增长主要来自建筑材料价格的下滑。

进入2016年，大规模的基础设施建设仍将是国民经济发展的主要特征之一。城市基础设施建设、旧城改造、新城建设、住宅建设及相关配套设施建设需求旺盛，将确保建筑施工企业收入和利润的持续增长。

在高速公路、隧道、环保工程、地铁等大型市政基础设施项目的建设过程中，各级政府为缓解短期资金压力，广开资金渠道，采取授予特

许经营权（BOT）、建设回购（BT）、政府和社会资本合作（PPP）等项目融资方式筹措建设资金，满足项目建设资金需求。国家实施了一系列的改革措施，制定了大量投资和收费等方面的经济政策，以保证投资人获得合理的投资回报。2015年国家大力推动基础设施建设的PPP模式，使其成为社会资本参与市政建设的新渠道。虽然这类投资的短期收益率不高，但现金流稳定，且期限较长、安全性较高，并能带动建筑企业的主业发展，对投资人降低投资风险和保持可持续性发展均起到了明显作用。截至2016年11月末，全国PPP综合信息平台项目库已登记有10,685个PPP项目，总投资高达12.73万亿元。国内具有较强竞争优势和品牌效应的建筑施工企业面临较好的市场机遇。

政策方面，建筑业营改增政策于2016年5月1日起全面实施，由于我国建筑行业本身涉及众多产业且粗放式经营的特点，实施难度较大，实际发生的进项税抵扣与理论上存在较大差距，可能造成部分企业税负不增反减，但该政策对于具备全产业链的大型建筑施工企业减税效果明显，且从长远来看，随着税收环节的不断规范完善，有利于行业税负的整体下降。

随着我国工业化、信息化、城镇化、国际化的深入发展，基本建设规模仍将持续扩大。此外，“一带一路”战略的落实，为建筑业后续发展提供了较大的空间。与此同时，建筑业也面临高、大、难、新工程增加，各类业主对设计、建造水平和服务品质的要求不断提高，节能减排外部约束力度加大，高素质复合型、技能型人才不足，技术工人短缺，国内外建筑市场竞争加剧等严峻挑战。

现阶段我国建筑行业产业结构明显不合理，同时面临原材料价格波动、人工成本上升等因素的影响。但部分大型建筑企业的整体抗风险能力较强，在行业竞争中处于有利地位。

现阶段我国建筑行业产业结构明显不合理。虽然近年来前10位企业的市场份额在提高，但中型或中型偏大企业过多，总承包企业过多，行业集中度仍然很低，直接导致行业内没有形成合理的分工协作关系，大量企业集中在总承包经营领域，采用盲目低价、挂靠等手段获取项目，致使项目毛利不断走低，企业效益不断下滑。

同时，建筑行业对水泥、钢材等原材料的消耗量较大，因此原材料的价格波动会使建筑企业的成本控制产生一定难度。水泥、钢材等建筑原材料近年来因国内需求增速放缓，行业产能过剩，价格呈现下跌趋势（如图表5所示），缓解了建筑业的成本压力。但2016年以来，水泥与

钢材价格出现明显反弹。长远看，生产资料金融属性不断增强，行业产能过剩，淘汰落后产能、环保标准提高、节能减排、限电停产等因素综合作用，建筑材料市场价格波动可能进一步加剧，增加了建筑企业成本控制的难度，可能对其盈利能力产生一定影响。

图表 5. 2013 年以来钢材、水泥价格变动情况



资料来源：Wind 资讯

此外，作为劳动密集型行业，建筑行业对劳动力成本上升较为敏感。近年，我国劳动力成本不断攀升，亦对建筑企业的经营造成较大的压力。

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。

上海市经济仍处在快速发展阶段，世博园区后续开发利用、虹桥商务区及周边设施建设、迪斯尼外围配套基础设施建设在内的城市副中心建设等工程建设继续推进，仍可为建筑施工企业提供巨大的市场空间。

从上海市情况看，世博会后，上海市固定资产投资增速放缓，但城市基础设施投资规模增速有所加快。上海市统计局网站数据显示，2013~2015年上海市完成全社会固定资产投资总额5,647.79亿元、6,016.43亿元和5,652.57亿元，增速分别为7.5%、6.5%和-0.90%。其中，城市基础设施投资分别为1,043.31亿元、1,057.25亿元和1,425.08亿元，增速分别为7.5%、1.3%和34.8%。同期建筑业总产值为5102.84亿元、5,499.94亿元和5,652.47亿元，其中2015年上海市建筑业总产值比上年增长2.8%。

上海基建投资虽然很难维持类似世博会前的高强度建设规模，但城市建设仍将保持较大规模。2015年，上海中环线实现全线贯通，轨道交通11号线迪士尼段、12号线西段、13号线部分区段建成通车，国家会展中心建成运营，迪士尼主题乐园主体结构基本建成。2016年1-9月，上海市完成全社会固定资产投资总额4418.43亿元，同比增速为6.4%，其中城市基础设施投资为941.66亿元，同比增长12.10%。未来，世博园区后续开发利用、虹桥商务区及周边设施建设、迪斯尼外围配套基础设施建设在内的城市副中心基础设施配套建设，以及郊区轨道交通、快速道路、越江设施为重点的郊区新城基础设施建设，仍可为建筑施工企业提供巨大的市场空间。

（二）房地产业

房地产行业周期性明显，受宏观经济政策影响较大，对政策具有较强的敏感性。经过多年的调控及经济发展放缓，房地产市场库存积压，供需矛盾主要集中在三、四线城市，市场进入调整期。虽然2015年以来在一系列房地产救市政策推动下市场有所回暖，但房地产企业成本高、库存压力大的格局依然明显，房地产开发企业仍存在一定的经营压力。

房地产行业产业链长，与下游投资及消费等领域关联度高，其发展对建筑、钢铁、建材、机械、有色金属及金融等行业拉动性强，是我国国民经济的支柱产业。近十年来，在工业化和城镇化进程加速以及居民收入增长、消费需求升级的巨大推动下，我国房地产行业保持了较快的发展态势。其投资规模仅次于制造业，是我国固定资产投资的主要构成部分。

然而在房地产行业快速发展的过程中，我国房地产市场出现波动并暴露出诸多问题，因此，政府的宏观调控与管理伴随着行业的发展始终

没有放松。2010年以来，我国相继出台了“国十一条”、“国十条”和“新国五条”等多项旨在抑制房价过快上涨、打击投机性购房的调控措施，政策调控力度显著加大。2014年，因库存压力大，楼市萧条、房企跑路、资金链断裂的现象不断扩大，新建商品住宅价格开始大幅下降，房地产行业整体进入调整阶段。2015年以来，为稳定经济发展的势头，国家出台一系列房地产救市政策，从央行330新政，到连续六次降息五次全面降准，到公积金政策调整，为楼市注入强心剂。虽然全年房地产与住宅开发投资下滑明显，但是在政策面的逐步宽松和刚性需求依然强劲的背景下，市场有所回暖。2016年以来，房产市场区域差异化程度加剧，各地房产调控政策分化明显。针对快速上涨的房价，一二线城市房地产调控政策先后收紧。总体而言，我国房地产政策的调控方向依然为：着力防止一二线城市房地产市场过度炒作、引导资金流向库存较高的三四线城市。

据国家统计局数据，2013~2015年全国房地产开发投资增长率分别为19.8%、10.5%和1.0%。2015年的房地产开发投资中，住宅投资64,595亿元，增长0.4%；办公楼投资6,210亿元，增长10.1%；商业营业用房投资14,607亿元，增长1.8%。全年商品房销售面积12.85亿平方米，比上年增长6.5%，其中，住宅销售面积11.24亿平方米，增长6.9%；办公楼销售面积0.29亿平方米，增长16.2%；商业营业用房销售面积0.93亿平方米，增长1.9%。全年新开工建设城镇保障性安居工程住房783万套，基本建成城镇保障性安居工程住房772万套。2016年前三季度，我国房地产市场销售旺盛，带动行业投资增速有所回升，当期商品房销售面积为10.52亿平方米，同比增长26.87%；其中住宅销售面积为9.31亿平方米，同比增长27.14%。销售回暖带动行业投资的复苏，同期房地产开发投资7.46万亿元，同比增长5.76%；其中住宅投资4.99万亿元，增长5.11%。

从上海市情况来看，2015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，下调公积金贷款利率、二套房贷首付，降低营业税免征门槛，增加公积金贷款额度，在上述政策的刺激下，上海楼市整体快速复苏，2015年下半年进入量价齐升的阶段。当年全市完成房地产开发投资3,468.94亿元，比上年增长8.2%。其中，住宅投资1,813.32亿元，增长5.1%；办公楼投资654.54亿元，增长22.4%；商业营业用房投资467.67亿元，增长2.1%。商品房施工面积15,095.33万平方米，增长2.8%；竣工面积2,647.18万平方米，增长14.4%。商品房销售面积2,431.36万平方米，增长16.6%，其中住宅销售面积2,009.17万平方米，

增长 12.8%。全年商品房销售额 5,093.55 亿元，增长 45.5%，其中住宅销售额 4,319.93 亿元，增长 47.8%。全年存量房买卖登记面积 2,647.83 万平方米，增长 66.9%。从房地产价格环比走势看，全年商品住宅成交均价为 32,092 元/平方米，环比上涨 18.39%；从同比走势看，全年商品住宅价格指数上涨幅度从 7.0% 增至 18.2%。2015 年，上海市新建住宅平均销售价格 21,501 元/平方米，与 2014 年相比大幅上涨 31.0%。

2015 年，上海市新建筹措保障性住房和实施旧住房综合改造 19.7 万套，基本建成 20.5 万套。拆除中心城区二级旧里以下房屋 65.9 万平方米。

房产市场区域分化明显，一线城市和南京、成都、杭州等部分二线城市由于人口导入能力强，市场去化快，房价坚挺；部分二线及三、四线城市因人口流出，同时前期盲目投资，导致库存高企。2015 年以来一线城市的房价快速上升亦引起了社会的广泛关注。为抑制房价过快上涨，2016 年 3 月，上海上调了非沪籍家庭的购房门槛，并提高二套房首付比例；随后深圳也出台相关政策对楼市进行调控，预计新政出台后，将在短期内有效抑制改善性需求，也会在一定程度上抑制投资性需求。短期内，房地产行业仍存在诸多不确定因素，房地产企业成本高、库存压力大的格局依然明显，房地产开发企业仍存在一定的经营压力。但上海市属于一线城市，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，从长远看，上海市的房地产市场发展前景较好。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司为国有控股的上市公司，股权结构清晰。

该公司成立至今，控股股东一直为建工总公司，实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。2015 年 7 月建工总公司将其持有的部分公司股份无偿划转予上海国盛（集团）有限公司（简称“国盛集团”，和建工总公司同为上海市国资委全资子公司）。截至 2016 年 9 月末，建工总公司持股比例为 31.68%，仍为公司控股股东，国盛集团持股比例为 24.01%，为公司第二大股东。公司实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会。公司产权状况详见附录一。

建工总公司是经上海市经济体制改革委员会和原上海市建设委员

会批准（沪体改委[93]第 067 号），由原上海市建筑工程管理局改制而成的非公司法人国有企业，是国务院和上海市政府重点扶持的大型企业集团。建工总公司以工程建设总承包为龙头，集各类工程设计、施工、管理、材料供应为一体，联动发展房产开发、城市基础设施投资建设等业务领域。2010 年 5 月和 2011 年 7 月，建工总公司两次向公司注入资产，实现了核心业务及资产的整体上市。除该公司外，建工总公司还拥有上海建一实业有限公司、上海建工锦江大酒店有限公司等多家与主营业务关联性不大或不宜上市的子公司。截至 2015 年末，建工总公司经审计的单体资产总额为 130.23 亿元，所有者权益为 85.51 亿元；2015 年实现营业收入 1,296.88 亿元，实现净利润 30.05 亿元。

（二）公司法人治理结构

作为上市公司，该公司按照有关法律法规的要求，不断完善治理结构，在资产、业务、人员、机构和财务方面与控股股东保持着应有的独立性。

作为上市公司，该公司治理机制较为完善，在资产、业务、人员、机构和财务方面与控股股东保持着应有的独立性。公司不存在股东违规占用公司资金、资产及其它资源而损害公司利益的情况。

该公司领导班子列入上海市市委管理范围，公司的董事长和副董事长、监事会主席和总裁等人选由市委提名，并由控股股东向公司发出提名函。

同时，依据股东大会决议，该公司董事会设立了提名委员会。提名委员会主要负责对公司董事和高级管理人员的人选、选择标准和程序进行选择并提出建议。董事会提名委员会对上述职务的人选作前置审查并向董事会提出建议。公司股东大会在股东提名的候选人范围内选举产生董事和监事。董事长和副董事长、监事会主席分别由董事和监事在董事会和监事会上选举产生。公司其他高级管理人员（包括副总裁、总工程师、总会计师、总经济师、董事会秘书）由公司董事会聘任。

在约束机制方面，该公司建立了职责明确的既相互协调又相互制衡的组织架构，通过《公司章程》和各项内部管理制度对高级管理人员的履职行为、权限、职责等作了相应的约束。

在考评与激励机制方面，依据股东大会决议，该公司董事会设立了薪酬与考核委员会主要负责制定公司董事及经理人员的考核标准并进

行考核；负责制定、审查公司董事及经理人员的薪酬政策与方案。公司对高级管理人员进行年度考核，每年年初根据公司的总体发展战略和年度的经营目标确定高级管理人员的考核指标，年末根据指标的完成情况确定报酬。

同时，上海市国资委按年对该公司主要负责人的业绩和履职情况进行考评，实行以国有资产保值增值为核心指标的授权资产经营管理责任制，具体针对国有净资产收益率、重大工程完成率、开发投入情况等方面进行考核。

（三）公司管理水平

该公司根据业务需要设立了较合理的组织架构，职能分工明确，并建立了较完善的内部管理体系，各项制度执行情况良好，经营管理规范。

该公司根据自身经营管理需要设置了多个职能部门，明确了各部门之间的分工及权责。公司各职能部门之间在业务开展中能够做到既保持应有的独立性，也能保持协作的顺畅。公司组织架构详见附录二。

该公司采取集中管理与分级管理相结合的方式对下属子公司进行管理。同时，公司建立了较为完善的内部管理制度，对各项业务实行严格的制度化管埋。

在下属子公司管理方面，该公司主要行使出资人管理职能，实现集团整体利益最大化。公司全资及控股子公司的章程需由公司审核批准；其董事会成员、监事会成员、主要行政负责人由公司任命，其他副职和财务负责人的任命需要经过公司组织的考核认可后，由子公司任命；其对外投资、重大固定资产投资、融资、担保等重大事项均需报经公司批准后实施；其年度生产经营实行全面预算管理，公司以与其主要负责人签定《年度经营管理责任状》的形式落实年度全面预算目标的完成。

在工程项目建设管理方面，该公司执行招投标制、监理制和合同管理制度。公司为加强工程管理，规定了工程管理相关部门的职责和管理要求。按照分级管理原则，公司与子公司形成直接管理关系。在施工责任管理方面，施工单位领导对施工生产活动负有领导责任；总包、分包项目经理根据工程特点建立施工现场管理责任制；由公司总承包的工程，严格执行公司质量管理体系的规定。

在资金管理方面，该公司对公司本部、下属子公司以及投资并控股的BT和BOT项目公司的资金实行集中管理，对公司控股的子公司

金实行统筹管理，集团内部资金采取有偿占用的方式。此外，公司还建立了内部管理网络对资金流动进行动态监控，以强化资金运作监管，确保资金安全。

在对外投资管理方面，该公司对投资决策权限进行严格规定。凡适用公司募集资金的投资项目和公司章程规定应由公司股东大会审议决策的投资项目由公司董事会审议通过后，报股东大会审议；公司董事会有权决定公司章程授权范围内的对外投资；经营层有权决定占公司最近经审计的净资产总额的3%以下比例的对外投资、交易标的相关的主营业务收入占公司最近经审计主营业务收入的10%以下的股权投资、交易标的相关的净利润占公司最近年度经审计净利润的10%以下的股权投资；子公司有权决定单项100万元人民币以内的固定资产投资、短期对外投资和长期对外投资。此外，公司加强对外投资的决策管理，经过严格的审批程序，使对外投资活动得到有效的事前控制，并强化对外投资的跟踪管理。

在对外担保方面，该公司针对对外担保的数额、权限和范围、担保合同的签订和管理等多方面进行了明确规定。公司董事会和股东大会为对外担保的决策机构，公司经营层和下属子公司无权决定担保事项。除子公司上海建工房产有限公司（简称“建工房产”）和上海华东建筑机械厂有限公司（简称“华建厂”）因业务特点需要为客户提供担保外，公司其他下属子公司不得对外提供经济担保。

（四）公司经营状况

该公司主营业务突出，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较强的竞争优势。公司现已积累了丰富的施工经验，施工质量较高，合同承接量呈逐年上升趋势，总体经营状况良好。

该公司主营业务为建筑、承包、设计、施工，以及建筑工业、房产开发、成套设备及其他商品进出口、城市基础设施投资建设等五大板块。2013~2015年度，公司分别实现营业收入1,028.92亿元、1,155.28亿元和1,254.31亿元，增长率分别为10.45%、12.28%和8.57%，保持良好的增长态势。主营业务收入中，建筑、承包、设计及施工主业突出，是收入和利润的主要来源，近年来收入逐年稳定增长。受行业需求放缓以及上下游产业去产能预期影响，公司建筑工业板块近三年收入下滑明显，除此之外，其他业务收入则基本呈现逐年增长态势（如图表6所示）。公

公司在手订单充足，合同承接量呈逐年上升趋势，2013~2015年新签合同额分别为1,408亿元、1,598亿元和1,685亿元，较上年同比增长16.5%、13.5%和5.4%。

图表 6. 公司最近三年主营业务收入构成及变化趋势分析

业务类别/收入	2013年		2014年		2015年		2016年1-9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
建筑、承包、设计、施工	898.89	87.64	982.89	85.49	1,082.81	86.67	758.39	87.07
建筑业	39.59	3.86	41.77	3.63	36.56	2.93	22.99	2.64
房产开发	40.19	3.92	59.53	5.18	59.47	4.76	31.00	3.56
成套设备及其他商品进出口	35.55	3.47	37.12	3.23	42.42	3.40	36.66	4.21
城市基础设施投资建设	8.24	0.80	12.08	1.05	13.20	1.06	7.59	0.87
工程项目管理咨询与劳务派遣及其他业务	3.24	0.32	16.36	1.42	14.91	1.19	14.32	1.64
合计	1025.70	100.00	1149.75	100.00	1249.38	100.00	870.97	100.00

注1：根据上海建工提供的数据绘制；注2：各年度合计数为主营业务收入。

该公司建筑、承包、设计、施工业务毛利对公司盈利的贡献最大，约占主营业务毛利的65%左右。房产开发业务盈利能力近年来有所提升，对公司毛利的贡献排第二位。城市基础设施投资建设业务盈利能力强，成为公司近年来新的利润增长点。公司成套设备及其他商品进出口业务虽然收入规模较大，但盈利能力较弱，其对公司的盈利影响较小。各项业务毛利情况具体如图表7所示。

图表 7. 公司最近三年主营业务毛利结构及变化趋势

业务类别/毛利	2013年		2014年		2015年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
建筑、承包、设计、施工	53.75	68.86	66.13	68.11	74.18	66.03	38.45	54.69
建筑业	4.62	5.92	5.21	5.37	5.63	5.02	3.87	5.51
房产开发	8.76	11.23	13.26	13.66	17.21	15.32	14.88	21.17
成套设备及其他商品进出口	2.90	3.71	0.61	0.63	1.06	0.94	1.33	1.89
城市基础设施投资建设	6.53	8.37	10.17	10.48	11.16	9.93	6.84	9.72
工程项目管理咨询与劳务派遣及其他业务	1.49	1.91	1.70	1.75	3.10	2.76	4.93	7.01
合计	78.05	100.00	97.08	100.00	112.34	100.00	70.30	100.00
毛利率(%)								
建筑、承包、设计、施工		5.98		6.73		6.85		5.07
建筑业		11.68		12.47		15.41		16.85
房产开发		21.80		22.28		28.94		48.00
成套设备及其他商品进出口		8.14		1.65		2.50		3.63
城市基础设施投资建设		79.34		84.21		84.51		90.03
工程项目管理咨询与劳务派遣及其他业务		46.06		10.40		20.81		34.41

业务类别/毛利	2013年		2014年		2015年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
合计	7.61		8.44		8.99		8.07	

注1：根据上海建工提供的数据绘制；注2：各年度合计数为主营业务毛利及主营业务毛利率。

2016年1~9月，该公司实现营业收入877.16亿元，同比下降0.82%；受建筑、承包、设计、施工业务毛利率下降影响，公司综合毛利率降低至8.11%。公司前三季度新签合同金额为人民币1470.59亿元，较上年同期增长17.69%。

1. 建筑、承包、设计、施工

该公司拥有原建设部核发的房屋建筑工程施工总承包特级资质、市政公用工程施工总承包特级资质、公路工程施工总承包一级资质、机电安装工程施工总承包一级、建筑装修装饰工程和体育场地设施工程的专业承包一级资质等相关专业资质。公司注重科技创新，拥有超高层成套施工技术、大面积地下空间开发施工技术、大体积深基础施工成套技术、逆作法施工技术以及一大批被国家和上海市认定的工法。在国内建筑行业中，公司具有明显的竞争优势。

该公司的建筑施工业务主要通过总承包方式予以承接，以下属五大施工集团³为主体承揽，相关的设计与咨询单位、专业安装公司予以配合。目前公司把全国大致分为六个区域，分别为长三角地区（包括上海）、东北地区（沈阳、大连为主）、京津冀地区、中原地区（以郑州、武汉、南昌为主），西南地区（以成都、重庆为主）和珠三角地区。长三角地区的项目五大施工集团均可参与，其余五个区域的项目由五大施工集团各自负责一个区域。

作为我国规模最大的地方性国有施工企业，该公司市场竞争优势明显。公司近年来新签建筑施工合同额一直维持在较高水平，2013~2015年，分别为1,186亿元、1,349亿元和1,351亿元。在设计咨询业务方面，2013~2015年新签设计咨询合同额分别为50亿元、54亿元和64亿元。截至2015年底，公司建筑工程业务未完工合同金额为2,227亿元，2016年1-9月，累计新签合同额约为1,099亿元，公司建筑施工项目储备充足。

³ 五大施工集团是指：上海建一建集团有限公司、上海建工二建集团有限公司、上海建工四建集团有限公司、上海建工五建集团有限公司、上海建工七建集团有限公司。

图表 8. 公司近年建筑施工项目承接情况

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
承接项目合同额 (亿元)	1186	1349	1351	1099
其中:承接境内外地项目合同额(亿元)	337	482	459	403
承接境外项目合同额 (亿元)	42	33	41	24
承接项目合同数 (个)	1583	2781	2090	1779

资料来源: 上海建工

多年来,该公司在上海市建筑市场上处于领先地位。公司通过承建金茂大厦、浦东国际机场二期、铁路上海南站、虹桥综合交通枢纽、国际客运中心、磁悬浮、F1国际赛车场、“世博一轴四馆”永久性地标建筑、京沪高铁等一系列城市标志性建筑和重大工程,树立了自身的市场品牌和社会形象;通过承建高速高架、超大型船坞、越洋光缆、大跨度桥梁、磁浮等项目,形成了较全面的产业优势。2015年,公司在上海继续保持较高的市场占有率,全年承接上海本地项目合同造价达851亿元,同比增长2.04%,承建的市重大工程项目占全市的比例超过50%。随着大浦东新区新一轮开发建设、市中心区旧区改造等项目的建设,公司在上海建筑市场的领先优势仍可继续保持。

在立足上海的同时,近年该公司还大力开拓国内和海外市场,为应对上海市城市建设投资增速放缓而展开积极的部署,目前已在全国28个省市地区开展了业务,承建了一批各地的标志性建筑,外地项目的签约额近年来明显增长;在国际工程承包市场中,加大境外市场的开拓力度,不断完善业务布局,现有业务涉及20多个国家和地区,逐步取得了国际市场的认可。但总体看,公司建筑施工业务仍以上海市为主。

此外,该公司还在建筑设计、工程设计和园林设计方面具有相当的实力。全资子公司上海市政工程设计研究总院(集团)有限公司(简称“市政院”)拥有行业领先的科技研发实力,在给排水、磁悬浮、跨江(海)桥梁等市政设计领域具备核心竞争优势,并已达到国际领先水平。市政院的综合实力在我国的市政设计领域位于前列,是首批获得国家工程设计综合资质甲级证书的企业之一,在单纯市政设计企业排名第一位。上海市园林设计院有限公司(以下简称“园林设计院”)是一家有着50多年历史、专业经验丰富、实力雄厚的甲级设计院,主营业务为风景园林及建筑工程设计、城市规划设计、雕塑壁画模型工程等。园林设计院在上海园林设计市场的总占有率达60%以上,其中大型公共绿地的设计市场占有率已达85%以上。

整体来看,该公司在国内施工企业中具有较强的市场竞争力。公司

利用自身的资金优势和技术优势不断开发新的市场区域，树立了良好的品牌形象。近年来，公司新签合同额持续增长，建筑、承包、设计、施工业务收入保持稳定增长，且随着建筑材料价格下跌，毛利水平小幅提升。2013-2015年分别实现收入898.89亿元、982.89亿元和1082.81亿元，毛利率分别为5.98%、6.73%和6.85%；2016年1-9月实现收入758.39亿元，受营改增政策实施影响，该板块收入及成本核算口径发生变化，毛利率下降至5.07%。

2. 建筑业

该公司的建筑业主要包括商品混凝土、预制构件、混凝土搅拌设备的生产与销售，分别由全资子公司上海建工材料工程有限公司（简称“材料公司”）、华建厂经营。除供应公司建筑施工主业使用之外，还向其他建筑类企业外销，销售区域以上海市为主，并逐渐扩大至南昌、长沙等地区。公司建筑工业业务有效延伸了建筑施工主业的产业链，一方面对主业原材料及装备供应形成了较好的支持，同时对公司控制主业成本起到了重要作用。

在混凝土产销方面，材料公司专业从事预拌商品混凝土研发、生产和销售，拥有行业最高资质，可生产各种强度等级的混凝土和特种混凝土，目前有搅拌站41个，其中上海35个，外地6个，外地搅拌站分布在昆山、成都、天津等区域，年商品混凝土产能2,480万立方米（其中外地410万立方米），产销在上海市场占有率高达35%左右，连续多年保持第一。但受行业需求放缓以及上下游产业去产能预期的影响，2015年分别产销商品混凝土、混凝土预制构件2103.64万立方米和28.13万立方米，较上年下降1.0%和16.4%；产销PHC管桩、管片49.24万立方米和16.42万立方米，分别较上年下降45.0%和67.0%，主要是材料公司为优化产品结构，大力推进装配式住宅及市政预制构件产品开发，PHC管桩、管片逐年减产所致。

在搅拌设备及运输车辆制造方面，华建厂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，华建厂将逐渐转型为新晃空调的配套生产地，受此影响，搅拌设备及运输车辆业务量逐年减少，2013~2015年和2016年1-9月搅拌车产量分别为1613辆、939辆、339辆和123辆。

由于行业需求放缓以及混凝土价格下跌，该公司建筑工业板块新签合同增速放缓，营业收入有所下滑。2013~2015年建筑工业全年新签销售合同累计分别为64亿元、70亿元和72亿元，增速分别为82.9%、9.4%和3.0%；同期，建筑工业板块收入分别为39.59亿元、41.77亿元和36.56亿元。但受益于水泥等原材料价格的下跌，该板块毛利率近年来有所提升，2013~2015年分别为11.68%、12.47%和15.41%。2016年1-9月，建筑工业板块实现收入22.99亿元，毛利率提升至16.85%。

该公司正大力推进装配式住宅及市政预制构件、钢结构幕墙一体化及空调节能产品开发，在上海和江苏建立了产业化基地，随着产业化的完成，建筑工业化业务收入预期将实现一定幅度的增长。

3. 房地产开发

该公司的房地产开发业务由建工房产经营。建工房产拥有房地产开发一级资质，成立至今先后开发了东淮海公寓、上海滩新昌城、海尚佳园、佳龙花园、徐汇·龙兆苑、海博大厦、大唐国际公寓和海尚菊园、海尚康庭等住宅、商务房产项目。建工房产立足于上海市房地产市场的同时，把业务拓展到了江苏、河南、江西等地，未来将积极参与南京、郑州、南昌等城市的旧城改造、城中村改造和新农村建设。

近几年，建工房产积极参与上海市保障房建设，相继承担了周康航基地、曹路基地、东沟基地等三大保障房基地建设。2013~2015年建工房产结转销售收入分别为40.19亿元、59.53亿元和59.47亿元。由于结转项目中毛利较高的商业项目比重提升，房地产开发业务毛利率逐年有所提升，同期分别为21.80%、22.28%和28.94%。2015年，房地产开发业务新签房产销售合同73亿元（2014年为70亿元），销售面积达47万平方米（其中保障房的销售面积为27万平方米，销售合同额44亿元），新开工面积80万平方米，新增可开发面积近44万平方米。2016年1-9月，房地产业务结转销售收入31.00亿元，毛利率进一步提升至48.00%。

截至2016年9月末，在建的房地产开发项目主要为浦江镇住宅与商办项目、松江佘山北大居保障房项目和南京海玥名都苑项目等，如图表9所示。同期末建工房产拟建项目土地储备为27.23万平方米。

图表 9. 公司在建房地产开发项目情况 (截至 2016 年 9 月末)

项目名称	总建筑面积 (万 m ²)	预计总投资 (亿元)	累计投资 (亿元)	已回笼资金 (亿元)
浦江坤庭·紫郡 (浦江镇 125-4 地块)	10.36	13.09	5.29	--
浦江坤庭·枫郡 (浦江镇 125-3 地块)	16.39	23.45	7.74	--
浦江镇 125-2 地块 (商办)	6.51	19.77	1.92	--
苏州恒业铂金大厦 (苏州 2003-B-42 地块)	11.81	8.00	6.35	0.73
青浦 B1B2 地块	17.04	21.13	14.17	6.64
海玥名都苑 (南京奥体新城 B3 地块)	27.87	65.00	24.55	--
雍和府 (南京河西南部 21-11 地块)	9.20	15.36	38.07	15.79
熙华府 (南京河西南部 21-12 地块)	19.02	31.71		
周康航基地	80.78	83.88	84.16	81.85
宣桥经适房项目 (枫丹白露四期)	30.44	21.00	19.76	8.55
松江佘山北大居地块	64.62	48.54	23.81	16.36
合计	294.03	350.93	225.82	129.92

资料来源: 上海建工

作为大型建筑商, 适度发展房地产开发业务, 有利于该公司利用整体优势, 发挥产业延伸的协同效应。公司大部分项目属于保障房项目, 虽然利润空间比普通商品房的利润空间小, 但经营风险相对较小, 盈利预期及项目回款有较高保障。目前公司沉淀在房地产项目上的资金规模较大, 截至 2016 年 9 月末, 开发产品与开发成本两项科目合计为 407.40 亿元, 虽实现较大规模的现金回笼, 仍存在一定的去化压力。公司在建项目距离总投资还有 131.60 亿元的资金缺口, 面临一定的资金压力。

4. 成套设备及其他商品进出口

该公司成套设备及其他商品进出口业务由上海外经集团控股有限公司 (简称“上海外经”) 负责。上海外经主要从事海外施工承包和成套设备集成采购及贸易业务, 拥有“机电产品国际招标”、“中央投资项目招标”、“政府采购”、“工程建设项目”等四项甲级资质, 在境外民用建筑、路桥、机场、电站 (厂)、水厂、污水处理设施、农业加工工程建设和投资领域拥有品牌优势, 在上海机电设备招标业务的市场占有率基本保持在 40% 左右, 通过多年的市场开拓不仅形成了长期稳定的客户和供货企业资源。

近年, 上海外经在工程设备配套、进出口、监理、投标等业务上发挥优势, 并进一步利用母公司的资源发展自身的业务。上海外经抓住“走出去”战略的时机, 利用国内资金收购优质资源, 以投资带动境外工程总承包业务的开展, 同时开拓和巩固了境外主要市场。2012 年 9 月上海

外经出资8,000万美元成功收购了厄立特里亚国扎拉矿业公司（ZARA WINING SHARE COMPANY，简称“扎拉矿业”）60%的股权，并对矿山进行开发，预算投资6.49亿元，截至2015年末累计投资6.32亿元。2013~2015年成套设备及其他商品进出口业务收入分别为35.55亿元、37.12亿元和42.42亿元，毛利率分别为8.14%、1.65%和2.50%。2013年，主要由于上海外径下属外经控股的厄立特里亚供货二期项目的收入明显增加，且盈利空间较大，带动了成套设备及其他商品进出口业务收入和毛利率的大幅增长；2014年，上海外经的业务主要为一般的进出口业务，盈利水平回归正常；2015年收入同比增长14.28%，主要是由于太阳能电池板转出口贸易、钢材与塑料粒子出口贸易增加所致。2016年1-9月，成套设备及其他商品进出口业务实现收入36.66亿元，毛利率为3.63%。总体上看，该公司成套设备及其他商品进出口业务盈利水平低，对公司利润贡献很小。

5. 城市基础设施投资建设

该公司以市政基础设施项目投资为先导，通过逐步扩张的方式扩大区域性市场份额。目前，公司的城市基础设施投资建设主要集中在华东地区，主要采用BT、BOT及PPP运作模式。公司通过BT、BOT及PPP方式参与市政基础设施项目的投资建设，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收益。这种运作方式不仅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。公司城市基础设施投资建设业务盈利能力强，近年来收入持续增长。2013~2015年实现收入8.24亿元、12.08亿元和13.20亿元，毛利率为79.34%、84.21%和84.51%。其中，2015年公司基础设施投资业务新签合同金额为89.88亿元，主要是PPP项目，投资规模扩大，同时由于前期多个BT项目进入回购期，回购款、投资回报款均实现快速增长。

2015年该公司BT项目方面完成投资42.23亿元，同比增长21.91%，合计收到投资回报款9.33亿元，同比增长10.81%；收到回购款34.45亿元，为上年的4倍以上。截至2015年底，公司签约的BT项目中，已竣工决算项目累计实际投入金额合计161.21亿元，累计收到的投资回报款为29.59亿元，累计收到的回购款为59.08亿元。预计2016~2018年公司BT项目合计投资为218.88亿元，其中2016年计划投入51.12亿元。

BOT项目方面，该公司获得同三国道（上海段）（路现已更名为“G1501上海绕城高速公路”）的特许经营权（期限为2003年3月至2028

年2月)。2015年同三国道(上海段)主营业务收入为3.71亿元,同比增长10.45%,利润总额为1.47亿元。由于道路收费政策问题、重型卡车加剧道路磨损等原因,该项目投资回报水平未达预期,且该段高速公路已到了必须进行大修理的程度,2016年公司已将所持项目公司的全部57.75%股权作价5.4亿元转让给上海城投公路投资(集团)有限公司,提前退出该项目。

2015年,该公司新增城市基础设施建设项目2项,均以PPP模式操作,合同金额合计近90亿元。其中温州市瓯江口一期市政PPP项目合同金额85.34亿元,工期6年,包含工程费约75.34亿元、前期费额度为10亿元,工程费将在竣工后12年内等额回收,截至2016年9月末该项目已累计投资10.66亿元。

2015年6月该公司投资设立上海建工集团投资有限公司(简称“建工投资”),注册资本30亿元,作为公司基础设施投资实施平台和融资平台,主要从事基础设施投资、基础设施相关基金投资、基金管理公司及已投基金的管理及其他融资业务等。2015年12月,公司完成了城市建设产业基金的设立,计划总规模100亿元,作为公司开展基础设施产业投资业务的母基金,首期基金规模1.5亿元目前已募集完成,拟用于公司新签温州市瓯江口一期市政PPP项目。

2016年以来,该公司相继中标安吉经济开发区新型城镇化建设PPP项目(建设期不超过4年,运营期不超过10年)、都江堰市滨江新区基础设施投资建设PPP项目(项目前期费合作期为9年,其中土地整理建设期不超过3年,服务购买期6年;勘察设计建安工程费用合作期为12年,其中建设期不超过2年,服务购买期10年),投资金额分别为38.50亿元、72.00亿元。2016年7月,针对上述两项PPP项目已分别与机构投资者合作成功设立了相应的PPP产业基金,截至2016年6月末已分别累计投资5.25和4.00亿元。

截至2016年9月末,该公司已签约或运营的大型BT、BOT、PPP基础设施投资项目20个,投资金额合计332.64亿元,已累计投资202.89亿元,未来仍有较大规模的投资支出,在建基础设施投资项目情况如图表10所示。

图表 10. 公司在建基础设施投资项目情况⁴ (截至 2016 年 9 月末, 单位: 万元)

项目名称	项目金额	建设期	累计投资	回购及运营期
南昌前湖大道	187,920	2014.09-2017.02	59,333	2017.02-2019.07
宜宾大溪口至南广交通改造	62,822	2014.12-2016.12	36,010	2016.12-2020.12
温州瓯江口新区一期市政工程 PPP 项目	853,360	2015.11-2021-11	106,596	2019.12-2031.12
宜宾市翠屏岷江新区起步区基础设施及公用建设投融资建设项目	300,000	2015.01-2017.01	43,177	2017.01-2020.01
成都武侯区市政工程项目	45,000	2015.12-2017.12	7,850	2017.12-2023.05
九龙湖综合整治工程-湖体和岸线整治工程项目	20,025	2014.07-2016.03	10,708	2014.12-2022.06
南昌市青山西岸安置房工程项目	21,620	2014.07-2016.03	12,713	2016.03-2022.02
青山湖西岸新湖滨西路工程项目	14,529	2015.06-2016.09	2,264	2016.09-2022.10
合计	1,505,276	--	278,651	--

资料来源: 上海建工

预计未来, 该公司将加大对 PPP 模式的创新实践, 推进基础设施投资事业快速扩展, 并带动公司的建筑施工产业。但与此同时, 投资规模扩大将导致公司担保规模和偿债风险增大, 此外公司初涉产业基金及基金管理, 对其设立、运作、风控尚缺乏成熟的管理经验, 缺乏相应的专业人才, 存在一定的风险控制压力。

(五) 公司财务质量

普华永道中天会计师事务所有限公司、立信会计师事务所(特殊普通合伙)分别对该公司的 2013 年财务报表、2014-2015 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《企业会计准则(2006 版)》, 并根据财政部 2014 年修订及新颁布的企业会计准则进行追溯调整, 本报告中公司 2013 年财务数据即采用调整后的 2014 年期初(上年)数。

截至 2015 年末, 该公司经审计的合并口径资产总计为 1,422.00 亿元, 所有者权益为 238.02 亿元(其中归属于母公司所有者权益为 220.36 亿元); 当年度实现营业收入 1,254.31 亿元, 实现净利润 19.71 亿元(其中归属于母公司所有者的净利润 18.71 亿元), 经营活动产生的现金流量净额为 87.54 亿元。截至 2016 年 9 月末, 公司未经审计的合并口径资产总计为 1,585.95 亿元, 所有者权益为 299.23 亿元(其中归属于母公司所有者权益为 226.34 亿元); 2016 年 1-9 月实现营业收入 877.16 亿元, 实现净利润 17.10 亿元(其中归属于母公司所有者的净利润 16.56 亿元),

⁴ 暂未包含安吉经济开发区新型城镇化建设 PPP 项目及都江堰市滨江新区基础设施投资建设 PPP 项目。

经营活动产生的现金流量净额为-125.26 亿元。

截至 2015 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 224 家，较上年末增加 25 家，其中非同一控制、同一控制下的企业合并分别为 4 家、6 家，新设子公司 22 家，减少子公司 7 家，上述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。

近年来，该公司营业收入持续增长，虽然期间费用的大幅增长一定程度上削弱了其盈利能力，但公司除成套设备及其他商品进出口业务之外各业务板块毛利率持续小幅提升，盈利水平得以维持。由于公司加大房产和城市基础设施项目的投入，经营性现金流弱化，但公司货币资金充裕，对即期债务的偿付保障程度很高。

六、公司财务分析

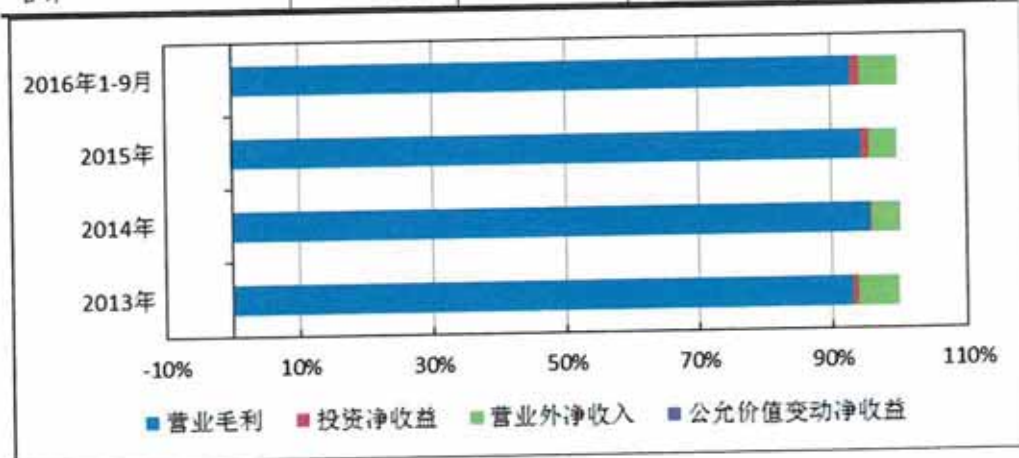
（一）公司盈利能力

该公司盈利主要来源于建筑施工主业，近年来材料成本下降带动主业盈利水平略有上升，且盈利水平高的基础设施建设投资业务随着多项 BT 项目进入回购期收入持续增长，公司综合盈利能力有所提升，整体经营效益较好。但近年公司期间费用快速增长，应收款项坏账风险提高，对利润造成一定程度的侵蚀。

该公司盈利主要来源于主业毛利（如图表 11 所示）。近年来公司毛利增长较为稳定，2013~2015 年，营业毛利分别为 78.99 亿元、98.11 亿元和 113.15 亿元，同比分别增长 31.24%、24.21% 和 15.33%。近年来，因建筑施工业务的原材料价格下滑、房产开发业务毛利率水平进一步提高以及多项 BT 项目进入回购期，公司整体盈利能力持续增强，2013~2015 年综合毛利率分别为 7.68%、8.49% 和 9.02%。分业务看，除成套设备及其他商品进出口业务的毛利率有所波动外，其他各项业务毛利率近年来均呈小幅提升趋势。其中，建筑施工业务和建筑工业业务受益于原材料价格下降毛利率逐年提升，2013~2015 年，建筑施工业务毛利率分别为 5.98%、6.73% 和 6.85%；建筑工业业务毛利率分别为 11.68%、12.47% 和 15.41%。近年来，公司房产开发业务因结转的项目中毛利率较低的保障房项目占比有所下降毛利率实现逐年提升，2013~2015 年分别为 21.80%、22.28% 和 28.94%。城市基础设施投资建设业务毛利率高，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，2013~2015 年分别为 79.34%、84.21% 和 84.51%。

图表 11. 公司盈利来源及构成分析 (单位: 亿元)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-9 月
营业毛利	78.99	98.11	113.15	71.09
投资净收益	0.72	0.33	1.34	1.06
营业外净收入	5.27	4.02	4.98	4.46
公允价值变动净收益	-0.00	0.14	-0.36	-0.04
合计	84.98	102.60	119.11	76.58



注: 根据上海建工提供的资料绘制

该公司期间费用率、资产减值损失近年来不断上升,在一定程度上削弱了公司的盈利能力。2013~2015 年公司期间费用分别为 38.69 亿元、50.75 亿元和 60.89 亿元,期间费用率分别为 3.76%、4.39%和 4.85%。其中,管理费用占比最高,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,2013-2015 年分别为 32.75 亿元、42.22 亿元和 49.44 亿元。公司债务规模逐年增大,财务费用大幅增加,由 2013 年的 2.44 亿元增至 2015 年的 8.40 亿元。2013~2015 年公司资产减值损失分别为 1.39 亿元、0.94 亿元和 4.43 亿元,其中 2015 年较上年大幅增加 3.49 亿元,主要是部分应收账款账龄增加,公司相应计提的坏账准备规模扩大。

该公司的盈利主要来源于营业毛利。公司投资收益规模较小,主要来自参股公司的权益变动,对盈利影响不大。此外,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、拆迁补偿收入和同三高速借款利息补贴款等,对盈利形成较好的补充,2013-2015 年营业外净收入分别为 5.27 亿元、4.02 亿元和 4.98 亿元。

2013-2015 年,该公司净利润分别为 16.73 亿元、18.70 亿元和 19.71 亿元,净利润率分别为 1.63%、1.62%和 1.57%。从资产获利能力来看,作为一家大型的建筑企业集团,公司资产规模庞大,经营环节存货、应

收账款等科目涉及的资金量大，因此公司总资产报酬率处于一般水平，2013-2015年分别为2.94%、2.97%和2.86%。但公司净资产收益率处于良好水平，2013-2015年分别为12.14%、10.96%和9.13%。

2016年1~9月，该公司毛利水平有所下降，期间费用率有所上升，但因营改增的减税效应，盈利水平不降反增。当期，公司实现毛利71.09亿元，综合毛利率为8.11%，较上年同期下降0.68个百分点；期间费用合计49.74亿元，期间费用率为5.67%，较上年同期提升0.79个百分点；公司营业税金及附加同比大幅减少78.32%至3.79亿元，导致公司当期净利润同比增长15.75%至17.10亿元。

（二）公司偿债能力

该公司负债经营程度较高，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因房产开发及基础设施投资项目回收期较长有所波动，但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。

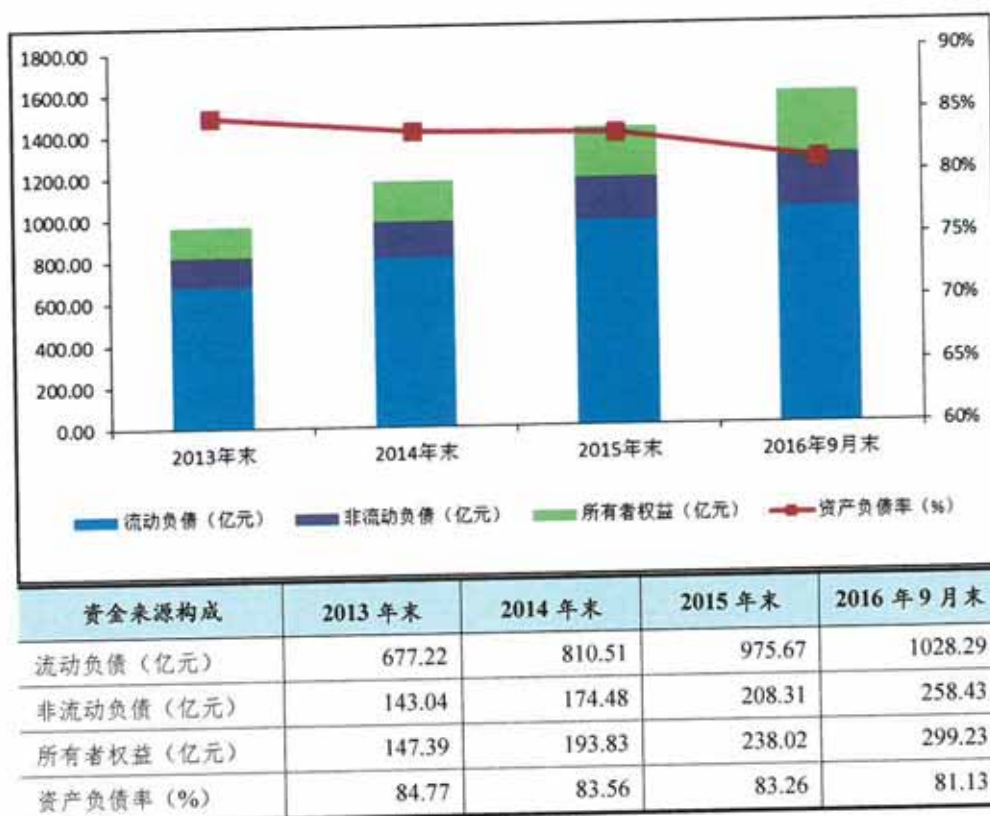
1. 债务分析

（1）债务结构

近年来，该公司业务量增长较快，债务规模呈快速增长态势，2013-2015年末及2016年9月末负债总额分别为820.26亿元、984.99亿元、1,183.98亿元和1,286.72亿元。虽然随着公司自身经营积累的增加，以及2014年非公开发行股票完成（募集资金净额39.44亿元）、2016年设立的产业基金子公司吸收机构投资者投资（9月末少数股东权益较年初增加55.22亿元），公司资本实力得到增强，财务杠杆有所下降，但负债经营程度仍然较高。2013-2015年末及2016年9月末，公司资产负债率分别为84.77%、83.56%、83.26%和81.13%。2016年10月，公司2016年度非公开发行股份获得证监会审核通过，募集资金不超过13.24亿元，公司资本实力将得到进一步提升。

该公司承接大型工程项目偏多，其施工周期较长，预收账款构成流动负债的主要成分，从而导致公司财务杠杆保持偏高水平，流动负债比例较高，但由于公司施工质量优良，历年来无重大安全、质量事故，预收账款结转收入确定性强，形成实质性负债概率较低。2013-2015年末公司预收账款在负债总额中占比高达35%-40%，未来随着承建项目大型化、业务规模扩大化，预收款项将继续增长并长期滚动存在，将使公司财务杠杆保持偏高水平。

图表 12. 公司财务杠杆水平变化趋势



资料来源：根据上海建工所提供资料整理、绘制。

该公司负债以流动负债为主，2015 年末达 975.67 亿元，占负债总额的 82.41%，长短期债务比为 21.35%。流动负债中，由短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成的短期刚性债务占比很低，2015 年末为 111.21 亿元，仅占流动负债的 11.40%；预收款项 2015 年末余额为 429.63 亿元，占流动负债的 44.03%，主要为已结算尚未完工款、预收工程款和预收房产销售款；此外主要为应付账款和其他应付款，分别占当年末流动负债的 24.53%和 16.43%，应付账款主要为购买建筑施工业务所需的材料款以及分包工程款，其他应付款主要为房源预定款、关联方往来款和分包商交的履约保证金。2016 年 9 月末，公司流动负债为 1028.29 亿元，较年初增加 52.62 亿元，其中短期刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款分别较年初增加 8.99 亿元、38.76 亿元、38.51 亿元和-11.28 亿元，应交税费较年初减少 20.84 亿元至 10.29 亿元。

该公司非流动负债主要由长期刚性债务和递延所得税负债组成。长期刚性债务占比较大，2015 年末为 186.32 亿元，占非流动负债的 89.45%，其中长期借款和应付债券分别为 125.53 亿元和 60.80 亿元。2015 年公司发行中期票据及境外美元债券，发行金额总计 40.80 亿元，导致应付债券余额较上年末大幅增长 89.99%。2016 年 9 月末，公司非流动负债为 258.43

亿元，较年初大幅增加50.12亿元，主要系长期借款大幅增加69.56亿元导致。

除股权融资外，该公司的融资以银行借款及应付债券为主。2015年末，公司刚性债务为297.53亿元，占公司总负债的25.13%。2016年9月末，公司增加了长期借款的融资规模，刚性债务总额上升至356.84亿元，其中长期刚性债务为236.64亿元，占比为66.36%，较上年末提升3.69个百分点。总体而言，公司刚性债务在负债总额中占比较小，且偏向长期，即期偿付压力相对较小。

图表 13. 公司刚性债务构成分析



资料来源：根据上海建工所提供资料整理、绘制。

(2) 公司借款情况

该公司银行借款以长期借款为主，主要用于房产开发项目及基础设施投资项目，短期借款则主要用于满足日常经营所需的营运资金需求。2016年9月末公司银行借款余额为263.42亿元，其中，短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款分别为44.43亿元、23.90亿元和195.09亿元。从借款的类型看，2016年9月末公司银行借款类型主要为保证借款和抵押借款，占比分别为26.12%和24.69%。

图 表 14. 2016 年 9 月 末 公 司 银 行 借 款 情 况 (单 位: 亿 元)

借款类别	短期借款	长期借款(含一年内到期的长期借款)	合计	占比
信用借款	11.26	16.47	27.72	10.52%
保证借款	8.52	60.29	68.81	26.12%
抵押借款	0.00	65.05	65.05	24.69%
质押借款	0.34	8.31	8.65	3.28%
抵押加保证借款	0.00	9.48	9.48	3.60%
质押加保证借款	0.00	57.28	57.28	21.75%
其他	24.32	2.10	26.42	10.03%
合 计	44.43	218.99	263.42	100.00%

资料来源:上海建工

(3) 或有事项

该公司子公司上海市基础工程集团有限公司(以下简称“基础公司”)2007年为完成太原市火炬桥桥梁及两侧立交道路工程与太原市城市建设管理中心(以下简称“建管中心”)签订施工合同,该工程已于2010年竣工并于2011年竣工结算,建管中心目前尚未支付工程款(含保修金)6,648.39万元。2015年1月,基础公司向上海市第二中级人民法院提起诉讼,要求建管中心归还所欠工程款及逾期付款违约金合计10,000.39万元,同时,根据《太原市城市基础设施建设项目委托建设框架协议》、《太原市城市基础设施项目委托建设三方协议》,追加太原市龙城发展投资有限公司(以下简称龙城公司)及太原市财政局为本案被告。2015年2月龙城公司向基础公司支付了500.00万元,本案仍在一审审理中,因管辖权异议,本案于2015年3月5日移送至山西省高级人民法院审理。截止2016年9月末,基础公司账面“应收账款”余额6,140.94万元,计提坏账准备307.05元。

该公司子公司建工房产为部分采取银行按揭(抵押贷款)方式购房的客户的购房抵押贷款提供阶段性连带责任保证担保,该担保责任在购房客户办理完毕房屋所有权证并办妥房产抵押登记手续后解除。截至2016年9月末提供该项对外担保余额为34.99亿元。此外,子公司华建厂为采取银行按揭方式购置建筑机械设备的客户提供担保,截至2016年6月末对外担保余额为0.67亿元。上述两项担保与公司业务经营模式密切相关,风险可控,且对外担保余额相对较小,对公司财务质量的影响较小。除上述两项担保以外,截至2016年9月末,公司无其他对外担保事项。

(4) 公司过往债务履约情况

根据该公司提供的《企业基本信用信息报告》所载，截至2016年11月28日，公司债务无违约情况发生。

2. 现金流分析

受房地产开发项目、城市基础设施投资建设项目周期较长的影响，该公司主业现金回笼情况有所波动。2013~2015年及2016年1~9月公司营业收入现金率分别为97.96%、90.16%、102.36%和112.16%。2015年公司房地产开发业务现金回笼情况较好，且公司票据结算减少，营业收入现金率较上年同期提升12.20个百分点。

2013~2015年，该公司经营性现金净流入量分别为22.27亿元、-10.58亿元和87.54亿元（如图表15所示）。2013年因BT项目投入增多，经营性现金净流入比上年明显减少；2014年公司加大了对房地产开发项目的投入和施工业务采购材料的支出增多，当年度经营性现金流呈净流出状态；2015年因主业收现明显改善，以及多个BT项目相继进入回购期，经营性现金恢复净流入，且净流入规模大幅增加。

近几年该公司为满足业务发展需要，持续提升市场竞争能力，一方面增加了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，投资性现金流保持净流出。2013~2015年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-7.77亿元、-51.73亿元和-45.75亿元。2014年，公司及其所属子公司收购子公司股权增加，购买的理财产品较多，其中收购南京奥和股权支付35.16亿元，当年度投资活动产生的现金净流出额明显增加；2015年，除固定资产购置支出以及收购子公司股权外，因投资美国纽约MIMA ONE高端住宅项目，投资性现金流保持较大规模净流出。

2013~2015年该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为8.86亿元、101.53亿元和26.24亿元。其中，2014年公司非公开发行股票募集资金39.47亿元，同时子公司借款增加，筹资活动产生的现金流量净额比上年显著增大。

图表 15. 公司现金流量分析



资料来源：根据上海建工所提供资料整理、绘制。

2016年以来，该公司房地产及工程项目施工及城市基础设施投资建设业务集中投入规模较大，且往来款支出规模增加，导致经营性现金流出现较大规模净流出，1-9月，公司经营性现金净流出125.26亿元，较上年同期大幅增长242.75%。同期，投资性现金净流出8.60亿元，主要为固定资产投资支出；筹资性现金净流入高达94.82亿元，主要因公司大幅增加银行借款规模，且所设产业基金子公司吸收投资逾50亿元所致；

2013~2015年，该公司EBITDA分别为38.13亿元、44.11亿元和48.99亿元，由于刚性债务规模快速增长，EBITDA对刚性债务的覆盖程度有所下降。2015年，随着经营性现金恢复大规模净流入，公司经营活动产生的现金净流入与刚性债务的比率和与负债总额的比率明显提升，如图表16所示。

图表 16. 公司 2013 年以来经营性现金流对债务的覆盖情况 (%)

指标名称	2013年	2014年	2015年
EBITDA/利息支出(倍)	4.68	3.73	3.43
EBITDA/刚性债务(倍)	0.23	0.20	0.17
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	13.41	-4.73	31.06
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	2.93	-1.17	8.07

注：根据上海建工提供的数据计算

3. 资产质量分析

该公司自成立以来，实现了良好的经营积累，资本实力逐步增强，资产规模逐年扩大。2014年公司非公开发行股票募集资金净额39.44亿元，资本实力进一步提升。2015年末，公司资产总额为1,422.00亿元；因发行的20亿元永续债计入其他权益工具，且持有可供出售金融资产持续升值，股东权益增加至238.02亿元，其中归属于母公司股东权益合计为220.36亿元。

从资产结构看，该公司资产以流动资产为主，2015年末流动资产和非流动资产的比重分别为78.25%和21.75%。由于流动负债规模大，公司资产流动性不强，2015年末流动比率和速动比率分别为114.05%和61.80%。公司应收账款周转率呈下降态势，2013~2015年分别为9.87次/年、9.51次/年和8.82次/年；存货的周转速度受房地产开发项目周期性影响呈下降态势，2013~2015年存货周转率分别为3.14次/年、2.88次/年和2.53次/年。总体看公司资产流动性一般。

图表 17. 公司核心资产分布及变化趋势（亿元，%）

项目	2013 年末		2014 年末		2015 年末		2016 年 9 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币现金	272.87	28.20	317.77	26.96	388.20	27.30	349.70	22.05
应收账款及应收票据	129.72	13.41	139.32	11.82	172.78	12.15	162.32	10.24
其他应收款	18.30	1.89	42.09	3.57	25.19	1.77	47.17	2.97
长期应收款	79.47	8.21	102.47	8.69	113.42	7.98	135.96	8.57
固定资产	56.64	5.85	58.16	4.93	66.72	4.69	67.15	4.23
在建工程	4.96	0.51	8.44	0.72	30.21	2.12	33.67	2.12
无形资产	30.78	3.18	30.95	2.63	34.89	2.45	21.68	1.37

注 1：根据上海建工所提供资料整理；注 2：各类资产的占比为在资产总额中所占比例。

从流动资产构成情况看，该公司流动资产主要由货币现金、应收账款和存货构成，2015年末所占比重分别为34.89%、14.27%和43.91%。其中，应收账款为158.82亿元，账期在一年以内的款项占应收账款账面余额的83.05%，公司应收账款已按组合计提坏账准备，坏账风险较小；存货余额为488.63亿元，其中已完工尚未结算的工程款为184.69亿元，房产开发成本为229.47亿元，房产开发产品为44.34亿元；货币资金余额为388.20亿元，使用受限的资金余额为5.88亿元，较大规模的货币资金存量，能够满足日常资金周转、随时支付工程招投标及质量保证金和偿付即期债务需要。2015年末公司现金比率为40.19%，实际即期付现能力很强。

从非流动资产构成情况看，2015年末该公司长期应收款为113.42亿元，占非流动资产的36.68%，绝大部分为尚未结束回购或在建的城市基础设施建设项目；固定资产为66.72亿元，占非流动资产的21.58%，主要为房屋及建筑物和施工机械，成新率分别为80.37%和40.99%；无形资产为34.89亿元，占非流动资产的11.28%，其中同三国道（上海段）高速公路特许经营权账面净值为13.12亿元，土地使用权10.09亿元，矿产资源开采权7.32亿元；可供出售金融资产为29.49亿元，主要为上市公司股票。

2016年以来，该公司房地产业务及工程项目大量开工，城市基础设施投资项目逐渐进入施工高峰期，经营性现金流呈较大规模净流出，2016年9月末，货币资金比年初减少38.50亿元，现金比率降低至34.11%，但仍处于较高水平。同期末，公司存货较年初大幅增加160.08亿元，其中房产开发成本较年初大幅增加146.53亿元，已完工尚未结算的工程款较年初增加21.65亿元；公司增加了土地预付款及企业间往来款支出规模，同期末，预付账款及其他应收款分别较年初增加17.90亿元和21.98亿元；一年内到期的非流动资产较年初减少10.27亿元至4.40亿元，系收到BT项目回购款所致；长期应收款较年初增加22.54亿元，主要因城市基础设施投资项目投入增加所致；因同三国道（上海段）BOT项目退出，无形资产较年初减少13.21亿元，此外，投资性房地产较年初增加7.05亿元，主要从存货-开发成本中转入。公司其他资产科目与年初相比变化不大。2016年9月末公司资产总额为1,585.95亿元，较2015年末增加11.53%。流动比率为121.98%，较年初提升7.93个百分点。

总体看，该公司货币资金储备较为充裕，能为即期债务的偿还提供良好保障。同时，也需关注到公司的房地产开发及城市基础设施投资建设业务沉淀了大量资金，导致资产周转速度慢，资产利用率较低。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司具有较强的技术研发实力和很强的专业技术团队，施工技术含量高，并拥有丰富的建筑施工管理经验，在行业拥有显著的品牌优势。公司产业链完整，在业内的综合竞争优势显著。

1. 技术优势

该公司长期从事建筑工程施工，具有较强的技术研发实力和很强的专业技术人员团队。公司设有国家级企业技术中心及博士后工作站，并拥有中国工程院院士、设计大师等享受国务院津贴的一批行业精英，组成了一批具有国际水平的专业团队。

在有力的技术创新和研发实力的支持下，目前该公司的多种施工技术在国内处于领先水平。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、机电设备施安装、港口船坞施工、轨道交通施工等多个领域形成了独特的竞争优势，并拥有所有相关领域的设计、施工最高资质。

2. 品牌优势

该公司综合实力较雄厚、规模较大、施工技术含量较高。近年来，公司在立足上海高端建筑行业市场的同时，充分进行地域结构调整和重点项目结构调整，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，在行业内树立了“上海建工”品牌的良好市场形象和社会口碑。公司业务承接量持续增加，并且承接了大量大中型城市的地标性项目，由于该类项目的投资方大多为当地政府或资金实力雄厚的大型企业，因此该类项目的承接不但能进一步体现公司的技术实力，还能保障项目资金的回笼，体现出公司较强的竞争优势。

3. 产业链优势

经过多轮资本运作，该公司已初步形成由设计咨询、投资、房产开发、建安施工、建筑材料、制造加工等环节组成的纵向产业链，业务覆盖房屋建筑、隧道、桥梁、铁路、公路、港口、风景园林、工业设施等领域。公司产业链较完整，在业内的综合竞争优势显著。

4. 管理优势

该公司在一系列重大工程和各种类型总承包项目的实施中，形成了适应性强、管控有效的管理特色。公司对项目的管理比较细致，对项目过程的管控比较严格，在项目的质量、安全、成本等控制方面有一套较为完整的制度，履约能力强。

（二）外部支持

该公司可从控股股东建工总公司处获得融资方面的大力支持。2015年末建工总公司为公司及子公司提供的担保总额为252.22亿元，其中：借款担保余额为11.52亿元，履约担保余额为62.23亿元；内保外贷担保、银行承兑汇票担保和按揭担保等各类担保余额合计为178.47亿元。

此外，该公司得到了各家银行的信贷支持。公司具有较好的偿债信用记录，已与多家商业银行建立了良好的、长期的合作关系，拥有较大的授信额度。截至2016年9月末，公司合并口径已获得商业银行授信总额为1912.76亿元，其中尚未使用的授信余额为1524.77亿元。

八、本次债券偿付保障分析

（一）盈利保障分析

该公司建筑、承包、设计、施工主业盈利能力较为稳定，近年来收入与毛利持续增长。公司房地产业务发展良好，盈利贡献度持续提升，城市基础设施投资建设业务的毛利率水平高，成为近年来公司新的利润增长点，两项业务对公司盈利水平提供良好支撑。2013~2015年及2016年1-9月，公司利润总额分别为21.74亿元、24.22亿元、25.87亿元和22.92亿元，盈利水平逐年增强。

（二）偿债资金来源保障分析

该公司建筑施工主业因承接大型工程项目偏多，采用预收款方式结算，基本不存在回款压力，经营性现金流入情况较好，2013~2015年，经营活动现金流入分别为1,072.16亿元、1,086.94亿元和1,368.36亿元，近年来房产开发及基础设施投资支出规模较大，但2015年随着项目进入回购期，经营活动现金净流量有所好转，2013~2015年经营活动现金净流量分别为22.27亿元、-10.58亿元和87.54亿元，良好的经营性现金流情况可为债务偿付提供现金流支撑。

此外，该公司与多家商业银行建立了良好合作关系，并已在公开市场发行多期债券，且作为上市公司，整体融资渠道畅通。公司货币资金储备较为充裕，2016年9月末高达349.70亿元，可为即期债务的偿还提供良好支撑。

九、结论

该公司为上海市国资委实际控制的上市公司。公司按照有关法律法规的要求，不断完善治理结构，在资产、业务、人员、机构和财务方面与控股股东保持着应有的独立性。公司组织机构设置合理，职能分工明确，并建立了较完善的内部管理体系，各项制度执行情况较好，经营管理较为规范。公司管理层素质高，员工队伍相对稳定，技术力量雄厚，能够满足目前业务发展需要。

近年来，国内固定资产投资增速放缓，建筑施工行业面临较大的经营压力，但钢铁和水泥等建筑材料价格下降使行业成本压力有所减轻。近期，国家为稳定经济发展，推出了多项重点工程建设规划，持续增长的基建投资为建筑行业提供良好的外部环境。但现阶段建筑行业产业结构不合理，同时面临原材料价格波动、人工成本上升等因素的影响，建筑企业仍面临一定的经营压力。房产开发方面，虽然近期房地产政策转为宽松，库存压力大的格局依然明显，房地产开发企业仍存在一定的经营压力。

经过多轮资本运作，该公司已初步形成了由设计咨询、投资、房产开发、建安施工、建筑材料、制造加工等环节组成的纵向产业链，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较强的竞争优势。公司现已积累了丰富的施工经验，施工质量较高，合同承接量呈逐年上升趋势，总体经营状况良好。

该公司负债经营程度较高，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，即期偿付压力较小。公司经营性现金流状况受房产开发项目、城市基础设施投资建设项目周期较长的影响有所波动，但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。公司后续房产开发及基础设施投资项目资金需求规模大，预计债务规模将继续扩张。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后2个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

本评级机构将持续关注发行人的相关状况及包括递延支付利息选择权在内的可续期债券下设特殊条款，在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

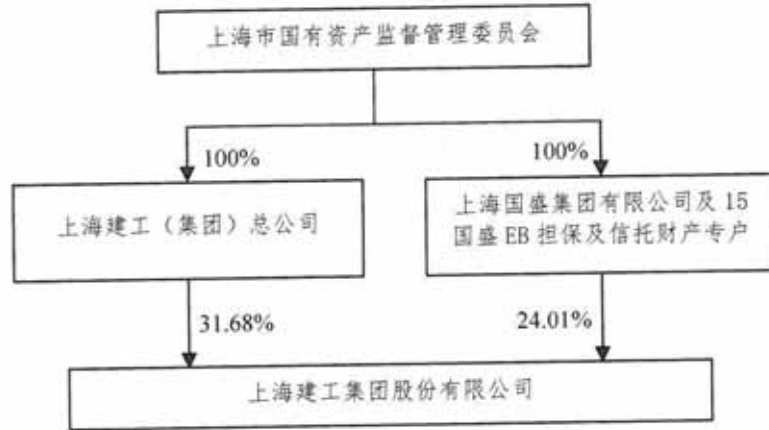
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具5个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

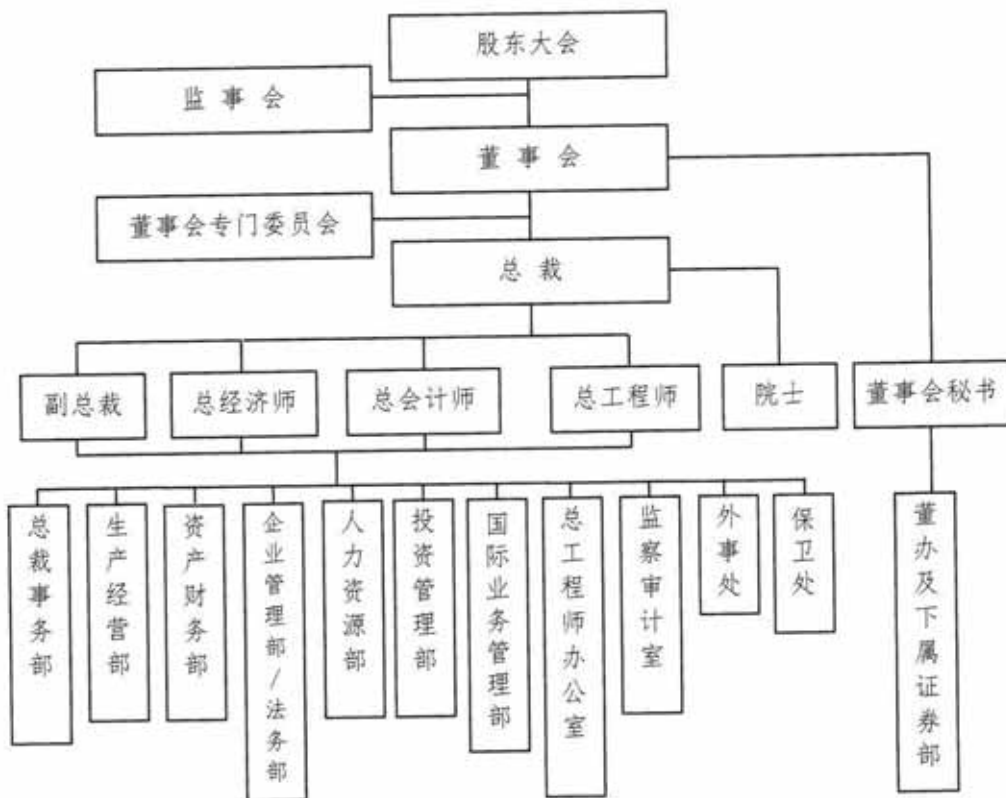
公司与实际控制人关系图



注：根据上海建工提供的资料绘制（截至2016年9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2016年9月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2015年(末) 主要财务数据 (亿元)					备注
					刚性债务余额 (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)	
上海同三高速公路有限公司		同三公司	57.75	城市基础设施投资建设	2.15	9.98	3.71	1.17	2.45	
上海建工一建集团有限公司		一建集团	100.00	建筑施工	4.84	9.49	154.23	1.30	3.23	
上海建工二建集团有限公司		二建集团	100.00	建筑施工	4.41	8.13	127.29	1.12	3.72	
上海建工四建集团有限公司		四建集团	100.00	建筑施工	0.29	10.63	127.13	2.11	4.56	
上海建工五建集团有限公司		五建集团	100.00	建筑施工	7.36	7.60	116.52	0.79	1.72	
上海建工七建集团有限公司		七建集团	100.00	建筑施工	4.52	8.93	157.66	1.39	2.76	
上海市建筑装饰工程集团有限公司		装饰集团	100.00	建筑施工	2.74	4.00	30.63	0.84	0.35	
上海市建筑设计研究院有限公司		建筑设计院	100.00	建筑施工	0.00	1.24	2.64	0.22	0.04	
上海市安装工程集团有限公司		安装公司	100.00	建筑施工	0.78	6.27	84.43	0.69	0.77	
上海市基础工程集团有限公司		基础公司	100.00	建筑施工	0.32	5.59	49.87	1.15	2.29	
上海市机械施工集团有限公司		机施集团	100.00	建筑施工	6.58	6.95	52.51	0.62	5.33	

名称		母公司持股比例 (%)	主营业务	2015年(末)主要财务数据(亿元)					备注
				刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金流量净流量(亿元)	
全称	简称								
上海建工材料工程有限公司	材料公司	100.00	建筑行业	20.15	22.08	72.18	3.20	9.47	
上海园林(集团)有限公司	园林公司	100.00	建筑施工	0.02	3.03	38.72	0.62	0.80	
上海建工房产有限公司	建工房产	100.00	房产开发	114.08	27.54	60.00	2.34	26.83	
上海华东建筑机械厂有限公司	华建厂	100.00	建筑行业	3.01	0.92	2.18	-0.75	-0.27	
上海新晃空调设备股份有限公司	新晃空调	50.00	生产、销售、空调设备	0.00	3.43	4.25	0.30	0.28	
上海市政工程设计研究院(集团)有限公司	市政公司	100.00	设计、咨询	0.00	24.01	53.80	2.83	8.21	
上海外经集团控股有限公司	上海外经	100.00	劳务派遣, 成套设备进出口	14.86	8.36	48.92	0.52	-0.02	
上海建工集团投资有限公司	建工投资	100.00	投资管理	0.00	5.82	0.00	-0.10	1.00	

注: 根据上海建工提供的资料整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 前三季度
资产总额 [亿元]	967.64	1,178.82	1,422.00	1,585.95
货币资金 [亿元]	272.87	317.77	388.20	349.70
刚性债务[亿元]	181.02	266.12	297.53	356.84
所有者权益 [亿元]	147.39	193.83	238.02	299.23
营业收入[亿元]	1,028.92	1,155.28	1,254.31	877.16
净利润 [亿元]	16.73	18.70	19.71	17.10
EBITDA[亿元]	38.13	44.11	48.99	34.92
经营性现金净流入量[亿元]	22.27	-10.58	87.54	-125.26
投资性现金净流入量[亿元]	-7.77	-51.73	-45.75	-8.60
资产负债率[%]	84.77	83.56	83.26	81.13
长期资本固定化比率[%]	69.48	64.02	69.28	59.46
权益资本与刚性债务比率[%]	81.42	72.84	80.00	83.85
流动比率[%]	113.09	116.35	114.05	121.98
速动比率 [%]	63.65	63.24	61.80	55.10
现金比率[%]	40.63	39.79	40.19	34.11
利息保障倍数[倍]	3.24	2.70	2.61	2.69
有形净值债务率[%]	721.39	616.00	591.39	468.51
营运资金与非流动负债比率[%]	61.98	75.95	65.82	87.47
担保比率[%]	4.98	10.75	7.94	—
应收账款周转速度[次]	9.87	9.51	8.82	—
存货周转速度[次]	3.14	2.88	2.53	—
固定资产周转速度[次]	19.02	20.13	20.09	—
总资产周转速度[次]	1.15	1.08	0.96	—
毛利率[%]	7.68	8.49	9.02	8.11
营业利润率[%]	1.60	1.75	1.67	2.10
总资产报酬率[%]	2.94	2.97	2.86	—
净资产收益率[%]	12.14	10.96	9.13	—
净资产收益率*[%]	12.80	11.32	9.30	—
营业收入现金率[%]	97.96	90.16	102.36	112.16
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.51	-1.42	9.80	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.93	-1.17	8.07	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	2.28	-8.38	4.68	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	1.91	-6.90	3.85	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.68	3.73	3.43	3.42
EBITDA/刚性债务[倍]	0.23	0.20	0.17	—

注：表中数据依据上海建经审计的 2013~2015 年度及未经审计的 2016 年前三季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/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%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(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)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(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

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C级	发行人不能偿还债务

注：除AAA、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。