



# 信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪004号

## 上海浦东路桥建设股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“上海浦东路桥建设股份有限公司2011年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AA，维持本次发债主体信用等级为AA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一四年四月二日

## 上海浦东路桥建设股份有限公司 2011 年公司债券跟踪评级报告（2014）

|        |                       |    |         |
|--------|-----------------------|----|---------|
| 发行主体   | 上海浦东路桥建设股份有限公司        |    |         |
| 发行规模   | 人民币 7 亿元              |    |         |
| 存续期限   | 2011/10/24-2016/10/23 |    |         |
| 上次评级时间 | 2013/04/22            |    |         |
| 上次评级结果 | 债项级别                  | AA | 评级展望：稳定 |
|        | 主体级别                  | AA |         |
| 跟踪评级结果 | 债项级别                  | AA | 评级展望：稳定 |
|        | 主体级别                  | AA |         |

### 概况数据

| 浦东建设           | 2011   | 2012   | 2013   |
|----------------|--------|--------|--------|
| 所有者权益（亿元）      | 42.88  | 47.41  | 65.14  |
| 总资产（亿元）        | 131.04 | 131.69 | 143.61 |
| 总债务（亿元）        | 59.54  | 55.22  | 51.71  |
| 营业总收入（亿元）      | 11.42  | 12.08  | 19.44  |
| 营业毛利率（%）       | 16.09  | 48.52  | 46.32  |
| EBITDA（亿元）     | 7.74   | 12.23  | 13.94  |
| 所有者权益收益率（%）    | 7.67   | 13.44  | 12.60  |
| 资产负债率（%）       | 67.28  | 64.00  | 54.64  |
| 总债务/EBITDA（X）  | 7.69   | 4.52   | 3.71   |
| EBITDA 利息倍数（X） | 2.24   | 3.05   | 3.98   |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、浦东建设 2011 年末财务数据采取 2012 年财务报告的期初重述数。

### 基本观点

上海浦东路桥建设股份有限公司（以下简称“浦东建设”或“公司”）获取项目的能力较强，进入 BT 回购项目的增加可使公司获得相对稳定的投资收益，回购资金也成为公司资金补充的有效来源之一；浦东新区经济和财政实力持续增长则为公司项目回购提供了良好的保障。浦东新区在未来几年仍将处于较高强度的基础设施建设的投入阶段，为公司业务发展带来了较好的机遇，并且 2013 年公司还通过非公开增发进一步增强了资本实力，也为其后续业务扩展提供了有力支撑。同时中诚信证评也关注到公司业务受地方政府政策和信用状况影响较大、目前项目区域集中度仍较高等因素可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

中诚信证评维持“上海浦东路桥建设股份有限公司 2011 年公司债券”信用级别为 **AA**，维持浦东建设主体信用等级 **AA**，评级展望为稳定。

### 正 面

- 区域市场发展前景看好。浦东新区在未来几年仍将处于较高强度的基础设施建设的投入阶段，基于在市政道路工程领域的品牌优势和大股东浦发集团的资源优势，公司面临良好的发展机遇。
- 公司 BT 项目的回购有保障。浦东新区系上海市经济发展的龙头，其不断增长的经济和财政实力为公司项目的回购提供了良好的保障，公司收益安全性保障高。
- 自有资本实力得到增强。2013 年公司通过非公开增发股票募集资金 13.85 亿元，自有资本实力得到进一步增强，也为其后续项目投资提供了有力支撑。
- 盈利规模保持增长，财务结构趋稳，整体偿债能力较强。公司财务结构趋于稳健，现金流状况良好，同时 2013 年盈利规模继续提升，能为偿还债务本息提供较好的保障。

### 分 析 师

刘 兰 lanlu@ccxr.com.cn

折 立 lshe@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014 年 4 月 2 日

## 关 注

- 业务受地方政策影响较大。市政基础设施项目的实施由所在地产业政策及发展规划等决定，公司项目的承接和项目的连贯性受政策调整等的影响较大。
- 项目区域集中度较高。公司主要立足于上海浦东新区城市建设，项目主要位于浦东新区，在长三角以外地区的业务布局进程比较缓慢，项目的区域集中度较高。
- 重大资产重组的进展及整合风险。公司正推进对浦建集团的并购重组，拟于 2014 年内完成，其实际进展情况及重组后带来的业务、资产、管理等方面的整合风险值得关注。

## 重大事项

非公开增发。2013年1月10日，中国证监会核发《关于核准上海浦东路桥建设股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2013]24号），核准公司非公开发行不超过19,480万股新股。2013年2月公司面向特定对象非公开发行A股19,480万股，募集资金总额为138,503万元，扣除相关费用后实际募集资金净额为134,170万元。2013年4月15日，公司完成注册资本工商变更登记手续，注册资本由49,824万元变更为69,304万元。

重大资产重组。2013年8月公司董事会审议通过了采取支付现金的方式购买浦发集团持有的浦建集团100%的股权，标的资产的预估值为31,583.82万元。浦建集团目前主营业务包括房屋、公共建筑、路桥及轨道基建、装饰、垃圾处理及河道等环保工程；通过本次交易，浦发集团将建设工程施工业务注入公司，将充分整合公司与浦建集团所从事的工程施工业务，使公司施工资质在现有基础上进一步完善。目前上述交易正在进行中，拟于2014年完成。

## 基本分析

公司系浦东新区国资委旗下路桥施工的骨干企业，主要业务为市政公用工程BT项目投资、路桥工程施工、沥青砼及相关产品生产销售和环保产业。公司从事BT项目建设已十余年，实践经验丰富，逐步形成了较为成熟的基础设施投融资施工管理一体化运作模式。大型BT项目在施工期间可为公司带来较高毛利的施工业务收入和产品销售收入，工程结算时可贡献一次性审价差（工程管理收入），而进入回购期后将带来一定期间持续的投资收益。

2013年公司实现营业收入19.44亿元，其中路桥施工工程项目营业收入18.18亿元，占比达93.53%，沥青砼及相关产品生产销售和环保产业收入合计占比为6.03%。公司路桥施工营业收入中的项目工程管理收入占比达44.37%，施工业务收入中大部分也来自于BT项目工程，并且2013年BT项目投资收益占利润比重为52.47%，公司正逐步转型成为以基础设施投融资和施工总承包为核心业务、以沥青摊铺、工程技术研发为支撑业务的发展格局。

浦东新区为上海市经济发展的龙头，其不断增长的经济和财政实力为公司项目的回购提供了良好的保障，公司收益安全性保障较高

公司在浦东新区基础设施投资领域具有较高的市场占有率。浦东新区是上海市经济发展的龙头，自1990年国家决定实施开发浦东的战略以后，浦东新区围绕上海市政府制定的“开发浦东、振兴上海、服务全国、面向世界”的开发方针，在产业转移和升级、转变经济发展方式和推动制度创新方面发挥了巨大的作用，已经初步建立起了外向型、多功能、现代化的新城区框架。

表1：2013年浦东新区主要经济指标

| 指标                | 完成情况     | 增长 (%) | 占全市比重 (%) |       |
|-------------------|----------|--------|-----------|-------|
|                   |          |        | 2013      | 2012  |
| GDP(亿元)           | 6,448.68 | 9.7    | 29.85     | 29.50 |
| 规模以上工业总产值(亿元)     | 9,137.41 | 1.0    | 28.48     | 29.24 |
| 固定资产投资总额(亿元)      | 1,679.22 | 15.4   | 29.73     | 27.69 |
| 社会消费品零售总额(亿元)     | 1,504.95 | 11.5   | 18.77     | 18.27 |
| 进出口总额(亿美元)        | 2,496.08 | 4.0    | 56.55     | 54.93 |
| 外商直接投资合同金额(亿美元)   | 73.89    | 1.4    | 29.63     | 32.62 |
| 外商直接投资实际到位金额(亿美元) | 50.33    | 4.2    | 29.99     | 31.81 |
| 地方财政收入(亿元)        | 610.59   | 11.0   | 18.77     | 14.70 |

资料来源：上海统计，浦东新区政府网站，中诚信证评整理

2013年在宏观环境和经济转型的双重压力下，浦东新区经济社会仍保持平稳健康发展，全年GDP为6,448.68亿元，较上年增长9.7%，增速较上年有所提升；随着新区推进金融领域开放创新、转变贸易发展方式、提升国际航运服务能级，其产业结构逐步转向以金融、航运、贸易为核心的现代服务业，当年第三产业增加值占新区生产总值的比重提高到64.4%。同年，浦东新区工业总产值为9,137.41亿元，较上年增长1.0%，占全市比重略有下滑；社会消费品零售总额为1,504.95亿元，较上年增长11.5%，增速虽放缓但仍明显高于全市水平；全社会固定资产投资完成1,679.22亿元，增幅为近五年新高；合同外资和实到外资分别完成73.89亿美元和50.33亿美元，质量有所提升；城镇和农村居民家庭人均可支配收入分别增长6.6%和8.1%，总体呈上升

趋势。

浦东新区经济和社会的全面发展为地方财政收入的增长提供了有力支撑。2013年，浦东新区实现财政收入610.59亿元，较上年增长11.0%，增幅提高1个百分点。从表1可以看出，2013年浦东新区主要经济指标占上海市的比重较高，其在上海市经济、社会中的重要地位愈发突出。

图1：2008~2013年浦东新区财政收入情况



资料来源：浦东新区政府网站，中诚信证评整理

总体来看，作为上海市经济发展的龙头，浦东新区经济保持了良好的发展态势，并积累了雄厚的经济和财政实力，不断增强的经济实力和财政实力为区内基础设施建设企业的发展提供了良好的环境，公司BT项目的回购风险较小，经营收入的安全性亦得到了较高的保障。

**公司立足于浦东新区城市建设并着力开拓长三角等外地市场。2013年公司全力推进以迪士尼配套工程为核心的项目建设，同时积极推进新项目投资，项目储备充足，BT项目发展态势良好**

在承接BT项目方面，公司主要立足于上海浦东新区城市建设，并着力开拓长三角等外地市场。截至2013年末公司在江浙沪地区投资并控股了4个BT项目公司，分别为上海北通投资发展有限公司（以下简称“北通公司”）、上海浦兴投资发展有限公司（以下简称“浦兴公司”）、无锡普惠投资发展有限公司（以下简称“普惠公司”）和2013年新设立的诸暨浦越投资有限公司（以下简称“浦越公司”）。浦兴公司是公司开展BT业务的主要投融资平台，随着迪士尼国际旅游度假区项目中的市政配套、主题乐园、征收动迁、区域开发等工作的有序推进，其主要项

目来源于迪士尼市政配套道路项目。

迪士尼国际旅游度假区的目标是打造世界级的国际旅游目的地。上海迪士尼乐园将于2015年开园，其一期核心区项目在1.16平方公里的主题乐园之外还包括配套区的2.74平方公里，规划有人工湖、公共交通枢纽、酒店餐饮零售娱乐设施、管理服务设施等。迪士尼项目投资约245亿元，外围配套工程总投资上百亿，涉及10多个项目，整个迪士尼周边地区共投资约1,000亿元以上，其中浦东新区承担的配套工程总投资达到330多亿元，该项目将带动浦东东部地区城市化，加快南北地区的一体化。目前浦东新区负责实施的核心区“四个一”工程和外围配套道路正全面拉开，核心区发展备用地、北片区前期征收动迁基本完成，进入了主题场馆和配套设施建设的高潮期。

截至2013年末浦兴公司处于回购期的主要BT项目约有25个，较上年有所增加，回购基价较大的有唐黄路、航城路、广电东路和虹西路项目（合并项目，表2）。其中唐黄路和航城路项目为迪士尼配套项目，广电东路和虹西路项目的回购方则为常州市武进区建设局，至2013年末以上4个项目的合计回购基价为16.76亿元，2013年收回2.06亿元，实现投资收益1.14亿元。

表2：截至2013年12月31日浦兴公司处于回购期的主要BT项目情况

| 项目名称            | 回购基价<br>(亿元) | 回购年限      | 本期收回<br>(亿元) |
|-----------------|--------------|-----------|--------------|
| 航城路<br>(前期+工程)  | 6.10         | 2013-2021 | 0.62         |
| 唐黄路<br>(前期+工程)  | 7.30         | 2013-2021 | 0.74         |
| 广电东路<br>(前期+工程) | 1.86         | 2012-2017 | 0.40         |
| 虹西路<br>(前期+工程)  | 1.50         | 2013-2018 | 0.30         |
| 合计              | 16.76        |           | 2.06         |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2013年末浦兴公司处于建设期的存量BT项目主要为浦东新区秀浦路（申江路~S2）、周邓公路（申江路~南六公路）、南六公路（S1~S32）、六奉公路（周邓公路~南次入口）、金科路（张家浜-杨高北路）和民生路等6个项目，以迪士尼市政配套道路项目为主，合同总金额约50.24亿元，回购期为5-6年，回购主体为浦东新区政府；根据测算，上

述项目的自有资金内部收益率约在9%左右，高于同期银行基准贷款利率，具有比较高的投资价值。迪士尼项目在近期可为公司带来较高毛利率的施工业务收入，步入回购期后将为公司带来投资收益和一次性审价差，有望对公司未来业绩的向好起到促进作用。另外，2013年浦兴公司新增的BT项目主要为常州市武进区果香路（西太湖大道-龙江路）等道路工程，合同金额约6.9亿元，回购年限5年，回购方为常州市武进区建设局，已于2013年8月开工。

北通公司负责北通道 BT 项目（包含 3 个子项目），该项目已于 2010 年 6 月开始进入回购期，其中 2011 年、2012 年和 2013 年分别实现回购款 17.67 亿元、17.99 亿元和 17.82 亿元，预计 2014 年可实现回购款为 17.78 亿元，浦东新区政府财政实力较为雄厚，对公司回购款形成了有效的保障。另外，继上年取得项目管理收入 4.83 亿元后，2013 年北通道项目红线前期及绿线前期取得审计报告，公司当年确认项目管理收入约 7.00 亿元。

普惠公司主要负责无锡市惠山区的市政道路 BT 项目，截至2013年末，普惠公司已与惠山区政府合作了41个BT项目，合同金额总计约13亿元，其中已完成回购项目37个，其余项目的剩余回购期基本在3-5年，未来三年平均年回款额在4,400万元以上，惠山区政府较为充足的财政实力保证了公司可以按进度获得回购款。2013年末普惠公司中标无锡惠山区张村地块BT项目，中标价为3.14亿元，其项目承接的持续性得到一定保证。

表 3：截至 2013 年 12 月 31 日各项目公司项目情况统计

单位：亿元

| 项目公司 | 股权比例   | 项目总数 | 合同总金额 |
|------|--------|------|-------|
| 北通公司 | 55%    | 3    | 111   |
| 浦兴公司 | 94.65% | 69   | 93    |
| 普惠公司 | 99.46% | 41   | 13    |
| 浦越公司 | 100%   | 2    | 11    |
| 合计   | -      | 115  | 228   |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

除了上述 3 家项目公司之外，2013 年公司还为诸暨 31 省道王家湖至五泄段改建工程项目新设了浦越公司，该项 BT 工程于 2013 年 8 月取得，中标价为 11.35 亿元；2014 年公司拟为新取得的浦东新区川沙新镇配套次干道中的川周公路、新川路、河

滨路和川黄路等四条道路的建设新设项目公司，该项工程暂定价格为 14.82 亿元。总体来看，目前公司 BT 项目储备比较充裕。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司累计完成和在建 BT 投资项目共计 117 个，合同投资总金额合计为 231 亿元，其中 2013 年新接项目 16 个，对应合同金额合计为 21 亿元。所有项目中，已完成回购的项目有 61 个，正处在回购期的项目 37 个（未来三年每年可获得的回购款在 20 亿元以上），另有 19 个项目尚待回购，回购期限在 3 到 8 年之间，项目整体收益率为 5%-15%。并且，公司运作的 BT 项目处于经济发达的长三角地区，合作的各级地方政府财政实力均较为雄厚，截至目前各项目的回款率均为 100%。

## 自贸区建设将引领浦东新区的深度开发，考虑到公司在市政基础设施建设领域具有较强的竞争优势，其未来业务拓展空间较大

根据“十二五”规划，上海将建成国际经济中心、金融中心、贸易中心和航运中心的“四个中心”，而浦东新区将会成为上海市“四个中心”的“核心功能区”，并发挥“四个率先”的作用。2013年浦东新区以临港、迪士尼、世博前滩等为重点，新拓展区域开发建设步伐加快；2014年浦东新区将重点推进中国（上海）自由贸易试验区与“四个中心”核心功能区联动发展，加快临港等新拓展区域开发建设。由此可见，浦东新区未来基础设施投资仍将维持在较大规模。

公司将凭借其在市政道路工程领域的品牌优势并依托其大股东浦发集团的资源优势，在浦东新区的基础设施建设中承担重要的角色，可保持在该区域基础设施投资领域享有较高的市场占有率。同时，随着公司拟收购的浦建集团本身业务空间较广，通过整合公司与浦建集团所从事的工程施工业务，公司施工资质可在现有基础上进一步完善，从而有望广泛参与到相关房建、桥隧等项目建设中，并带动公司的业务类型由单一的公路项目向大市政领域扩张，因此公司在该领域的竞争优势愈发明显，业务扩张动力比较充足。

目前来看，公司的BT业务主要集中在具有资

源、渠道优势的上海地区，在附近长三角区域等政府财力雄厚且诚信较高的经济发达地区也逐步开拓，但在长三角以外地区布局的进程比较缓慢。根据公司的基础设施业务投资规划，在资本金许可的情况下，未来外地（上海地区以外）业务占比年均超过30%。公司将逐步在沿海城市开拓BT业务，并择机在中西部地区开展BT项目投资。随着公司收购带来业务空间的打开和大力开拓外地市场，其未来BT项目的业务领域具有较大的发展空间，业务规模有望保持增长的态势。

随着动拆迁政策变化等不利影响的逐步消除，2013年公司施工工程开工项目较多，该类板块的业务规模提升明显；同时，对浦建集团的并购有助于公司拓宽施工业务领域，其传统业务增速有望加快

表4：2013年公司主要市政施工合同情况

| 序号 | 合同内容摘要                  | 合同金额<br>(万元) |
|----|-------------------------|--------------|
| 1  | 31省道诸暨王家湖至五泄段改建         | 89,564.07    |
| 2  | 金科路（张家浜-杨高北路）           | 43,186.67    |
| 3  | 常州武进果香路（西太湖大道-龙江路）      | 13,982.10    |
| 4  | 常州武进社桥路周家巷路             | 2,181.91     |
| 5  | 无锡吴韵路欣惠路                | 1,598.00     |
| 6  | 周邓公路管线保护                | 330.00       |
| 7  | S2公路（S1~S32）新建3标        | 21,133.33    |
| 8  | 东营市银河工程（东三路河工程（北外环桥））工程 | 13,945.08    |
| 9  | 黎明资源再利用2标               | 3,095.56     |
| 10 | 国际旅游配套项目                | 2,465.33     |
| 11 | 华东路地铁2号线整治              | 2,322.09     |
| 12 | 华洲路（川南奉~海滨路）            | 2,313.46     |
| 13 | 华东路地铁2号线整治              | 500.99       |
| 14 | 内环线1标段配合管线搬迁掘路修复        | 67.93        |
| 合计 |                         | 196,686.50   |

注：序号1-6为公司BT项目下施工合同

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司市政工程施工业务主要集中于上海浦东新区和长三角地区，按其经营模式可分为市场化独立竞标模式和配套公司BT投资项目模式，其中配套BT投资项目模式所获得的市政工程业务占比较大。市政工程施工是公司的传统主业，其2012年主要受周邓公路BT项目中动拆迁政策调整等影响，公司施工业务未能大面积开工；随着前期影响施工进度的

不利因素逐步消除，2013年公司多个存量BT项目的公路建设进入施工高峰，加上当年签订的大型BT合同和总承包项目施工合同金额合计已达40亿元以上，公司施工业务规模有了较大幅度的提升（公司2013年市政施工合同情况见表4所示），实现建筑施工收入为10.11亿元，同比增长57.37%。

目前公司市政施工合同主要为单一的公路工程，未来随着并购浦建集团的完成，公司将新增房屋建筑工程施工总承包国家壹级资质、地基与基础工程专业承包国家壹级资质、建筑装饰装修工程专业承包国家壹级资质和河湖整治工程专业承包国家贰级资质，公司的施工资质和产业链将得到较大完善，项目承揽能力和市场份额有望得到提高，同时还可促进公司投资带动施工的盈利模式，有利于公司实现产业整合；但同时也需关注资产重组带来的业务和管理方面的整合风险。

鉴于公司严格控制各区域招标人的回款风险，近年来招标人对公司工程款的支付进度较为稳定，公司施工业务回款情况良好。考虑到目前公司施工项目储备比较充足，且对浦建集团的并购也将有助于公司拓宽施工业务领域，提高市场占有率，预计未来一段时间内公司路桥施工业务发展增速将会加快。

公司的沥青路面摊铺技术施工能力在业界有较高的知名度，沥青业务系公司传统的优势业务。2013年同样是随着市政施工业务的大面积铺开，公司沥青路面摊铺业务量也增长明显，当年沥青砼及相关产品销售实现营业收入9,806.73万元，较上年提升105.39%。2014-2015年随着迪士尼等项目的路面摊铺进入高峰期，公司预计2014年将承担超过60万吨的沥青路面摊铺量，该业务板块的销售规模有望继续提升。

公司环保产业收入主要为飞灰处置、炉渣处置及销售和混凝土销售等，2013年环保产业实现收入1,908.75万元，同比下降21.05%，规模比较有限。基于浦发集团多年的环保业务经验与能力，公司将着力拓展环保业务，重点推进数个污水处理收购项目，探索向污水、环保BOT、TOT、BOO等业务领域的投资，未来公司环保产业具有一定发展空间。

公司近年来在融资渠道方面的创新为后续项目投资提供了有力支持，同时融资途径的多样化也使得其融资成本得到优化改善，增强了项目的盈利能力

公司BT项目具有投资金额大和投资时间长等特点，随着项目的增加，公司资本支出规模也增长较快。截至2014年2月28日，公司在建项目（含新接项目）总规模约80多亿元，尚需投入资金约50亿元，尽管有非公开增发募集的资金和项目回购款等的支撑，公司在建项目仍存在一定规模的外部融资需求。另外，BT项目的投资收益是公司的重要利润来源，而BT项目的投资收益取决于核定的内部收益率与项目的融资成本之间的匹配关系。可见，随着BT业务规模的不断提升，公司也一直面临着开拓融资渠道和降低融资成本等方面的压力。

近年来公司持续创新多种融资渠道，在银行、股权、债券及证券化等多种融资方式上均有收获。股权融资方面，为配合迪士尼四条市政配套道路项目顺利进行，公司非公开发行股票事项于2012年获得证监会审核通过，于2013年2月完成了19,480万股股票的发行工作，共募集资金总额13.85亿元。债权融资方面，2013年公司累计完成流动资金借款16.53亿元；其次，2013年9月公司完成14亿元短期融资券和3亿元中期票据的注册工作，于2013年10月发行4亿元短期融资券，2014年3月发行5亿元短期融资券，发行利率分别为5.85%和5.65%。另外，公司还将继续探索新的融资渠道，探讨实施资产证券化、应收账款保理等创新融资产品的可行性。公司通过多渠道融资，不仅使各项经营资金的需求得到保障，更降低了融资成本，改善现金流状况，为BT项目实现较好的投资收益提供有力支撑。

总体来看，公司隶属于浦东区国资委，且在基础设施建设方面具有较为雄厚的实力，因此公司在项目获取方面有较大优势。未来随着公司整合浦建集团资源，逐步向BT项目、BOT项目等投资商的模式转型，且其融资方面的创新和成效也可为此提供有力支撑，中诚信证评认为公司未来具有一定的发展空间和利润空间。

## 财务分析

2012年公司就有关BT项目投资收益确认的会计政策进行了变更，BT项目进入回购期后采用实际利率法计算确认利息收入，投资收益由取得回购款时确认变更为回购期按月确认，因此2012年对相关科目进行了会计政策变更追溯调整。为增强财务数据的可比性和一致性，以下财务分析基于公司提供的经上海众华沪银会计师事务所（众华会计师事务所）审计，并出具标准无保留意见的2011年、2012年和2013年财务报告，其中2011年末财务数据采取2012年财务报告的期初重述数。

## 资本结构

近年来随着各项业务尤其是市政工程BT项目的增加以及施工业务和路面铺摊业务的发展，公司资产规模保持了一定的增长幅度，同时流动性资金需求和资本性支出需求也不断上升；但随着进入回购期的BT项目陆续增加，回购资金在一定程度上弥补了资金支出需求，公司近年来负债规模和负债水平平均呈现小幅下降态势；2013年公司非公开发行股票后自有资本实力显著增长，带动负债水平进一步下降。

图 2：2011~2013 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至2013年12月31日，公司资产总额达到143.61亿元，较年初增加9.05%；所有者权益（含少数股东权益）达到65.14亿元，较年初增加了37.40%；负债总额78.47亿元，较上年继续减少6.90%，同期资产负债率和总资本化率分别由年初的64.00%和53.80%下降至54.64%和44.25%（图2），目前公司负债水平适中，财务结构稳健性得到提高。

从公司资产构成来看，因业务特点所限，公司

资产主要表现为一年内到期的非流动资产和长期应收款。截至 2013 年 12 月 31 日，公司一年内到期的非流动资产和长期应收款分别为 19.49 亿元和 88.07 亿元，占当年总资产的比例分别为 13.57% 和 61.32%。

公司长期应收款主要系在建设期的 BT 项目 18.59 亿元和回购期的 BT 项目 69.48 亿元。其中公司在建设期的 BT 项目主要为部分迪士尼市政配套道路项目；处于回购期的 BT 项目主要为北通道项目和唐黄路、航城路、广电东路、虹西路等项目。公司一年内到期的非流动资产均系一年内到期的 BT 项目回购款，其中上海地区和非上海地区的金额分别为 16.75 亿元和 2.74 亿元，上海地区回购款则主要系北通道项目年内到期的回购款本金部分。

表 5：2011~2013 年公司债务结构分析

单位：亿元

| 财务指标      | 2011  | 2012  | 2013  |
|-----------|-------|-------|-------|
| 短期债务      | 6.64  | 12.51 | 12.91 |
| 长期债务      | 52.90 | 42.71 | 38.79 |
| 总债务       | 59.54 | 55.22 | 51.71 |
| 长短期债务比（X） | 0.13  | 0.29  | 0.33  |

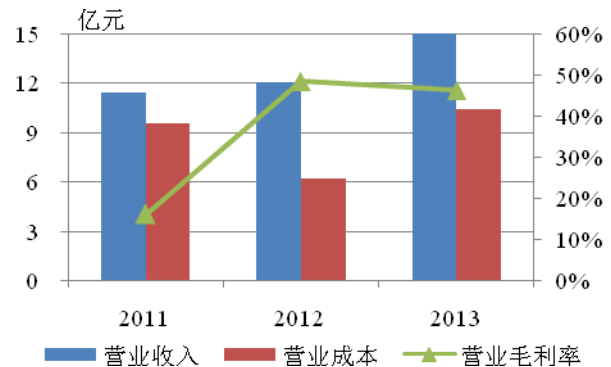
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2013 年随着部分债券的到期兑付，公司债务规模有所下降。从债务期限结构来看，由于部分长期借款的到期和 2 亿元的资产支持票据将于 2014 年 8 月到期，公司长期债务规模继续呈现下降趋势，短期债务则略有增长，当年长短期债务比提高至 0.33，但尚属适中。我们认为，由于 BT 项目建设期和回购期较长，公司需提升长期债务占比，可以较大程度上缓解短期偿债压力，并能使其经营模式与资金需求得到较为有效的匹配。

总体来看，随着浦东基础项目建设的不断推进和公司着力拓展长三角等外地市场，公司未来的 BT 项目仍将不断增加，资产规模将会保持增长。随着其步入回购期项目的增加，回购资金和其非公开增发筹集的资金将成为项目开发资金需求的有效补充，公司能将债务规模控制在合理水平，并且目前长短期债务结构尚属适中，也较好的适应了公司的经营和资金需求。

## 盈利能力

图 3：2011~2013 年公司盈利能力分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司 2011-2013 年分别实现营业收入 11.42 亿元、12.08 亿元和 19.44 亿元，近三年营收同比增长率分别为 22.55%、5.81% 和 60.90%，收入规模的增涨呈现出一定的波动性，显示出政策导向和项目审价结算时点对公司营收规模的影响。其中 2011 年随着迪士尼项目的开工，公司收入规模随之上升；而 2012 年由于动拆迁政策调整影响中标项目未能大面积开工，公司当年施工业务收入减少 3.24 亿元；2013 年不利影响消除后公司施工业务收入迅速恢复，且当年结转的 BT 项目管理收入也高于上年。中诚信证评认为，公司近几年收入规模的波动主要系外部因素导致，但整体保持了增长趋势，随着迪士尼项目建设进入高峰期和浦建集团的并入带来业务领域的拓展，2014 年公司收入规模有望出现大幅提升。

表 6：2011~2013 年公司分业务收入和毛利情况

| 项目       | 营业收入（亿元） |       |       | 毛利率（%） |       |       |
|----------|----------|-------|-------|--------|-------|-------|
|          | 2013     | 2012  | 2011  | 2013   | 2012  | 2011  |
| 路桥施工工程项目 | 18.18    | 11.33 | 10.06 | 48.09  | 50.46 | 14.43 |
| 沥青砼及相关产品 | 0.98     | 0.48  | 0.98  | 15.95  | 14.77 | 21.84 |
| 环保产业     | 0.19     | 0.24  | 0.30  | 24.05  | 20.52 | 44.75 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

具体从各业务板块的收入和毛利情况来看，2013 年公司市政施工业务得到恢复，当年取得建筑施工收入 10.11 亿元，同比增长 57.37%；同时当年新增 BT 项目进行审价结算，项目管理收入由上年的 4.90 亿元增至 8.07 亿元，同比增长 64.57%；最终路桥施工工程业务实现收入 18.18 亿元，同比增长 60.49%，呈现持续增长态势。不过由于当年市政施

工项目的毛利率只有6.68%，较上年的12.68%减少了6个百分点，影响路桥施工工程业务板块的毛利率由上年的50.47%下降至48.09%。

此外，中标项目的大面积开工也直接提升了公司2013年沥青砼及相关产品业务的收入，2013年实现营业收入0.98亿元，同比增长105.39%；同时，业务量的提升也使得固定摊销有所下降，加上原材料价格的波动，2013年沥青砼及相关产品业务的毛利率由上年的14.77%略增至15.95%。环保产业收入在2013年对公司业绩的贡献则依然较少，其收入下降的影响有限。2014年随着迪士尼项目的摊铺进入高峰期，该类业务板块的收入规模将会有所回升。

图 4：2011~2013 年公司期间费用分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2013年公司销售费用、管理费用和财务费用发生额分别为0.05亿元、1.13亿元和2.60亿元，同比分别增长12.58%、15.32%和-24.37%，其中随着付息债务规模下降和融资成本的优化，公司2013年财务费用下降明显；管理费用增加则主要系研发费用增加所致。2013年公司期间费用占营业收入的比例为19.43%，与上年36.89%的水平相比有了较大的改善。

从利润构成来看，在公司由施工导向逐步转向项目专业投资管理方向的进程中，其利润的构成也逐渐清晰，传统的施工业务已不是利润的主要构成部分，BT项目的投资收益在利润结构中占有较大比重。其中，近年来随着施工业务规模的增长和高毛利项目管理收入的充实，公司经营性业务利润逐步提升，2013年达到了4.51亿元，同比增长382.27%；此外，由于2013年回购期BT项目贡献的投资收益有所下降，公司当年实现投资收益6.17亿元，同比下降14.55%，但仍为利润构成的主要部分。2013年公

司实现利润总额10.87亿元，同比增长28.88%。

总体来看，得益于浦东新区迪士尼等大项目的建设 and 较强的竞争优势，公司近三年营业收入和盈利规模均保持了增长，未来公司将通过BT项目承接的持续性以实现管理收入确认的持续性和稳定性。鉴于公司未来将重点建设知识密集型、资本密集型的投融资业务和相关市场需求量不断提升，我们认为其利润的增长和可持续性能够得到保障。

## 偿债能力

2013 年随着非公开增发募集资金的到位和项目回购款对资金需求的补充，公司总债务规模继续呈现下降趋势，年末总债务为 51.71 亿元，较上年下降 6.36%。在现金获取能力方面，其中由于施工业务大面积铺开带来资金流出规模的大幅增加以及税费支付的明显增长，公司当年经营性活动产生的现金流由上年的 0.14 亿元继续下降至-0.83 亿元，经营活动净现金流不是公司主要的现金流来源，对债务的覆盖能力较弱。

表 7：2011~2013 年公司主要偿债指标

| 指标               | 2011  | 2012  | 2013  |
|------------------|-------|-------|-------|
| 总债务（亿元）          | 59.54 | 55.22 | 51.71 |
| EBITDA（亿元）       | 7.74  | 12.23 | 13.94 |
| 总债务/EBITDA（X）    | 7.69  | 4.52  | 3.71  |
| 经营净现金流/总债务（X）    | 0.00  | 0.00  | -0.02 |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 2.24  | 3.05  | 3.98  |
| 长期资本化比率（%）       | 55.28 | 47.39 | 37.32 |
| 投资净现金利息倍数（X）     | 1.33  | 1.49  | 3.24  |

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

鉴于公司BT项目的回购款通过投资活动现金流来核算，其投资性活动净现金流为其业务实际获得的主要现金流，2011-2013年分别为4.58亿元、5.99亿元和11.35亿元，呈现出良好的增长态势，显示出项目回购款对资金需求的有效补充作用。从利息覆盖角度来看，2013年公司EBITDA和投资活动净现金流对利息的覆盖程度分别为3.98和3.24，公司实际获得的现金流对利息的覆盖能力较好。

或有负债方面，截至2013年12月31日，公司无对外担保，其担保均为对控股子公司的担保，总担保金额为2.45亿元，占归属于母公司所有者权益的比重为5.30%，或有风险可控。

在受限制资产方面，公司下属子公司浦兴公司

将唐黄路（S1-周邓公路）、航城路（S2-南六公路）项目的收款权18.90亿元作为质押物向国家开发银行签订贷款额度总额为9.30亿元、最终期限为2021年4月25日的借款；截止2013年12月31日，该合同项下的借款额为1.75亿元。浦兴公司将三林世博功能园区道路和常州武进市政道路的12个BT项目的收款权约8亿元作为质押物，为公司5亿元资产支持票据的本息偿付义务提供担保，剩余期限分别为2014年和2015年不等。

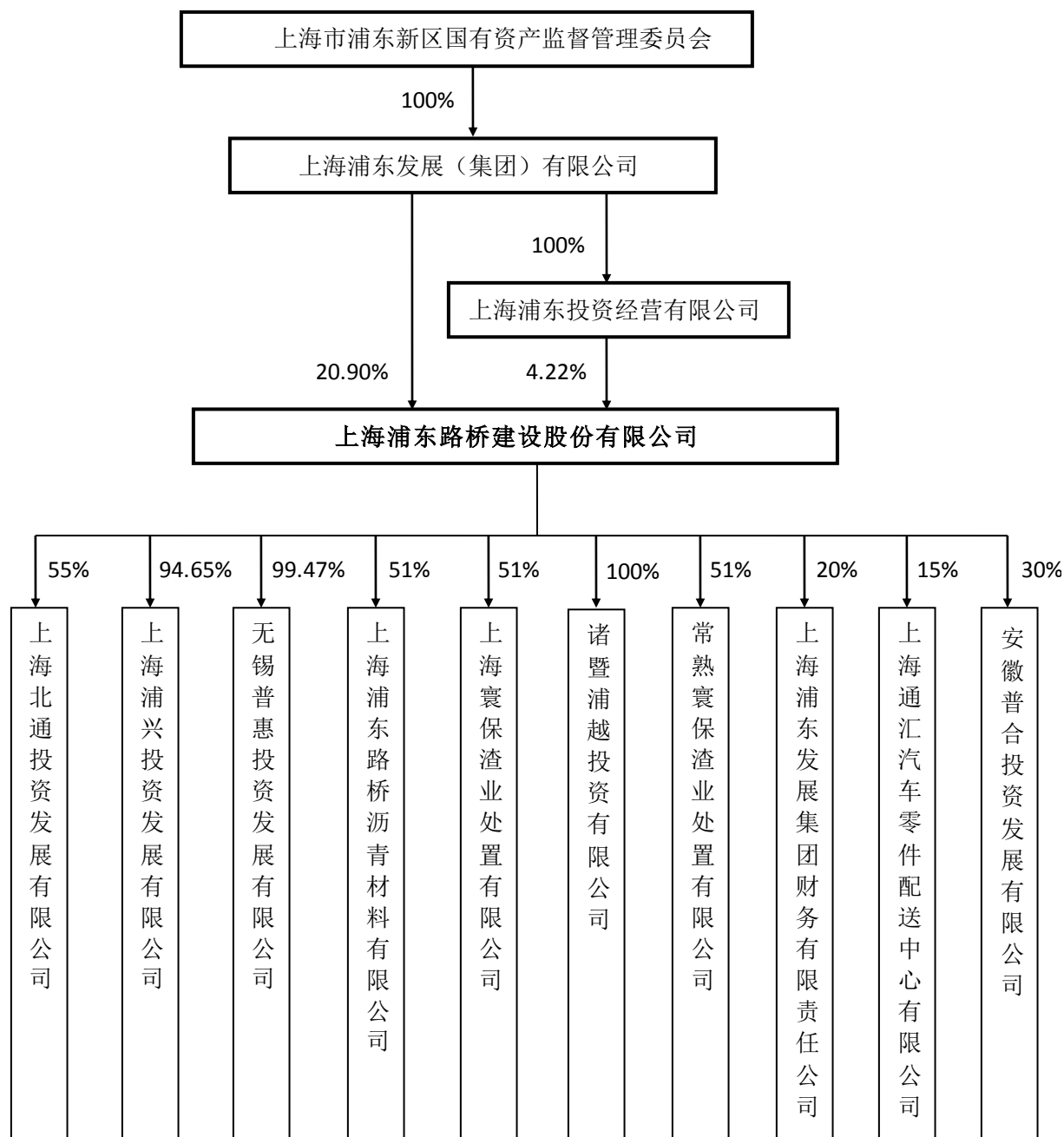
另外，公司与银行等金融机构保持良好的合作关系，具有一定的财务弹性。截至2014年2月28日，公司共拥有银行授信额度44.30亿元，其中尚未使用授信额度31.37亿元，债券方面尚可使用的额度有5亿元的短期融资券和3亿元的中期票据额度，公司的备用流动性非常充裕。

总体来看，因业务发展的需要，公司的总债务维持在一定规模，短期债务的增加使其面临一定的短期偿债压力。考虑到公司 2013 年非公开增发后自有资本实力得到增强，目前市政工程施工业务比较充裕，经营业务收益较有保障，加之公司有多个项目处于回购期，未来陆续也有 BT 项目进入回购期，可为公司带来稳定的投资收益和现金流入，能为偿还债务本息提供较好的保障。

## 结 论

综上所述，中诚信证评维持本次公司债券信用等级为AA，维持公司主体信用等级AA，评级展望为稳定。

附一：上海浦东路桥建设股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：上海浦东路桥建设股份有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据(单位：万元)      | 2011         | 2012         | 2013         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金             | 94,260.93    | 57,180.34    | 177,578.15   |
| 应收账款净额           | 27,927.87    | 40,211.57    | 33,671.79    |
| 存货净额             | 65,385.27    | 47,698.67    | 61,349.14    |
| 流动资产             | 347,743.74   | 335,414.13   | 479,264.64   |
| 长期投资             | 39,391.05    | 40,854.75    | 43,074.59    |
| 固定资产合计           | 22,126.27    | 28,900.05    | 27,157.74    |
| 总资产              | 1,310,417.57 | 1,316,940.61 | 1,436,128.44 |
| 短期债务             | 66,383.82    | 125,134.64   | 129,149.88   |
| 长期债务             | 528,995.67   | 427,081.82   | 387,934.86   |
| 总债务(短期债务+长期债务)   | 595,379.49   | 552,216.46   | 517,084.74   |
| 总负债              | 881,659.31   | 842,811.57   | 784,698.64   |
| 所有者权益(含少数股东权益)   | 428,758.27   | 474,129.03   | 651,429.79   |
| 营业总收入            | 114,176.70   | 120,811.92   | 194,386.15   |
| 三费前利润            | 16,612.03    | 53,922.48    | 82,898.12    |
| 投资收益             | 65,255.72    | 72,234.49    | 61,721.75    |
| 净利润              | 32,888.98    | 63,739.55    | 82,095.91    |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 77,404.19    | 122,254.63   | 139,406.32   |
| 经营活动产生现金净流量      | 2,746.56     | 1,352.57     | -8,305.97    |
| 投资活动产生现金净流量      | 45,820.32    | 59,866.80    | 113,523.71   |
| 筹资活动产生现金净流量      | -6,402.18    | -98,299.96   | 15,180.07    |
| 现金及现金等价物净增加额     | 42,164.70    | -37,080.60   | 120,397.82   |
| 财务指标             | 2011         | 2012         | 2013         |
| 营业毛利率(%)         | 16.09        | 48.52        | 46.32        |
| 所有者权益收益率(%)      | 7.67         | 13.44        | 12.60        |
| EBITDA/营业总收入(%)  | 67.79        | 101.19       | 71.72        |
| 速动比率(X)          | 1.24         | 0.93         | 1.23         |
| 经营活动净现金/总债务(X)   | 0.00         | 0.00         | -0.02        |
| 经营活动净现金/短期债务(X)  | 0.04         | 0.01         | -0.06        |
| 经营活动净现金/利息支出(X)  | 0.08         | 0.03         | -0.24        |
| EBITDA 利息倍数(X)   | 2.24         | 3.05         | 3.98         |
| 总债务/EBITDA(X)    | 7.69         | 4.52         | 3.71         |
| 资产负债率(%)         | 67.28        | 64.00        | 54.64        |
| 总债务/总资本(%)       | 58.13        | 53.80        | 44.25        |
| 长期资本化比率(%)       | 55.23        | 47.39        | 37.32        |

注：长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

### 附三：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

## 附四：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                           |
|------|------------------------------|
| AAA  | 债券信用质量极高，信用风险极低              |
| AA   | 债券信用质量很高，信用风险很低              |
| A    | 债券信用质量较高，信用风险较低              |
| BBB  | 债券具有中等信用质量，信用风险一般            |
| BB   | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高       |
| B    | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高         |
| CCC  | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高        |
| CC   | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高        |
| C    | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                                 |
|------|------------------------------------|
| AAA  | 受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA   | 受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低  |
| A    | 受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低  |
| BBB  | 受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般   |
| BB   | 受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险  |
| B    | 受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高    |
| CCC  | 受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高     |
| CC   | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务     |
| C    | 受评主体不能偿还债务                         |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

|    |                 |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势       |
| 负面 | 表示评级有下降趋势       |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变      |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。