

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）

# 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(2018)100074】

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)**

17 沪建 Y1

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2018 年 5 月 18 日

前次跟踪: AAA/稳定/AAA/2017 年 5 月 18 日

首次评级: AAA/稳定/AAA/2016 年 12 月 5 日

### 主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	70.53	91.56	75.01	75.48
刚性债务	86.32	121.35	69.96	70.07
所有者权益	152.67	154.83	173.91	173.44
经营性现金净流入量	26.70	27.97	10.56	13.42
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	1422.00	1743.70	1956.85	1905.93
总负债	1203.98	1506.08	1683.30	1627.09
刚性债务	317.53	447.33	488.66	533.51
所有者权益	218.02	237.61	273.55	278.81
营业收入	1254.31	1336.57	1420.83	310.75
净利润	19.71	21.55	27.89	6.77
经营性现金净流入量	87.54	30.83	58.40	-137.90
EBITDA	48.99	55.67	68.57	-
资产负债率[%]	84.67	86.37	86.02	85.37
权益资本与刚性债务 比率[%]	68.66	53.12	55.98	52.26
流动比率[%]	114.05	123.56	123.89	125.92
现金比率[%]	40.19	43.30	42.34	35.09
利息保障倍数[倍]	2.61	2.25	2.34	-
净资产收益率[%]	9.57	9.46	10.91	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	9.80	2.90	4.78	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	3.82	0.67	2.55	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.43	2.98	3.00	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.15	0.15	-

注: ①根据上海建工经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算; ②公司将两期合计 30 亿元的永续债券入账“其他权益工具”科目核算, 本报告将上述两期债券调整至“应付债券”科目。

### 分析师

周文哲 zwz@shxsj.com  
吴晓丽 wxl@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 的跟踪评级反映了 2017 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方面所取得的积极变化, 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。

#### ➤ 未来展望

通过对上海建工及其发行的上述公司债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；认为上述公司债还本付息安全性极高，并维持上述公司债 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

### 公开发行 2017 年可续期公司债券（第一期）

# 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）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 2017 年财务报表、未经审计的 2018 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）。公司于 2017 年 3 月发行了 2017 年可续期债券，额度 10 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 2018 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 2018 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 <sup>1</sup>	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 <sup>2</sup>	4.00 亿美元	5	3.75	2015 年 7 月	-	付息正常
17 沪建 Y1 <sup>3</sup>	10.00	3+N	4.78	2017 年 3 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，公司完成按计划使用资金。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联

<sup>1</sup> 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。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 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。

储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，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。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控

框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

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、城市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，周期性较明显。

## **(2) 行业因素**

### **1) 建筑施工行业**

建筑施工行业与宏观经济变化密切相关，国内固定资产投资维持增长态势，同时随着我国工业转型升级、城市化进程及政府和社会资本合作（PPP）机制的推进，建筑施工行业总产值持续增长，且中长期仍存在一定的发展机遇。但行业进入门槛低，企业数量庞大，竞争激烈，行业整体盈利水平偏低，而杠杆水平偏高，回款风险持续累积。

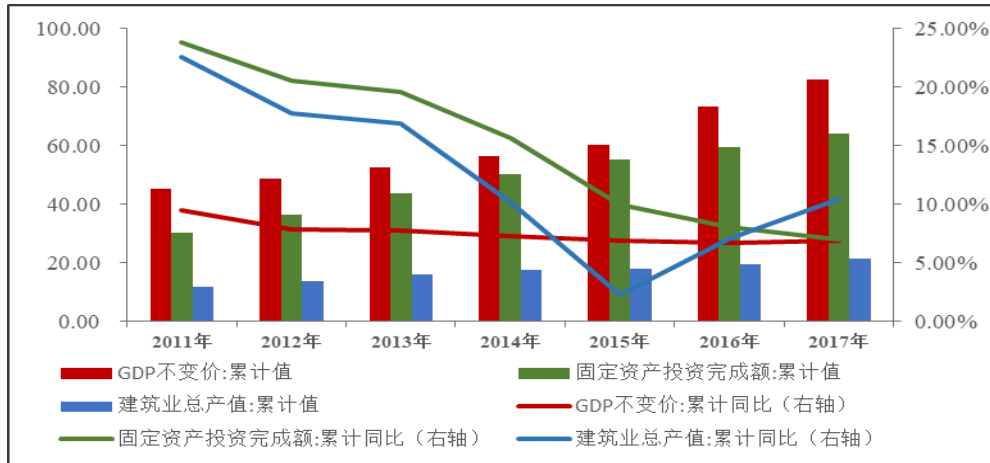
#### **A. 行业概况**

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%。2016 年，我国宏观经济总体企稳，年度国内生产总值为 74.41 万亿元，全国城镇固定资产投资完成额累计 59.65 万亿元，分别较上年增长 6.70% 和 8.14%，尽管增速仍呈现持续下滑趋势，但建筑施工业生产总值增速却有所回升，当年全国建筑施工业企业完成总产值



19.36 万亿元，同比增长 7.09%。2017 年，我国实现国内生产总值 82.71 万亿元，固定资产投资完成额累计 64.12 万亿元，分别较上年增长 6.9% 和 7.0%，固定资产投资增速较上年略微下滑。2017 年我国建筑业延续 2016 年发展态势，全国建筑业总产值为 21.40 万亿元，同比增长 10.5%，增速较上年提高 3.41 个百分点。

**图表 2. 近年来我国 GDP、固定资产投资及建筑施工工业产值变化趋势**



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在 2015 年呈现波动，但总体呈增长态势。2013~2016 年，建筑行业新签合同额分别为 17.48 万亿元、18.47 万亿元、18.44 万亿元、21.28 万亿元。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，全年建筑业新签合同额 25.47 万亿元，同比增长 19.69%。

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，建筑施工工业仍具有一定的成长空间。

## B. 政策环境

2017 年 2 月，国务院办公厅发布《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，提出要深化建筑业简政放权改革、完善工程建设组织模式、加强工程质量安全管理、优化建筑市场环境、提高从业人员素质、推进建筑产业现代化、加快建筑企业“走出去”等要求。4 月，住房和城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出全国建筑业总产值年均增长 7%、建筑业增加值年均增长 5.5% 的市场目标，这将进一步巩固建筑业在国民经济中的支柱地位；并在产业结构调整目标中明确：促进大型企业做优做强，形成一批以开发建设一体化、全过程工程咨询服务、工程总承包为业务主体、技术管理领先的龙头企业。9 月 12 日，国务院发布《关于开展质量提升行动的指导意见》，明确要求：确保重大工程建设质量和运行管理质量，建设百年工程。9 月 14 日，住房和城乡建设部发布《关于坚强和改善工程造价监管的意见》，要求加强工程造价监管，

合理确定建设工期，杜绝任意压缩合同工期行为；推进工程价款施工过程结算制度，规范工程预付款、工程进度款支付。相关政策的出台，将推进建筑施工行业持续、健康发展。

### C. 竞争格局/态势

建筑行业进入门槛低，导致建筑企业数量众多，截至 2017 年 9 月末，建筑企业达到 84185 家，从业人数达到 4698.73 万人。十八大以来，我国建筑行业资质结构渐趋优化，高资质等级企业市场占有率不断提升，产业集中度进一步提高。2016 年，我国特、一级建筑业企业数量较 2012 年增长 21.1%，占全部建筑业企业个数比重为 12.4%，比 2012 年提高了 1.2 个百分点。但总体看，建筑行业产业集中度仍处在低水平，行业处在过度竞争状态。

图表 3. 建筑施工行业概况

指标	单位	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
企业数量	家	75,280	79,528	81,141	80,911	83,017	84,185
从业人数	万人	4,180.84	4,499.31	4,960.60	5,003.40	5,185.24	4,698.73

数据来源：国家统计局、Wind

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（2017 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	2017 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	8641.80	6.22	22249	15509.83	77.97	0.53	466.49	-434.57
中国交建	4697.17	13.09	9000	8502.35	75.78	0.64	213.19	427.41
中国中铁	6095.52	7.71	13770	8440.84	79.89	0.72	142.04	331.74
中国铁建	5986.67	7.51	13103	8218.87	78.26	0.76	169.19	254.04
中国电建	2194.20	12.57	4068	5759.45	79.38	0.34	80.55	55.70
中国中冶	2086.13	11.15	5558	4145.65	76.52	0.73	67.12	184.18
葛洲坝	569.87	12.34	2260	1869.24	72.67	0.64	58.47	-8.24
<b>上海建工</b>	<b>1161.99</b>	<b>7.93</b>	<b>2123.31</b>	<b>1956.85</b>	<b>84.49</b>	<b>0.59</b>	<b>27.89</b>	<b>58.40</b>

资料来源：新世纪评级整理。



## D. 风险关注

我国建筑施工业的负债水平较高。根据 Wind 资讯披露的数据，2017 年 3 月末建筑施工业企业负债总额达 11.03 万亿元，行业资产负债率为 68.11%，比上年末略有下降。建筑施工企业的债务负担较重。2017 年第一季度，建筑施工企业财务费用累计 238.88 亿元，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。近年我国建筑施工企业应收工程款、存货累计值逐年上升，建筑施工企业回款风险进一步增加。

建筑施工企业在工程施工中所需水泥及钢材等原材料占生产成本比重较大，这些原材料价格的波动会增大企业成本控制难度。2017 年以来水泥、钢材、玻璃等主要建材价格上涨，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。

近三年来建筑产业劳动生产率变化较小，随着建筑施工业产值收入的增长，从业人数不断增加两方面原因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建筑施工业整体盈利水平，尽管建筑业企业总收入及利润总额逐年增长，但主营业务毛利率和产值利润率均持续下滑。

### 2) 房地产开发行业

房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017 年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落，但部分二线城市和三、四线城市出现了回暖势头，带动整体市场的上升。展望 2018 年，在地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持强劲推动下，2000 年以来行业整体发展速度快。2004-2016 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元升至 10.26 万亿元；住宅年完成投资额从 0.88 万亿元升至 6.87 万亿元。2017 年我国房地产行业完成投资额为 10.98 万亿元，较上年增长 7.0%；住宅年完成投资额为 7.51 万亿元，较上年增长 9.4%，增速总体处于适中水平。根据国家统计局数据显示，2017 年末我国人口城镇化率为 58.52%，较上年末提升了 1.17 个百分点，离《住房城乡建设事业“十三五”规划纲要》提出的到 2020 年实现人口城镇化率 60%左右的目标还有一定距离，未来仍有较大的发展空间。

2016年9月底的“930调控”以来，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价、限售等力度以抑制楼市过热，政策调控效果已明显显现。2017年度我国商品房新房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.7%，较上年涨幅收窄14.76个百分点；其中住宅销售面积为14.48亿平方米，同比增长5.3%，较上年涨幅收窄17.06个百分点。价格方面，主要城市新建住宅均价环比涨幅持续回落。全国范围内看，各线城市分化较明显：重点城市在严厉政策调控下，市场趋于稳定，成交规模明显缩减，一线城市降幅最为明显；部分二线城市如武汉、南京和郑州等城市房价仍然比较坚挺，长沙、成都和济南等呈现出“逆势上涨”态势；三四线城市在宽松的政策环境以及棚改货币化的支持下，楼市全面回暖，成为拉动整体市场上涨的动因。

库存方面，根据国家统计局公布数据，截至2017年12月末全国待售商品房面积为5.89亿平方米，较上年末减少15.3%，其中，住宅待售面积比上年末下降25.1%。随着库存的下降，各大开发商补库存的愿望增强，推升了土地市场的上扬。2017年房地产开发企业土地购置面积2.55亿平方米，比上年增长15.8%，增速比上年提高19.2个百分点；土地成交价款13643亿元，增长49.4%，增速比上年提高26.6个百分点。

政策方面，2017年以来，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。十九大报告提出“房住不炒”和“租购并举”，我国房地产逐渐进入建立长效机制的新时期。随后，此前调控力度较弱的二线城市相应加码，如西安、石家庄、兰州、长沙等城市均在原有基础上进一步升级调控力度；多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大，限售城市达到50个。此外，自“930调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此轮调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。

2018年一季度，全国房地产开发投资2.13万亿元，同比名义增长10.4%，其中，住宅投资1.47万亿元，增长13.3%；商品房销售面积3.01亿平方米，同比增长3.6%，其中，住宅销售面积增长2.5%。3月末全国商品房待售面积5.73亿平方米，相比年初继续下降。

总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。预计2018年在调控深化，金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、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房企将遭遇一定冲击，或将面临较高的信用风险。房企之间整合并购将继续加速，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。在政策调控下，2017年上海房地产市场成交规模缩减，但长远看，上海的房地产市场前景仍较为乐观。

近年，上海市固定资产投资增速在后世博的短暂停滞后又稳步提升。上海市统计局网站数据显示，2015~2017年上海市完成全社会固定资产投资总额分别为5,652.57亿元、6,755.88亿元和7,246.60亿元，增速分别为-0.90%、6.3%和7.3%。其中，城市基础设施投资分别为1,425.08亿元、1,551.87亿元和1,705.22亿元，增速分别为34.8%、8.9%和9.9%。同期建筑业总产值分别为5,652.47亿元、6,046.19亿元和6,426.42亿元，增长率分别为2.8%、7.0%和6.3%。

未来，上海城市建设仍将保持较大规模。2018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，新增轨道交通运营线路41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，2017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3,856.53亿元，比上年增长4.0%。其中，住宅投资2,152.40亿元，增长9.5%。商品房施工面积15,362.25万平方米，增长1.7%；商品房销售面积16,916.0万平方米，下降37.5%，其中住宅销售面积13,416.2万平方米，下降33.6%。全年商品房销售额4,026.67亿元，下降39.9%，其中住宅销售额3,336.09亿元，下降36.3%。全年存量房买卖登记面积15,635.3万平方米，下降54.0%。2017年，上海市新增供应各类保障性住房8万套，完成中心城区二级旧里以下房屋改造49万平方米。全年供应租赁住房用地80公顷，可形成租赁住房供应能力近3万套。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较为明显。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。公司产品美誉度高，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。2017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，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2017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，比上年提升1位。2017年公司新签合同额为2580.82亿元，较上年同比增长20.06%；2018年第一季度，公司新签合同额为703.31亿元，较上年同期增长13.42%。

图表 5. 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	基础运营模式	业务的核心驱动因素
建筑、承包、设计、施工	全球/国内	横向规模化与纵向一体化并行	规模/技术/管理/品牌
建筑业	华东/上海	横向规模化	规模/成本
房产开发	全国/华东	横向规模化	资本/规模/政策
城市建设投资	全国/华东、西南	横向规模化	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，2017年黄金销量增加，收入大幅增长。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 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	1254.31	1336.57	1420.83	310.75	266.82
其中：核心业务营业收入	1192.05	1265.08	1335.83	289.87	253.10
在营业收入中所占比重（%）	95.04	94.65	94.02	93.28	94.86

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
其中：(1) 建筑、承包、设计、施工	1082.81	1126.84	1161.99	259.00	232.20
在核心业务收入中所占比重 (%)	90.84	89.07	86.99	89.35	91.74
(2) 建筑业	36.56	40.45	47.89	12.58	10.95
在核心业务收入中所占比重 (%)	3.07	3.20	3.59	4.34	4.33
(3) 房产开发	59.47	87.38	114.16	16.13	7.87
在核心业务收入中所占比重 (%)	4.99	6.91	8.55	5.57	3.11
(4) 城市基础设施投资建设	13.20	10.41	11.79	2.16	2.08
在核心业务收入中所占比重 (%)	1.11	0.82	0.88	0.75	0.82
毛利率 (%)	9.02	10.22	10.47	11.55	10.24
其中：建筑、承包、设计、施工 (%)	6.85	7.96	7.93	8.55	7.94
建筑业 (%)	15.41	15.34	12.25	11.07	14.65
房产开发 (%)	28.94	24.51	20.03	39.16	41.72
城市基础设施投资建设 (%)	84.51	91.80	99.12	98.93	97.25

资料来源：上海建工

2017 年该公司实现营业收入 1420.83 亿元，同比增长 6.30%，连续多年实现稳步增长。其中，核心业务收入为 1335.83 亿元，占营业收入的 94.02%，呈逐年小幅下滑的态势，这主要由于非核心业务中的黄金销售业务和其他业务的收入增长较快所致。核心业务中，建筑、承包、设计及施工业务收入为 1161.99 亿元，占核心业务收入的 86.99%，较上年下降 2.08 个百分点；房产开发业务收入为 114.16 亿元，占 8.55%，较上年增加 1.64 个百分点；建筑业业务收入为 47.89 亿元，占 3.59%；城市基础设施投资建设业务收入为 11.79 亿元，占 0.88%。2018 年第一季度，该公司实现营业收入 310.75 亿元，同比增长 16.47%。总体看，公司收入结构变化不大，各业务同比上年度同期均有不同程度的增长。

### ► 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。

**品牌因素：**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。

**规模因素：**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，2017年新签建筑施工合同累计 2001.26 亿元，较上年增长 21.16%，连续两年增长率超 20%。其中外省市市场新签合同额占 40.46%；海外市场新签合同额占 1.64%。设计咨询业务方面，全年新签设计咨询合同 121.69 亿元，比上年大幅增长 62.89%。公司全年承接上海本地项目合同额为 1159 亿元，承建的上海市重大工程项目占全市的比例达 67.5%。

**图表 7. 公司近年建筑、承包、设计、施工业务新签合同情况表**

	2015 年度	2016 年度	2017 年度
建筑施工业务合同额（亿元）	1350.96	1651.73	2001.26
其中：境内外地（亿元）	459	694	810
境外（亿元）	41	33	33
设计咨询业务合同额（亿元）	63.68	74.71	121.69

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

**技术因素：**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 8 家，国家高新技术企业 17 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。

**管理因素：**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。

目前，该公司拥有五大施工集团和两大设计单位<sup>4</sup>。2017 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）、港珠澳大桥澳门口岸管理区-旅检大楼（合同金额 23.80 亿元）、昆明恒隆广场办公楼（合同金额 22.78 亿元）等项目。2017 年公司建筑、承包、设计和施工板块实现业务收入 1161.99 亿元，同比增长 3.12%；毛利率为 7.93%，同比下降 0.03 个百分点。截至 2017 年底，公司建筑施工未完工合同金额为 3345 亿元，2018 年 1~3

<sup>4</sup> 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。

月，公司建筑施工业务新签合同额为 582.48 亿元，项目储备充足。

### ➤ 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。

规模因素：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 3300 万立方米，是上海市最大的混凝土生产企业，在上海市场占有率为 46.9%。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 年业务大幅萎缩。

2017 年，材料公司新签销售合同 115.87 亿元，同比增长 49.06%，其中销售混凝土约 2167 万立方米，产销混凝土预制构件超 48 万立方米，销售钢结构件超 20 万吨。同年，建筑工业板块实现营业收入 47.89 亿元，同比增长 18.39%；毛利率为 12.25%，同比下降 3.09 个百分点，下降的主要原因系原材料中的水泥价格大幅上涨。

### ➤ 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。

2017 年，该公司全年房产开发业务结转销售收入 114.16 亿元，同比增长 30.65%，但由于结转项目中保障性住房项目比重提升，房产开发业务毛利率比

上年下降 4.49 个百分点至 20.03%。

**图表 8. 公司近年房产开发业务经营状况表**

	2015 年度	2016 年度	2017 年度
新开工面积 (万平方米)	80.00	31.00	17.96
期末在建面积 (万平方米)	315.21	257.53	213.40
竣工面积 (万平方米)	75.24	92.74	131.80
签约销售面积 (万平方米)	47.30	55.00	37.59
签约销售金额 (亿元)	73.06	120.01	125.21
结转销售收入 (亿元)	59.47	87.38	114.16
结转销售面积 (万平方米)	-	-	-

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

截至 2017 年末该公司在建的房产开发项目有 3 个，分别为位于南京建邺区的“海玥名都”、徐州屯里南的“海玥南山”、上海青浦区赵巷的“西郊锦庐”，合计总投资 109.70 亿元，累计已投资 71.10 亿元，已回笼金额 90 亿元。公司拟建项目土地储备为 52 万平方米，分布在上海、苏州、南京和南昌，2018~2020 年计划投资 50.30 亿元、40.80 亿元和 27.10 亿元，且在建项目距离总投资还有 38.60 亿元的资金缺口，公司房产开发业务仍面临较大的资金压力。

**图表 9. 公司拟建房产开发项目情况 (截至 2017 年末)**

项目名称	项目位置	项目性质	可售建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	总投资 (亿元)	累计投资 (亿元)	计划投资额 (亿元)		
						2018 年	2019 年	2020 年
宣桥商品房	浦东新区宣桥地区	商品房	18.60	61.00	6.90	32.50	11.00	4.60
海玥名邸	南昌市湾里区	商品房	14.28	8.50	4.30	2.20	1.30	0.70
海玥万物	南京市建邺区	商品房	15.22	82.00	72.00	6.00	8.00	12.00
海玥沁庭	上海市金山区枫泾镇	商品房	7.84	25.00	11.60	3.20	3.20	5.30
南京江宁 G45	南京市江宁区	商品房	10.59	42.00	25.00	2.40	10.60	1.30
苏州相城区项目	苏州市相城区	商品房	28.99	93.00	60.00	4.00	6.70	3.20
合计	-	-	95.52	311.50	179.80	50.30	40.80	27.10

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。

品牌因素：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。2015~2017 年，公司城市建设投资业务新签合同金额分别为 89.88 亿元、178.7

亿元和 156.49 亿元，项目个数分别为 2 项、6 项和 4 项。2016 年新签合同额显著增长是由于当年全国大力推广 PPP 项目。

**管理因素：**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项目、南昌前湖项目、昆山中环线项目等已竣工交付使用，公司获得了良好的经济效益。

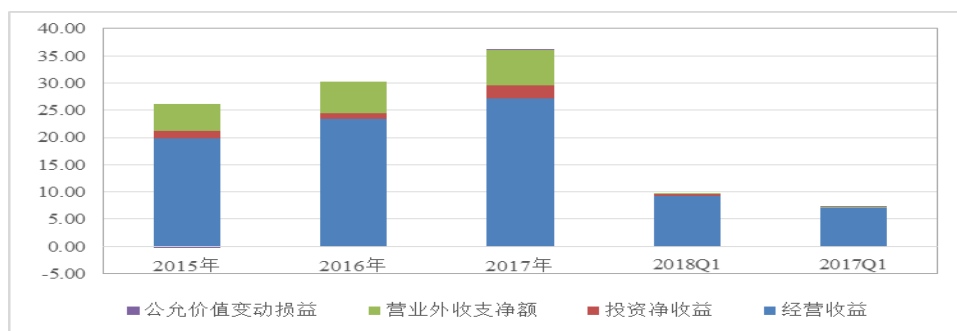
**资本因素：**为配合城市建设投资业务的发展，该公司于 2016 年成立了上海建工股权投资基金管理有限公司，其与各类金融机构合作设立了 6 家有限合伙制企业（产业基金）及 1 例资管计划，筹资资金主要投向签约的 PPP 项目。截至 2017 年末，合伙人投入资金共 81.23 亿元（入账“长期借款”科目核算）。

2015~2017 年该公司 BT 及 PPP 项目完成投资金额分别为 42.23 亿元、28.20 亿元和 36.45 亿元。截至 2017 年底，公司已竣工决算的 BT 项目共 7 个，累计投资额合计 165.31 亿元，累计收到的投资回报款为 39.02 亿元，累计收到的回购款为 136.35 亿元；签约或在建的 BT 和 PPP 项目合计 20 个，预计投资金额合计 527.15 亿元，已累计投资 140.72 亿元，累计收到的投资回报款为 7.83 亿元，累计收到的回购款为 32.04 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，2018~2020 年计划投资 108.92 亿元、155.52 亿元和 98.36 亿元。总体看，公司后续投资规模较大，存在较大的资金压力。

该公司城市基础设施投资建设业务盈利能力强，2015~2017 年实现收入 13.20 亿元、10.40 亿元和 11.79 亿元，毛利率为 84.51%、91.80%和 99.12%。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 10. 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，2015~2017 年度分别实现毛利 113.15 亿元、136.55 亿元和 148.71 亿元，其中核心主业毛利占比分别为 95.61%、92.93% 和 89.13%。近年来，因建筑施工业务的原材料价格下滑、多项 BT 项目进入回购期，以及非核心业务的黄金业务实现销售，公司整体盈利能力持续增强，2015~2017 年综合毛利率分别为 9.02%、10.22% 和 10.47%。从核心业务看，2015~2017 年建筑施工业务毛利率分别为 6.85%、7.96% 和 7.93%；建筑工业业务毛利率分别为 15.41%、15.34% 和 12.25%；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上升导致毛利率逐年下降，分别为 28.94%、24.51% 和 20.03%；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，2015~2017 年分别为 84.51%、91.80% 和 99.12%。此外，黄金销售业务的盈利能力较强，2016~2017 年的毛利率分别为 41.15% 和 45.36%。总体看，公司盈利能力能保持小幅提升的态势。

**图表 11. 公司营业利润结构分析**

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	1254.31	1336.57	1420.83	310.76	266.82
毛利（亿元）	113.15	136.55	148.71	35.91	27.32
期间费用率（%）	4.85	6.70	7.56	7.93	7.68
其中：财务费用率（%）	0.67	0.60	1.00	1.28	0.90
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>14.28</b>	<b>18.67</b>	<b>22.89</b>	-	-
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>2.93</b>	<b>6.95</b>	<b>6.25</b>	-	-

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

该公司期间费用率近年来不断上升，在一定程度上削弱了公司的盈利能力，2015~2017 年期间费用率分别为 4.85%、6.70% 和 7.56%。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，2015~2017 年分别为 49.44 亿元、76.25 亿元和 87.72 亿元，占期间费用的比重分别为 81.19%、85.20% 和 81.62%。公司债务规模逐年增大，财务费用大幅增加，由 2015 年的 8.40 亿元增至 2017 年的 14.22 亿元。此外，资产减值损失也侵蚀了公司的利润，2015~2017 年公司资产减值损失分别为 4.43 亿元、3.99 亿元和 2.17 亿元，主要来自应收账款计提的坏账准备和商誉减值损失。但受 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，2015~2017 年分别为 27.83 亿元、19.67 亿元和 11.81 亿元。

**图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	1.34	1.05	2.33	0.34	0.04
其中：理财产品（亿元）	0.66	0.61	0.38	-	-
减持上海和闵房产有限公司股权（亿元）	-	-	1.30	-	-



影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业外收入（亿元）	5.33	6.21	6.57	0.14	0.26
其中：政府补助（亿元）	3.92	4.88	5.72	-	-
拆迁补偿款（亿元）	0.59	0.83	0.08	-	-
违约金、罚没收入（亿元）	0.02	0.02	0.57	-	-
公允价值变动损益（亿元）	-0.36	-0.09	0.23	-0.03	0.02
其中：可供出售的金融资产（亿元）	-0.36	-0.09	0.23	-0.03	0.02
投资性房地产（亿元）	0	0	0	0	0

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，2015~2017 年分别为 1.34 亿元、1.05 亿元和 2.33 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。2015~2017 年公司营业利润分别为 20.89 亿元、24.36 亿元和 30.45 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 2015~2017 年营业外净收入分别为 4.98 亿元、6.21 亿元和 6.57 亿元。同期公司净利润分别为 19.71 亿元、21.55 亿元和 27.89 亿元，保持了良好的增长态势。

2018 年第一季度，该公司毛利水平小幅提升，但期间费用率持续上升。一季度实现毛利 35.91 亿元，综合毛利率为 11.55%，较上年同期提升 1.32 个百分点；期间费用合计 24.65 亿元，期间费用率为 7.93%，较上年同期提升 0.26 个百分点；同期实现净利润 6.77 亿元，比上年同期增长 31.69%。

### （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。

近年，公司逐渐涉入包括水、土壤等生态环境治理领域。2018 年 4 月出资 2.51 亿元并购了浙江省水电建筑基础工程有限公司（简称“浙江水电建筑”）100% 股权。浙江水电建筑具有水利水电工程施工总承包一级资质，拥有中国水利工程协会评为企业施工类 AAA 等级，曾有二十余项科技成果分别获得了国家科委、水利部、省水利厅等所颁发的科技进步奖，一直从事于水库大坝、引水隧洞、水闸、水力电站、港航疏浚、标准海塘和城市防洪堤等涉水建筑项目的专业施工，施工技术与经验丰富。公司收购浙江水电建筑，提升了涉水业务的竞争实力，对公司涉水业务的发展将形成助力。

## 管理

跟踪期内，该公司向核心员工非公开发行股票，大股东建工总公司持股比例有所下降，但仍保持了第一大股东的地位。公司核心员工持股计划落地，激发了公司的经营活力。除此外，公司治理与管理方面没有大的变动。

2017年3月，该公司向核心员工持股计划非公开发行股份数量35,083.01万股，募集资金总额12.59亿元，实施后总股本由713,185.71万股增至748,268.72万股。2017年5月，公司实施了2016年度利润分配，以资本公积金每10股转增1.9股，总股本增至890,439.77万股。截至2017年末，上海建工（集团）总公司（简称“建工总公司”）持股比例较年初下降1.49个百分点至30.19%，仍为公司第一大股东。公司为国有控股企业，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件一。

跟踪期内，该公司董事会经历换届选举，此外公司董事、总裁杭迎伟同志因工作变动辞职，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。此外，公司核心员工（占员工总数的16%）持股计划落地，激发了公司的经营活力。

2017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18.02亿元，占当年度营业成本的1.42%；向关联方销售货物和提供劳务之收入合计为3.36亿元，占当年度营业收入的0.24%。

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。2017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226.26亿元。

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件二。

根据该公司提供的母公司和二级子公司《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 13. 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	2018/1/2	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
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/5/10	无	无	无	不涉及
诉讼	公司年报	2017/12/31	无	无	有	不涉及
工商	上海建工	2018/5/10	无	无	无	不涉及
质量	上海建工	2018/5/10	无	无	无	不涉及
安全	上海建工	2018/5/10	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 2015~2017 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 2017 年末，该公司纳入合并范围的子公司共 277 家，较上年末增加 28 家，其中非同一控制下的企业合并 3 家，同一控制下的企业合并 1 家，新设子公司 28 家，减少子公司 4 家（清算注销 3 家，出售股权 1 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）和 10 亿元的 2017 年公司债券（第一期）（17 沪建 Y1，系 3+N 的永续债券）进入“其他权益工具”科目核算。此次评级，我们将上述两期债券转到“应付债券”科目。调整前与调整后的相关科目对比如下：

图表 14. 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 3 月末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
应付债券	60.80	42.59	41.03	43.46	80.80	62.59	71.03	73.46

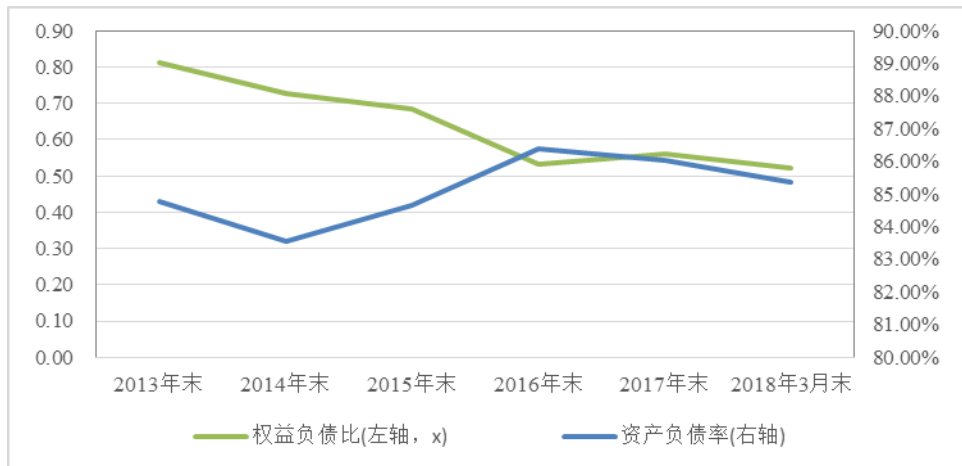
	调整前				调整后			
	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
负债总额	1183.98	1486.16	1653.30	1597.09	1203.98	1506.16	1683.30	1627.09
其他权益工具	20.00	20.00	30.00	30.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	238.02	260.12	303.55	308.81	218.02	240.12	273.55	278.81

资料来源：上海建工。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 15. 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。2015~2017 年末公司负债总额分别为 1183.98 亿元、1486.08 亿元和 1653.30 亿元。公司的资产负债率持续多年处在高位，近三年末分别为 84.67%、86.37% 和 86.02%；长期资本比率分别为 0.31 倍、0.34 倍和 0.34 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。2017 年末，公司未分配利润比 2016 年末增加 13.88 亿元；当年向核心职工持股计划发行 A 股股票 3.508 亿股，权益增加 12.51 亿元。2017 年末，公司所有者权益为 273.55 亿元，其中股本为 89.04 亿元，资本公积为 23.12 亿元，未分配利润为 103.68 亿元。

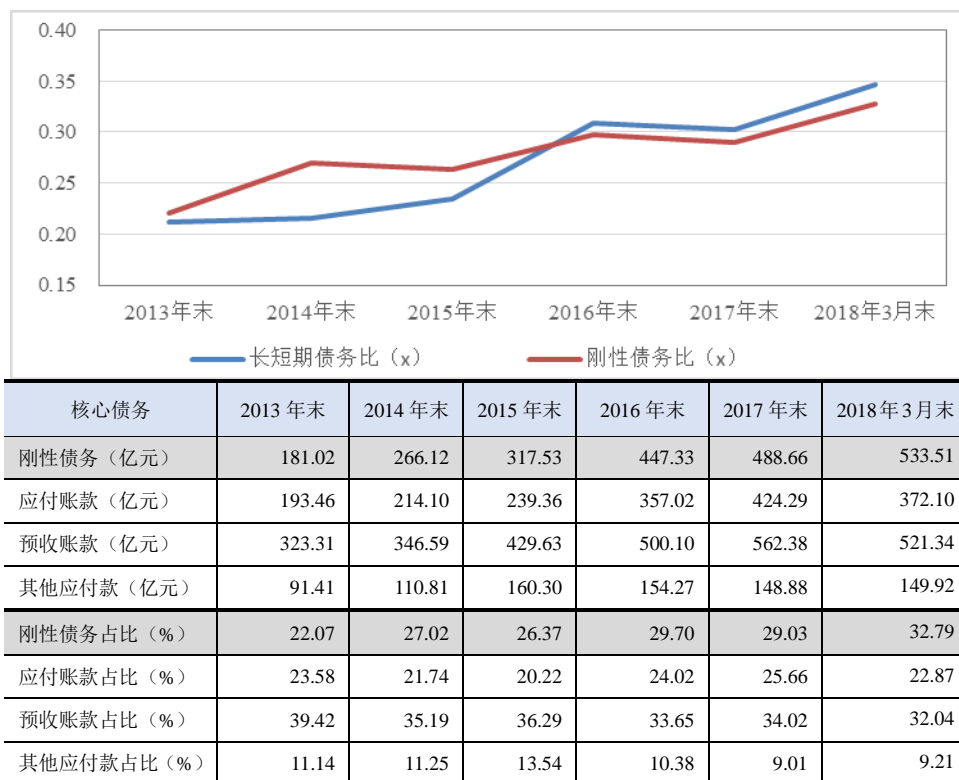
2018 年 3 月末，该公司负债总额降至 1627.09 亿元，所有者权益增至 278.81 亿元，资产负债率为 85.37%，比年初微降，但仍处在高位。

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 16. 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，2015~2017 年末长短期债务比分别为 23.40%、30.92%和 30.21%。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，近三年更是快速增长，2015~2017 年的增长率分别为 11.0%、49.15%和 18.84%，2017 年末应付账款达 424.29 亿元。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。2015~2017 年末公司预收账款占负债总额的比例在 33%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。2017 年末公司预收账款 562.38 亿元，其中已结算尚未完工款为 343.44 亿元，预收房产销售款 163.49 亿元。剔除预收账款后 2017 年末公司实际资产负债率为 80.38%。其他应付款主要系房源预订款、履约保证金、第三方往来款和押金及保证金，2017 年末分别为 65.04 亿元、36.94 亿元、11.15 亿元和 7.55 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 17. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>49.37</b>	<b>110.85</b>	<b>111.21</b>	<b>112.66</b>	<b>127.87</b>	<b>144.08</b>
其中: 短期借款	23.08	45.00	45.95	35.77	33.02	36.34
一年内到期非流动负债	8.76	41.05	37.59	49.23	48.94	46.39
应付票据	16.28	23.24	25.73	25.66	44.51	59.07
其他短期刚性债务	1.25	1.56	1.94	1.99	1.40	2.28
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>131.65</b>	<b>155.27</b>	<b>206.32</b>	<b>334.67</b>	<b>360.79</b>	<b>389.43</b>
其中: 长期借款	85.65	155.27	125.53	272.08	289.76	315.98
应付债券	46.00	32.00	80.80	62.59	71.03	73.46
<b>综合融资成本 (年化, %)</b>	<b>4.99</b>	<b>5.84</b>	<b>5.38</b>	<b>5.26</b>	<b>5.31</b>	<b>-</b>

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, 2015~2017 年末分别 206.32 亿元、334.67 亿元和 360.79 亿元。短期刚性债务规模则较为稳定, 同期末分别为 111.21 亿元、112.66 亿元和 127.87 亿元。公司借款主要以保证借款、抵押借款和质押借款为主, 2015~2017 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 76.34%、55.69% 和 53.09%。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, 2016~2017 年末分别为 62.53 亿元和 81.23 亿元, 公司的融资渠道得以扩宽。2018 年 3 月末, 公司中长、短期刚性债务均呈增长趋势, 相比年初分别增加 28.65 亿元和 16.21 亿元。

该公司的融资成本在近三年变化不大, 总体处在较低水平, 2015~2017 年估算的综合融资成本分别为 5.38%、5.26% 和 5.31%。因存在海外业务, 公司面临一定的汇率波动风险, 2015~2017 年汇兑损益分别为 -0.44 亿元、-1.06 亿元和 1.18 亿元。从带息债务的期限结构看, 2020 年公司的偿债压力较大。总的看, 公司刚性债务以中长期为主, 短期偿债压力较小。

图表 18. 公司 2017 年末带息债务期限结构 (单位: 亿元)

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
金额	81.96	45.51	120.16	71.63	123.51

资料来源: 上海建工。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
营业周期（天）	164.36	165.18	185.92	220.56	249.67	-
营业收入现金率（%）	97.96	90.16	102.36	106.30	102.21	125.39
业务现金收支净额（亿元）	67.96	42.33	120.85	92.64	110.66	-99.98
其他因素现金收支净额（亿元）	-45.69	-52.91	-33.31	-61.82	-52.25	-37.92
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	22.27	-10.58	87.54	30.83	58.40	-137.90
EBITDA（亿元）	38.13	44.11	48.99	55.67	68.57	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.21	0.20	0.17	0.15	0.15	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.68	3.73	3.43	2.98	3.00	-

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。

随着运营周期较长的房产开发、城市建设投资业务规模扩大，该公司营业周期持续延长，从 2015 年的 185.92 天延长至 2017 年的 249.67 天。但公司回款状况仍良好，营业收入现金率处在较高水平，这主要与核心业务拥有稳定的现金净流入相关。公司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。2015~2017 年，业务现金收支净额分别为 120.85 亿元、92.64 亿元和 110.66 亿元。同期，公司经营环节产生的现金流量净额分别为 87.54 亿元、30.83 亿元和 58.40 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。由于近年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。2015~2017 年，收到的业主方 BT 及 PPP 项目建设资金本金分别为 34.86 亿元、30.77 亿元和 79.28 亿元；支付的 BT 及 PPP 项目建设资金分别为 44.02 亿元、34.22 亿元和 63.96 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。公司与各方往来的数额前些年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。

2018 年第一季度，该公司的业务和其他因素两方面现金均呈净流出状态，当期经营环节产生的现金流呈大幅净流出态势，这与第一季度为资金支出阶段相关。

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。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；对利息的支出则呈现波动性，但趋势向下。

## (2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
回收投资与投资支付净流入额	-1.10	-40.84	-17.74	-8.82	-14.62	-4.24
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	-11.49	-14.89	-30.44	-11.79	-14.20	-5.02
其他因素对投资环节现金流量影响净额	4.82	3.99	2.43	-1.15	11.15	0.73
投资环节产生的现金流量净额	-7.77	-51.73	-45.75	-21.76	-17.67	-8.53

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。2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-45.75 亿元、-21.76 亿元和-17.67 亿元。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；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。

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，近年公司在股权方面的投资规模较小，理财类投资规模相对较大。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 21. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018Q1
权益类净融资额	1.51	39.71	5.35	6.00	14.87	1.27
债务类净融资额	20.98	80.14	44.29	117.89	10.91	32.03
其中：现金利息支出	7.68	12.05	13.84	18.03	22.85	5.43
筹资环节产生的现金流量净额	8.86	101.53	26.24	95.14	9.40	27.67

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。2015~2017 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，发行债券的规模相对较小。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 22. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动资产	金额 (亿元)	765.87	943.03	1112.77	1421.42	1601.56	1521.78
	在总资产中占比 (%)	79.15%	80.00%	78.25%	81.52%	81.84%	79.85%
其中：现金类资产 (亿元)		275.19	322.54	392.15	498.18	547.31	424.10
应收款项 (亿元)		117.57	125.48	158.82	185.31	190.13	153.05
其他应收款 (亿元)		18.30	42.09	25.19	43.06	58.02	56.81
存货 (亿元)		319.21	415.23	488.63	652.66	751.49	817.02
非流动资产	金额 (亿元)	201.78	235.80	309.23	322.28	355.30	384.12
	在总资产中占比 (%)	20.85%	20.00%	21.75%	18.48%	18.16%	20.15%
其中：长期应收款 (亿元)		79.47	102.47	113.42	138.44	144.41	171.45
固定资产 (亿元)		56.64	58.16	66.72	73.19	74.84	74.80
可供出售金融资产 (亿元)		11.59	11.82	29.49	33.18	52.23	53.51
投资性房地产 (亿元)		6.24	9.62	14.95	24.91	31.25	31.10
<b>期末全部受限资产账面金额 (亿元)</b>		<b>97.64</b>	<b>157.67</b>	<b>149.18</b>	<b>259.04</b>	<b>171.60</b>	-
<b>期末抵质押融资余额 (亿元)</b>		<b>46.09</b>	<b>103.15</b>	<b>101.71</b>	<b>128.51</b>	<b>81.80</b>	-
<b>受限资产账面余额/总资产 (%)</b>		<b>10.09</b>	<b>13.38</b>	<b>10.49</b>	<b>14.86</b>	<b>8.77</b>	-

资料来源：根据上海建工所提供数据整理。

该公司资产以流动资产为主，2015~2017 年末流动资产占总资产的比例分别为 78.25%、81.52%和 81.84%，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现金类资产<sup>5</sup>、应收账款、其他应收款和存货，2017 年末上述科目占流动资产的比例分别为 34.17%、11.87%、3.62%和 46.92%。现金类资产绝大部分为货币资金；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 83.26%；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，2017 年末上述科目占非流动资产的比例分别为 40.64%、21.06%、14.70%和 8.80%。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，2017 年末合计 122.97 亿元）、融资租赁款（2017 年末为 21.19 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；可供出售金融资产主要系公司持有的上市公司流通股；

<sup>5</sup> 包括货币资金、交易性金融资产、应收票据中的银行承兑汇票。

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。

2015~2017 年末，该公司受限资产余额占资产总额的比例分别为 10.49%、14.86%和 8.77%。资产受限的原因主要系为银行借款作抵押或质押。2017 年末的受限资产中，主要包括货币资金 7.01 亿元、存货（开发项目的土地使用权）130.87 亿元、投资性房地产 9.92 亿元、长期应收款<sup>6</sup>12.76 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、可供出售金融资产和长期应收款。2015~2017 年末，货币资金增长率分别为 22.16%、27.14%和 9.87%，2017 年末货币资金余额 542.28 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-40.16%、70.92%和 34.72%，增长的部分主要系第三方往来款；存货增长率分别为 17.68%、33.57%和 15.14%，随着房产开发业务的规模扩大，相应的存货快速增长，2017 年末存货中与房产开发业务相关的开发成本 409.41 亿元、开发产品 33.13 亿元，建造合同形成的已完工未结算资产 261.26 亿元，公司存货与预收账款的匹配度较高；可供出售金融资产增长率分别为 149.57%、12.49%和 57.44%，增长的主要原因系为提高资金的使用效率，公司将闲置资金用于投资股票市场和理财产品；长期应收款增长率分别为 10.68%、22.06%和 4.31%，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。2018 年 3 月末，公司资产结构变化主要系货币资金和应收账款减少，存货和长期应收款增加，这和公司房产开发项目和 PPP 项目的持续投入相关。

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 96.05%，该部分分账龄按相应比例计提，其中账龄一年以内的按 4.95%计提，1 至 2 年的按 8.61%计提，账龄越长计提的比例越高，5 年以上的计提比例为 33.89%；其他应收款中按信用风险特征组合计提的占比 91.74%，计提比例变化不大，从账龄一年以内计提 3.98%，逐级提升至账龄 5 年以上计提 5.00%；长期应收款主要对融资租赁款计提，计提比例约为 1.61%。2017 年公司坏账损失合计 14663.04 万元。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业的产成品，量小，2017 年存货计提的跌价准备为 49.03 万元；商誉的减值准备主要针对收购拉扎矿业形成的商誉计提，当年计提的商誉减值准备合计 6687.42 万元。

<sup>6</sup> 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 23. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
流动比率 (%)	113.09	116.35	114.05	123.56	123.89	125.92
速动比率 (%)	63.65	63.24	61.80	64.92	64.54	56.69
现金比率 (%)	40.63	39.79	40.19	43.40	42.34	35.09

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 年以来呈缓慢提升趋势。流动比率从 2015 年末的 114.05% 提升至 2017 年末的 123.89%，速动比率从 61.80% 提升至 64.54%。同时，公司现金类资产充裕，现金比率处在较高水平。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

该公司存在 2 项未决诉讼，其一为五建集团与上海申谢物资有限公司的诉讼事项，目前正在等待二审开庭，公司认为无须就该诉讼事项计提预计负债。其二为安装公司与上海数众投资管理有限公司（简称“上海数众”）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，目前该诉讼尚未一审判决，安装公司对该笔款项计提了 670.20 万元的坏账准备。

## 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。2017 年末，集团本部总资产为 439.10 亿元，主要集中在长期股权投资（195.31 亿元）、货币资金（75.01 亿元）、其他应收款（63.74 亿元）、存货（42.88 亿元）、可供出售金融资产（28.04 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 235.19 亿元，主要集中在应付账款（77.27 亿元）、预收款项（56.97 亿元）、其他应付款（54.41 亿元）、短期借款（24.96 亿元）、应付债券（15 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。2017 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 226.26 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 3 月末，公司获得授信总额 1429.52 亿元，其中未使用的授信额度为 867.63 亿元，后续融资能力较强。

**图表 24. 来自大型国有金融机构的信贷支持**

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	附加条件/增信措施
全部（亿元）	1429.52	906.34	561.89	保证、抵押、质押
其中：国家政策性金融机构（亿元）	7.00	-	1.39	无
工农中建交五大商业银行（亿元）	913.54	739.27	346.67	保证、抵押、质押
其中：大型国有金融机构占比（%）	64.40	81.57	61.94	

资料来源：根据上海建工所提供数据整理（截至 2018 年 3 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。

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。

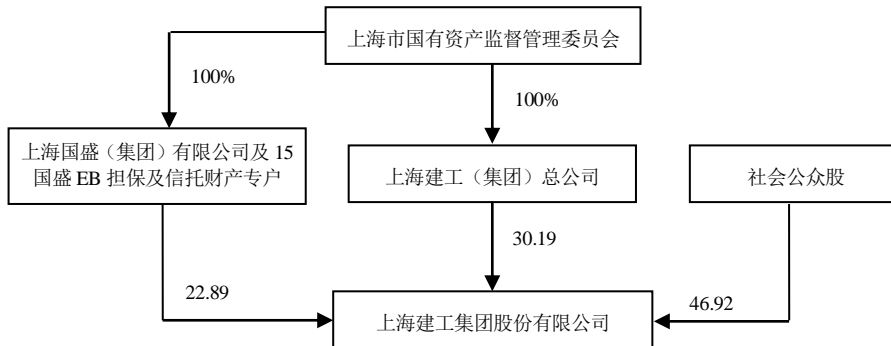
## 跟踪评级结论

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较强的竞争优势。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：

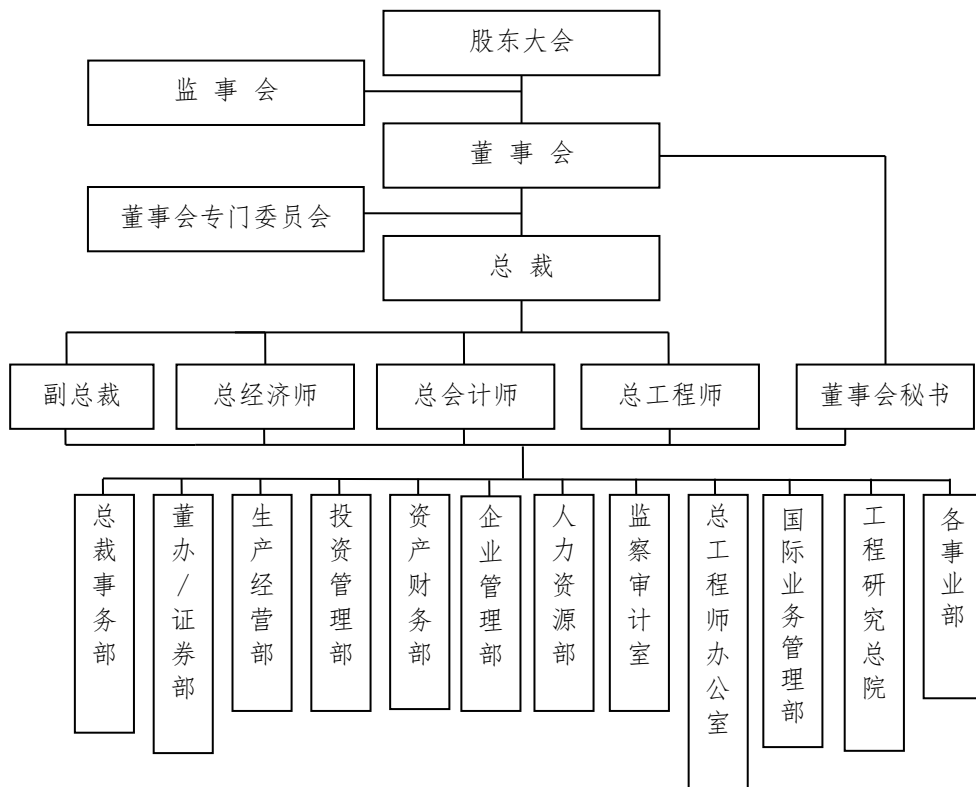
公司与实际控制人关系图



注：根据上海建工提供的资料绘制（截至2018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2018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	2017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)	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	7.00	93.92	15.18	5.51	11.33	6.66	非合并口径
<b>上海建工集团股份有限公司</b>	<b>上海建工</b>	<b>本级</b>	<b>—</b>	<b>建筑施工、管理</b>	<b>488.66</b>	<b>273.55</b>	<b>1420.83</b>	<b>27.89</b>	<b>58.40</b>	<b>68.57</b>	
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	0.00	10.72	141.40	1.80	-4.95	4.16	
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	1.36	9.12	130.18	1.48	2.11	3.01	
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	13.18	116.04	2.62	3.20	3.98	
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	0.00	8.47	117.86	0.99	1.11	1.37	
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	5.62	12.69	143.14	1.72	2.38	2.38	
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	0.00	28.21	60.31	3.43	14.24	4.81	
上海建工房产有限公司	建工房产	核心子公司	100	房产开发	234.36	55.88	110.68	4.61	1.74	13.80	
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	0.00	7.45	80.91	0.36	-1.16	0.77	
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	20.88	25.13	83.43	2.43	6.34	4.26	
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	9.47	9.64	67.76	1.04	1.00	4.07	

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]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	1422.00	1743.70	1956.85	1905.90
货币资金 [亿元]	388.20	493.57	542.28	422.98
刚性债务[亿元]	317.53	447.33	488.66	533.51
所有者权益 [亿元]	218.02	237.61	273.55	278.81
营业收入[亿元]	1254.31	1336.57	1420.83	310.75
净利润 [亿元]	19.71	21.55	27.89	6.77
EBITDA[亿元]	48.99	55.67	68.57	-
经营性现金净流入量[亿元]	87.54	30.83	58.40	-137.90
投资性现金净流入量[亿元]	-45.75	-21.76	-17.67	-8.53
资产负债率[%]	84.67	86.37	86.02	85.37
权益资本与刚性债务比率[%]	68.66	53.12	55.98	52.26
流动比率[%]	114.05	123.56	123.89	125.92
现金比率[%]	40.19	43.30	42.34	35.09
利息保障倍数[倍]	2.61	2.25	2.34	-
担保比率[%]	8.67	21.43	19.68	-
营业周期[天]	185.92	220.56	249.67	-
毛利率[%]	9.02	10.22	10.47	11.55
营业利润率[%]	1.67	1.82	2.14	3.12
总资产报酬率[%]	2.86	2.65	2.89	-
净资产收益率[%]	9.57	9.46	10.91	-
净资产收益率*[%]	9.79	10.20	11.46	-
营业收入现金率[%]	102.36	106.30	102.21	125.39
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.80	2.90	4.78	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.82	0.67	2.55	-
EBITDA/利息支出[倍]	3.43	2.98	3.00	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.17	0.15	0.15	-

注：①表中数据依据上海建工经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算；②公司将两期合计 30 亿元的永续债券入账“其他权益工具”科目核算，本报告将上述两期债券调整至“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。

本次跟踪评级结论是对前次信用等级结果的确认或调整。在评级有效期内，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。