

标普信评

S&P Global

China Ratings

主体评级报告：

# 上海浦东发展（集团）有限公司

主体信用等级\*： spc；展望：稳定

2023年6月6日

分析师：

焦迪：010-65166038；D.jiao@spgchinaratings.cn

王雷：010-65166038；Lei.wang@spgchinaratings.cn

龚艺：010-65166058；Yi.gong@spgchinaratings.cn

## 目录

报告摘要 .....	2
声明 .....	4
信用等级概况 .....	5
宏观经济与行业环境 .....	7
公司概况 .....	8
业务状况 .....	10
财务风险 .....	11
同业比较 .....	13
流动性状况 .....	15
过往债务履约情况 .....	15
分项评估 .....	17
附录 .....	18

\*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行在外的具体债项。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

若无进一步更新，本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起持续有效。

报告摘要

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
上海浦东发展（集团）有限公司	主体信用等级	AAA <sub>spc</sub>	2023年6月6日	稳定

**行业划分：**交通基础设施

**主体概况：**上海浦东发展（集团）有限公司（以下简称“浦发集团”或“公司”）由上海市浦东新区国有资产监督管理委员会（以下简称“浦东新区国资委”）全资持有，是上海浦东新区重点工程和重大项目市场化运作投资、建设管理和施工主体，以及浦东新区国有资产的主要经营管理者。2022年末公司总资产2,082亿元，全年营业总收入257亿元，主营业务涉及基础设施工程建设、房地产、环保及发电三大板块。公司实际控制人为浦东新区国资委。

**宏观经济与行业环境：**我们预计2023年全国GDP增速将较2022年有明显恢复。2023年经济的恢复主要得益于国内消费和投资的提振；与此同时，随着国内需求的增加，通胀可能会有所上升，但仍将处于目标范围之内。上海市及浦东新区的经济及财政实力很强，随着新基建项目的推进、产业的持续发展以及区域的进一步开发，城市基础设施建设具备较大潜力。上海房地产市场整体保持较强韧性，较为灵活的土地出让有利于支撑当地财政收入的稳定性。

**信用要点：**

**业务状况：**公司的业务状况优秀。上海浦东新区很强的经济财政实力以及旺盛的城市基建、更新和运营需求为公司的业务发展提供了有力支撑。公司作为浦东新区内市场化运作的城市综合开发主体和国有资产经营管理者，在区域内定位高，其基础设施建设的垄断地位明显，业务可持续性好，现金流回流情况较好。

**财务风险：**公司的财务风险偏高，这主要反映了公司的财务杠杆水平较高，但具有较稳健的利息偿付能力。我们预计，2023-2024年，重点项目的获取及建设将使公司形成一定的运营资本缺口，但得益于较为充裕的货币资金储备以及较快的回款速度，公司偿债压力能得到较好的控制。同时，依靠稳固的银企关系与在资本市场中良好的认可度，公司仍可保持较低的融资成本，有利于维持稳健的利息偿付能力。

**外部影响：**公司对上海市政府的重要性极高。上海市政府的支持能力极强，公司控股股东及实际控制人为浦东新区国资委，公司与政府在股权关系与经营管理方面存在极强的紧密度。公司业务范围主要集中于浦东新区，而浦东新区作为国家级新区，对上海市政府具有极高的战略重要性。公司是浦东新区最重要的城市综合开发和国有资产经营管理主体，区域专营性强，业务规模大，能够在业务资源、资金等方面得到政府强有力的支持。

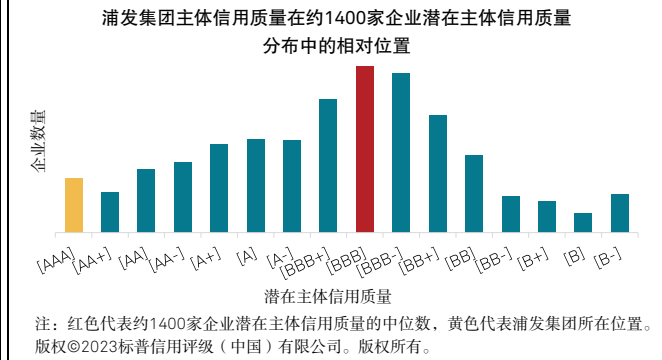
**重点信用指标：**

	2022A	2023E	2024F
经调整总债务/EBITDA（倍）	12.7	13.0-18.0	10.0-15.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.8	1.0-1.5	1.4-1.9
EBITDA 利润率（%）	12.9	8.0-13.0	10.0-15.0

注：以上数据为标普信评调整后数据。A表示实际值，E表示估计值，F表示预测值。

**分项评估：**

主体信用等级：	AAA <sub>spc</sub> /稳定
业务状况：	2/优秀
行业风险：	2/低
竞争地位：	2/优秀
财务风险：	5/偏高
评级基准：	bbb-
<b>调整项</b>	
多元化：	中性（无影响）
资本结构：	中性（无影响）
财务政策：	中性（无影响）
流动性：	适中（无影响）
管理与治理：	中性（无影响）
补充调整：	中性（无影响）
个体信用状况：	bbb <sub>spc</sub> -
外部影响：	+9



**同业比较：**（2021-2022两年平均值，百万元）

	浦发集团	张江集团	浦开集团	两江开投
营业收入	24,410	7,164	5,286	9,774
EBITDA	2,888	2,926	1,488	1,810
经调整总债务/EBITDA（倍）	14.4	19.0	16.6	36.9
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.6	1.5	1.4	0.6

注：以上数据为标普信评调整后数据；资料来源：公司提供。其他可比公司信息来自公开信息，标普信评调整。

### 高级管理人员

钟晓玲



北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

### 项目组联系方式


焦迪



北京

Di.jiao@spgchinaratings.cn

王雷



北京

Lei.wang@spgchinaratings.cn

龚艺



北京

Yi.gong@spgchinaratings.cn

## 声明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析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。

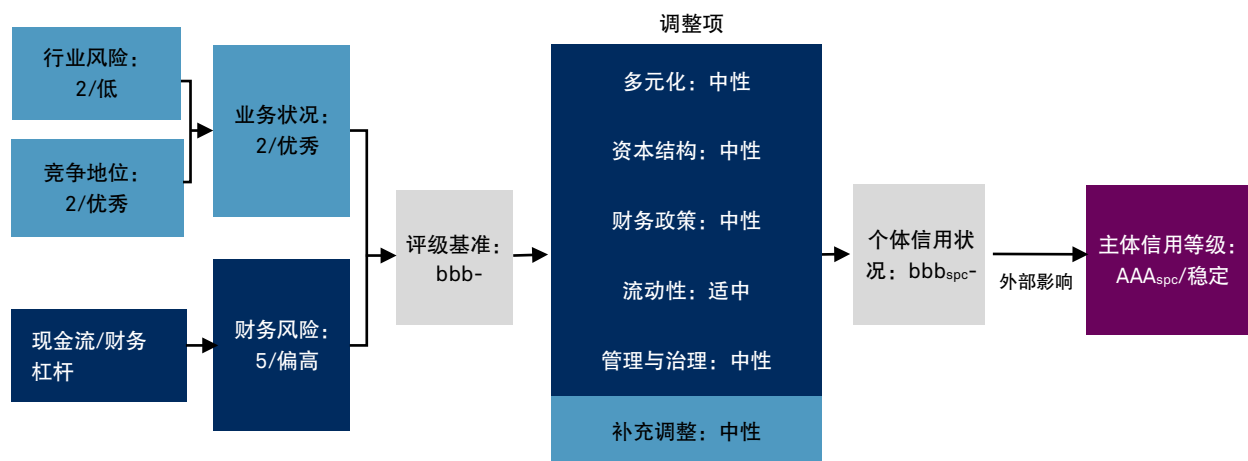
标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法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。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

## 信用等级概况

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
上海浦东发展（集团）有限公司	主体信用等级	AAA <sub>spc</sub>	2023年6月6日	稳定



## 主要优势与风险

优势	风险
公司所在区域—浦东新区的经济财政实力很强，基建需求旺盛，对公司业务的稳定性和可持续性起到有力的支撑作用。	公司财务杠杆较高，未来投资规模较大，存在一定债务压力。
公司承载了浦东新区重点工程、重大项目市场化运作的城市综合开发以及国有资产经营管理的重要职能，在区域内基础设施建设方面具有较高的垄断地位。	
公司在浦东新区的发展中起到重要作用，对上海市政府的重要性极高。	
公司具有良好的银企关系，资本市场认可度高，再融资能力很强。	

## 评级展望

浦发集团的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了未来 24 个月内，公司将继续承担上海浦东新区重点工程和重大项目市场化运作投资、建设管理和施工的城市综合开发主体的职能，以及浦东新区国有资产的主要经营管理者的角色，可以保持良好的业务发展态势，并维持对上海市政府极高的重要性。公司仍有一定规模项目投资，整体财务风险将维持在偏高水平。我们预计，公司经调整总债务/EBITDA 维持在 10 倍以上，EBITDA 利息覆盖倍数维持在 1 倍以上。

上调情形：不适用。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调公司的主体信用等级：公司对于上海市政府的重要性下降，造成这样的情况可能包括：1) 公司承担浦东新区城市综合开发的职能明显减弱；2) 业务垄断地位明显下降，这或体现为浦东新区内出现较强竞争对手，进而削弱公司的竞争地位；3) 公司股权结构发生变化，国有资本控股地位被削弱或不再由上海浦东新区国资委直接控股。

## 假设与预测

### 假设

- 2023-2024 年，公司收入增速分别为 5%-10%和 15%-20%。

- 2023-2024年，公司 EBITDA 利润率分别为 8%-13%和 10%-15%。
- 2023-2024年，公司营运资本净流出分别为 60-80 亿元和 40-60 亿元。

## 预测

表1

重点信用指标预测			
	2022A	2023E	2024F
经调整总债务/EBITDA（倍）	12.7	13.0-18.0	10.0-15.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.8	1.0-1.5	1.4-1.9
EBITDA 利润率（%）	12.9	8.0-13.0	10.0-15.0

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

## 调整后财务数据及指标

表2

调整后财务数据及指标（单位：百万元）				
	2020	2021	2022	2023.1-3
营业收入	20,071	23,355	25,465	5,210
EBITDA	2,273	2,497	3,278	--
利息支出	1,878	1,768	1,823	--
经调整总债务	35,533	40,212	41,752	--
EBITDA 利润率（%）	11.3	10.7	12.9	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	15.6	16.1	12.7	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.2	1.4	1.8	--

注：1、财务数据的主要调整详见“关键财务数据调整”。2、“--”代表数据不可得。

## 相关评级方法、模型及研究

### 评级方法：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2022年8月29日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-交通基础设施行业，2023年4月4日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019年5月21日。

### 相关研究：

- 评论：标普信用评级（中国）工商企业评级关键要素详解，2022年12月16日。
- 评论：解读标普信用评级（中国）评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素方法论，2020年6月29日。
- 评论：解读标普信用评级（中国）在评级过程中运用的支持框架，2019年5月8日。

## 宏观经济与行业环境

我们预计 2023 年全国 GDP 增速将较 2022 年有明显恢复。2023 年经济的恢复主要得益于国内消费和投资的提振；与此同时，随着国内需求的增加，通胀可能会有所上升，但仍将处于目标范围以内。我国的发展战略正在转变，新的政策法规以实现共同繁荣、实现高水平自立自强为目标。鉴于此，我们关注的重点也逐步从中国经济增长速度向去杠杆、减少不平等等方面转移。

我们认为，上海的经济财政实力极强。2022 年上海 GDP 总量继续排名全国城市第一，人均 GDP 仍处于全国前列。上海是中国最大的经济中心，在全国经济建设和社会发展中具有十分重要的地位和作用。我们认为，以优质二、三产业为主导的产业结构将带动上海经济较快复苏，预计 2023 年上海市 GDP 增速能恢复至全国平均水平。同时，上海的财政实力极强，财政质量和自给程度高，债务压力很小。2022 年全市实现一般公共预算收入 7,608 亿元，同口径增长 3.9%，自然口径下降 2.1%；实现政府性基金收入 4,042 亿元，同比增长 7.2%。

我们预计，未来 1-2 年浦东新区的 GDP 增速仍将高于全市水平。浦东新区是 1992 年国务院批准设立的首个国家级新区，是中国改革开放的窗口，同时是上海的国际经济、金融、贸易和航运中心，上海现代化建设的缩影，具有很高的战略地位。浦东新区经济财政实力很强，人民富裕程度高。2022 年全区实现地区生产总值 1.6 万亿元，同比增长 1.1%，GDP 总量占上海市比重达 35.9%，远高于上海其他区；人均 GDP 为 27.7 万元，人均可支配收入为 8.4 万元。同年全区实现一般公共预算收入 1,192 亿元，同比增长 1.6%；实现政府性基金收入 702 亿元，同比下降 9.4%。2023 年以来浦东新区复工复产情况较好，经济恢复较快，预计 2023 年增速仍可优于全市平均水平。随着区域不断开发建设，带动提升产业集群的规模和发展，区域未来经济增长潜力仍较大。

我们认为，上海市基础设施及交通网络资源丰富，随着新基建的推进、产业的持续发展以及区域的进一步开发，未来基础设施建设仍具备较大空间。上海浦东新区区域建设需求旺盛，基础设施投资增速高于上海市平均水平，预计 2023 年仍可呈现稳步增长趋势。2022 年，上海浦东新区固定资产投资总额为 3,025 亿元，同比增长 11.4%。

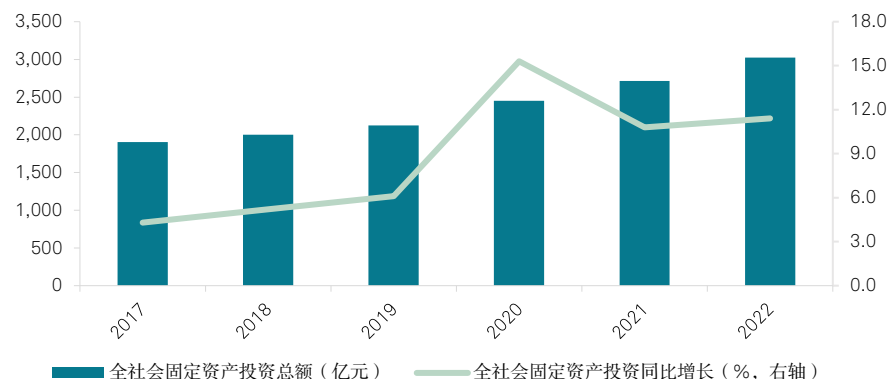
“十四五”期间，浦东新区将继续推动发展自贸试验区和临港新片区、“南北科创走廊”、“金色中环”、南汇新城节点城市，布局建设重大科技基础设施，打造江海陆空铁“五位一体”的世界级综合交通枢纽，稳步推进城市更新，加快实施城中村和老旧小区改造等，区域固定资产投资仍具备较大空间。

**上海浦东新区的经济财政实力很强，行政层级高，战略地位显著。**

**浦东新区重要科技及交通基础设施建设任务仍较多，城市更新和运营需求旺盛，全区基础设施投资额仍将保持增长。**

图1

上海浦东新区固定资产投资情况

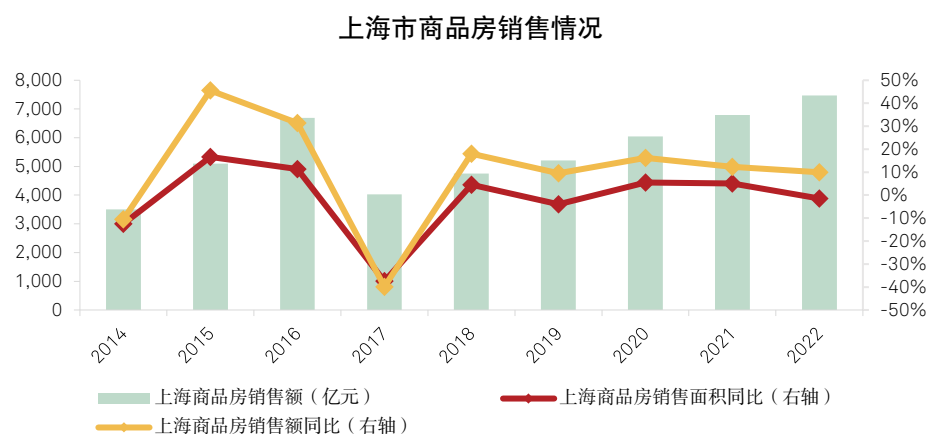


资料来源：上海市浦东新区统计局网站，标普信评整理。  
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，依托上海市极强的经济发展潜力、高人口基数和较强的住房需求，2023年上海房地产市场整体仍将保持稳定态势。2022年，上海市及浦东新区土地市场景气度相对较高，支撑当地财政收入保持稳定。2022年上海市土地成交市场仍保持了较高热度，住宅类土地成交金额为2,840亿元，同比增长7.8%，远高于全国平均水平。商品房销售方面，2022年上海商品房销售额增长10%，主要系销售均价上涨，销售面积相对稳定。上海市保障房供给及建设由政府主导，在国家和上海市政策的大力支持下，未来区域内保障房的工程建设预计仍将稳步进行。我们认为，未来1-2年上海房地产市场整体能够保持较强韧性，较为灵活的土地出让也有利于支撑当地财政收入的稳定性。

上海房地产市场整体保持较强韧性，较为灵活的土地出让有利于支撑当地财政收入的稳定性。

图2



## 一、评级基准

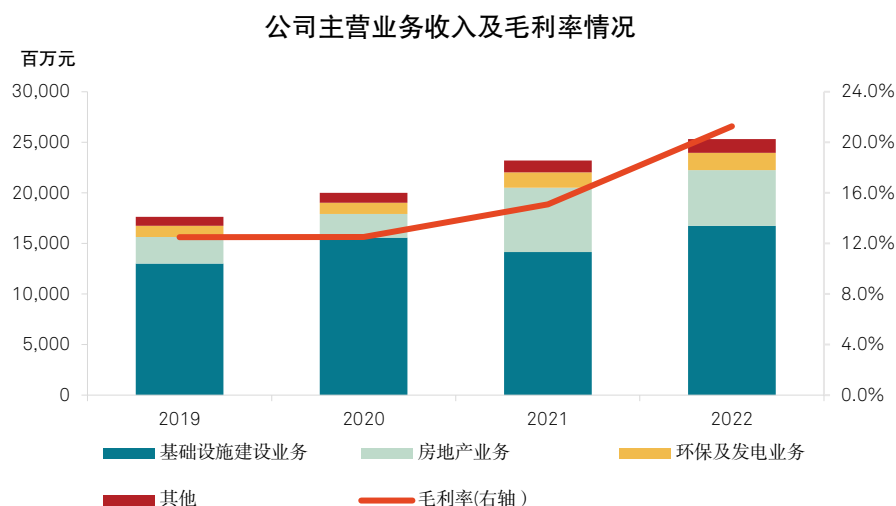
### 公司概况

上海浦东发展（集团）有限公司（以下简称“浦发集团”或“公司”）1996年经上海市人民政府批准设立，1997年11月14日注册成立国有独资有限责任公司。公司控股股东上海市浦东新区国有资产监督管理委员会（以下简称“浦东新区国资委”）持有公司100%股权，并为公司实控人。截至2022年末，公司纳入合并范围的主要子公司共20家。

公司是浦东新区重点工程和重大项目市场化运作的投资、建设管理、施工主体，以及国有资产主要经营管理主体，目前正在逐步形成以工程建设、区域开发、城市服务三大主业为核心，以金融保障、国资经营两大业务为基础的“3+2”业务发展格局。截至2022年末，公司总资产2,082亿元，全年实现营业总收入257亿元。公司主营业务包括三个核心部分：基础设施建设业务、房地产业务和环保及发电业务，其他业务为房屋租赁、管理费和金融业务等。2022年，公司实现主营业务收入253亿元，其中基础设施建设业务收入占主营业务收入的66.2%，房地产业务占比21.8%。同年公司实现主营业务毛利润54亿元，其中基础设施建设业务占比18.8%，房地产业务占比72.2%。

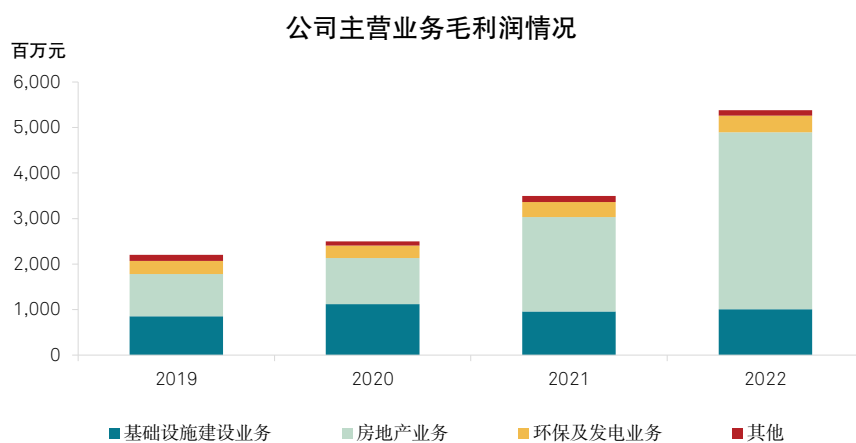


图3



资料来源：公司年报，标普信评。  
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图4



资料来源：公司年报，标普信评。  
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

公司基础设施建设板块项目主要分为工程施工项目、建设移交项目、PPP 项目及保障房建设项目。工程施工项目主要由集团通过公开竞标的方式获得，并根据施工要求，由集团下属具有相应施工资质的企业进行施工建设，建设完成后将项目交由项目业主方，公司下属子公司获得相应施工收入。建设移交项目方面，2016 年以来公司无新增的建设移交项目，历史建设移交项目资金已基本全部回笼，目前公司该部分业务模式转为代建管理的方式，建设资金由财政资金拨付，公司无垫资压力，仅负责代建管理，收取代建管理费。PPP 项目仅两个，均为浙江省内道路建设，主要通过收取道路养护费及政府购买服务的方式保持收益平衡。保障性住房建设的经营模式主要为定向供应，由建设单位通过定向招拍挂方式获得土地，建设单位与建交委指定的用房单位签订定向供应协议，用房单位按协议约定的付款方式支付回购款。

公司房地产业务主要为商品住宅的建设与销售，环保及发电板块业务模式是通过垃圾焚烧进行发电以获得相应电费收入。

公司建立了包括董事会、监事会和经营管理层组建的较为健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。

## 业务状况

标普信评认为，公司“优秀”的业务状况反映了浦东新区很强的经济财政实力和旺盛的城市基建、更新及运营需求为公司业务的持续发展提供了有力支撑，同时公司在浦东新区内垄断地位较高，现金流回流情况较好。

我们认为，浦东新区的行政层级高，地理面积广阔，区位优势明显，经济财政实力强劲，这为区域内城市开发运营企业的业务发展提供了良好的外部条件。公司业务主要集中在上海浦东新区内，业务发展受上海浦东新区的发展影响大。我们预计，未来 1-2 年上海浦东新区将保持活跃的城市基建、更新及运营需求，可为公司业务的发展提供较强支撑。2022 年浦东新区地区生产总值占全上海市的 36% 左右，对上海市的经济财政贡献突出。浦东新区的六大核心产业为“中国芯”、“创新药”、“蓝天梦”、“未来车”、“智能制造”、“数据港”。我们预计，浦东新区未来产业发展仍具备较大潜力，能够有效带动区域经济及税收收入的增长。上海浦东新区作为首个国家级新区，在 2019 年被赋予市级经济管理权限；区域面积 1,210 平方公里，占上海市的 19.1%；浦东新区区位优势好，地处长三角经济带，是上海重要的交通枢纽，拥有机场、国际物流港口、铁路、高速、隧道大桥等水、陆、空三位一体的交通基础设施。同时，浦东新区城市基础设施建设、更新及运营任务较多，如“金色中环”、“南汇新城节点城市”、城市更新和城中村改造项目等。

我们认为，公司在浦东新区内定位高、基础设施建设业务的垄断地位较强，业务可持续性较好。根据《2022 年度浦东新区国有资产统计报告》，公司是浦东新区国资委直属的重点企业之一，承担了浦东新区重点工程和重大项目市场化运作的城市综合开发职能以及国有资产经营管理职能，也是浦东新区内主要的保障房建设主体之一。公司的基础设施建设施工业务大部分为市政项目，涉及区域内保障房、道路桥梁、轨道交通、文体中心等工程，在业务土地资源、项目资源及资金等方面可获得当地政府的大力支持。公司的基础设施建设业务在新区内有较强垄断地位，截至 2022 年末，公司累计投资或代建的上海市和浦东新区市政道路、机场、轨道交通等基础设施项目 930 余项（其中市重大工程 78 项），总投资约 2,900 亿元。在南汇区并入浦东新区的背景下，2015 年公司合并了上海南汇发展（集团）有限公司，进一步巩固了区域内的垄断地位。公司 2022 年末总资产为 2,082 亿元，远高于上海及全国同类企业平均值。浦东新区财政资金支付的市政工程项目中，由公司负责的工程施工项目占比较大。预计 2023 年全年，由公司承接的浦东新区财政投资工程基建项目金额约 160 亿元，占浦东新区财政投资项目金额的 50% 以上。同时，公司在浦东新区内川沙、合庆、宣桥等区块的保障房业务建设方面的专营性较强，预计 2023 年上海浦东新区的保障性住房项目有 20 个，其中公司承接项目 4 个。我们预计，随着浦东新区的产业发展和规划项目的落实，公司仍将保持较大的待投规模，业务可持续性较好。

我们认为，公司基础设施建设业务存在部分市场化运作特征，盈利水平偏低，但现金回笼较为稳定。基础设施建设业务是公司的核心业务，覆盖投资、建设（代建）、征收、设计、总承包、施工及养护的完整产业链。其中，工程施工业务的收入贡献大，项目采用公开招标方式获得。公司在施工方面的专业化程度尚可，拥有房屋建筑工程施工总承包国家一级资质、市政公用工程施工总承包国家一级资质等。施工发包方大多数为浦东新区政府相关部门或集团关联企业，现金流回笼稳定性好。施工过程中可能存在垫资，但均按照建设工程施工合同约定，根据项目进度结算支付收入，现金流回流效率较高。同时，目前的代建项目资金均由政府财政资金先行到账后再进行发包，无需公司垫资，整体资金压力小。公司保障房业务建设后由用房单位回购，区域土储中心统筹征迁安置项目的整体资金安排。但由于征迁安置项目的整体实施进度快

**浦东新区的经济发展水平高、行政层级高、区域面积广阔、城市基建需求旺盛，为公司的业务发展提供了很强的外部支撑。同时，公司在区域内定位高、垄断地位较强，业务可持续性较好。**

**基础设施建设业务是公司的核心业务，该业务具有部分市场化运作特征，但由于浦东新区的财力充裕，公司现金流回笼效率和稳定性较好。**

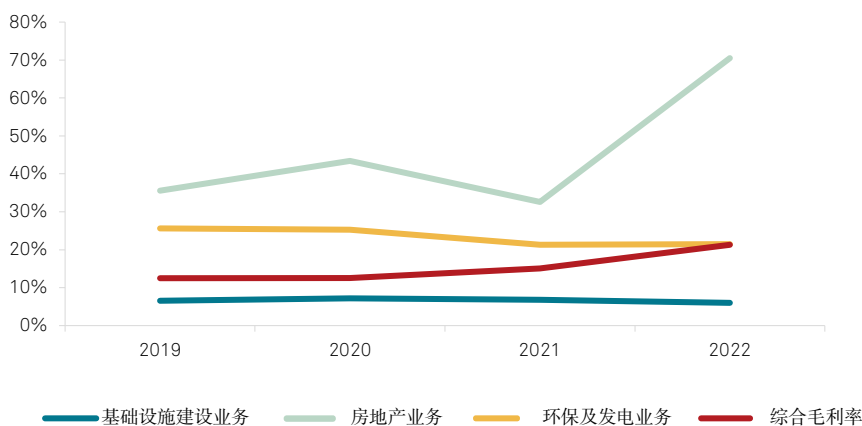
于保障房建设进度，为满足征迁居民的用房需求，会提前安排部分保障房的建设工作，导致目前部分回购方不明确，一定程度上拉长了回购周期。公司基础设施建设业务盈利水平偏低，2022年该业务毛利率仅为6.0%，这主要是由于基础设施建设项目较多为毛利率偏低的市政项目。

我们认为，房地产业务和环保及发电业务体现了公司业务的市场化及多元化特征，可为基础设施建设业务收入和盈利提供积极的补充，但或将增加更多资金需求。公司房地产业务和环保及发电等业务很大程度上依托其在浦东新区内的资源优势而开展。公司房地产业务主要由商品房及保障性租赁住房构成，目前房地产板块业务收入全部为商品房销售收入。2022年，公司房地产业务贡献全部毛利润的72.2%，毛利率达70.5%，主要系当年结转地块拿地时间较早，成本低廉所致。公司的商品房销售受地产政策和区域需求影响，但由于集中在上海浦东新区内，整体去化压力尚可。截至2022年末，公司主要在建商品房项目5个，主要在建项目总投资193亿元，已投资134亿元，资金回笼超过70亿元。公司的租赁房业务根据政府规划开展，服务于新区人才引进，该部分项目在建拟建总投资125亿元，已投资55亿元。我们预计，随着商品房业务的开展，公司或将面临较大的营运资金缺口，同时由于土地获取条件的差异，公司房地产业务毛利率将较为波动。

环保及发电业务方面，公司是浦东新区内唯一一家有环保产业的集团公司，在区内项目资源方面具有较为明显的优势，但整体业务规模仍不大。2022年，环保及发电业务贡献毛利润的6.8%，毛利率在21.5%。截至2022年末，公司拥有五家垃圾焚烧发电企业，分布在上海和常熟，总日处理生活垃圾能力达到6,800吨，总装机147.5兆瓦，上网电量8.7亿度。截至2023年3月末，垃圾发电在建项目总投资28亿元，已投资14亿元，主要为海滨资源再利用项目，仍有一定的建设投资支出。我们预计，该项目的投产将带动公司垃圾焚烧业务规模较为明显的上升。

图5

公司各主营业务毛利率情况



资料来源：公司年报，标普信评。  
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

## 财务风险

标普信评认为，浦发集团的财务风险偏高，这主要反映了公司的财务杠杆水平很高，但利息偿付能力较为稳健。我们预计，2023-2024年，重点项目的获取及建设将使公司形成一定的运营资本缺口，但得益于较为充裕的货币资金储备以及较快的回款速度，

公司偿债压力可控。同时，依靠稳固的银企关系与在资本市场中良好的认可度，公司可保持较低的融资成本，有利于维持稳健的利息偿付能力。

我们认为，虽然公司的财务杠杆水平很高，但债务规模相对不大，且自身再融资能力很强，在手现金较为充裕，其债务到期压力可控。由于公司在浦东新区内仍承担着重大市政项目建设与国有资产经营管理职能，其盈利水平偏低，EBITDA 规模偏小，导致 EBITDA 对债务覆盖程度较低。但受益于浦东新区政府雄厚的财政实力以及较好的经济环境，公司的项目回款速度较快，能够有效将债务规模维持在适中的水平。此外，依托于自身在浦东新区内突出的地位以及良好的业务发展状况，公司与银行等金融机构保持稳固的合作关系，并在资本市场中拥有较好的认可度，再融资能力很强，现金储备较为充裕，进一步缓释了自身的偿债压力。

我们预计，2023-2024 年公司的收入或将呈现一定增长，债务规模相对稳定，财务杠杆可保持在近年来的水平。公司未来将承担区域内“金色中环”等重大项目中的重点建设任务，且随着其他基建与房地产业务的持续开展，公司收入将呈增长趋势。我们预计 2023 及 2024 年，公司的收入增速分别为 5%-10%与 15%-20%，主要与房地产项目收入结转节奏有关。根据公司规划，未来 1-2 年公司重点项目获取及建设支出规模较大，预计营运资本将形成一定缺口，但其在手资金储备较为充裕，债务规模能得到较好的控制，2023-2024 经调整总债务/EBITDA 维持在 10 倍以上。

我们预计，2023-2024 年公司 EBITDA 仍能够较好覆盖债务的利息支出。虽然公司整体盈利能力一般，但公司有息债务规模尚可，且再融资能力很强、融资成本较低，利息支出规模较小，EBITDA 仍可对利息有较好覆盖。我们预计 2023-2024 年，公司的 EBITDA 对利息支出的覆盖倍数将分别在 1.0-1.5 倍和 1.4-1.9 倍。

尽管公司的财务杠杆水平很高，但债务规模尚可，自身再融资能力很强，在手现金较为充裕，债务到期压力可控。

我们预计，公司未来两年财务杠杆与利息偿付能力保持稳定。

表3

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024F
营业收入	20,071	23,355	25,465		
EBITDA	2,273	2,497	3,278		
营运现金流	481	703	1,069	2023-2024 年，公司收入增速分别为 5%-10%和 15%-20%。	
经营性现金流	-733	-25	4,545	2023-2024 年，公司营运资本净流出分别为 60-80 亿元和 40-60 亿元。	
利息支出	1,878	1,768	1,823		
经调整总债务	35,533	40,212	41,752		
所有者权益	78,061	81,745	83,133		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	15.6	16.1	12.7	13.0-18.0	10.0-15.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.2	1.4	1.8	1.0-1.5	1.4-1.9
EBITDA 利润率（%）	11.3	10.7	12.9	8.0-13.0	10.0-15.0

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

资料来源：公司提供资料，标普信评整理和调整。

表4

## 截至 2022 年末关键财务数据调整（单位：百万元）

	总债务	EBITDA	EBITDA	利息支出	经营活动产生的现金流量净额
报告值	58,582	2,968	2,968	1,019	6,368
<b>标普信评调整</b>					
盈余现金	-17,049	-	-	-	-
对外担保和诉讼	218	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	130	130	-	-
利息及股利收入	-	-	470	-	-
当期所得税	-	-	-856	-	-
利息支出	-	-	-1,019	-	-1,019
资本化利息	-	-	-804	804	-804
其他调整	-	180	180	-	-
调整总额	-16,831	310	-1,899	804	-1,823
<b>标普信评调整值</b>					
	经调整总债务	EBITDA	营运现金流	利息支出	经营性现金流
调整后	41,752	3,278	1,069	1,823	4,545

注：总债务=长期债务+短期债务。

资料来源：公司年报，公司提供资料，标普信评。

## 同业比较

我们选择了上海张江（集团）有限公司（以下简称“张江集团”）、上海浦东开发（集团）有限公司（以下简称“浦开集团”）和重庆两江新区开发投资集团有限公司（以下简称“两江开投”）作为浦发集团的可比公司。上述三家公司均为国家级新区内的主要建设主体，公司与浦开集团的业务均集中于上海浦东新区，张江集团业务集中于上海浦东新区的张江科学城内，两江开投业务集中于重庆两江新区全域。浦发集团与可比企业在区域、公司定位及业务模式方面存在一定的相似性，可比性较强。

我们认为，上海市浦东新区的发展水平明显强于重庆市两江新区，行政层级及地理面积优于作为国家级园区的张江科学城，公司的外部环境和发展空间更好。上海市浦东新区与重庆两江新区均是国家级新区，两者区域面积相似，但浦东新区的经济、财政实力以及对所在直辖市的贡献要明显强于两江新区。截至 2022 年末，浦东新区 GDP 为 1.6 万亿，一般公共预算收入 1,192 亿元，分别占上海市的 35.9%与 15.7%；重庆市两江新区 GDP 为 4,551 亿元，一般公共预算收入 263 亿元，分别占重庆市的 15.6%与 12.5%。我们认为，浦东新区较强的经济发展水平与较高的战略重要性能够为浦发集团业务发展提供更大的空间，同时也能够保证基建项目现金流回笼更加及时。

我们认为，浦发集团与两江开投均为区域内最主要的城市综合开发主体和国有资产经营管理者，具有较强的区域专营性，二者在资产与收入规模上相近，且优于张江集团

与浦开集团。此外，张江集团仅负责浦东新区内张江科学城的开发与运营，业务范围较小，而浦开集团负责浦东新区内自营土地综合开发，业务种类较少。

我们认为，浦发集团的财务状况好于其他可比企业。浦发集团的财务杠杆水平低于其他可比公司，且其利息偿付能力强于其他可比公司。2021-2022年，浦发集团的平均利息覆盖倍数为1.6倍，高于其他可比公司。

我们认为，浦发集团与可比企业均可获得较强的政府支持。四家企业的控股股东与实际控制人均均为所在区政府。受益于业务公益性属性强、战略性地位高，或业务受政府监管和委托程度高，四家企业对政府的重要性均较高。

表5

经营情况				
	浦发集团	张江集团	浦开集团	两江开投
控股股东	上海市浦东新区国有资产监督管理委员会	上海市浦东新区国有资产监督管理委员会	上海市浦东新区国有资产监督管理委员会	重庆两江新区管理委员会
平台运营区域	浦东新区	张江科学城	浦东新区	两江新区
行政层级	国家级新区	国家级高新区	国家级新区	国家级新区
区域 GDP（2022，亿元）	16,013	3,702*	16,013	4,551
区域 GDP 占本市比例	35.9%	-	35.9%	15.6%
区域一般公共预算收入（亿元）	1,192	-	1,192	263
区域一般公共预算收入占本市比例	15.7%	-	15.7%	12.5%
区域面积（平方千米）	1,210	95	1,210	1,200
区域面积占本市比例	19.1%	1.5%	19.1%	1.5%
职能定位	浦东新区城市最主要的综合开发主体	张江高科技园最主要的开发运营主体	负责区域内自营土地开发	两江新区最主要的开发建设主体
总资产（2022，亿元）	2,082	1,091	998	2,549
总收入（2022，亿元）	257	61	59	89

注：张江科学城的区域 GDP 未公开披露，此数据为区域内规模以上工业总产值。

资料来源：Wind，公司提供，公开信息，标普信评。

表6

财务情况比较（2021-2022 两年平均，单位：百万元）				
	浦发集团	张江集团	浦开集团	两江开投
营业总收入	24,410	7,164	5,286	9,774
EBITDA	2,888	2,926	1,488	1,810
利息支出	1,796	1,960	1,065	3,006
营运现金流	886	778	44	-1,233
经调整总债务	40,982	54,159	20,612	66,893
所有者权益	82,439	22,064	39,648	140,692

### 财务比率

经调整总债务/EBITDA（倍）	14.4	19.0	16.6	36.9
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.6	1.5	1.4	0.6
营运现金流/经调整总债务（%）	2.2	1.5	0.0	-1.8
营运现金流覆盖倍数（倍）	1.5	1.3	1.1	0.6

资料来源：wind，公司提供，标普信评。

## 二、个体信用状况

### 流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来一年流动性来源对流动性需求的覆盖超过 1.2 倍。公司银企关系良好，资本市场认可度高，融资渠道多样，流动性水平将保持充分。

公司未来一年主要的资金用途为满足城市综合开发和债务还本付息等需求，将主要通过提用项目回款、盈余货币资金和部分银行未使用授信等方式来满足。

表7

流动性来源	流动性用途
公司未受限现金及交易性金融资产约 430 亿元；	未来 12 个月，公司偿还非可循环类债务本息合计约 100-150 亿元；
未使用银行授信约 368 亿元*；	未来 12 个月，公司营运资本净流出约 60-80 亿元；
未来 12 个月，营运现金流流入约 5-10 亿元；	未来 12 个月，固定资产投资约 15-25 亿元。

注：未使用授信额度为公司本部口径，数据截止至 2022 年末。

数据来源：公司提供，标普信评整理。

表8

债务到期分布情况	
年份	金额（单位：百万元）
一年以内	22,081
一年以上	36,502
合计	58,582

注：数据截止至 2022 年末。

资料来源：公司年报，标普信评。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2023 年 5 月 25 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

### 三、主体信用等级

标普信评认为，公司对于上海市政府的重要性为“极高”，主要体现在以下几方面：

- 公司由上海市浦东新区国资委 100%直接控股，公司董事会与监事会中半数以上成员由浦东新区国资委委派，政府能对其实施全面控制。
- 公司业务集中于浦东新区，浦东新区作为中国首个且经济财政实力最强、发展最成熟的国家级新区，是中国改革开放的窗口，对上海市的经济财政贡献非常突出，具有极高的战略地位。
- 公司是浦东新区内最早成立的国资控股企业之一，资产与收入规模在上海市下辖国有企业中排名靠前。公司作为区域内最重要的城市综合开发主体，承担着区域内重点工程和重大项目市场化投资、建设管理与施工以及国有资产经营管理的职能，在浦东新区内的垄断地位及公益性较强，对浦东新区发展起到重要作用。
- 公司在资金和业务开展等方面得到了当地政府的大力支持。

整体来看，我们认为上海浦东发展（集团）有限公司对上海市政府的重要性为“极高”，考虑到上海市政府具有极强的支持能力，我们评定上海浦东发展（集团）有限公司主体信用等级为 AAA<sub>spc</sub>。

**上海市的支持能力极强。公司对上海市政府的重要性极高。**



## 分项评估

主体信用等级：AAA<sub>spc</sub>/稳定

业务状况：2/优秀

行业风险：2/低

竞争地位：2/优秀

财务风险：5/偏高

评级基准：bbb-

调整项

多元化：中性（无影响）

资本结构：中性（无影响）

财务政策：中性（无影响）

流动性：适中（无影响）

管理与治理：中性（无影响）

补充调整：中性（无影响）

个体信用状况：bbb<sub>spc</sub>-

外部影响：+9

附录

附录1： 公司主要投资项目

截至 2023 年 3 月末公司主要在建项目明细

工程施工业务（单位：万元）

施工单位	项目名称	项目所在地	合同金额	业主方	已回款金额
浦建集团	浦东新区周浦体育中心新建工程	上海市浦东新区	69,971	上海市浦东新区源深体育发展中心	56,947
浦建集团	周浦镇西社区 PDPO-1001 单元 09-01 地块租赁住房项目	上海市浦东新区	53,830	上海浦发租赁住房建设发展有限公司	27,653
浦建集团	浦东新区川沙新市镇 D05C-13 地块项目	上海市浦东新区	89,647	上海浦迪房地产开发经营有限公司	5,640
浦建集团	浦东新区国际医学园区 PDPO-1501 单元 44A-06 地块租赁住房项目除桩基工程	上海市浦东新区	74,636	上海浦发安寓公寓管理有限公司	5,260
浦建集团	浦东新区唐镇新市镇 D-03-05b 地块租赁住房住宅项目	上海市浦东新区	96,624	上海浦发租赁住房建设发展有限公司	62,246
浦建集团	浦东新区川沙新市镇 D10B-04 地块征收安置房项目	上海市浦东新区	61,107	上海庆发房地产开发有限公司	1,798
浦建集团	川沙新市镇城东社区 D06B-08 地块征收安置房项目	上海市浦东新区	63,081	上海心圆房地产开发有限公司	1,608
浦建集团	唐镇新市镇 D-04-10b 地块商业项目	上海市浦东新区	59,720	上海南苑房地产有限公司	9,166
浦建集团	周家渡 16-07、16-10、16-11 地块项目施工总包	上海市浦东新区	103,849	上海浦兴创智企业管理有限公司	67,699
浦建集团	浦东新区新里城居住区 C01-8 地块（“城中村”改造项目—同福村、东明村地块）	上海市浦东新区	67,523	上海浦发御湾房地产开发有限公司	20,025
浦建集团	张江西北区 07-03 科技总部平台项目（除桩基工程）	上海市浦东新区	54,986	上海灏巨置业有限公司	28,361
浦建集团	浦三路两侧地区 S6 东侧地块浦发商业项目	上海市浦东新区	79,190	上海浦东发展（集团）有限公司	30,802
浦建集团	浦东新区惠南镇东南社区 16-05 地块征收安置房项目	上海市浦东新区	54,404	上海东鉴房地产开发有限公司	26,730
浦建集团	浦东新区惠南镇东南社区 07-01 地块征收安置房项目	上海市浦东新区	58,113	上海东鉴房地产开发有限公司	5,811
浦建集团	临港产业区“先租后售”园区公共租赁住房四期项目（除桩基）精装修工程	上海市浦东新区	54,769	上海建工五建集团有限公司	25,077
浦建集团	唐镇镇南社区 13A-05 地块商品房项目	上海市浦东新区	54,520	上海华夏文化旅游区开发有限公司	2,877
浦建集团	北蔡镇同福村“城中村”改造 C01-2 地块项目	上海市浦东新区	77,848	上海浦发御湾房地产开发有限公司	15,049
浦建集团	周浦镇 03 单元 11-05 地块公共租赁住房项目	上海市浦东新区	63,850	上海市浦东新区公共租赁住房投资运营有限公司	-
浦建集团	萧山至磐安公路（金浦桥至三江口大桥段）快速化改建工程	浙江诸暨	134,779	诸暨市交通基础设施建设有限公司	9,962
浦建集团	金海路（杨高中路-华东路东侧）改建工程 1 标	上海市浦东新区	67,279	上海浦东工程建设管理有限公司	-
浦东路桥	沪南公路（闸航公路-G1503 公路）改建工程 1 标	浦东新区	66,037	上海浦东工程建设管理有限公司	18,004
浦东路桥	S3 公路（周邓公路-G1503 公路两港大道立交）新建工程浦东地面系统施工 S3PD-2 标段	浦东新区	56,520	上海沪洋高速公路发展有限公司	35,184
浦东路桥	杨高中路（罗山路立交-中环立交）改建工程 1 标	浦东新区	60,512	上海浦东工程建设管理有限公司	42,748
浦东路桥	杨高南路（高科西路-外环立交）改建工程 3 标	浦东新区	66,584	上海浦东工程建设管理有限公司	26,003
浦东路桥	沪南公路污水总管改扩建工程 4 标	浦东新区	56,022	上海市浦东新区建设和交通委员会	34,531
浦东路桥	崧泽高架 2 标（漕盈路-崧复路）工程	青浦区	141,700	上海青浦区公路管理所	125,509
南汇建工	国际医学园区生物医药加速器（一期）	浦东新区	63,818	上海国际医学园区集团有限公司	47,390
南汇建工	惠南镇东南社区 06-01 地块动迁房	浦东新区	55,786	上海周房置业有限公司	43,840
南汇建工	浦东新区新场镇 PDS2-0102 单元控制性详细规划 C 街坊 C-06a 地块征收安置房项目	浦东新区	59,406	上海周房置业有限公司	20,515
南汇建工	松江永丰街道 H 单元 41-01 号动迁安置房	松江区	59,318	上海大运置业有限公司	28,470
南汇建工	上海临港 G60 科创云廊二期 01-05 地块-1 工程	松江区	94,688	上海临港松江高科技发展有限公司	23,719

保障房业务（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	采购方	已回款
新场 C-06a	12.9	7.0	上海浦惠投资有限公司	9.2
惠南镇 04-02 地块	11.5	7.4	惠南镇、祝桥镇、轨交公司、浦惠投资、建管公司	6.9
惠南 16-05 地块	12.2	7.2	惠南镇、祝桥镇、老港镇、浦惠投资、南汇农业	3.7
惠南 07-01 地块	12.9	5.1	老港镇、浦惠投资、浦东地产、宣黄管理、临港土地	7.8
金桥地铁上盖一期项目	17.3	19.1	尚未明确	19.0
川沙 A01-02C 地块	7.5	6.1	川沙新镇、浦惠投资	5.6
川沙新镇六灶 01-02 地块	10.4	7.5	川沙镇政府，南汇汇集、浦惠投资、其余未明确	1.4
川沙 A01-02b 地块	10.8	7.4	川沙镇政府、交通投资	1.8
川沙 D06B-08 地块	16.0	7.1	川沙镇政府，浦惠投资，致力城，合庆镇政府、浦投公司、其余未明确	1.8
合庆镇 D06A-02 地块	5.2	2.3	合庆建设、浦惠投资	2.2
合庆镇 D06D-15 地块	8.3	4.4	合庆建设、浦惠投资建管公司	3.1
宣桥镇 05-01 地块	8.8	4.1	老港镇政府	2.9
宣桥镇 07-01 地块	5.1	2.4	老港镇政府	1.6
宣桥镇 09-01 地块	8.1	3.7	老港镇政府	2.6
宣桥镇 11-01 地块	7.9	3.8	浦房集团、其余未明确	2.3
宣桥镇 08-01 地块	4.1	1.4	-	-
宣桥镇 10-01 地块	10.1	3.6	老港镇政府 and 交通投资	2.9
宣桥镇 12-01 地块	8.8	3.1	老港镇政府	-
三林镇东明村“城中村”改造 C03B-4 地块	7.1	4.1	三林政府	0.6
北蔡镇同福村“城中村”改造 C01-2 地块	19.6	11.1	北蔡政府	-
宣桥镇 01-01 地块	8.9	3.2	老港政府和浦投	1.9
宣桥镇 02-01 地块	10.8	3.8	老港政府和浦投	0.3
宣桥镇 03-01 地块	10.1	3.5	-	-
宣桥镇 04-01 地块	4.8	1.6	-	-
合庆镇 D10B-04 地块	15.0	6.5	浦投、祝桥政府、合庆政府、轨道交通投资、浦惠投资	2.8
C03A-2 地块	11.2	7.6	-	-
合庆 D04C-09 地块	11.5	5.8	浦投、合庆政府、	-
合庆 D04A-02 地块	8.2	5.6	川沙政府	-
合庆 D04B-07 地块	16.2	8.4	-	-
杨思 19-01 地块	33.5	14.8	-	-

房地产业务（单位：亿元，万平方米）

开发主体	项目名称	项目类别	项目所在地	总投资	已投资	建筑面积	预计竣工时间
上海浦发虹湾房地产开发有限公司	唐镇 W09-06 地块	住宅	浦东唐镇	29.9	22.6	12.1	2024/9
上海浦发虹湾房地产开发有限公司	唐镇“城中村”项目（唐镇 W15-01 地块）	住宅	浦东唐镇	21.7	17.9	9.0	2024/7
上海浦发御湾房地产开发有限公司	新里城居住区 C01-8 地块	住宅	浦东北蔡	38.7	25.4	8.5	2024/6
上海南苑房地产有限公司	唐镇新市镇 D-04-10B 项目	商业	浦东唐镇	12.2	4.3	6.4	2024/12
上海南苑房地产有限公司	上海市保障性住房三林基地 3 号地块 C1-3 地块	商业	浦东三林	9.2	3.8	5.0	2023/9

上海浦东发展（集团）有限公司	浦三路 S6 商业项目	商业/办公	浦东三林	11.6	3.2	9.6	2024/12
上海华夏文化旅游区开发有限公司	唐镇新市镇 C-13C-01 地块	住宅/商业/ 办公	浦东唐镇	17.4	5.7	11.6	2023/12
上海华夏文化旅游区开发有限公司	唐镇新市镇 C-13B-04 地块	住宅/商业	浦东唐镇	18.0	1.4	15.8	2024/12
上海浦迪房地产开发经营有限公司	川沙新市镇 D05C-13 地块	住宅	浦东唐镇	43.9	27.1	13.3	2025/4
上海迎博房地产开发有限公司	杨思社区 Z000602 单元 20-14 地块	住宅	浦东三林	63.3	47.3	13.7	2025/9

数据来源：公司提供，标普信评。

## 附录2： 主要财务数据及指标

### 评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）

	2020	2021	2022	2023.1-3
货币现金和交易性金融资产	22,114	32,423	44,651	41,800
固定资产	31,672	31,960	31,807	32,732
资产总计	166,882	185,424	208,167	209,717
短期借款	7,400	2,010	2,210	5,210
应付票据及应付账款	13,277	17,052	22,033	20,790
一年内到期的非流动负债	3,205	3,975	2,863	1,095
长期借款	13,306	13,928	11,730	13,750
应付债券	13,757	18,955	24,666	25,169
所有者权益合计	78,061	81,745	83,133	83,365
营业总收入	20,251	23,598	25,693	5,262
营业成本	17,563	19,814	20,066	4,624
销售费用	35	91	77	7
管理费用	714	877	922	189
财务费用	651	800	988	193
投资收益	725	719	(654)	138
利润总额	1,856	2,032	1,136	291
净利润	1,345	1,480	869	263
经营活动现金流入小计	32,788	34,758	54,522	7,127
经营活动现金流出小计	31,162	33,014	48,155	11,393
经营活动产生的现金流量净额	1,625	1,744	6,368	(4,266)
投资活动现金流入小计	18,106	31,206	63,395	19,016
投资活动现金流出小计	23,415	43,032	66,212	17,251
投资活动产生的现金流量净额	(5,309)	(11,826)	(2,817)	1,765
筹资活动现金流入小计	23,425	34,313	36,818	6,367
筹资活动现金流出小计	17,631	25,938	33,929	4,297
筹资活动产生的现金流量净额	5,794	8,375	2,890	2,070

### 调整后财务数据及指标

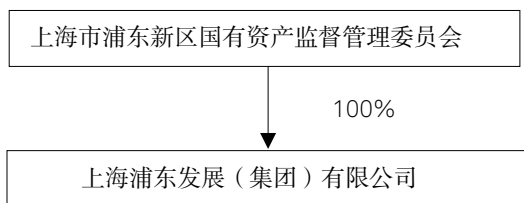
	2020	2021	2022	2023.1-3
EBITDA	2,273	2,497	3,278	--
营运现金流	481	703	1,069	--
经营性现金流	-733	-25	4,545	--
利息支出	1,878	1,768	1,823	--

经调整总债务	35,533	40,212	41,752	--
EBITDA 利润率（%）	11.3	10.7	12.9	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	15.6	16.1	12.7	--
营运现金流/经调整总债务（%）	1.4	1.7	2.6	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	1.2	1.4	1.8	--
营运现金流利息覆盖倍数（倍）	1.0	1.4	1.6	--

注：1.上表中财务数据基于公司披露的天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的浦发集团 2020-2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度报表，2020 和 2021 年数据采用重述值；2.调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据。3.“--”代表数据不可得。

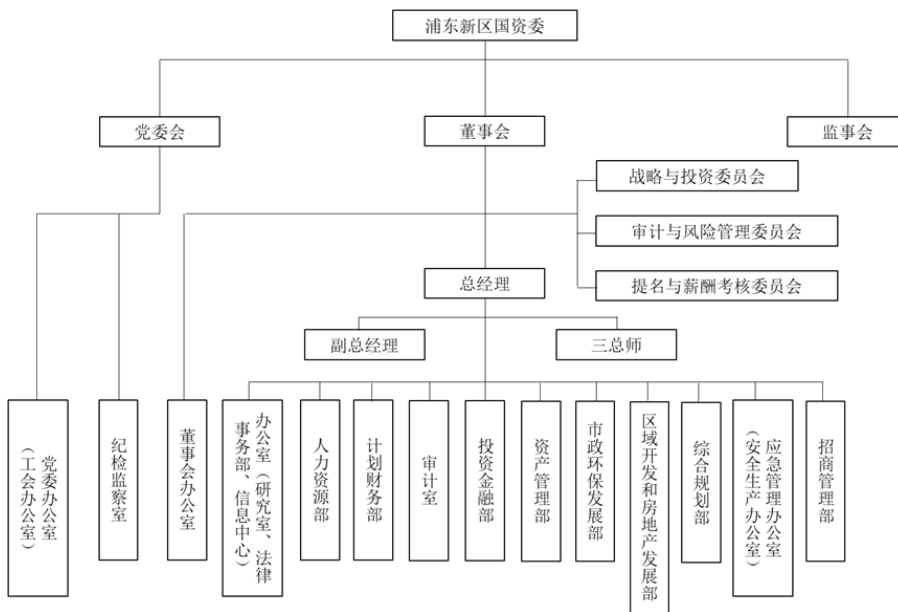
资料来源：公司审计报告，经标普信评调整及整理。

### 附录3： 评级对象股权结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，标普信评。

### 附录4： 评级对象组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供，标普信评。

## 附录5： 主要财务指标计算公式

### 主要财务指标计算公式

EBITDA（调整前）=营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）

EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联合营企业股利+其他调整

折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整

EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整

利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整

已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整

营运现金流=EBITDA-利息支出+利息及股利收入-当期所得税+其他调整

经营性现金流=经营活动产生的现金流量净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整

资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整

自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支

股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息

可支配现金流=自由经营性现金流-股利

短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务

经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整

资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整

EBITDA 利息覆盖倍数=EBITDA/利息支出

营运现金流利息覆盖倍数=（营运现金流+利息支出）/已付现金利息

资本回报率=EBIT/两年平均资本

EBITDA 利润率=EBITDA/营业收入

## 附录6： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	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。
BB <sub>spc</sub>	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	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 <sub>spc</sub>	不能偿还债务。

注：除 AAA<sub>spc</sub> 级，CCC<sub>spc</sub> 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

## 附录7： 跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

©版权所有 2023 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方经销商。