

标普信评

S&P Global

China Ratings

主动评级报告

上海城投(集团)有限公司

主体信用等级*: AAA_{spc(u)}; 展望: 稳定

评定日期: 2023年3月7日

到期日期: 2024年3月6日

分析师:

焦迪, di.jiao@spgchinaratings.cn

曹艺馨, yixin.cao@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	8
公司概况	10
业务状况	11
财务风险	13
同业比较	14
流动性状况	16
分项评估	17
附录	18

*本信用评级为主动主体信用评级。主体信用评级一般反映标普信用评级(中国)有限公司(以下简称“标普信评”)对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法,不专门针对受评主体可能发行在外的具体债项。

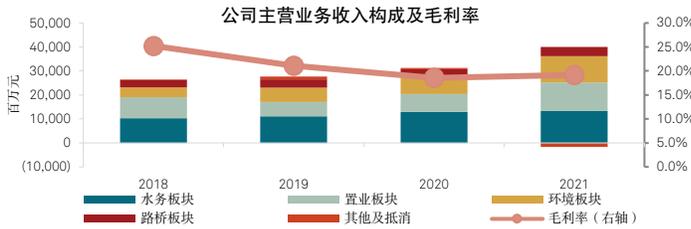
标普信评的评级(以“spc”后缀标识)是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。我们所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等,或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

本主动评级(以“spc(u)”后缀标识)未经受评对象、投资人或评级委托人的委托。本主动评级仅基于公开渠道收集的资料,不涉及受评对象的参与和/或者受评对象的内部文件以及/或者与受评对象管理层的互动沟通。我们根据我们的政策和流程确定的标准使用了来源可靠的资料,但不保证所用资料的正确性、充分性和完整性。本主动评级在中国境内不得用于任何监管目的,亦不得用于任何融资活动,包括但不限于任何的债券发行或者资金筹集活动。本主动评级报告不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露,不得在募集说明书、其他债券发行文件中或任何披露文件中被援引或提及,不得为投资人或其他任何人士所依赖。本主动评级报告中所呈现的观点是我们根据公开信息得出的,我们未与受评对象进行任何形式的互动沟通。本主动评级授予的信用等级不可与标普信评受委托授予的信用等级视为同等,或者表述为标普信评受委托授予的信用等级。标普信评对授予、更新或撤销任何的主动评级的信用等级拥有绝对酌情决定权。

报告摘要

公司名称	等级类型	当前等级	评定日期	到期日期	展望/观察
上海城投(集团)有限公司	主体信用等级	AAA _{spc(u)}	2023年3月7日	2024年3月6日	稳定

行业划分：受监管的公用事业/交通基础设施/环境服务/房地产开发
主体概况：上海城投(集团)有限公司(简称“上海城投”或“公司”)是上海市国有资产监督管理委员会全资持有的,以基础设施与公用事业投资、建设和运营为主要业务的特大型企业集团,在上海市重大城市基础设施项目建设、保障城市安全运营方面发挥重要作用。截至2021年末,公司总资产规模为7,144亿元,全年实现营业收入为383亿元,涉及水务、环境、路桥与置业四大板块。公司实际控制人为上海国资委。



注：2021年其他及抵消收入为负系分部之间收入抵消所致。
 资料来源：Wind, 经标普信评整理。
 版权©2023标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

宏观经济与行业环境：标普信评预计,2023年中国GDP增速将达较2022年有明显恢复。我们认为,上海市经济实力全国领先,常住人口数量较为稳定,其城市供水总量将保持平稳。上海市将持续推进落实高质量、高水平发展和城市精细化管理的总体要求,构建符合超大型城市特点的城市供排水和污水处理体系,因此未来两年上海市水务相关固定资产投资方面仍将维持增长。在全国城镇化水平不断提高、国家环保力度和政策措施逐步推进、以及民众环保意识不断增强的背景下,全国固废处理领域在未来两年仍将具有较好的成长空间。随着防疫的放开,高速公路行业内企业的营业收入和盈利情况将明显恢复。房地产方面,我们预计2023年需求恢复仍需时间,整体市场仍处于小幅下行的压力之下,但一二线城市及城市圈核心三线城市的需求仍较好,主要来自良好的产业结构和人口吸纳能力的支撑。

信用要点：公司的信用等级反映了公司在上海市基础设施与公用事业投资、建设和运营领域的重要作用。上海市发达的经济和财政实力支撑了公司未来的发展空间。公司财务风险可控,对上海市政府重要性极高,信用质量极好。

业务状况：我们认为公司的业务状况极佳。上海区位优势强,经济实力领先,为公司业务提供了良好的发展空间。公司的水务、垃圾处理以及收费路桥业务在上海市有较强的垄断地位,同时公司也是上海市较为主要的保障房建设主体之一,业务的公益性属性强,稳定性很高。虽然公司的房地产业务有一定波动,但对公司整体的业务未产生明显的拖累。

财务风险：我们认为公司财务风险可控。依托公司公益性业务属性及较强的垄断地位,其收入及现金流的稳定性较好。虽然公司杠杆水平很高且债务规模有增长趋势,但整体负债期限较长,EBITDA对利息覆盖较好。同时公司再融资能力很强,融资成本低。

外部影响：我们认为上海市支持能力极强,公司在保障上海市供水、垃圾处理、保障性住房等民生领域作用十分关键,也对上海市交通基础设施重大项目建设起到重要作用,对于上海市政府的重要性为极高。

重点信用指标：

	2021A	2022E	2023F
EBITDA 利润率 (%)	23.5	23-28	23-28
经调整总债务/EBITDA (倍)	7.9	8.5-10.5	8.5-10.5
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	2.5	2-3	2-3

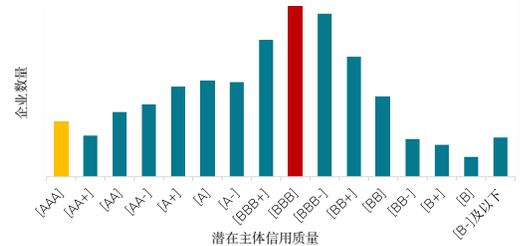
注：以上数据为标普信评调整后数据。A表示实际值, E表示估计值, F表示预测值。

分项评估：

主体信用等级：	AAA _{spc(u)} /稳定
业务状况：	1/极佳
行业风险：	不适用
竞争地位：	不适用
财务风险：	4/可控
评级基准：	a
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：	a _{spc(u)}
外部影响：	+5

注：因涉及多个行业,行业风险及竞争地位不一详述。

上海城投主体信用等级在约1400家企业潜在主体信用质量分布中的相对位置



注：红色代表约1400家企业潜在主体信用质量的中位数,黄色代表上海城投所在位置。
 版权©2023标普信用评级(中国)有限公司。版权所有。

同业比较：(2020-2021两年平均值,百万万元)

	上海城投	苏州城建	南京城建	奉贤交通
营业总收入	34,868	6,270	14,545	2,662
EBITDA	8,646	864	3,521	242
经调整总债务/EBITDA (倍)	8.0	14.4	6.3	79.4
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	2.6	1.3	3.9	0.6

注：以上数据为标普信评调整后数据;苏州城市建设投资发展有限责任公司简称“苏州城建”,南京市城市建设投资控股(集团)有限责任公司简称“南京城建”,上海奉贤交通能源(集团)有限公司简称“奉贤交通”。

资料来源：Wind, 标普信评。

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

曹艺馨



北京

Yixin.cao@spgchinaratings.cn

声明

本信用评级为主动评级，未经评级对象、投资人或评级委托人委托。本主动评级仅基于公开渠道收集的资料，不涉及受评对象的参与和/或者受评对象的内部文件以及/或者与受评对象管理层的互动沟通。标普信用评级（中国）有限公司（以下简称“标普信评”）根据其政策和流程确定的标准使用了来源可靠的资料，但不保证所用资料的正确性、充分性和完整性。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。

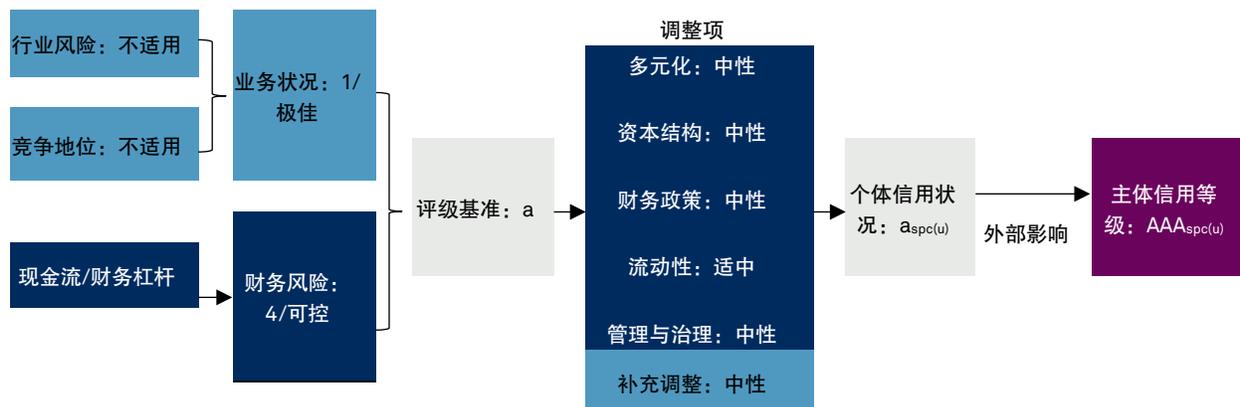
标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本主动评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本主动评级报告的评级结论是标普信评依据公开资料及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。

本主动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。本主动评级在中国境内不得用于任何监管目的，亦不得用于任何融资活动，包括但不限于任何的债券发行或者资金筹集活动。本主动评级报告不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书、其他债券发行文件中或任何披露文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。本主动评级报告所评定的主动评级自评级报告出具之日起有效，直至被标普评级撤销为止。

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
上海城投(集团)有限公司	主体信用等级	AAA _{spc(u)}	2023年3月7日	稳定



主要优势与风险

优势	风险
<p>公司的公用事业以及交通基础设施业务在上海市有较强的垄断性，同时公司也是上海市主要的保障房建设主体之一，承载了上海市城市建设与运营职能。</p> <p>公司所在区域是全国经济最发达的城市之一，对公司业务的可持续和稳定发展起到较强的支撑作用。</p> <p>公司业务公益属性很强，对上海市政府的重要性极高。</p> <p>公司具有良好的银企关系，再融资能力很强。</p>	<p>公司财务杠杆处于很高水平。</p>

评级展望

上海城投的评级展望为稳定。我们认为，在未来的24个月内，公司仍将作为上海市重要的水务、垃圾处理以及路桥基础设施投资、建设和运营的主体，保持良好的业务发展和突出的垄断地位，整体财务风险可控。我们预计，公司2022年及2023年仍将保持较为稳定的EBITDA利润率，经调整总债务/EBITDA保持在8.5-10.5倍之间，EBITDA利息覆盖倍数在2-3倍之间。

下调情形：出现如下情形时，标普信评有可能考虑下调公司主体信用等级：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) 公司不再承担上海市城市运营等职能；2) 公司股权结构发生变化，国有资本控股地位削弱或不再由上海市国资委直接控股。

上调情形：不适用。

假设与预测

假设

- 2022年，公司收入下滑10%-20%；2023年，公司收入增长10%-20%。
- 2022及2023年，公司EBITDA利润率基本稳定，维持在23%-28%之间。
- 2022及2023年，公司在路桥、水务等方面的投资仍将维持较大规模，每年资本支出将在300-350亿元左右。
- 2022及2023年，土地的购置将影响企业营运资本情况，公司运营资本净流出每年为40-60亿元。

预测

重点信用指标预测

	2021A	2022E	2023F
经调整总债务/EBITDA (倍)	7.9	8.5-10.5	8.5-10.5
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	2.5	2-3	2-3
EBITDA 利润率 (%)	23.5	23-28	23-28

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

调整后财务数据及指标 (单位：百万元)

	2019A	2020A	2021A	2022.1-6A
营业总收入	27,617	31,311	38,425	13,360
EBITDA	7,668	8,287	9,006	--
经调整总债务	58,579	66,518	71,125	--
EBITDA 利润率 (%)	27.8	26.5	23.5	--
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	3.0	2.6	2.5	--
经调整总债务/EBITDA (倍)	7.6	8.0	7.9	--

注：1、财务数据的主要调整详见“关键财务数据调整”；2、A表示实际值；3、“--”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，2019年5月21日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-受监管的公用事业行业，2019年5月21日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-房地产行业，2019年5月21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。

历次评级信息

主体信用等级

等级类型	主体信用等级	展望	评定日期	分析师	相关评级报告
首次评级	AAA _{spc(u)}	稳定	2022年2月18日	王雷，高语泽，陈伟，张晓	主动评级报告：上海城投(集团)有限公司，2022年2月24日

跟踪评级原因

根据标普信评跟踪评级安排，我们会对上海城投（集团）有限公司的信用状况进行定期跟踪和持续监测。

本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济与行业环境

标普信评预期，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疫情防控政策的放松对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，随着经济的稳步发展以及城市人口的增加，全社会用水量将保持平稳增长，为供排水、污水处理业务的发展提供支撑。水务行业作为关乎民生的重要公用事业与经济的发展和人口的数量有较强相关性。根据住房和城乡建设部数据，2021年，全国城市用水人口为5.6亿人，同比增长4.4%。我们预计，2023年，随着防疫政策放开、生产活动恢复常态，水务相关基础设施也将进一步完善，全社会用水量的稳步提升，有利于供水企业业务的发展。

由于供水的公益性质，供水价格受政府调控，一定程度上限制了企业的利润空间。水务行业与居民生活、企业生产等多方面关系密切，公益性、战略性属性强，水价的制定受到政府调控。根据《城镇供水价格管理办法》全国城市供水价格实行政府定价，采用听证会制度和公告制度，目标为保障供水、用水双方的合法权益，促进城市供水事业发展。在政府定价的框架下，供水价格设定对于供水企业不以盈利为目的，但基本满足供水企业对成本的覆盖。

我们预计，上海市供水总量在未来1-2年内将保持平稳增长，同时上海市将持续构建符合超大型城市特点的城市供排水和污水处理体系，带动水务相关固定资产投资的回升。上海市经济实力全国领先，产业体系相对健全，常住人口数量较稳定。根据政府公开数据，2021年，上海市GDP 4.3万亿元，常住人口总数为2,489万人，全年城市供水总量为30.1亿立方米。我们预计，随着经济的稳步增长和产业的持续发展，全市供水总量将保持平稳增长趋势。根据《上海市供水规划(2019-2035年)》，上海市供水基础设施按照服务3,000万人的要求，远期规划最高日需水量控制在1,300-1,400万立方米/日，并且未来将形成“1网、2区、39厂”¹的总体布局。我们预计，全市对于供排水、污水处理等基础设施构建和改造仍具有较高的需求。

2023年，全社会用水量将保持平稳增长，为水务企业的业务发展提供支撑，但其盈利空间仍将受到政府对价格调控的限制。

¹ “1网”是指全市一张统筹调度的供水管网；“2区”是指主城区供水区和郊区供水区；“39厂”是指形成城乡一体的中心水厂，数量为39座。

图1



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

我们预计，2023年全国高速公路车流量将明显恢复，有利于高速公路企业营业收入和利润水平的改善。疫情期间，全国大部分地区都采取了不同程度的交通管控，叠加交通运输部下达的免收车辆通行费的通知，高速公路公司的通行费收入受到一定影响。但随着防疫政策的放开，高速公路公司通行费收入将显著恢复。

图2



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

高速公路的车流量与腹地经济活跃度关联度高，上海市是全国重要的交通枢纽，路网密度高，经济辐射范围广泛，主要腹地长三角地区也是全国经济实力和活力领先的区域。依托于上海市较强的经济基础和完善的路网设施，区域内高速公路的车流量较大。我们预计，未来1-2年上海市高速公路通行费收入有望显著恢复并转入平稳增长阶段。

我们认为，在全国城镇化水平不断提高、国家环保力度和政策措施逐步推进、以及民众环保意识持续增强的背景下，全国固废处理领域在未来1-2年仍将具有较好的成长

空间。固废处理行业在国内起步较晚，目前正处于快速发展阶段。垃圾无害化处理²在占地空间、减量化、处理时间和余热应用等方面具有较强优势。自2014年上海即实现城市生化垃圾全部无害化处理，固废行业发展较快。

房地产开发方面，我们认为，“房住不炒”仍是长期调控总基调，新建商品房销售规模将呈现“L”型。尽管2022年第四季度出台的多项调控政策体现了中央政府推动房地产行业平稳发展、维护市场稳定的决心和态度，但这些政策并非意图大规模刺激房地产行业，而是聚焦于“保交付、保项目”以及帮助优质房企实现“以时间换空间”。在此基调下，商品房的长期需求将取决于地区人口增长情况、经济发展水平和人均收入水平。我们预计，2023年，商品房销售额或将下滑5%左右。我们对一二线城市及城市圈核心三线城市的房地产需求仍有较强信心，良好的产业结构和人口吸纳能力有助于支撑这些地方的市场需求。但其他地区的房地产市场可能面临量价齐跌的风险。

我们认为，随着疫情的放开及经济活动的恢复，2023年上海市房地产市场整体将保持稳定增长的基调，全年销售额将保持一定增长。上海市作为全国的经济、金融和贸易中心，经济活力全国领先，房地产市场整体的需求量较大，住房价格处于全国高位。同时，在国家和市政府对保障性住房建设的大力支持下，上海市未来保障房的工程建设仍将稳步进行。

我们认为，2023年，上海房地产市场销售规模仍将保持一定增长趋势，保障房工程仍将稳步进行。

一、评级基准

公司概况

上海城投(集团)有限公司(以下简称“上海城投”或“公司”)成立于1992年7月，由上海市国有资产监督管理委员会100%持股，公司是从事城市运营管理、城市基础设施投资及建设的大型国有企业集团，主营业务包括水务、路桥、环境、置业四大板块。截至2021年底，公司拥有二级子公司16家，其中包括两家A股上市公司上海城投控股股份有限公司(简称“城投控股”，股票代码600649.SH)和上海环境集团股份有限公司(简称“上海环境”，股票代码601200.SH)，分别为公司置业及环境板块的主要营运主体。

公司水务业务涵盖了上海市原水收集、供应，自来水生产、供应和污水处理全产业链，同时负责上海市水务工程建设；路桥业务主要负责上海市部分高速公路及隧道、桥梁等交通基础设施的投资、建设及运营；环境业务主要为城市生活垃圾的处理、中转及清运，同时负责部分环保项目的投资建设；置业业务主要为保障房及商品房开发销售。

截至2021年底，公司总资产7,144亿元，注册资本500亿元，全年实现营业收入383亿元，其中水务、环境、置业板块收入占比合计超过90%(不考虑分部抵消)。同年公司实现毛利润74亿元，其中水务、环境、置业板块合计占比近9成。公司路桥板块占总资产比重较大，约50%左右。

² 无害化处理是指在处理垃圾过程中采用先进的工艺和科学的技术，降低垃圾及其衍生物对环境的影响，减少废物排放，做到资源回收利用的过程。

业务状况

标普信评认为，公司极佳的业务状况反映了其主要业务在上海市的垄断地位，业务种类多样，以及上海市领先的区位优势和经济实力能够对公司业务可持续性提供强有力的支撑。

公司的水务业务公益性属性强，且业务范围主要覆盖上海市全部中心城区和部分郊区，在上海市具有较强的垄断性和排他性。截至2021年末，公司拥有1,310万立方米/日的原水制取能力，约占全市的97%；866万立方米/日的自来水供应能力，约占全市的74%；517万立方米/日的污水处理能力，约占全市的61%。

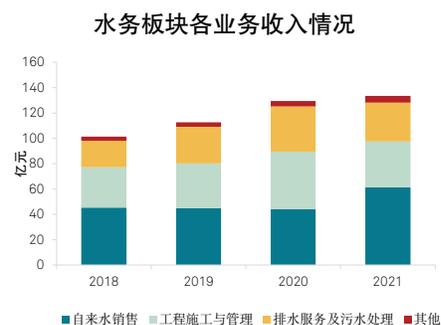
我们认为，虽然公司水务业务集中于单一地区，但腹地用水需求高，上海市极强的经济实力和较大的人口基数支撑了公司水务业务的平稳发展，同时公司与上海市政府紧密的关系使得公司更易获得区域内业务资源，公司水务业务的集中度风险低。

上海市供水的定价调节机制一般，同时上海市生活用水水价在全国重点城市中处于一般水平，管线升级维护成本较高，公司供水业务的利润空间有限，但水务工程项目建设为公司收入及盈利提供了一定补充。公司承建的重大供水工程上海青草沙水源地原水工程，目前是上海市主要的自来水水源，该项目从根本上改变了城市饮用水主要依靠黄浦江的原水供应格局。公司承建的重大排水排污工程白龙港污水处理厂是亚洲最大的污水处理厂，处理能力约占上海市城市污水处理能力的1/3。2021年，公司共承担基础设施建设项目53项，完成投资85亿元，投资中市重大工程占比超过7成，目前公司仍有一定规模的污水处理厂改造、原水工程、管道工程等在建项目。我们认为，基于多年积累的水务运营及项目承建经验、与政府紧密的关系，以及出于平衡企业供水成本等因素考虑，未来两年公司水务工程建设业务将保持一定规模，可为水务板块收入及利润提供补充。虽然水务工程建设业务的投资回报周期较长、投资规模大，但运营后现金流稳定性强。

我们认为，上海市很强的经济活力和财政实力支撑了企业极佳的业务状况。

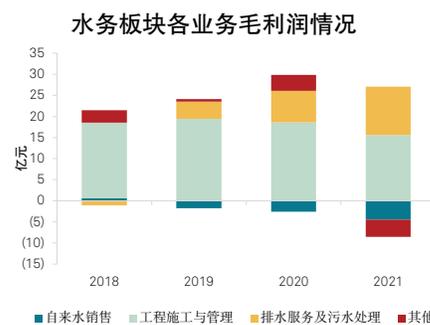
水务、路桥业务在上海市具备极强的垄断地位，是公司业务发展的基石。

图3



注：工程施工与管理收入以上海城投水务（集团）有限公司公布数估计。
资料来源：Wind，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



注：工程施工与管理毛利润以上海城投水务（集团）有限公司公布数估计。
资料来源：Wind，标普信评。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，由于所处腹地行政面积的限制，公司路产规模不大，但其路桥业务在上海市具有很强的垄断地位。公司是上海市路桥建设、投融资和运营的重要主体。截至2021年末，公司运营高速公路494公里，其中政府性还贷公路197公里，经营性公路297公里，虽然其路产里程规模在全国高速公路企业中处于一般水平，但占上海市收费高速公路总里程规模的72%，垄断地位很强。

我们预计，2022年受疫情影响，公司路桥板块收入将较上年明显下降，但随着防疫政策的放开，同时依托优质的路产资源和活跃的腹地经济，公司路桥板块收入将在2023年显著反弹。公司路产资源较好，拥有上海绕城高速公路G1503，同时还运营上海市

越江设施、快速干线、外滩通道、高速公路、内河航道等大型市政交通设施。优质的路产资源使得公司在疫情后通行费收入恢复情况较好。我们注意到，上海市的道路建设仍在不断完善，公司作为当地主要的路桥建设运营主体，业务仍具有较高的持续性，但建设任务对资金的需求规模较大，可能推升公司债务规模。

我们认为，公司路桥板块可持续获得来自政府的经常性补贴及其他日常资金支持，为公司的盈利能力及现金流提供积极补充。如：公司外环隧道与政府签订投资建设运营专营权合同在运营期内将持续获得政府对该业务的补贴，补贴标准为每年 1.7 亿元；复兴东路隧道在运营期内的补贴标准为 1.48 亿元每年；东海大桥运营维护经费纳入市级城市维护资金定额补贴范围，补贴金额为 1 亿元每年等。我们预计，未来两年，公司仍将承担城市交通基础设施建设与运营的职能，并可持续获得政府的资金支持。

公司的固废处理业务已逐步向外拓展，但仍主要集中在上海市，在上海市具有较强的垄断性和民生保障属性，收入稳定性良好。截至 2021 年末，公司在上海市的固废项目处理能力为 3.77 万吨/日，干垃圾焚烧处理能力占上海市 70%以上；垃圾填埋处理能力占上海市 100%。同时，公司承担上海市区 70%以上的生活垃圾转运任务。在疫情期间，公司还承担全市医疗废物收运处置重任，对上海市疫情防控起到保障作用。固废垃圾焚烧发电是该板块主要收入来源，2021 年公司共焚烧垃圾 1,266 万吨，同比增长 79.9%，主要得益于期内新投运项目较多及已投运项目运营趋于成熟，令垃圾处理能力显著提升。伴随着垃圾焚烧量的增加，公司上网售电量亦同比增长 90.4%至 41.6 亿千瓦时。截至 2022 年前三季度，固废板块上市公司累计发电量 44.3 亿度，同比增长 59.4%；上网电量 23.1 亿度，同比增长 60.7%。截至 2021 年末，公司尚有 1 个垃圾焚烧在建项目，随着在建项目投入生产，我们预计未来固废收入将呈稳步上升趋势。

我们也注意到，公司固废处理业务在行业内的市场占有率不高，未来规模拓展存在一定压力。固废处理业务市场竞争较为激烈，按在手产能来看，2021 年末公司垃圾焚烧业务市占率为 5%。但除行业头部的中国光大国际有限公司市占率在 10%以上外，剩余市场参与者的份额均在 10%以下，市场份额前 15 名的企业市占率差异不大。

公司是上海市主要的保障房建设机构之一，业务公益性属性强，同时为了弥补业务盈利能力偏弱的问题，近年来向商业地产方向拓展，提升了其整体盈利情况。截至 2021 年底，城投控股在建项目 13 个，其中，商品房项目 8 个，租赁房项目 4 个，保障房项目 1 个，项目规模及土储规模处于行业一般水平。2022 年，受房地产市场下行及疫情影响，公司的合约销售金额大幅度下滑，仅录得 13 亿元，预计公司 2022 年及 2023 年的房地产收入将较 2021 年明显下滑。但从公司历史沿革和职能定位来看，公司是上海市城市建设、运营、投资和管理的服务商，商品房业务并非公司主业，仅作为收入及利润的多元化补充，且目前商品房规模仍不大，其收入波动不构成对主业竞争地位的拖累。

我们认为，房地产业务主要作为公司业务及收入多元化和盈利补充作用，虽然其收入和利润波动性较大，但并不构成对公司主业的拖累。

财务风险

标普信评认为，公司财务风险可控。虽然公司财务杠杆很高，但作为上海市大型国有城市运营、建设、投资及管理的平台企业，再融资能力很强，融资成本相对较低。我们预计，2022年及2023年公司资本支出仍将维持较大规模，从而推升整体杠杆水平，但利息覆盖能力仍将维持良好。

我们预计，2022年在疫情和房地产市场下行的影响下，公司收入将下滑10%-20%；2023年随着疫情影响减弱，公司收入将明显恢复，增长10%-20%，公司的EBITDA利润率则相对稳定，维持在23%-28%。

我们预计，2022-2023年公司的资本开支均在300-350亿元。资本开支将主要用于路桥及水务板块的在建、拟建项目。我们预计，政府的财政资金可帮助公司补充一定可用资金，但是部分资本开支资金将通过举债的方式落实。同时，新拍土地支出将产生营运资本缺口，也或提升公司对债务的需求。

我们认为，公司融资渠道畅通，融资成本相对较低，再融资能力很强。公司与银行保持着良好的关系，同时在境内债券市场拥有较高的认可度。此外，公司还控股两家上市公司，可以通过定向增发、发行可转债等方式募集资金，另外部分子公司也可在资本市场独立发债。因此，我们认为公司能够对其财务杠杆水平进行有效的管控。

我们预计，2022年-2023年，公司业务收入和利润将呈先降后升趋势，大规模资本开支或将推升财务杠杆水平。但公司融资能力强，融资渠道多元，融资成本低，利息覆盖倍数持续保持在良好水平。

表1

公司调整后主要财务数据（单位：百万元）					
	2019A	2020A	2021A	2022E	2023F
营业总收入	27,617	31,311	38,425	2022及2023年，我们预计公司收入分别下滑10%-20%及增长10%-20%，EBITDA利润率均在23%-28%之间，公司资本支出均在300-350亿元左右，运营资本净流出均为40-60亿元。	
EBITDA	7,668	8,287	9,006		
营运现金流	6,096	5,700	5,776		
资本支出	24,577	27,242	32,357		
现金和短期投资	50,162	64,185	37,243		
经调整总债务	58,579	66,518	71,125		
所有者权益合计	299,764	311,049	340,981		
调整后核心财务指标					
EBITDA 利润率（%）	27.8	26.5	23.5	23-28	23-28
资本回报率（%）	1.7	1.6	1.5	1-2	1-2
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	3.0	2.6	2.5	2-3	2-3
营运现金流利息覆盖倍数（倍）	2.8	2.8	2.6	2-3	2-3
经调整总债务/EBITDA（倍）	7.6	8.0	7.9	8.5-10.5	8.5-10.5

表2

公司关键财务数据调整-截至2021年12月31日(单位:百万元)

	总债务	归母权益	EBITDA	利息支出	EBITDA	经营活动产生的现金流量净额
报告值	88,551	316,632	7,760	2,402	7,760	-2,970
标普信评调整						
利息支出	-	-	-	-	-2,402	-3,535
利息及股利收入	-	-	-	-	1,702	-
当期所得税	-	-	-	-	-1,397	-
超额现金	-18,621	-	-	-	-	-
资本化利息	-	-	-	1,133	-1,133	-
应收联合营企业股利	-	-	428	-	428	-
政府补助	-	-	818	-	818	-
对外担保	1,195	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	24,349	-	-	-	-
调整总额	-17,426	24,349	1,246	1,133	-1,984	-3,535
标普信评调整值						
	经调整总债务	股东权益	EBITDA	利息支出	营运现金流	经营性现金流
调整后	71,125	340,981	9,006	3,535	5,776	-6,504

注：总债务=长期债务+短期债务。

资料来源：Wind，标普信评。

同业比较

我们选取了苏州城市建设投资发展有限责任公司（简称“苏州城建”）、南京市城市建设投资控股(集团)有限责任公司（简称“南京城建”）和上海奉贤交通能源(集团)有限公司（简称“奉贤交通”）作为公司的可比企业。这些企业均处于东部沿海发达地区，是当地主要的基础设施建设企业，并负责当地的公用事业等服务，与公司可比性较高。

我们认为，公司依托上海市强劲的经济实力，相较可比企业具有更为稳定的现金流和更优的业务状况。四家企业在业务方面均具有一定垄断地位，公益性属性强，但上海城投及南京城建的多元化程度更好，规模效应更强。在服务区域范围方面，奉贤交通的服务区域行政层级较低，业务覆盖的区域面积及人口相对较少，同时运营区域财政实力弱于其他可比企业。

从财务指标来看，依托更稳定的现金流以及更充裕的货币资金，公司在这四家企业中具有较低的杠杆水平以及较高的利息覆盖能力。

我们认为，可比企业普遍具备较强的公益属性，或业务受政府监管程度高，均可获得来自政府较强的支持力度。四家企业均为所在市或区国资委100%持股的国有企业。

其中，上海城投、苏州城建及南京城建作为市级城投，业务范围更广，对所在地政府的重要性更高。

表3

同业经营情况（2021年）

	上海城投	苏州城建	南京城建	奉贤交通
所在地	上海市	苏州市	南京市	上海市奉贤区
国内生产总值（亿元）	43,215	22,718	16,355	1,330
一般公共预算收入（亿元）	7,772	2,510	1,730	221
政府性基金收入（亿元）	3,769	2,316	2,493	139
资产规模（亿元）	7,144	852	1,250	442
行政级别	市级	市级	市级	区级
主营业务类型	水务、路桥、环境、房地产	燃气、房地产、保安及押运、工程施工	燃气、水务、公交出租运营、市政工程、房地产、贸易	土地动迁、燃气、自来水、交通（客运）、城中村改造
垄断地位	供水占上海70%以上；路产占上海收费高速72%；垃圾填埋100%，干垃圾焚烧70%以上，垃圾转运70%以上；主要的保障房建设主体	天然气管网覆盖苏州市约60%，燃气销售在中心城区处于垄断地位	供水在南京主城区处于垄断地位，燃气管道覆盖南京主城区，全市范围内的公交服务	供水奉贤区内约90%，燃气业务覆盖奉贤区70%左右，公交客运奉贤区约80%

资料来源：Wind，标普信评。

表4

同业经调整财务情况（2020-2021两年平均，单位：百万元）

	上海城投	苏州城建	南京城建	奉贤交通
营业总收入	34,868	6,270	14,545	2,662
经调整总债务	68,822	12,406	21,858	9,532
EBITDA	8,646	864	3,521	242
经营性现金流	-1,957	-1,985	2,048	-1,301
营运现金流	5,738	141	2,356	85
经调整总债务/EBITDA（倍）	8.0	14.4	6.3	79.4
营运现金流/经调整总债务（%）	8.3	1.1	10.8	1.1
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	2.6	1.3	3.9	0.6
EBITDA 利润率（%）	25.0	13.8	24.2	10.3

资料来源：Wind，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，未来一年内的流动性来源对流动性需求的覆盖倍数能够超过 1.2 倍。

表5

流动性来源	流动性用途
未来 12 个月，公司在手现金及现金等价物、营运现金流及通过多种渠道获得流动性资金合计约 600-750 亿元；	未来 12 个月，公司偿付债务及利息、资本支出、营运资金净流出及支付股息等合计为 450-600 亿元；

注：数据截至 2022 年 6 月末。

资料来源：Wind，标普信评。

表6

债务本金到期分布	
到期年份	金额（单位：百万元）
一年以内	11,983
一年以上	82,002
合计	93,985

注：数据截至 2022 年 6 月末。包含：短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、租赁负债及应付债券科目。

资料来源：Wind，标普信评。

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极高。主要体现在以下几个方面：

- 公司由上海国资委 100% 全资控股，在 40 余家上海市国资委直接持有的国企中，国有权益投入金额最高。上海市国资委负责委派和任命公司的非职工董事、监事会主席、监事等。
- 公司在保障上海市供水、垃圾处理等公益民生领域发挥的作用十分关键。同时，公司还是上海市主要的路桥建设运营主体，对上海市交通基础设施建设稳定发展起到重要作用。公司是上海市市属国企中唯一一家同时涵盖公用事业和交通基础设施多项重要领域的国有平台公司，公益性属性强，资产规模大。
- 公司每年会获得政府大量的资金支持和补助。公司作为多家市属国企的重要出资人之一，并为当地其他大型国有企业提供担保，体现出公司在上海市国资企业体系中的重要位置。

我们认为，上海市的支持能力极强，公司对于上海市政府的重要性极高。

综上所述，我们认为上海城投(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，我们评定上海城投(集团)有限公司主体信用等级为 AAA_{spc(u)}，评级展望为稳定。

分项评估

主体信用等级：AAA_{spc(u)}/稳定

业务状况：1/极佳

财务风险：4/可控

评级基准：a

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：a_{spc(u)}

外部影响：+5

附录

附录1：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）

	2019	2020	2021	2022.1-6
货币现金	49,761	64,515	36,782	46,346
存货	33,871	35,444	56,434	58,121
在建工程	90,230	85,815	99,432	106,428
固定资产	226,863	250,815	264,938	263,849
资产总计	637,620	688,836	714,358	750,212
短期借款	2,859	4,545	4,975	5,725
应付票据	-	100	110	32
一年内到期的非流动负债	6,299	11,382	8,955	6,226
长期借款	42,839	45,721	51,797	59,093
所有者权益合计	299,764	311,049	340,981	22,861
营业总收入	27,617	31,311	38,425	13,360
营业成本	21,789	25,440	30,977	10,877
销售费用	658	665	776	216
管理费用	1,645	1,742	2,161	861
财务费用	1,682	2,025	2,152	997
利润总额	3,961	4,044	4,370	1,087
归母净利润	2,397	2,711	2,523	431
经营活动产生的现金流量净额	-181	5828	-2970	-1,925
投资活动产生的现金流量净额	-30,592	-25,304	-43,555	-22,462
筹资活动产生的现金流量净额	31,975	33,655	18,922	34,009

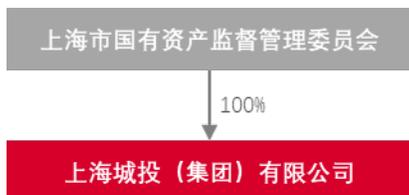
调整后财务数据及指标

经调整总债务	58,579	66,518	71,125	--
EBITDA	7,668	8,287	9,006	--
营运现金流	6,096	5,700	5,776	--
经营性现金流	-3,221	2,590	-6,504	--
资本支出	24,577	27,242	32,357	--
自由现金流	-27,798	-24,652	-38,861	--
可支配现金流	-28,280	-25,058	-39,231	--
EBITDA 利润率（%）	27.8	26.5	23.5	--
资本回报率（%）	1.7	1.6	1.5	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	3	2.6	2.5	--
营运现金流利息覆盖倍数（倍）	2.8	2.8	2.6	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	7.6	8	7.9	--
营运现金流/经调整总债务（%）	10.4	8.6	8.1	--
经营性现金流/经调整总债务（%）	-5.5	3.9	-9.1	--
自由现金流/经调整总债务（%）	-47.5	-37.1	-54.6	--
可支配现金流/经调整总债务（%）	-48.3	-37.7	-55.2	--

注：上表中财务数据基于经众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的公司2019-2020年审计报告、经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的公司2021年审计报告，以及未经审计的2022年半年度财务报表；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：Wind，标普信评。

附录 2：评级对象股权结构图（截至 2022 年 6 月末）



资料来源：Wind，标普信评。

附录 3：评级对象组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：Wind，标普信评。

附录 4：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 5：信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc(u)}	评级对象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 _{spc(u)}	评级对象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 _{spc(u)}	评级对象偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB _{spc(u)}	评级对象偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB _{spc(u)}	评级对象偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc(u)}	评级对象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 _{spc(u)}	评级对象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 _{spc(u)}	评级对象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 _{spc(u)}	评级对象不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc(u)}级和 CCC_{spc(u)}级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

附录 6：跟踪评级安排

在本主动信用评级的有效期内，标普信用评级（中国）有限公司将持续监测与受评主体相关的公开信息，并可能视情况调整该主体的信用等级。

©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，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 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转销商。