

主体跟踪评级报告：

申能（集团）有限公司

主体信用等级：AAA_{spc}；展望：稳定

评定日期：2023 年 7 月 19 日

到期日期：2024 年 7 月 18 日

分析师：

焦迪 010-65166039；Dj.jiao@spgchinaratings.cn

张晓 010-65166041；Xiao.zhang@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	9
业务状况	10
财务风险	15
同业比较	17
流动性状况	18
过往债务履约情况	19
分项评估	20
附录	21

*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的具体债项，除非标普信评另行更新。

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。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。若未载明到期日期，则表示本报告中的信用等级自评定日期起生效并持续有效，直至标普信评另行更新。

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
申能（集团）有限公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2023 年 7 月 19 日	2024 年 7 月 18 日	稳定

行业划分：受监管的公用事业/市场化发电及天然气

主体概况：申能（集团）有限公司（以下简称“申能集团”或“公司”）是上海市国资委出资监管的国有独资企业，从事电力、燃气等能源基础设施项目的投资、建设和经营管理，是保障上海市能源供应安全的重要主体。公司核心收入来源为城市燃气及电力业务，2022 年实现销气量 89.1 亿立方米，控股发电量 537.4 亿千瓦时。2023 年 3 月末，公司控股装机 1,611.5 万千瓦，2023 年 1-3 月实现控股发电量 134.1 亿千瓦时。公司 2023 年 3 月末总资产 2,130.7 亿元，净资产 1,235.1 亿元（包含少数股东权益），2023 年 1-3 月实现营业收入 179.4 亿元，净利润 6.9 亿元。

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。我们认为，“碳达峰、碳中和”目标的提出和天然气基础设施的持续开发等因素将继续推升国内天然气消费需求，支撑城燃企业销售量保持健康增长。地缘政治等因素对全球天然气供需格局的影响正趋于缓和，国际天然气价格有望从高位回落，城燃企业的购销价差收缩压力或将有所缓解。2023 年火电企业的盈利水平随着燃料成本的回落将得到进一步的修复，电力行业将在新能源领域保持较高的资本开支。上海市的用电需求将保持韧性，未来 1-2 年用电量将呈现稳中有升的态势。

信用要点：

业务状况：公司的业务状况维持“优秀”。公司在上海市燃气供应市场保持绝对垄断地位。上海市燃气价格联动机制清晰且不断完善，公司上下游一体化协同发展，气源结构多元，有利于保障气量的充足供应和提升成本的灵活性；但公司对气源成本的控制能力一般，燃气业务的盈利稳定性偏弱。公司在上海供电体系中具有重要地位，煤电机组装备运营效率较高，电源也逐渐趋于多元化，在新能源领域的拓展有利于盈利的稳定性；煤电上网电价改革疏解了公司部分成本压力，但缺乏对上游燃料的控制仍使其面临较大的成本波动。

财务风险：公司的财务风险维持“低”，这主要反映了受原料价格变化的影响，公司的财务杠杆呈现一定的波动性，但整体处于可控范围。同时，低廉的融资成本使公司营运现金流对利息的覆盖倍数能够保持在高水平。我们预计，公司在新能源、天然气基础设施领域更高的资本开支以及其他投资等支出将会进一步推升其债务规模，但公司授信余额充裕，融资渠道通畅，我们预计其将保持很强的再融资能力。

资本结构：我们维持在资本结构上调 1 个子级，以反映公司持有较大规模流动性较强的优质金融资产，有利于增强财务灵活性，对缓释财务风险具有正面作用。

外部影响：申能集团由上海市国资委 100%控股，对上海市政府的重要性维持“极高”。公司是上海唯一的市属综合能源集团，承担保障本地居民和工商业用气、电力供应等重要职能，在维护上海市能源安全方面发挥关键作用，是上海市能源战略制定和实施中不可或缺的组成部分，具有很强的不可替代性。在可预见的未来，上海市政府将保持其对公司的控股地位和控制力度。

重点信用指标：

	2022A	2023E	2024F
营运现金流/经调整总债务（%）	24.3	17-22	18-23
营运现金流利息覆盖倍数（倍）	8.6	7.5-8.5	8-9
EBITDA 利润率（%）	11.3	13-15	16.5-18.5

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} /稳定
业务状况：	2/优秀
行业风险：	不适用
竞争地位：	不适用
财务风险：	2/低
评级基准：	a+
调整项	
多元化：	中性（无影响）
资本结构：	上调（+1）
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：	aa _{spc} -
外部影响：	+3

注：因涉及多个行业，行业风险及竞争地位不一——详述。

申能集团主体信用等级在约1,400家企业潜在主体信用质量分布中的相对位置

主体信用质量	企业数量
[AAA]	10
[AA+]	15
[AA]	25
[AA-]	30
[A+]	35
[A]	40
[A-]	40
[BBB+]	55
[BBB]	65
[BBB-]	60
[BB+]	50
[BB]	35
[BB-]	20
[B+]	15
[B]	10
[B-]及以下	20

潜在主体信用质量

注：红色代表约1,400家样本企业中潜在主体信用质量的中位数，黄色代表申能集团所在位置。

版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

同业比较： （2021-2022 两年平均值，百万元）	申能集团	华润燃气	深圳燃气	京能集团
营业收入	62,934	74,692	25,738	85,614
EBITDA	7,919	10,389	2,959	23,844
营运现金流/经调整总债务（%）	32.6	62.1	26.1	7.6
营运现金流利息覆盖倍数（倍）	9.9	20.8	9.4	2.7
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

张晓

北京

Xiao.zhang@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。

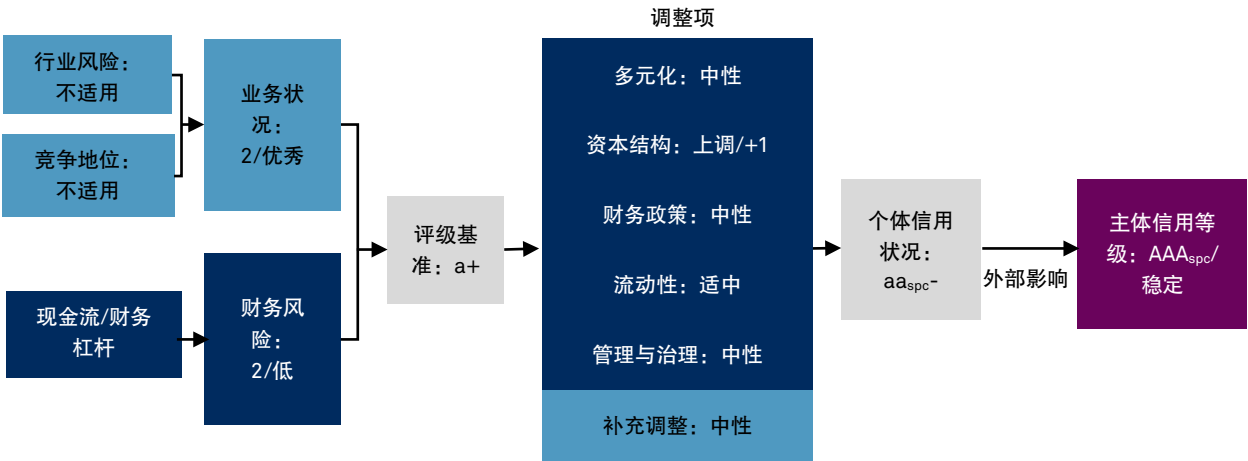
标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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
申能（集团）有限公司	主体信用等级	AAA _{spc}	2023 年 7 月 19 日	稳定



主要优势与风险

优势	风险
公司在上海燃气市场具有垄断优势，在上海电力供应市场具有领先地位	天然气、煤炭等原料采购价格大幅变化，燃气顺价存在时滞，使公司盈利面临较大波动
公司在上海市承担重要的能源电力保供职能，不可替代性很强，对上海市政府的重要性极高	
公司持有较大规模流动性较强的优质金融资产，有利于增强财务灵活性，对缓释财务风险具有正面作用	
公司融资渠道畅通，融资成本低廉，再融资能力强	

评级展望

申能集团的评级展望维持为稳定。我们认为，稳定的展望反映了申能集团将持续发挥在保障上海地区燃气、电力供应中的重要作用，对上海市政府的重要性极高。我们预计，公司燃气业务将保持在上海区域的垄断地位，气源结构丰富多元；电力业务能够保持在上海区域较为领先的市场份额和良好的机组运行效率，新能源装机规模不断上升。天然气、煤炭采购价格的变化以及资本开支等支出的增加将使公司财务杠杆水平面临一定的波动，但其仍将保持低廉的融资成本和有力的融资能力，营运现金流对利息的覆盖倍数能够持续维持在高水平。

上调情形：不适用。

下调情形：我们认为，若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调申能集团的主体信用等级：公司对于上海市政府的重要性下降，这可能表现为：1）公司承担的区域能源供应保障职能明显减弱；2）公司业务垄断地位和优势明显下降；3）公司股权结构发生变化，上海市政府控股地位被削弱或不再由上海市国资委直接控股。

假设与预测

假设

- 2023-2024 年，公司营业收入分别下降 4%-8%和 0%-5%，主要受房地产和商品贸易收入较大幅回落影响。
- 2023-2024 年，公司的资本开支分别在 140-150 亿元和 130-140 亿元，主要用于新增新能源装机和天然气基础设施的建设。
- 2023-2024 年，公司城市燃气业务零售购销差价分别为 0.4-0.5 元/立方米和 0.45-0.55 元/立方米。
- 2023-2024 年，公司标煤采购单价（不含税）分别在 1,050-1,150 元/吨和 880-980 元/吨。
- 2023-2024 年，公司每年收到的金融资产现金收益在 20-25 亿元。
- 2023-2024 年，公司每年向股东分红金额 15-20 亿元。

预测

表1

重点信用指标预测			
	2022A	2023E	2024F
营运现金流/经调整总债务（%）	24.3	17-22	18-23
营运现金流利息覆盖倍数（倍）	8.6	7.5-8.5	8-9
EBITDA 利润率（%）	11.3	13-15	16.5-18.5

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	44,323	55,931	69,937	17,938
EBITDA	9,992	7,927	7,911	--
营运现金流	10,548	9,106	8,480	--
利息支出	828	891	1,110	--
经调整总债务	17,677	22,267	34,864	--
EBITDA 利润率（%）	22.5	14.2	11.3	--
营运现金流/经调整总债务（%）	59.7	40.9	24.3	--
营运现金流利息覆盖倍数（倍）	13.7	11.2	8.6	--

注：财务数据的主要调整详见“关键财务数据调整”。“--”代表中期数据不可得。

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-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-能源行业，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}	稳定	2022 年 10 月 19 日	焦迪、黄臻	评级报告：申能（集团）有限公司， 2022 年 10 月 24 日

跟踪评级原因

根据标普信评跟踪评级安排，我们会对申能（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

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，“碳达峰、碳中和”（以下简称“双碳”）目标的提出和天然气基础设施的持续开发等因素将继续推升国内天然气消费需求，支撑城燃企业销售量保持健康增长。在政府相关产业政策和天然气基础设施快速开发的支持下，中国天然气表观消费量从 2012 年的 1,446 亿立方米增至 2021 年的 3,726 亿立方米，年均复合增长 11%，天然气占能源消费总量的比重由 4.8% 提高到了 8.9%。2022 年受宏观经济低迷的影响，天然气消费出现近年来的首次负增长，消费量 3,663 亿立方米。我们认为，天然气作为最清洁低碳的化石能源，将继续在我国绿色低碳转型中发挥重要作用，“减煤增气”举措也将助力“双碳”目标的实现，且上海、广东、浙江等经济大省市已经将各自的天然气需求增长目标纳入“十四五”规划。此外，国家将加快天然气长输管道及区域天然气管网建设，完善液化天然气（LNG）储运体系，为天然气消费需求的增加提供硬件基础。我们预计，随着经济恢复，未来 1-2 年天然气需求将重拾增长势头。

我们认为，未来 1-2 年天然气价格将逐渐回落，城燃企业的购销差价有望随之改善。中国天然气对外依存度较高，保持在 40% 左右的水平，主要进口来源为 LNG，在天然气进口总量中的占比超过六成。LNG 价格市场化程度高，与国际市场关联程度大。2022 年，“俄乌冲突”、“北溪事件”等因素导致全球天然气供需格局紧张，国际天然气价格高位运行，我国液化天然气平均市场价 6,776 元/吨，同比上涨 37%。我们预计，地缘政治等因素对全球天然气供需格局的影响正趋于缓和，未来国际天然气价格有望从高位回落。我们认为，未来 1-2 年天然气价格的回落将缓解城燃企业的上游成本压力，逐步修复其盈利空间。

我们预计，2023 年火电企业的盈利将得到进一步的修复，电力行业将在新能源领域保持较高的资本开支。我们预计，经济的复苏将支撑全社会用电量增长 6% 左右，火电将继续发挥电力压舱石的作用，火力发电量在 2023 年稳中有增。煤电上网电价将保持相对高位，火电企业的盈利水平随着燃料成本的回落将得到进一步的修复。2022 年火电企业上网电价较 2021 年普遍上涨 15%-20%。我们认为，在企业盈利修复过程中，煤电上网电价仍具有一定支撑性。成本端煤炭偏紧的供需格局将会得到改善，煤炭市场价预计将会有较为明显的回落。随着煤价的下降，火电企业盈利将得到修复。另一方面，在“双碳”战略背景下，大力推动清洁能源发展仍将使电力行业保持较高的资本开支力度，这或将进一步推升行业债务规模。但长期来看，电源结构的多元化将有助于平抑电力企业的潜在经营波动。

我们预计，上海市的用电需求将保持韧性，未来 1-2 年用电量将呈现稳中有升的态势。上海市经济实力强劲，金融和各类商业、服务业发达，工业基础优质，地区生产总值和人均 GDP 长期处于全国领先水平，为区域电力需求提供了较为稳定的保障。随着经济的发展，上海市用电量整体呈上升趋势，从 2011 年的 1,340 亿千瓦时上升至 2021 年的 1,750 亿千瓦时，年复合增速 2.7%。2022 年，上海市用电量出现小幅阶段性下滑。我们预计，2023 年上海市用电量将能够实现较快恢复，并在强劲的经济基本面的支持下实现稳步上升，为电力企业提供需求支撑。

我们认为，为持续构建清洁、高效的现代能源体系，逐步实现“双碳”目标，清洁能源发电在上海市电力供应结构中的占比或将进一步上升。上海庞大的用电需求依靠以火电为主的本地电和外来电两个重要来源满足，在近年来的供电格局中外来电占比均在四成以上。根据《上海市能源发展“十四五”规划》，上海市煤炭消费总量到 2025

天然气消费需求的扩大将支撑国内城燃企业销售量健康增长，天然气采购价格有望从高位回落，城燃企业的购销价差收缩压力或将有所缓解。

火电企业的盈利将得到进一步的修复。

上海市的用电需求将保持韧性，用电量稳中有升。在“双碳”政策背景下，清洁能源发电对上海市用电贡献将进一步上升。

年下降 5%左右，占一次能源消费比重下降到 30%以下。考虑到煤电在上海目前电力保供中的重要作用，我们认为本地煤电在未来 1-2 年仍将作为上海电力供应的主力电源，煤电投资将主要围绕等容量替代、清洁化和灵活性改造等方面；中长期来看，在“双碳”政策背景下，新能源装机规模在全国范围将有较快提升，随着清洁能源可消纳规模的提高以及储能技术的发展，上海用电或将应用更多清洁能源来满足，本地煤电运营效率或将因此受到影响。

一、评级基准

公司概况

申能（集团）有限公司（以下简称“申能集团”或“公司”）前身为申能电力开发公司，创建于 1987 年，1996 年成立集团，目前注册资本 200 亿元，是上海市国资委出资监管的国有独资企业。公司建立了包括董事会、监事会和经营管理层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。申能集团依据上海市能源发展总体规划，从事电力、燃气等能源基础设施项目的投资、建设和经营管理，是保障上海市能源供应安全的重要主体。

公司业务范围覆盖电力、城市燃气、燃煤销售、房地产、商品贸易、电缆、环保、石油天然气等。公司核心收入来源为城市燃气及电力业务，其中城市燃气业务主要由下属子公司上海燃气（集团）有限公司、上海燃气有限公司和上海液化天然气有限责任公司运营，电力业务主要由 A 股上市公司申能股份有限公司（以下简称“申能股份”）运营。此外，公司还承担部分金融企业股权投资与资产管理职能，持有中国太保、东方证券、海通证券¹等上市公司股权。

公司燃气业务在上海市处于垄断地位，拥有唯一覆盖上海地区的燃气配送管网，负责上海市 96%以上的天然气供应。公司 2022 年实现销气量 89.1 亿立方米，其中居民销气量 16.3 亿立方米，非居民销气量 72.8 亿立方米，分别占比 18.3%和 81.7%。

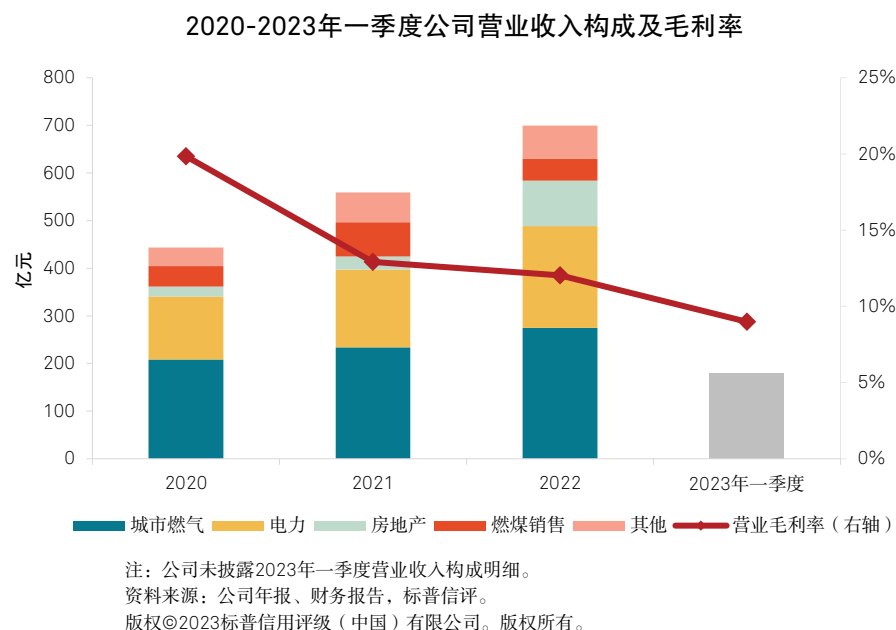
公司是上海区域重要的电力运营商之一，在上海本地供电体系中占据三分之一左右的市场份额。截至 2023 年 3 月末，公司控股装机容量 1,611.5²万千瓦，其中煤电 840 万千瓦，气电 342.6 万千瓦，新能源 428.9 万千瓦。2022 年公司实现控股发电量 537.4 亿千瓦时，其中煤电发电量 409.0 亿千瓦时，占比 76.1%。

截至 2023 年 3 月末，公司总资产 2,130.7 亿元，净资产 1,235.1 亿元（包含少数股东权益），2023 年 1-3 月实现营业收入 179.4 亿元，净利润 6.9 亿元。

¹ 中国太保指中国太平洋保险(集团)股份有限公司；东方证券指东方证券股份有限公司；海通证券指海通证券股份有限公司。

² 公司控股装机容量和发电量均包括与北京国电电力有限公司共同控制的上海外高桥第二发电有限责任公司（以下简称“外二”）。

图1



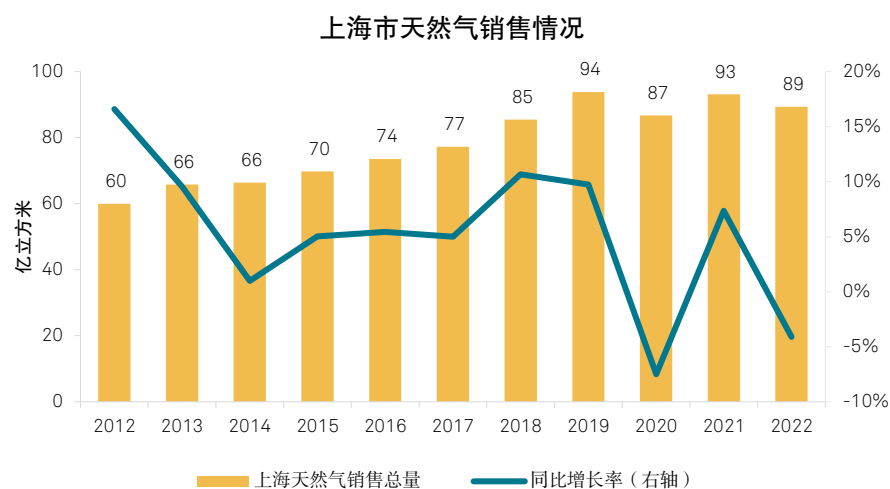
业务状况

标普信评认为，申能集团的业务状况维持“优秀”。公司在上海市燃气供应市场保持绝对垄断地位。上海市燃气价格联动机制清晰且不断完善，公司上下游一体化协同发展，气源结构多元，有利于保障气量的充足供应和提升成本的灵活性；但公司对气源成本的控制能力一般，燃气业务的盈利稳定性偏弱。公司在上海供电体系中具有重要地位，煤电机组装备运营效率较高，电源也逐渐趋于多元化，在新能源领域的拓展有利于盈利的稳定性；煤电上网电价改革疏解了公司部分成本压力，但缺乏对上游燃料的控制仍使其面临较大的成本波动。

公司在上海市燃气供应市场保持绝对垄断地位，上海市极高的经济活力、庞大的人口基数以及利好的产业政策为公司城市燃气业务的持续发展奠定了坚实的基础。公司拥有唯一覆盖上海全域的燃气配送管网，保障当地居民和工业 96%以上的燃气需求。我们认为，由于城市燃气行业所具有的自然垄断以及市场分割特性，公司在上海市城市燃气行业中的主导地位难以被撼动。上海市经济发展情况极佳，人口数量众多，供气规模保持在全国各省市及自治区前列。同时，上海市政府坚持低碳环保的发展路径，在政策层面也持续支持当地天然气产业的发展，推动天然气需求稳健增长。2022 年，上海市天然气消费量 89.3 亿立方米，同比下降 4.1%；同年公司天然气零售销量为 89.1 亿立方米，供气规模高于行业平均。

公司在上海市燃气供应市场保持绝对垄断地位。

图2



资料来源：上海市统计局，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，上海市燃气价格上下游联动机制清晰且不断完善，为公司持续运营提供了良好的制度保障。历年来，上海市有关部门多次发布和完善关于居民和非居民的燃气价格上下游联动规定，致力于疏导气源成本，这保障了公司一定的盈利空间。此外，我们认为相较于居民用户，非居民用户更能承受气价上涨带来的影响。公司燃气用户中非居民户占比超过八成，使得其调价机制更为灵活。2022 年 9 月，上海市发改委发布最新版《关于本市非居民天然气用户上下游价格联动机制的通知》，对非居民价格与天然气综合采购成本的联动调整公式做出明确规定，并且提高联动频次，增加“差额处理”条款，对未足额调整部分可分摊到后续调整周期统筹处理，调价及时性和幅度或有所增强，这为公司成本疏导提供了更加有利的制度条件。

公司燃气业务上下游一体化协同发展，有利于节省中间成本。公司是集开采、传输和销售为一体的天然气运营商，上下游产业链配套完整。此外，我们认为，自持 LNG 接收站是保障现行进口 LNG 长期协议顺利执行以及未来新协议签署的重要有利条件，且长期协议有利于控制公司上游采购成本大幅上行。公司目前运营两座 LNG 接收站，接收能力在城燃企业中表现优秀，合计为 750 万吨/年。公司的上海 LNG 站线扩建工程已经进入投资阶段，预计新增建设规模 600 万吨/年。

我们认为，公司气源结构多元，有利于保障天然气充足供应并增加成本的灵活性。公司已经形成了包括西气东输一期、西气东输二期、江苏如东管线、东海平湖油气田、川气东送、上海 LNG 及五号沟 LNG 项目在内的“6+1”多气源供应格局，主要供应商为中国石油天然气集团有限公司、中国石油化工集团有限公司、申能股份下属油气公司和来自于马来西亚等国的 LNG 供应方。公司在手执行的 LNG 长协规模不断上升，2023 年其 LNG 长协供应预计达到 550 万吨/年，能够较为充分地满足采购需求。同时，多元的气源结构有助于公司降低对单一供应商的依赖，保障上海市天然气供应安全，而管道气和 LNG 不同的价格机制也使公司具备一定的成本灵活性。

上海市燃气价格上下游联动机制清晰且不断完善。

公司气源结构多元，有助于保障天然气充足供应，增加成本灵活性。

表3

气源	供应商	采购模式
管道气		
西气	中国石油天然气集团有限公司	公司与相关供应商签署长期框架协议后，按年度确定采购数量及价格，并根据实际采购数量按周结算采购价款。采购价格为国家规定的基准门站价格按照一定比例上下浮动。
川气	中国石油化工集团有限公司	
东海平湖油气田	申能股份下属油气公司	由上海市发改委核准采购价格。
LNG		
上海 LNG	进口 LNG，主要来源于马来西亚	基本为长期协议，主要与油价挂钩。
五号沟 LNG		

注：西气包含西气东输一期、西气东输二期、江苏如东管线。

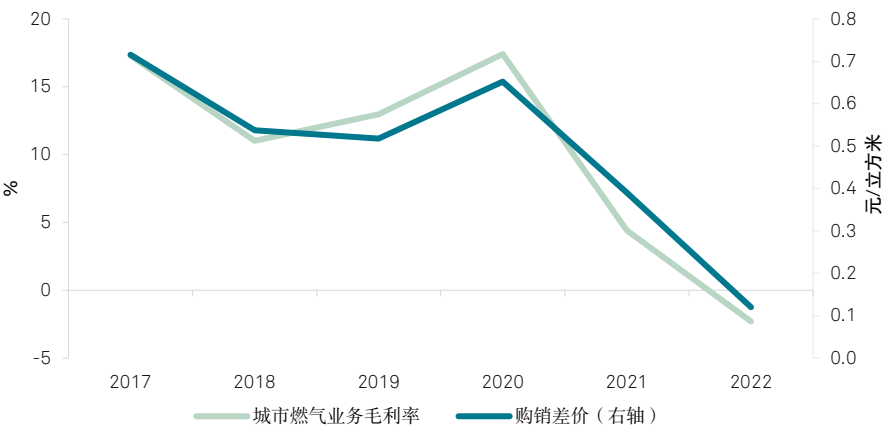
资料来源：公司提供资料，募集说明书，标普信评。

我们认为，公司对气源成本的控制能力一般，且顺价机制在实操层面存在时滞，这影响了公司财务表现的稳定性。公司上游气源包括管道气（国产和进口）和进口 LNG，其中进口 LNG 主要以长期协议为基础，价格与国际油价挂钩，而管道气价格则根据国家规定的基准门站价格与供应商协商上下浮动一定比例确定。我们认为，LNG 的价格市场化程度高，波动较管道气更为剧烈，加之公司 LNG 采购量占比约六成，致使其综合采购成本呈波动态势。然而，上海市政府在疏导上游成本时需综合考虑下游客户尤其是居民用户的承受能力，并通过审批流程，致使顺价机制在实际执行时存在时滞性，成本难以被充分疏导。受上述因素影响，公司历年来财务表现稳定性欠佳，购销差价和城市燃气业务毛利率波动较大。我们预计，在天然气和原油价格回落的背景下，公司 2023 年燃气购销差价有望回升至 0.4-0.5 元/立方米。

公司对气源成本的控制能力一般，且顺价机制存在时滞，影响了公司财务表现的稳定性。

图3

公司城市燃气业务毛利率和购销差价情况



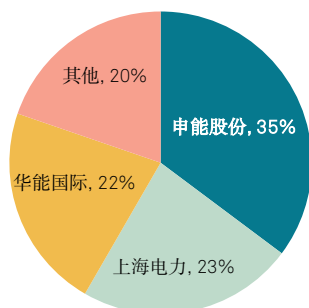
资料来源：公司提供资料，公司年报，标普信评。
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

公司是上海三大本地电力供应企业之一，在上海电力供应体系中具有重要的地位。上海经济实力强劲，工业基础优秀，人口富裕程度高，能够对区域电力需求提供有力的保障，地区用电量长期居于城市用电量首位。目前，上海三家主要的本地电供电企业包括申能集团、上海电力和华能国际³，公司上海地区控股发电量约占当地发电量的三分之一，市场份额更具优势。截至 2023 年 3 月末，公司控股装机容量 1,611.5 万千瓦，2022 年全年控股发电量 537.4 亿千瓦时，装机容量和发电量在全国电力行业中处于平均水平。

公司是上海主要的供电主体之一，发电量约占上海当地发电量的三分之一，装机容量和发电量在全国电力行业中处于平均水平。

图4

2022年上海本地电供应格局



注：1、该图为各公司上海地区发电量占上海全部发电量的比重；2、申能股份含外二数据。

资料来源：申能股份、上海电力和华能国际年报、公告，Wind，标普信评。

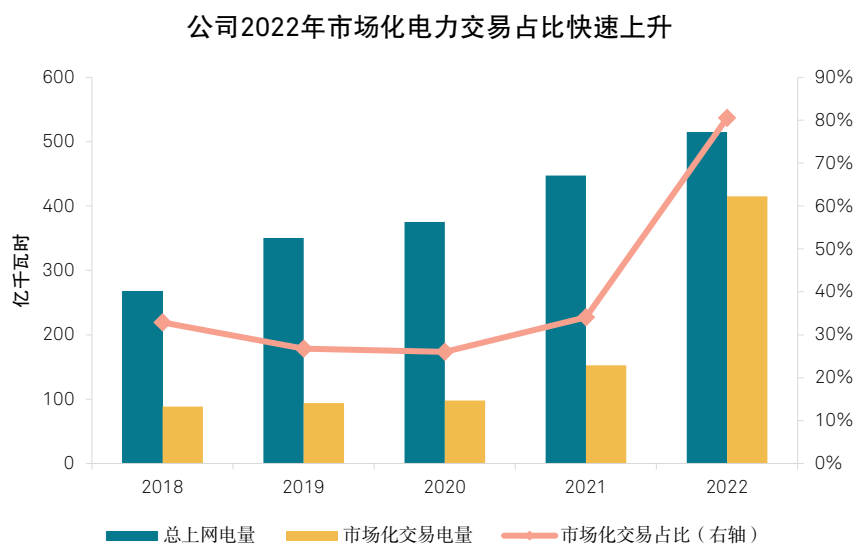
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

我们认为，煤电上网电价改革的落实疏解了公司部分成本上涨压力，但电价端或将面临更加市场化的波动。国家发改委于 2021 年 10 月发布了《关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》，电价市场化改革在全国范围全面提速。截至 2022 年末，公司市场化交易电量比例从 2021 年的 34.1%快速上升至 80.5%，煤电已全部实现市场化交易。我们认为，在煤炭价格高企的状态下，煤电上网电价市场化改革有利于公司成本向下游传导，但随着煤炭供给紧张情况的改善，公司平均上网电价将更多受到相关电力市场供需环境的影响。我们预计，公司 2023 年煤电上网电价基本能够保持去年较高的水平。

煤电上网电价改革疏解了公司部分成本压力，电价端面临更加市场化的波动。

³ 上海电力指上海电力股份有限公司，为国家电力投资集团有限公司子公司；华能国际指华能国际电力股份有限公司，为中国华能集团有限公司子公司。

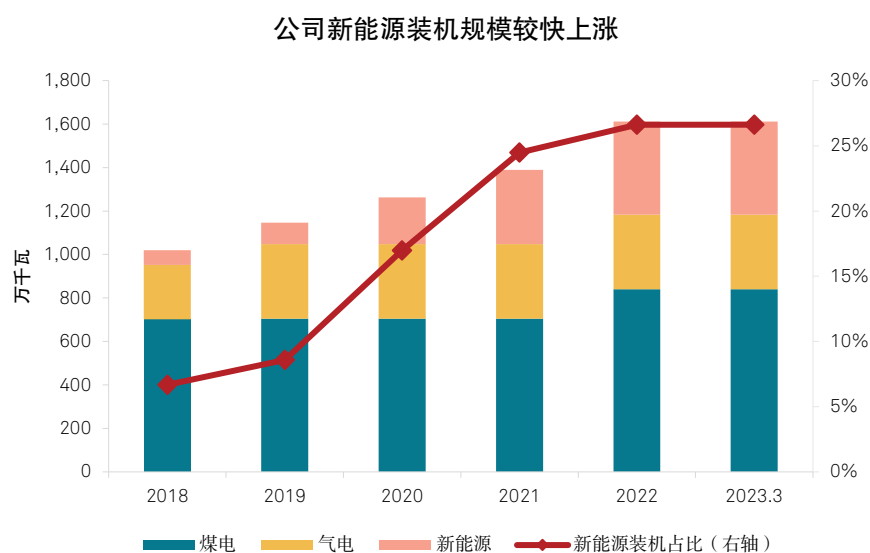
图5



我们认为，公司电源结构逐渐趋于多元化，在新能源领域的拓展有利于缓解火电的经营波动，改善盈利的稳定性。近年来，公司新能源装机规模呈现较快速的增长，从2018年的68.1万千瓦上升至2022年的428.8万千瓦，年复合增速58.4%，2022年末装机占比26.6%。目前公司电源类型覆盖煤电、气电、风电和光伏，随着新能源装机规模的不断上升，公司电源结构趋于多元化。我们预计，公司未来的新增装机将围绕新能源领域，火电装机较难实现增长。新能源装机前期建设投入规模较大，但运营成本低，折旧摊销占比大，EBITDA利润率显著高于火电。我们认为，新能源装机规模和占比的提升有利于改善公司的盈利水平以及盈利稳定性。

公司电源结构趋于多元化，新能源装机规模提升有利于缓解火电的经营波动。

图6



公司以技术先进的高参数机组为主，装备运营效率较高，但缺乏对上游原材料的控制仍使其面临较大的成本波动压力。公司煤电装机多是 60 万千瓦以上的大机组，技术和能耗指标表现较为出色，产能置换和升级改造压力不大。公司 2022 年控股供电煤耗 286.2 克/千瓦时，明显低于全国 301.5 克/千瓦时的平均水平。我们预计，随着设计煤耗 250 克/千瓦时平山二期项目产能的持续释放，公司未来 1-2 年煤耗或进一步下降。此外，在用电需求和保供因素的驱动下，公司近两年煤电利用小时数明显高于全国平均水平，较之前年份显著上升，使发电量也呈现较大的波动。我们预计，2023 年公司煤电利用小时或能维持高位，一方面受上海电力需求复苏影响，本地火电将持续发力，另一方面 2022 年新投产的平山二期项目产能也将继续释放。但从中长期来看，公司上海煤电机组发电量及利用效率与外来电及清洁能源消纳规模此消彼长，存在一定的不稳定性，利用小时或将呈下降趋势。

公司发电设备先进，机组运营效率高，但缺乏对上游燃料的控制仍使其面临较大的成本波动。

公司标煤采购成本偏高，这与其缺乏煤炭资源以及低价长协在全部电煤长协中占比较低有关。受此影响，公司煤电毛利率呈现较大的波动性，2020-2022 年分别为 19.3%、-1.3%和 0.0%。我们预计，随着煤价的回落，公司 2023-2024 年煤电盈利将较 2022 年有较为明显的改善。公司通过开展煤炭贸易业务以增加与电煤采购的协同性，同时也通过参股煤炭企业以积极控制成本。此外，公司与国家能源投资集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司和内蒙古伊泰集团有限公司等大型煤炭企业保持长期稳定的合作关系。与煤电有所不同，虽然天然气采购价格也有较大波动，但上海气电实施两部制定价，同时电量电价联动机制较为完善，能够一定程度上保障公司气电业务的盈利空间。

财务风险

标普信评认为，申能集团的财务风险维持“低”，这主要反映了受原料价格变化的影响，公司的财务杠杆呈现一定的波动性，但整体处于可控范围。同时，低廉的融资成本使公司营运现金流对利息的覆盖倍数能够保持在高水平。我们预计，公司在新能源、天然气基础设施领域更高的资本开支以及其他投资等支出将会进一步推升其债务规模，但公司授信余额充裕，融资渠道通畅，我们预计其将保持很强的再融资能力。

公司财务杠杆在可控范围波动，利息覆盖水平高，再融资能力强，财务风险低。

2022 年，公司实现营业收入 699.4 亿元，同比增长 25.0%，主要业务板块的收入呈现不同程度的增长。其中，公司电力板块受益于电价上升及重点项目平山二期等新增装机的投产，收入增长 30.6%；燃气板块受益于销气价格的上涨，收入增长 17.6%；房地产业务由于收入的大规模结转确认，收入大幅增长 249.5%。我们预计，2023 年销气价格和销气量的上升将带动公司城市燃气业务收入的上涨，电力业务将随发电量的增加而稳中有增，但房地产大规模的收入结转难以持续，或将面临显著回落。盈利方面，我们预计公司 2023-2024 年的 EBITDA 规模和利润率将随着煤炭、天然气等原料价格的回落而逐步回升。

我们预计，大规模的资本开支和其他投资等支出将继续推升公司的债务规模。公司资金将主要投向新能源装机和天然气基础设施，目前重点在建项目包括总投 169 亿元的上海液化天然气站线扩建项目和总投 147 亿元的海南 1,200MW 海上风电综合项目。我们预计，2023-2024 年公司的资本开支将分别为 140-150 亿元和 130-140 亿元，较前几年有明显增加，较高的资本支出和投资需求将使公司寻求更多的债务融资。

我们预计，由于有息债务的增加，公司 2023 年营运现金流/经调整总债务将较 2022 年有所下降，其杠杆水平较难在 1-2 年内回到前期较低的位置。但我们预计，得益于很低的融资成本，以及公司每年预计能收到超过 20 亿元的金融资产现金收益，其营运现金流对利息的覆盖倍数将能保持在高水平。同时，公司与金融机构保持稳定良好的合作关系，2023 年 3 月末未使用授信超过 2,600 亿元，融资渠道通畅且多样，融资和再融资能力强。

表4

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	44,323	55,931	69,937	2023-2024 年，公司营业收入预计分别下降 4%-8%和 0%-5%。2023-2024 年，公司的资本开支分别为 140-150 亿元和 130-140 亿元。	
EBITDA	9,992	7,927	7,911		
营运现金流	10,548	9,106	8,480		
资本开支	7,170	6,813	2,381		
利息支出	828	891	1,110		
经调整总债务	17,677	22,267	34,864		
调整后核心财务指标					
EBITDA 利润率（%）	22.5	14.2	11.3	13-15	16.5-18.5
营运现金流/经调整总债务（%）	59.7	40.9	24.3	17-22	18-23
营运现金流利息覆盖倍数（倍）	13.7	11.2	8.6	7.5-8.5	8-9

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5

截至 2022 年末关键财务数据调整（单位：百万元）					
	总债务	所有者权益	EBITDA	EBITDA	利息支出
报告值	47,448	119,696	6,552	6,552	1,032
盈余现金	-13,695	-	-	-	-
资产弃置费用调整	1,111	-	-	-	-
收到的联营合营企业股利	-	-	459	459	-
利息及股利收入	-	-	-	3,071	-
当期所得税	-	-	-	-1,392	-
利息支出	-	-	-	-1,032	-
资本化利息	-	-	-	-78	78
其他调整	-	-	900	900	-
少数股东权益		-26,308			
标普信评调整值	-12,584	-26,308	1,359	1,928	78
	经调整总债务	归母权益	EBITDA	营运现金流	利息支出
调整后	34,864	933,88	7,911	8,480	1,110

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

我们选择了华润燃气控股有限公司（简称“华润燃气”）、深圳市燃气集团股份有限公司（简称“深圳燃气”）和北京能源集团有限责任公司（简称“京能集团”）作为申能集团的可比公司。其中，华润燃气为覆盖全国多个省份的大型城市燃气供应商，深圳燃气为立足于深圳市并不断向外地拓展的城市燃气分销企业，京能集团是北京地区主要的电力及热力供应主体，他们在业务和财务方面均与申能集团具有可比性。

我们认为，申能集团燃气业务规模低于华润燃气但高于深圳燃气。申能集团城市燃气业务主要集中于上海地区，天然气销售规模低于全国范围布局的华润燃气，但受益于更高的人口和经济体量，上海市天然气需求量大幅领先于深圳，即使深圳燃气通过并购等方式在深圳以外区域布局天然气项目，整体来看规模仍不及于申能集团。申能集团和深圳燃气各自在上海市及深圳市城市燃气供应市场具有绝对垄断地位。

我们认为，由于上游气源中 LNG 占比较高，且成本传导具有滞后性，申能集团的城市燃气购销差价波动幅度较华润燃气更大。我们认为管道气价格稳定程度较 LNG 更高。申能集团上游气源中 LNG 占比约六成，华润燃气则以管道气为主。此外，申能集团的顺价情况逊于华润燃气。华润燃气近年来购销差价较为稳定地维持在 0.4-0.6 元/立方米，而申能集团的购销差价波动范围更大。

我们认为，申能集团的电力业务规模小于京能集团，但煤电机组运营效率优于京能集团。从规模上来看，由于申能集团展业区域主要为上海市，控股装机规模和发电量低于区域布局更为广泛的京能集团。运营效率方面，两家企业机组水平平均较为先进，但申能集团供电煤耗更低。申能集团电力业务毛利率低于京能集团，主要是因为其新能源装机规模占比更低，且标煤单价更高。

我们认为，申能集团的财务风险高于华润燃气，这主要是因为申能集团电力业务杠杆水平更高，同时燃气业务购销差价承压。京能集团财务风险处于同业最高水平，主要是因为其电力、煤炭开采、房地产等业务板块的杠杆较高，且新能源等项目资本开支的持续扩张使得其债务规模高企。申能集团与深圳燃气财务风险类似，他们作为经济发达区域的地方国有企业，融资渠道畅通，融资成本低廉。

表6

经营情况（截至 2022 年末）-燃气板块			
	申能集团	华润燃气	深圳燃气
天然气销售量（亿立方米）	89.1	359	44
业务覆盖范围	上海	25 个省区	12 个省区
客户数（万户）	714	5,437	643
主要上游气源（管道气/LNG）	LNG	管道气	管道气
购销差价（元/立方米）	0.12	0.45	N/A
经营情况（截至 2022 年末）-电力板块			
	申能集团	京能集团	
控股装机容量（万千瓦）	1,611.5	3,868	
控股发电量（亿千瓦时）	537.4	1,129	
燃煤机组发电设备平均利用小时数（小时）	4,887	4,629	
火电全国平均利用小时数（小时）	4,379	4,379	

供电标准煤耗（克/千瓦时）	286.2	317
电力业务毛利率（%）	12.15	23.4

注：1、天然气销售量不含贸易销量；2、京能集团控股发电量为 2021 年数据，燃煤机组发电设备平均利用小时数和供电标准煤耗为其主要煤电下属企业北京京能电力股份有限公司数据；3、申能集团数据包含外二。

资料来源：公司提供资料，募集说明书，京能集团官方网站，公开资料，标普信评。

表7

财务情况比较（2021-2022 两年平均，单位：百万元）				
	申能集团	华润燃气	深圳燃气	京能集团
营业收入	62,934	74,692	25,738	85,614
EBITDA	7,919	10,389	2,959	23,844
营运现金流	8,793	7,669	2,534	14,679
经调整总债务	28,565	13,993	9,814	192,073
财务比率				
EBITDA 利润率（%）	12.7	14.1	11.7	27.8
营运现金流/经调整总债务（%）	32.6	62.1	26.1	7.6
营运现金流利息覆盖倍数（倍）	9.9	20.8	9.4	2.7

注：华润燃气财务数据以港币列示。

资料来源：各企业年报，标普信评。

二、个体信用状况

我们认为，aa_{spc}的个体信用状况反映了申能集团“优秀”的业务状况、“低”的财务风险以及良好的资本结构。

流动性状况

标普信评认为，申能集团的流动性水平适中。我们预计公司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。

除债务到期偿付外，公司未来 12 个月主要的资金用途是资本开支、投资和分红支出等，其中较大规模的资本开支主要用于新增新能源装机和天然气基础设施的建设，流动性来源为货币资金、营运现金流流入、债务融资和再融资等。我们认为，公司银企关系稳固，融资渠道多样，资本市场认可度高，流动性水平将保持充分。

表8

流动性来源	流动性用途
非受限货币资金及交易性金融资产约 220-240 亿元；	未来 12 个月，公司偿还非可循环类债务约 135-145 亿元；
未来 12 个月，公司营运现金流流入 90-100 亿元；	未来 12 个月，公司资本开支规模约 140-150 亿元；
截至 2023 年 3 月末，公司未使用银行授信超过 2,600 亿元。	未来 12 个月，公司向国资委及子公司少数股东分红 15-20 亿元；

未来 12 个月，公司其他投资支出 90-100 亿元。

注：数据截止至 2023 年 3 月末。
数据来源：公司提供，公司财务报表，标普信评。

表9

债券到期分布情况	
年份	金额（单位：百万元）
2023	11,000
2024	2,500
2025	5,300
合计	18,800

注：数据截止至 2023 年 3 月末。
资料来源：公司提供，标普信评。

资本结构

我们在资本结构上调 1 个子级，以反映公司持有较大规模流动性较强的优质金融资产，有利于增强财务灵活性，对缓释财务风险具有正面作用。截至 2023 年 3 月末，公司其他权益工具投资账面价值 674.7 亿元，其他非流动金融资产 74.0 亿元，其中中国太保、东方证券、海通证券等上市公司股票价值超过 600 亿元。我们认为，公司在主要金融资产中作为上海国资重要的出资方，以财务投资和长期持有为主要目的，短期内不会大规模处置，但在手金融资产仍能够显著增强公司的财务灵活性，极端情况下公司也能够通过变现以缓解财务压力。

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 6 月 14 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，申能集团对上海市政府仍具有极高的重要性，主要体现在以下几方面：

- 申能集团由上海市国资委 100%控股，上海市国资委在管理层任命、战略规划制定和日常运营管理监督等方面对公司施加重大影响。我们认为，申能集团在股权结构和管理机制方面与上海市政府的紧密度高。在可预见的未来，上海市政府将保持其对公司的控股地位和控制力度。
- 申能集团是上海唯一的市属综合能源集团，承担保障本地居民和工商业用气、电力供应等重要职能，在维护上海市经济稳定持续发展和能源安全方面发挥关键作用，是上海市能源战略制定和实施中不可或缺的组成部分，具有很强的不可替代性。同时，公司对深化长三角地区能源一体化合作以及助力“碳达峰、碳中和”方面也具有战略意义。

公司在股权结构和管理机制方面与上海市政府的紧密度高，并承担重要的能源电力保供职能，不可替代性很强。

综合以上，我们认为申能集团对上海市政府的重要性仍为极高，主体信用等级维持 AAA_{spc}。

分项评估

主体信用等级：AAA_{spc}/稳定

业务状况：2/优秀

行业风险：不适用

竞争地位：不适用

财务风险：2/低

评级基准：a+

调整项

多元化：中性（无影响）

资本结构：上调（+1）

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：aa_{spc}-

外部影响：+3

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）

	2020	2021	2022	2023.1-3
货币现金和交易性金融资产	20,503	18,728	20,758	24,549
其他权益工具投资	83,286	73,482	63,171	67,472
其他非流动金融资产	5,813	6,601	7,119	7,395
长期股权投资	11,102	12,079	12,556	12,736
固定资产	49,427	55,883	61,239	61,505
资产总计	211,569	215,371	206,667	213,072
短期借款	4,686	2,504	8,948	10,792
应付票据及应付账款	8,682	9,514	10,451	8,984
一年内到期的非流动负债	2,911	3,490	2,044	2,885
长期借款	9,531	9,180	14,419	17,731
应付债券	2,000	2,500	7,800	6,300
所有者权益合计	130,044	129,872	119,696	123,511
营业总收入	44,744	56,364	70,191	17,981
营业成本	35,527	48,709	61,528	16,326
销售费用	1,228	1,244	1,101	282
管理费用	2,304	2,957	3,034	581
财务费用	650	679	926	273
投资收益	4,432	4,818	3,047	156
利润总额	9,104	7,597	5,060	956
净利润	7,598	6,059	3,698	689
经营活动现金流入小计	39,513	61,265	68,895	20,183
经营活动现金流出小计	25,259	57,718	63,894	17,703
经营活动产生的现金流量净额	14,254	3,547	5,001	2,480
投资活动现金流入小计	7,369	11,442	9,446	699
投资活动现金流出小计	16,275	16,849	15,562	2,681
投资活动产生的现金流量净额	-8,906	-5,408	-6,116	-1,983
筹资活动现金流入小计	19,605	37,150	44,532	9,940
筹资活动现金流出小计	21,796	37,217	40,742	6,636
筹资活动产生的现金流量净额	-2,191	-67	3,790	3,304

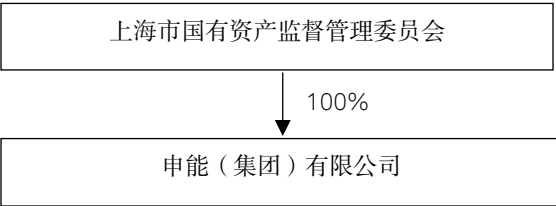
调整后财务数据及指标

	2020	2021	2022	2023.1-3
EBITDA	9,992	7,927	7,911	--
营运现金流	10,548	9,106	8,480	--
利息支出	828	891	1,110	--
经调整总债务	17,677	22,267	34,864	--
资本开支	7,170	6,813	2,381	1,778
EBITDA 利润率（%）	22.5	14.2	11.3	--
营运现金流/经调整总债务（%）	59.7	40.9	24.3	--

营运现金流利息覆盖倍数（倍）	13.7	11.2	8.6	--
----------------	------	------	-----	----

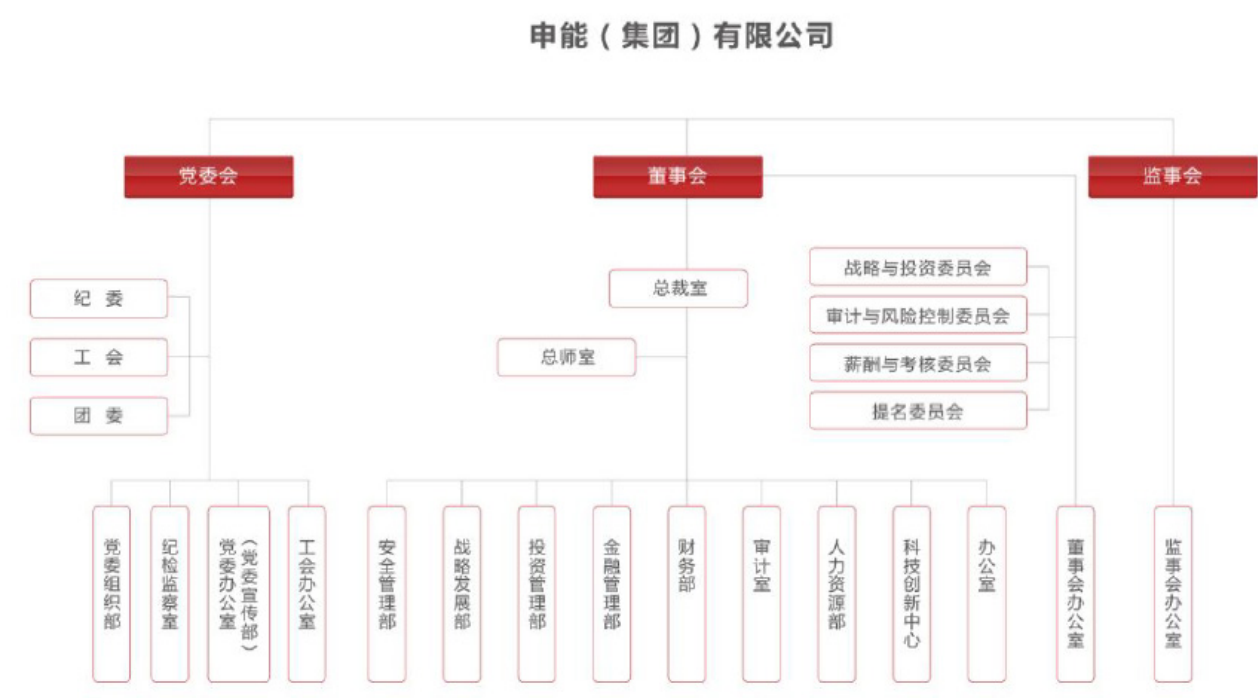
注：1.上表中财务数据基于申能集团披露的中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022 年审计报告、众华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020-2021 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表；2.2020-2021 年数字使用重述值；3.调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据。
4.“--”代表数据不可得。
资料来源：公司审计报告，经标普信评调整及整理。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：工商查询。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供。

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+收到的联营合营企业股利+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5： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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}	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}	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}	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}	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}	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}	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}	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}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 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6： 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）的联属企业。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。