



# 申能股份有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 1732 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2024 年 6 月 27 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	申能股份有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“21 申能股 MTN001(碳中和债)”、 “22 申能股 MTN001(碳中和债)”、 “GC 申股 01” 和 “GC 申 YKVI”	AAA
<b>跟踪评级原因</b>	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
<b>评级观点</b>	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于申能股份有限公司（以下简称“申能股份”或“公司”）所处良好的区域经济环境及很强的股东支持力度对公司发展形成有力支撑、电力和油气管输业务协同发展且均在上海市保持突出的规模和战略优势、装机容量和上网电量均持续提升、煤电机组优质和财务政策稳健等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司装机结构以火电机组为主及债务规模呈上升趋势等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
<b>评级展望</b>	中诚信国际认为，申能股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>受行业政策和燃料价格波动等因素影响，公司盈利能力持续大幅下降；杠杆水平持续大幅攀升、偿债能力明显弱化等。</p>	

### 正面

- 良好的区域经济环境和很强的股东支持力度继续对公司发展形成有力支撑
- 电力和油气管输业务协同发展，且均在上海市保持突出的规模和战略优势
- 装机容量和上网电量均持续提升，煤电机组优质，电源结构有所优化
- 盈利及经营获现水平很强，财务杠杆保持行业内较优水平，融资渠道畅通，财务政策稳健

### 关注

- 装机结构以火电机组为主，燃料价格以及电力行业政策对公司的盈利能力影响较大
- 债务规模呈上升趋势，且根据公司在建项目的投资计划，面临一定投资压力

项目负责人：王琳博 lbwang@ccxi.com.cn

项目组成员：刘音乐 yyliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

申能股份（合并口径）	2021	2022	2023	2024.1~3/2024.3
总资产（亿元）	895.31	899.00	942.09	959.82
所有者权益合计（亿元）	384.28	381.61	413.03	437.14
总负债（亿元）	511.03	517.39	529.07	522.68
总债务（亿元）	425.40	427.22	434.19	436.83
营业总收入（亿元）	258.04	281.93	291.42	80.71
净利润（亿元）	16.70	10.49	41.69	13.73
EBIT（亿元）	33.81	27.61	60.70	--
EBITDA（亿元）	61.24	60.13	96.47	--
经营活动净现金流（亿元）	32.00	47.92	73.45	22.70
营业毛利率(%)	10.74	11.96	18.46	18.08
总资产收益率(%)	3.78	3.08	6.59	--
EBIT 利润率(%)	13.10	9.79	20.83	--
资产负债率(%)	57.08	57.55	56.16	54.46
总资本化比率(%)	52.54	52.82	51.25	49.98
总债务/EBITDA(X)	6.95	7.11	4.50	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.29	4.21	7.03	--
FFO/总债务(X)	0.07	0.10	0.17	--

注：1、中诚信国际根据申能股份提供的其经上会会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理，2021 年、2022 年数据分别为 2022 年、2023 年财务报告经追溯调整的上期末数，2023 年数据为当期财务报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债及长期应付款中的带息债务。

## 同行业比较（2023 年数据）

公司名称	可控装机容量 (万千瓦)	上网电量 (亿千瓦时)	资产总额 (亿元)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	营业毛利率 (%)	资产负债率 (%)
上海电力	2,244.52	721.92	1,685.72	424.02	35.68	21.93	70.01
深圳能源	1,913.26	584.82	1,534.59	405.04	27.84	22.55	63.62
湖北能源	1,567.18	341.64	912.90	186.69	18.79	20.08	57.83
申能股份	1,694.71	528.53	942.09	291.42	41.69	18.46	56.16

中诚信国际认为，申能股份的实际可控装机规模虽略低于可比企业，但其业务布局较优，叠加电源结构差异，申能股份上网电量、资产和收入规模处于可比企业中等水平，加之可观的投资收益，其净利润高于可比企业，且财务杠杆亦处于较优水平。

注：“上海电力”为“上海电力股份有限公司”简称；“深圳能源”为“深圳能源集团股份有限公司”简称；“湖北能源”为“湖北能源集团股份有限公司”简称；公司业务数据包含共同控制的上海外高桥第二发电有限责任公司（以下简称“外高二发电”），若不考虑此因素，2023 年公司控股装机容量为 1,514.71 万千瓦，上网电量为 441.53 亿千瓦时。

资料来源：中诚信国际整理

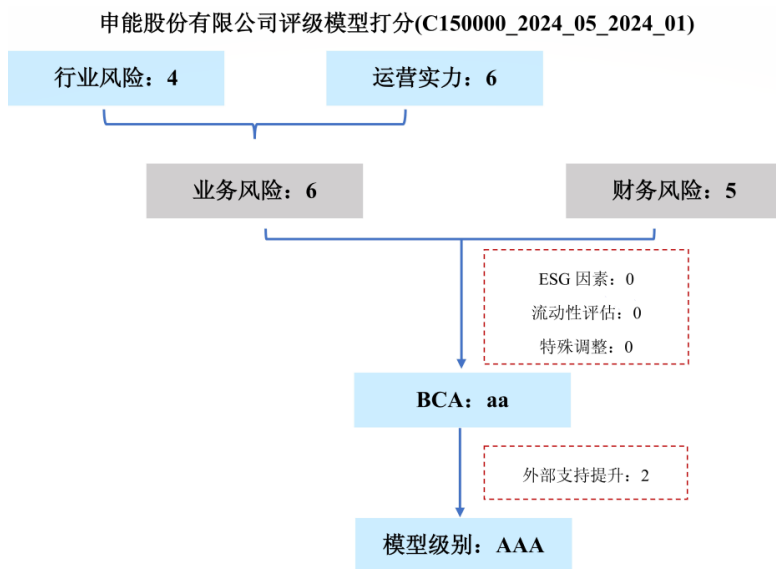
## 本次跟踪情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
21 申能股 MTN001(碳中和债)	AAA	AAA	2023/6/21 至本 报告出具日	10/10	2021/07/30~2024/07/30	--
22 申能股 MTN001(碳中和债)	AAA	AAA	2023/6/21 至本 报告出具日	9/9	2022/03/28~2025/03/28	--
GC 申股 01	AAA	AAA	2023/6/21 至本 报告出具日	12/12	2022/01/27~2025/01/27	偿债承诺条款
GC 申 YKV1	AAA	AAA	2024/3/8 至本 报告出具日	10/10	2024/3/27~2026/03/27 (2+N)	有条件赎回条款,延期条 款,调整票面利率条款,续 期选择权,偿债承诺条款

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
申能股份	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/7/24 至本报告出具日

## ● 评级模型



### 注:

**调整项:** 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

**外部支持:** 公司控股股东申能（集团）有限公司（以下简称“申能集团”）在上海市电力及燃气行业的地位和规模优势显著，支持能力很强。申能股份作为申能集团下属电力及油气管输业务的唯一上市公司，战略地位很高，可获得其很高的支持意愿，跟踪期内外部支持无变化。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论:** 中诚信国际电力生产与供应行业评级方法与模型 C150000\_2024\_05

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

中诚信国际认为，2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比回升，电力供应及调节能力有望持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解；燃煤电价改革政策持续推进及市场燃料价格整体回落助推火电企业信用质量预期趋于稳定；水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健；风电和太阳能发电企业有望实现快速增长，未来一段时间总体信用质量较“稳定”状态有所提升。

2023 年以来，随着公共卫生政策平稳转段以及稳增长政策效果显现，我国全社会用电量增速同比提升。同期，虽然上半年来水偏枯、极端天气频发等问题仍存在，但随着火电投资加速、容量电价机制出台、清洁能源及储能快速发展，电力供应及调节能力将持续提升，预计未来一段时间我国电力供需紧张或将有所缓解。但水电供给不确定性、新能源出力波动、电煤价格、电力供需区域错位、输电线路和储能及调峰电源建设滞后等因素仍一定程度制约着电力供给对需求增长的覆盖。而受电力装机供给增多以及需求仍较为低迷等因素影响，全国发电设备平均利用小时数继续走低。从电力行业细分领域信用状况来看，火电方面，燃煤电价改革政策持续推进，加之三季度以来市场燃料价格整体有所下降，助推火电企业盈利水平较上年同期大幅回升，经营性盈利能力亦持续增强，整体信用质量预期趋于稳定。风电和太阳能发电方面，依托良好的政策背景行业发展潜力较大，随着风电及太阳能发电装机规模的大幅提升，行业内企业经营及盈利状况有望实现快速增长，未来一段时间行业总体信用质量较“稳定”状态有所提升。水电和核电行业装机规模稳步增长，相关企业经营仍较为稳健。总体来看，电力生产企业持续加速推进清洁能源项目的建设及并购，推动装机容量及债务规模持续增长，电源结构不断优化，行业内企业依托于良好的资源获取和融资能力，整体风险可控，预计未来 12~18 个月内电力生产行业总体信用质量不会发生重大变化。

详见《中国电力生产行业展望,2024 年1月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10938?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内，申能股份的装机容量及上网电量均继续提升，规模优势显著，机组质量较优，电力业务竞争力很强；油气管输业务稳健运营，继续保持显著的区域垄断优势。公司电力与油气管输业务协同发展，对整体信用实力形成有力支撑。

2023 年以来，公司产权结构和经营战略无较大变化，两会一层有所变动，但未对其正常生产运营产生影响，截至本报告出具日，公司治理结构完整。

截至 2024 年 3 月末，申能集团持有公司 53.67% 股份，为公司的控股股东。上海市国有资产监督管理委员会为公司的实际控制人。跟踪期内，公司董事会和监事会进行换届，现届董事会中拥有



11 位董事，其中 4 位独立董事；现届监事会中拥有 5 位监事，其中 2 位职工监事。截至报告出具日，公司治理结构完整。跟踪期内，公司坚持“安全为基础，效益为导向，发展为要务，管理为抓手”的工作主线，以“绿色电力先锋企业”为发展目标，经营方向未发生较大变化。

**2023 年以来，公司装机容量及上网电量均持续提升，规模优势显著，机组质量较优，同时，机组集中区域良好的经济环境和旺盛的用电需求为其业务发展提供良好支撑，公司具有很强的电力业务竞争力；虽无控股的上游煤炭资源，但具备集采优势，且所用天然气具有较强保障，资源控制力很强。**

2023 年以来，随着众多新能源项目的落成，公司控股装机容量有所提升，电源结构逐渐优化，但目前煤电机组仍占比较高。截至 2024 年 3 月末，公司煤电机组中，全部单体装机均在 30 万千瓦以上，60 万千瓦及以上的装机占比达 91.67%，且均已实现污染物超低排放，煤电资产优质。

表 1：近年来公司装机结构情况

指标	2021	2022	2023	2024.3
控股装机容量（万千瓦）	1,392.44	1,611.38	1,694.71	1,694.71
其中：煤电	705.00	840.00	840.00	840.00
气电	342.56	342.56	342.56	342.56
风电	208.77	230.78	238.66	238.66
光伏发电	132.06	187.06	213.06	213.06
分布式供电	4.05	10.98	60.44	60.44
清洁能源占比(%)	49.37	47.87	50.43	50.43

注：公司煤电机组中，包含由公司及北京国电电力有限公司共同控制的外高二发电 2×90 万千瓦煤电机组，双方均不纳入合并范围，若不考虑此因素，截至 2024 年 3 月末公司控股装机容量为 1,514.71 万千瓦；清洁能源包括气电、风电、光伏发电以及分布式供电；尾数差系四舍五入所致。

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

截至 2024 年 3 月末，公司的发电资产遍布国内 21 个省、市以及自治区，分布较为广泛，主要集中在上海市以及安徽省等经济形势较好、用电负荷较高的地区，电力供应占上海市约三分之一市场份额，地位优势显著，繁荣的经济发展环境和旺盛的用电需求对机组利用效率提供了有力支撑。

表 2：2023 年公司主要发电资产所在区域经济及用电情况

区域分布	GDP（亿元）	GDP 增速(%)	全社会用电量（亿千瓦时）	全社会用电量增速(%)
上海市	47,218.7	5.0	1,848.8	5.9
安徽省	47,050.6	5.8	3,335.6	5.6

资料来源：公开数据，中诚信国际整理

2023 年以来，受益于机组主要分布区域用电需求以及公司发电能力的提升，公司发电量及上网电量均同比增加，其中，气电机组发电量受调峰调频调度安排以及上年低基数影响而同比增加，新能源发电量受益于装机规模上升而同比增加，煤电机组受新能源出力波动影响，2023 年其发电量同比微降 1.7%。煤电与气电利用小时变动方向与其各自发电量变动方向一致，新能源利用小时变化不大。公司参与市场化运作的电源主体主要为煤电，跟踪期内市场化交易电量变动幅度不大。综合电价方面，跟踪期内基本保持稳定。另外，公司煤电机组性能较好，期间保持安全稳定，保障了区域用能安全。

表 3：近年来公司电力业务主要生产指标

指标	2021	2022	2023	2024.1-3
发电量（亿千瓦时）	484.77	537.40	551.11	155.42
其中：煤电	369.46	409.03	402.01	113.16

气电	59.75	55.69	71.76	21.21
风电	42.47	51.60	52.57	15.15
光伏及分散式发电	13.09	21.07	24.77	5.90
上网电量（亿千瓦时）	447.65	515.13	528.53	149.48
市场化交易电量（亿千瓦时）	154.46	414.93	411.55	115.73
上网电价（元/千瓦时，含税）	0.443	0.511	0.523	0.515
<b>机组平均利用小时（小时）</b>	--	--	--	--
其中：煤电	5,005	4,887	4,803	--
气电	1,744	1,651	2,127	--
风电	2,410	2,236	2,263	--
光伏发电	1,161	1,103	1,175	--
供电煤耗（克/千瓦时）	282.7	286.2	284.4	--

注：表中数据包含合营企业外高二发电，若剔除此因素，公司 2023 年发电量及上网电量分别为 459.81 亿千瓦时和 441.53 亿千瓦时，分别同比增长 3.57%和 3.62%；尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司公告及公司提供，中诚信国际整理

燃料采购方面，公司无控股的上游煤炭资源，所用燃煤均需外购。公司所属电厂的煤炭采购主要由下属公司上海申能燃料有限公司及海南申能能源贸易有限公司负责，与国家能源投资集团有限责任公司等多家大型国有煤炭企业供应商签订合同，具备集采优势，采购来源具有一定保障。跟踪期内，国家原煤产量处于较高水平，海外煤炭供需趋于宽松及进口政策变动使得进口煤量形成有效补充，叠加下游钢铁用煤需求仍然低迷，以上因素共同推动煤炭市场价格波动回落，2023 年公司标煤采购价格同比下降 17.79%。天然气方面，公司气电机组所用天然气主要来自于申能集团全资控股的上海燃气有限公司（以下简称“上海燃气”），同时公司的管输业务亦为上海燃气提供管输服务，发电用气具有较强保障。另外，公司继续以保障系统内电厂发电供煤为主要任务，大幅缩减煤炭外销规模。

表 4：近年来公司煤炭采购及销售情况

指标	2021	2022	2023
采购量（万吨）	2,079	1,855	1,740
标煤采购价格（元/吨，不含税）	1,017	1,242	1,021
市场化销售量（万吨）	652	185	23
原煤销售价格（元/吨，不含税）	592	896	675

注：由于统计口径差异，2022 年标煤采购价格与此前报告披露数据不一致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

煤炭运输方面，主要由联营企业上海嘉禾航运有限公司<sup>1</sup>（以下简称“嘉禾航运”）进行市场化运作，自有运力为电厂用煤提供了运输保障。截至 2023 年末，嘉禾航运共投运 3 条船舶，其中自有船舶 2 条，期租船舶 1 条，投运力 15.4 万吨，自有船舶运输量占其合计运输量的 27.8%。

此外，在建项目方面，截至 2023 年末，主要为天门风光储一体化和 CZ2 海上风电示范项目<sup>2</sup>，目前正在稳步推进中，根据公司后续的投资计划，面临一定投资压力。

**公司油气管输业务继续保持显著的区域垄断优势，跟踪期内，天然气管输量同比增加，同时不断推进拓展气源工作，以提升上游资源保障能力。**

油气管输业务方面，跟踪期内公司仍维持显著的区域垄断优势。公司控股子公司上海天然气管网

<sup>1</sup> 截至 2024 年 3 月末，申能股份和中远海运散货运输有限公司分别持有嘉禾航运 49%和 51%的股份。

<sup>2</sup> 公司持有天门风光储一体化项目 100%股权，该项目装机规模为 25 万千瓦，预计总投资 17.84 亿元，截至 2023 年末已投 11.05 亿元，2024 年预计投入 6.79 元，预计 2024 年投运；CZ2 海上风电示范项目建设地点为儋州市西北部海域，建设总装机规模 120 万千瓦，总投资为 150 亿元，其中资本金约 30 亿元。2024 年 5 月，CZ2 海上风电示范项目一期主体工程正式进入施工阶段。



有限公司<sup>3</sup>（以下简称“管网公司”）负责投资建设和经营管理上海地区唯一的天然气高压主干管网系统，管网公司向上海燃气提供管输服务，收取管输费。开采业务方面，公司控股子公司上海石油天然气有限公司<sup>4</sup>（以下简称“石油天然气公司”）负责东海平湖油气田<sup>5</sup>的勘探、开采及销售，其所开采的天然气是现阶段上海市天然气气源组成部分之一，且全部销售给上海燃气。2023 年，公司原油和天然气产量同比基本持平，下游工业用气需求的提升等因素使得当期天然气管输量同比提升 8.53%。管输价格方面，公司执行上海市发展和改革委员会（以下简称“上海市发改委”）核定的管输价格<sup>6</sup>。

表 5：近年来公司油气管输业务数据

指标	2021	2022	2023
原油产量（万吨）	7.68	6.07	6.05
天然气产量（亿立方米）	1.36	1.16	1.12
天然气管输量（亿立方米）	92.9	89.1	96.7

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

气源方面，跟踪期内，公司不断推进拓展气源工作，以提升上游资源保障能力。其中，东海平湖油气田运用新的钻探技术，稳产增储有序推进；实现西湖气入沪，为东海气输送能力的提升创造了条件；全资的南海恩平油气田和新疆柯坪油气田的勘探工作仍在稳步推进。另外，2023 年 1 月末，五号沟 LNG 站至临港首站天然气管道工程实现全线贯通，2023 年 12 月末，上海市天然气主干管网崇明岛-长兴岛-浦东新区五号沟 LNG 站管道工程顺利竣工，天然气的运行调节能力有所提升，夯实了上海市天然气供应的保障体系。

## 财务风险

**中诚信国际认为，跟踪期内，上网电量、平均上网电价及天然气管输量同比增加等因素推动公司收入、盈利及经营获现水平整体提升，且投资收益对利润形成有效补充，偿债能力保持较好水平；公司债务规模持续小幅上升，资本实力不断增强，财务杠杆保持行业较优水平。**

### 盈利能力

2023 年，受益于上网电量、平均上网电价及天然气管输量同比增加等因素影响，公司营业总收入进一步提升，但煤电及煤炭销售业务受发电量下降以及外销规模缩减因素而呈下降趋势。五号沟 LNG 管线投运转固与新能源平价上网机制导致油气管输和新能源业务毛利率均持续下降，但煤价回落使得煤电业务毛利率大幅改善，进而带动公司整体盈利能力大幅提升，同时，公司实行降本增效，叠加合联营电力企业及持有非流动金融资产合计获得的投资收益对利润形成有效补充，共同推动公司各项利润指标均实现大幅提升。2024 年一季度，公司经营业绩继续保持较好态势，营业总收入为 80.71 亿元，营业毛利率为 18.08%，均实现同比上升。

<sup>3</sup> 截至 2024 年 3 月末，申能股份和申能集团全资持股的上海燃气（集团）有限公司分别持有管网公司 50% 股份，公司对管网公司的经营及财务政策进行实质控制。

<sup>4</sup> 截至 2024 年 3 月末，申能股份持有石油天然气公司 40% 股份，中国石油化工股份有限公司和中海石油（中国）有限公司分别持有其 30% 股份。

<sup>5</sup> 东海平湖油气田项目于 1998 年 11 月投产，并于 1999 年 4 月向上海市供气，是上海地区重要的天然气气源之一。

<sup>6</sup> 2020 年 10 月 30 日，上海市发改委发布《关于核定上海天然气管网有限公司管输价格的通知》（沪发改价管〔2020〕30 号），明确管网公司管输价格核定为每立方米 0.18 元（含税）。

### 资产质量

跟踪期内，持续的建设投入以及经营积累推动公司资产规模不断扩大，资产结构仍以固定资产及在建工程等非流动资产为主。公司对外投资主要系电力、燃气、抽蓄、非上市权益性投资以及股票和基金投资，长期股权投资与其他非流动金融资产规模持续小幅上升。流动资产方面，盈利及获现水平的提升使得货币资金余额增加，应收电费及应收新能源补贴款规模的扩大使得应收账款整体呈上升态势。公司债务规模持续小幅上升，债务结构小幅弱化，但仍处于较好水平。经营积累推动公司资本实力逐步增强，财务杠杆下降，保持行业内较优水平。

### 现金流及偿债情况

2023 年，电力业务收入增加以及成本下降带动公司经营获现水平大幅提升，固定资产投资规模小幅增加，筹资活动现金流继续呈净流出态势。偿债指标方面，跟踪期内，得益于盈利及经营获现水平的提升，公司各项偿债指标均有所增强，偿债能力保持较好水平。

截至 2024 年 3 月末，公司合并口径获得的银行及申能集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）的综合授信额度共计 1,198.07 亿元，其中尚未使用的授信额度为 824.80 亿元，备用流动性充裕。为进一步加强公司资金的集中管理，提高资金使用效率，公司由财务公司提供相关金融服务，以支持能源产业的发展。同时，公司采取稳健的资金管理策略，建立了多渠道的资金保障体系以确保资金安全。

表 6：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2021	2022	2023
煤电业务	99.77	132.14	130.91
气电业务	39.57	44.92	59.18
风电业务	19.15	26.32	27.02
光伏发电业务	4.26	8.06	9.37
油气管输业务	22.15	22.83	28.20
煤炭销售	71.90	46.49	30.13
其他业务	1.23	1.17	6.61
<b>营业总收入</b>	<b>258.04</b>	<b>281.93</b>	<b>291.42</b>
毛利率	2021	2022	2023
煤电业务	-1.30	0.04	10.68
气电业务	14.75	13.67	12.83
风电业务	59.45	56.72	51.86
光伏发电业务	54.91	53.23	47.91
油气管输业务	35.44	32.84	27.65
煤炭销售	0.90	1.22	2.40
<b>营业毛利率</b>	<b>10.74</b>	<b>11.96</b>	<b>18.46</b>

表 7：近年来公司财务相关指标情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.1-3/2024.3
期间费用合计	21.65	23.76	22.93	4.92
期间费用率(%)	8.39	8.43	7.87	6.09
经营性业务利润	6.14	10.09	31.35	9.58
资产减值损失	5.12	0.00	0.25	0.00
投资收益	15.40	2.72	15.67	3.45
利润总额	24.03	14.29	47.54	16.24
EBITDA	61.24	60.13	96.47	--
总资产收益率(%)	3.78	3.08	6.59	--
货币资金	93.20	108.54	118.29	131.22

应收账款	63.08	79.79	89.31	88.54
长期股权投资	89.57	86.00	89.67	93.46
其他非流动金融资产	61.95	65.03	71.09	74.28
固定资产	347.04	398.77	443.36	444.69
在建工程	80.55	41.89	27.01	35.84
总资产	895.31	899.00	942.09	959.82
总债务	425.40	427.22	434.19	436.83
短期债务/总债务(%)	38.67	33.54	36.66	36.99
未分配利润	58.01	58.51	83.59	95.19
所有者权益合计	384.28	381.61	413.03	437.14
总资本化比率(%)	52.54	52.82	51.25	49.98
经营活动净现金流	32.00	47.92	73.45	22.70
投资活动净现金流	-33.99	-22.17	-33.12	-16.68
筹资活动净现金流	7.52	-10.41	-31.70	6.91
总债务/EBITDA(X)	6.95	7.11	4.50	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	4.29	4.21	7.03	--
FFO/总债务(X)	0.07	0.10	0.17	--

注：资产减值损失以正数表示；2021 年，申能吴忠热电有限责任公司由于持续亏损，且于首次出现净资产为负的情况，计提固定资产减值 5.12 亿元；同年，公司处置上海上国投资产管理有限公司 5%股权获得投资收益 10.48 亿元。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2023 年末，公司合并口径受限资产的账面价值为 93.76 亿元，主要系用于融资租赁及质押借款的使用权资产和固定资产，受限比例较低。截至 2024 年 3 月末，公司无重大诉讼、仲裁事项，且无对外担保事项。

**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，2021~2024 年 5 月 31 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，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>7</sup>

### 假设

- 申能股份的在建项目如期推进，发电资产按照计划时间投运。
- 2024 年，申能股份按照生产经营计划推进，上网电量有所增加，平均电价有所下行；油气管输业务继续稳健运营。
- 2024 年，电煤供需仍处于相对宽松态势，燃煤采购价格稳中有降。
- 2024 年，申能股份按照投资计划进行资本支出，仍有一定资金需求。

### 预测

表 8：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	52.82	51.25	53.15~56.44

<sup>7</sup> 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

总债务/EBITDA(X)	7.11	4.50	4.81~5.88
---------------	------	------	-----------

资料来源：中诚信国际整理

## 调整项

ESG<sup>8</sup>表现方面，虽然目前公司装机以煤电机组为主，但其不断优化电源结构，发展高效清洁能源，推进科技创新，新能源装机不断提升，供电煤耗及碳排放强度持续下降，符合国家双碳政策；公司高度重视社会责任的履行，近三年未发生一般事故以上的安全生产事故；治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现较好，潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司货币资金储备充裕，盈利及经营获现水平很强，未使用授信额度充足，融资渠道畅通且融资成本较低，同时，公司为 A 股上市公司，且持有优质的金融资产，财务弹性很好；公司资金流出主要用于项目建设支出以及债务还本付息，根据其项目投资规划及债务分布情况，公司资金平衡状况很好，未来一年流动性来源可对流动性需求形成很好覆盖，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 外部支持

**申能集团综合运营实力和协调金融资源能力很强，支持能力很强。同时，公司战略地位重要，能够获得很高的支持意愿。**

申能集团在上海市拥有的权益装机容量市场份额较高，同时也是上海市最主要的燃气供应商，在燃气供应上处于主导地位，行业地位和规模优势显著，综合运营实力很强。同时，申能集团下设财务公司和融资租赁公司，且协调外部银行、金融机构接入续贷的能力很强。公司作为申能集团从事电力及油气管输业务的唯一上市公司，战略地位很高。整体来看，申能集团具有很强的支持能力，对公司具有很高的支持意愿。跟踪期内，申能集团主要通过资源协调以及业务协同等方式对公司提供支持。

## 跟踪债券信用分析

“GC 申股 01”募集资金 12 亿元，全部用于偿还风力发电项目的有息负债；“GC 申 YKV1”募集资金 10 亿元，全部用于偿还绿色项目有息负债。截至目前，均已按用途使用完毕。

“GC 申 YKV1”设置续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整及赎回选择权条款，跟踪期内尚未进入续期选择、递延支付利息选择和赎回选择期限，亦未进行票面利率调整，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

“21 申能股 MTN001(碳中和债)”、“22 申能股 MTN001(碳中和债)”、“GC 申股 01”和“GC 申 YKV1”均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司经营层面仍保持上海市电力和油气管输行业龙头地位，多元化板块协同发展且有助于分散风险，公司盈利和经营获现能力很强，且流动性良好，融资渠道通畅，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，“21 申能股 MTN001(碳中和债)”、“GC 申股 01”和“22 申能股 MTN001(碳中和债)”分别于 2024 年 7 月、2025 年 1 月和 3 月到期，合计到期规模为 31 亿

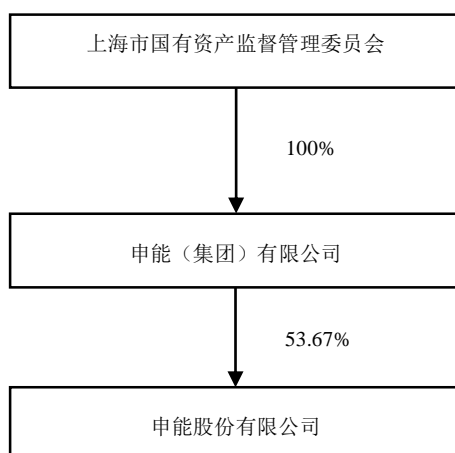
<sup>8</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

元，具有一定集中到期压力，但鉴于公司较强的偿债能力，目前跟踪债券信用风险极低。

## 评级结论

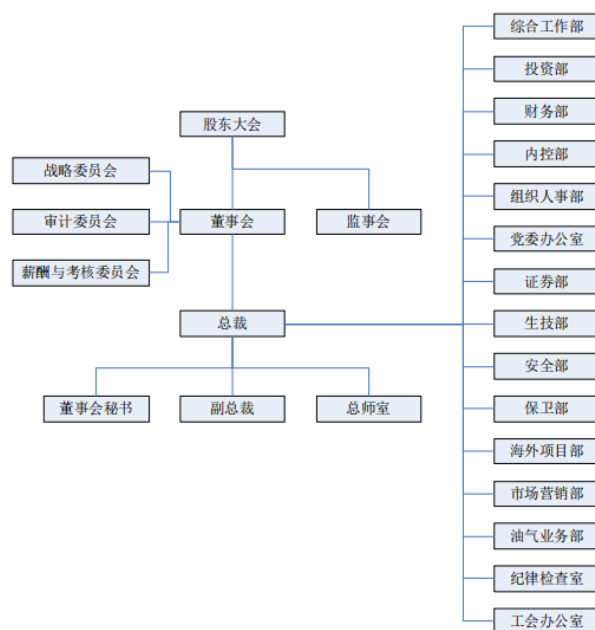
综上所述，中诚信国际维持申能股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 申能股 MTN001(碳中和债)”、“22 申能股 MTN001(碳中和债)”、“GC 申股 01”和“GC 申 YKV1”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：申能股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



公司名称	持股比例 (%)	2023 年末 (亿元)		2023 年 (亿元)	
		总资产	净资产	营业总收入	净利润
上海外高桥第三发电有限责任公司	40.00	42.03	24.61	44.13	3.05
上海申能临港燃机发电有限公司	65.00	22.87	18.05	29.20	2.42
淮北申皖发电有限公司	51.00	41.86	7.59	24.93	0.56
上海申能新能源投资有限公司	100.00	220.13	54.88	18.53	7.44
申能新能源（青海）有限公司	100.00	104.62	33.01	10.77	2.96
上海吴泾第二发电有限责任公司	51.00	26.25	17.57	22.06	-0.79
上海申能奉贤热电有限公司	51.00	27.23	7.70	19.52	0.85
申能新能源（内蒙古）有限公司	100.00	83.02	25.19	7.58	1.79
上海石油天然气有限公司	40.00	41.72	30.34	18.36	3.23
上海天然气管网有限公司	50.00	73.70	36.74	16.11	3.28
上海申能燃料有限公司	60.00	13.30	2.86	103.81	0.67

注：以上持股比例均为直接持股比例



资料来源：公司提供



## 附二：申能股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.1~3/2024.3
货币资金	931,994.18	1,085,445.30	1,182,873.91	1,312,152.74
应收账款	630,817.52	797,930.16	893,102.51	885,377.80
其他应收款	8,947.85	4,627.78	7,440.35	7,900.24
存货	116,263.73	148,012.81	99,661.84	74,306.16
长期投资	1,515,250.77	1,510,261.41	1,607,646.88	1,677,388.49
固定资产	3,470,380.61	3,987,698.61	4,433,632.78	4,446,901.14
在建工程	805,491.23	418,924.54	270,096.47	358,364.07
无形资产	30,656.94	40,533.90	42,877.25	42,621.68
资产总计	8,953,055.10	8,989,966.77	9,420,934.87	9,598,177.50
其他应付款	52,743.77	51,434.03	37,546.63	37,754.04
短期债务	1,644,934.48	1,432,874.21	1,591,668.87	1,615,873.84
长期债务	2,609,078.70	2,839,338.59	2,750,221.75	2,752,402.10
总债务	4,254,013.18	4,272,212.80	4,341,890.62	4,368,275.94
净债务	3,326,073.58	3,189,671.84	3,169,960.49	3,056,123.20
负债合计	5,110,264.36	5,173,877.86	5,290,672.95	5,226,810.50
所有者权益合计	3,842,790.75	3,816,088.91	4,130,261.91	4,371,367.00
利息支出	142,804.07	142,987.01	137,229.81	--
营业总收入	2,580,378.81	2,819,311.85	2,914,161.22	807,080.27
经营性业务利润	61,445.41	100,931.60	313,524.96	95,757.35
投资收益	154,010.96	27,201.92	156,725.34	34,515.68
净利润	167,007.21	104,925.40	416,908.78	137,341.14
EBIT	338,128.51	276,099.97	607,041.65	--
EBITDA	612,410.55	601,281.82	964,735.62	--
经营活动产生的现金流量净额	319,970.24	479,203.50	734,494.69	227,024.97
投资活动产生的现金流量净额	-339,886.61	-221,652.92	-331,172.45	-166,816.68
筹资活动产生的现金流量净额	75,186.84	-104,128.23	-316,966.39	69,068.55
财务指标	2021	2022	2023	2024.1~3/2024.3
营业毛利率(%)	10.74	11.96	18.46	18.08
期间费用率(%)	8.39	8.43	7.87	6.09
EBIT 利润率(%)	13.10	9.79	20.83	--
总资产收益率(%)	3.78	3.08	6.59	--
流动比率(X)	1.00	1.02	0.98	1.06
速动比率(X)	0.95	0.95	0.94	1.03
存货周转率(X)	19.81	18.78	19.19	30.40*
应收账款周转率(X)	4.09	3.95	3.45	3.63*
资产负债率(%)	57.08	57.55	56.16	54.46
总资本化比率(%)	52.54	52.82	51.25	49.98
短期债务/总债务(%)	38.67	33.54	36.66	36.99
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.05	0.09	0.17	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.14	0.27	0.45	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	2.24	3.35	5.35	--
总债务/EBITDA(X)	6.95	7.11	4.50	--
EBITDA/短期债务(X)	0.37	0.42	0.61	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.29	4.21	7.03	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.37	1.93	4.42	--
FFO/总债务(X)	0.07	0.10	0.17	--

注：1、2024 年一季度报表未经审计；2、中诚信国际债务统计口径包含公司其他流动负债及长期应付款中的带息债务；3、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评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	在无外部特殊支持下，受评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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评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	受评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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn