

主体评级报告：

申能（集团）有限公司

主体信用等级*：AAA_{spc}；展望：稳定

评定日期：2025 年 10 月 13 日

到期日期：2026 年 10 月 12 日

项目负责人：

曹艺馨, CFA, FRM 010-6516048; yixin.cao@spgchinaratings.cn

项目组成员：

王 璜, CPA 010-65160000; huang.wang@spgchinaratings.cn

目录

信用等级概况.....	2
声明	4
一、宏观经济与行业环境	5
二、评级基准.....	5
三、个体信用状况	13
四、主体信用等级	14
附录	15

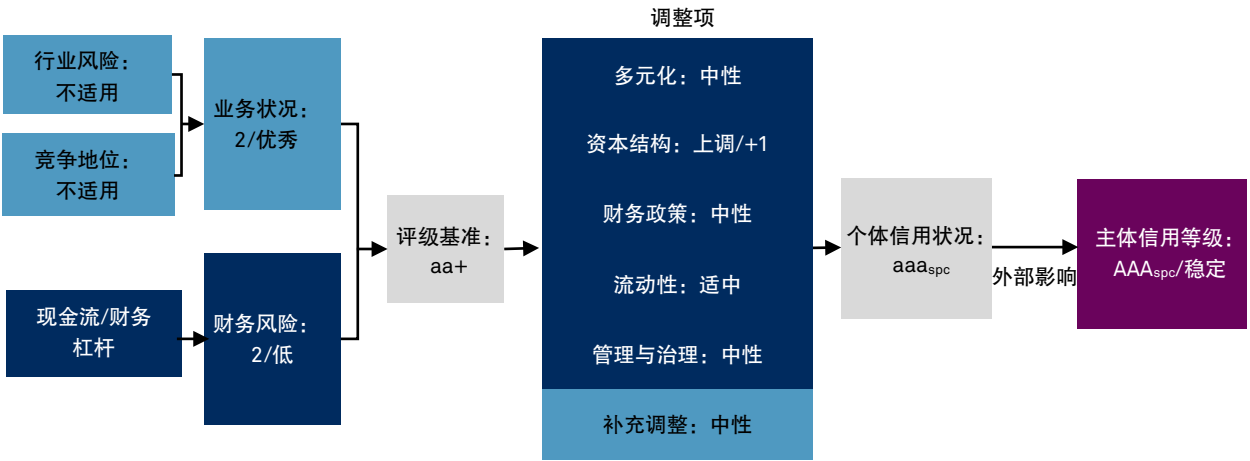
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

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。

信用等级概况

公司名称	所属行业	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
申能（集团）有限公司	受监管的公用事业/市场化发电及天然气	主体信用等级	AAA _{spc}	2025 年 10 月 13 日	稳定



本次评级概况

标普信评认定申能集团有限公司（以下简称“申能集团”或“公司”）主体信用等级为 AAA_{spc}，评级展望为稳定。我们肯定了公司在上海市燃气供应市场的绝对垄断地位和上海市电力市场的重要地位，公司经营情况稳定，业务状况优秀。同时，公司经营性现金流充裕，财务杠杆水平低，EBITDA 对利息的覆盖能力很强，整体财务风险低。我们在资本结构上调 1 个子级，以反映公司持有规模较大、流动性较强的优质金融资产，有利于增强其财务灵活性、抵御财务风险。我们认为，上海市政府对公司的外部支持为“极高”。公司由上海市国资委 100%控股，是上海唯一的市属综合能源集团，在维护上海市能源安全方面发挥关键作用，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。

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。	燃气顺价存在时间滞后性，天然气、煤炭等原料采购价格的大幅变化可能令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，上海市政府对其支持程度极高。	
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

标普信评认定申能集团的评级展望为稳定。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，上海市政府对其外部支持保持极高。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对新项目的投入将使公司财务杠杆水平面临一定的波动，但其能够保持低廉的融资成本和有力的融资能力，EBITDA 利息覆盖倍数能够维持在高水平。

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申能集团的主体信用等级：上海市政府对公司的支持程度下降，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。

标普信评对申能集团的评级历史

主体信用等级	展望/观察	评定日期	到期日期
AAA _{spc}	稳定	2024 年 7 月 16 日	2025 年 7 月 15 日

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，2025 年 5 月 14 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，2023 年 12 月 22 日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-能源行业，2023 年 12 月 22 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：无。

相关模型：无。

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。

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，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评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。

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。

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（如适用）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。

高级管理人员

李丹

北京

dan.li@spgchinaratings.cn

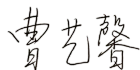


项目负责人

曹艺馨

北京

yixin.cao@spgchinaratings.cn



项目组成员

王璜

北京

huang.wang@spgchinaratings.cn



一、宏观经济与行业环境

我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

我们认为，“碳达峰、碳中和”（以下简称“双碳”）目标的推进和天然气基础设施的持续开发等因素将继续推动国内天然气消费需求，支撑城燃企业销售量保持健康增长，与此同时，价格治理机制的逐步完善也将缓解城燃企业的经营压力。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 2014 年的 1,786 亿立方米增至 2024 年的 4,261 亿立方米，年均复合增长 9.1%，天然气占能源消费总量的比重由 5.6% 提高到了 8.8%。2024 年，天然气供需趋于宽松，价格延续下行趋势，期内，我国天然气表观消费量同比增长 8.0%。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消费目标纳入“十四五”规划，“十五五”规划或仍将设置天然气消费目标。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，未来 1-2 年天然气需求仍将维持增长势头。2024 年 12 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于完善价格治理机制的意见》，文件指出，要健全促进可持续发展的公用事业价格机制，深入推进天然气上下游价格联动。我们认为，该文件的出台有助于完善天然气顺价机制，减轻城燃企业经营压力。

我们认为，2025 年天然气价格或将小幅下降，有利于城燃企业的购销差价改善。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约六成。LNG 价格市场化程度高，与国际市场关联程度大，2024 年以来，受俄乌冲突缓和、气候温和、新产能投产等因素影响，国际天然气供需格局趋于宽松，国际天然气价格下行。考虑到 2025 年及之后全球仍有较多新增天然气产能投产，我们预计，2025 年天然气价格或将小幅度下行，但地缘政治局势仍存在较大不确定性，须密切关注国际局势变化对天然气价格的影响。我们认为，天然气价格的回落有利于缓解城燃企业的上游成本压力，修复盈利空间。

我们预计，2025 年，我国用电量将保持温和增长，火电继续发挥压舱石作用，但火电在我国发电量中的占比将继续下降，随着年内燃料价格下行，火电企业盈利能力将有所提升，杠杆水平进一步下降。2024 年及 2025 年 1-7 月，我国全社会用电量分别同比增长 6.8% 和 4.5%，预计 2025 年全社会用电量增速约 5%-6%。2025 年 1-7 月，全国发电装机容量同比增长 18.2%，其中火电增速为 5.1%；1-7 月，全国规模以上工业发电量同比增长 2.7%，受新能源装机增长挤压，火电规模以上工业发电量同比下降 1.3%。根据国务院印发的《2024-2025 年节能降碳行动方案》，到 2025 年底，全国非化石能源发电量占比将达到 39% 左右，这意味着火电的发电量占比将降至 61% 左右，2025 年上半年，火电在规模以上工业发电量中的占比为 65%，仍有下降空间。我们预计，2025 年下半年，煤炭价格出现显著波动的可能性较低，受益于上半年煤炭价格的下行，年内煤价中枢或将低于上年，助力火电盈利能力提升和杠杆水平改善。

我们预计，上海市的用电需求将保持健康增长，为当地电力企业提供需求支撑。2024 年，上海市用电量 1,984 亿千瓦时，同比增长 7.3%。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。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 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。

二、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 280 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、审计与风险控制

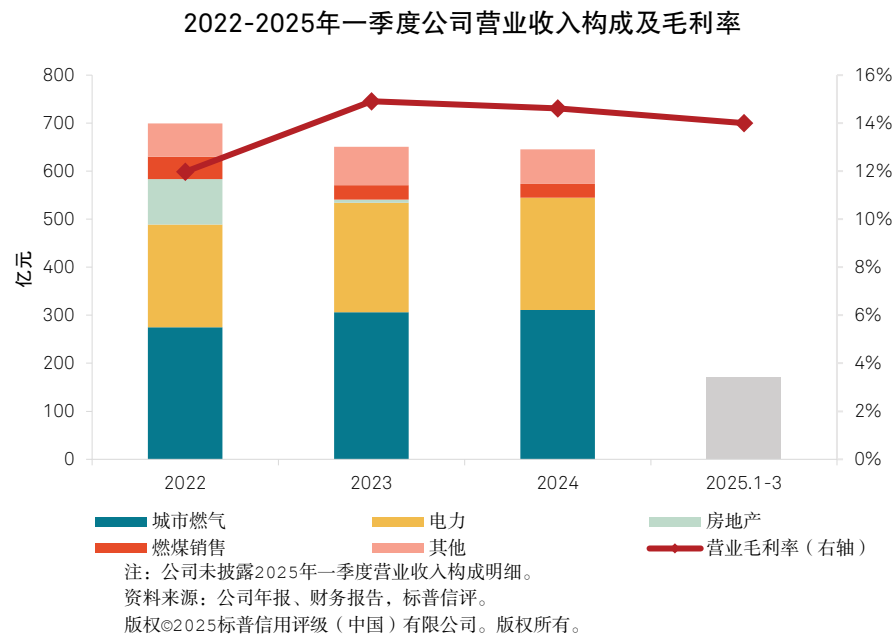
委员会和经营管理层等在内的较为健全的治理结构，各项内部控制制度与组织架构完善。申能集团依据上海市能源发展总体规划，从事电力、燃气等能源基础设施项目的投资、建设和经营管理，是保障上海市能源供应安全的重要主体。

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。2024年，公司新增保险业务，由子公司申能财产保险股份有限公司（以下简称“申能保险”）负责经营。此外，公司还承担部分金融企业股权的投资与资产管理职能，持有中国太保、东方证券、国泰海通证券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95%以上的天然气供应。公司2024年实现销气量103.2亿立方米，其中居民销气量15.9亿立方米，非居民销气量87.3亿立方米，分别占比15.4%和84.6%。

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2025年3月末，公司控股装机容量1,855.8万千瓦²，其中煤电840万千瓦，气电342.6万千瓦，新能源及储能673.2万千瓦。2024年公司实现控股发电量586.2亿千瓦时，其中煤电发电量416.1亿千瓦时，占比71.0%。

图1



业务状况

标普信评认为，申能集团的业务状况为“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，新能源装机的拓展和煤电容量电价的实施有利于盈利的稳定性，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领域处于绝对垄断地位，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95%以上的燃气需求。随着公司完成对华润燃气（上海）有限公司的收购，其业务版图扩展至宝山区，市场地位进一步提升。

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；国泰海通证券指国泰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”）。

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。2024 年，公司天然气供应量为 114.1 亿立方米，同比增长 9.9%，供气规模高于行业平均。

我们认为，上海市燃气价格上下游联动机制的持续完善为公司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，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。从实务操作看，近年来，上海市发改委结合天然气上游气源价格变动情况每 2 个月调整一次非居民用户天然气销售基准价格，公司针对非居民用户的顺价机制趋于完善。居民用户方面，2024 年 11 月，上海市发改委印发《关于进一步完善本市居民用户天然气上下游价格联动机制的通知》，其中明确指出，当本市居民天然气综合门站价累计变动幅度达到或超过 4%，且距上次联动时间超过 12 个月，则可根据有关公式计算居民用户天然气销售价格联动水平并实施价格联动。尽管这为公司居民用户顺价提供了制度基础，但在实务操作中，顺价需考虑用户承受能力且经相关部门审批，存在一定的时滞。

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 站线扩建工程仍处于建设阶段，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。公司主要依托长协采购天然气，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。

表 1

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		

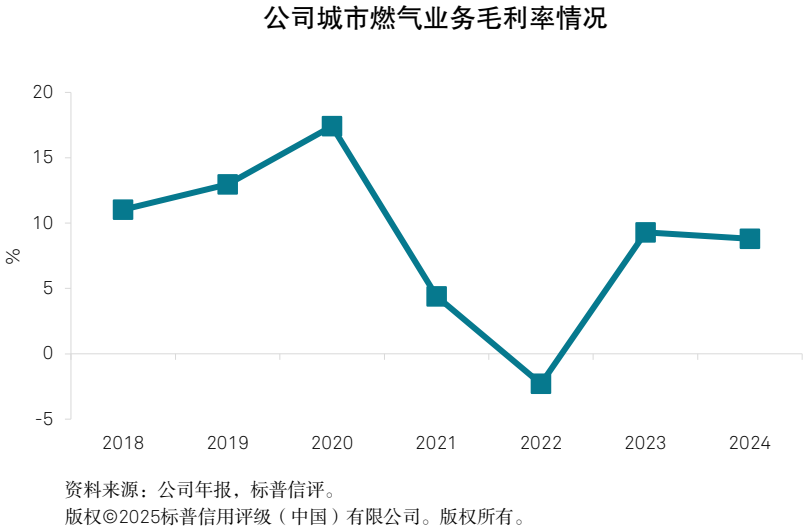
注：西气包含西气东输一期、西气东输二期、江苏如东管线。

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，虽然终端调价频率有所提升，但充分顺价在采购价格高位时仍面临一定阻力，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

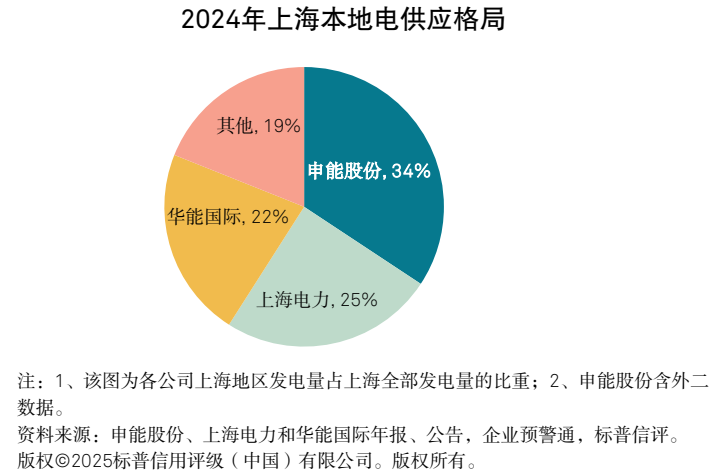
购成本呈波动态势。然而，价格疏导机制在实施时需综合考虑下游客户尤其是居民用户的承受能力，并通过审批流程，致使顺价机制在实际执行时存在一定时滞，尤其在成本大幅上涨时难以及时向下游疏导。受上述因素影响，公司购销差价和城市燃气业务毛利率波动较大。我们预计，在天然气价格回落的背景下，公司 2025 年燃气购销差价有望处于 0.4-0.5 元/立方米。

图2



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处于重要地位。上海经济实力强劲，工业基础优秀，人口富裕程度高，地区用电量长期居于城市用电量首位。2024 年上海市用电量同比增长 7.3%，对公司电力业务的开展提供有力的保障。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，公司上海地区控股发电量约占当地发电量的三分之一，市场份额具有优势。截至 2025 年 3 月末，公司控股装机容量 1,855.8 万千瓦，2024 年全年控股发电量 586.2 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。

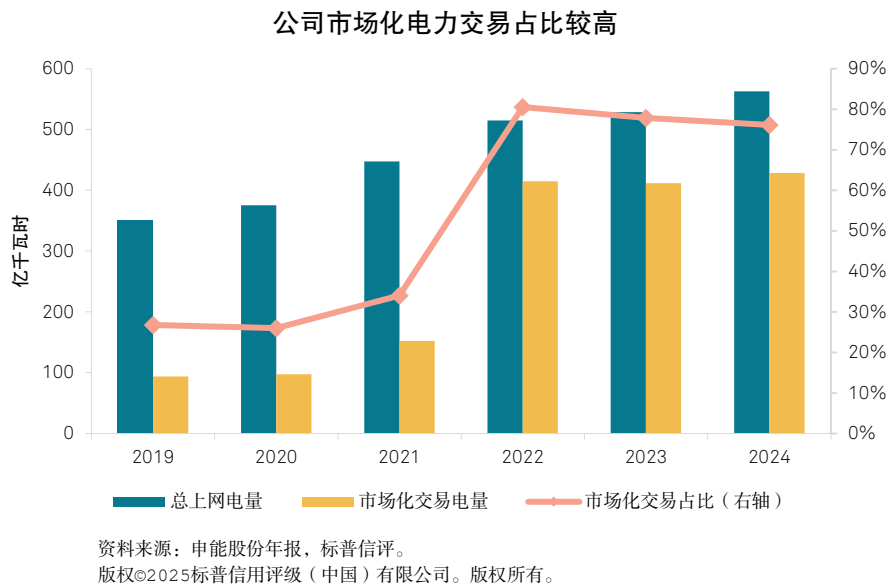
图3



我们预计，未来一年公司综合上网电价或继续下行，电力市场化交易的深入或将令公司电价波动幅度增加。2024 年，公司综合平均上网电价为 0.51 元/千瓦时（含税），较上年小幅下降。随着燃料采购成本的下行，公司煤电及气电平均上网电价在期内有所下降。我们预计，2025 年以来煤炭和天然气价格的下降或推动公司火电上网电价小幅下行。与此同时，受装机快速增长、装机成本下降以及电价市场化改革等因素的影响，公司的风光发电上网电价在过去三年持续下

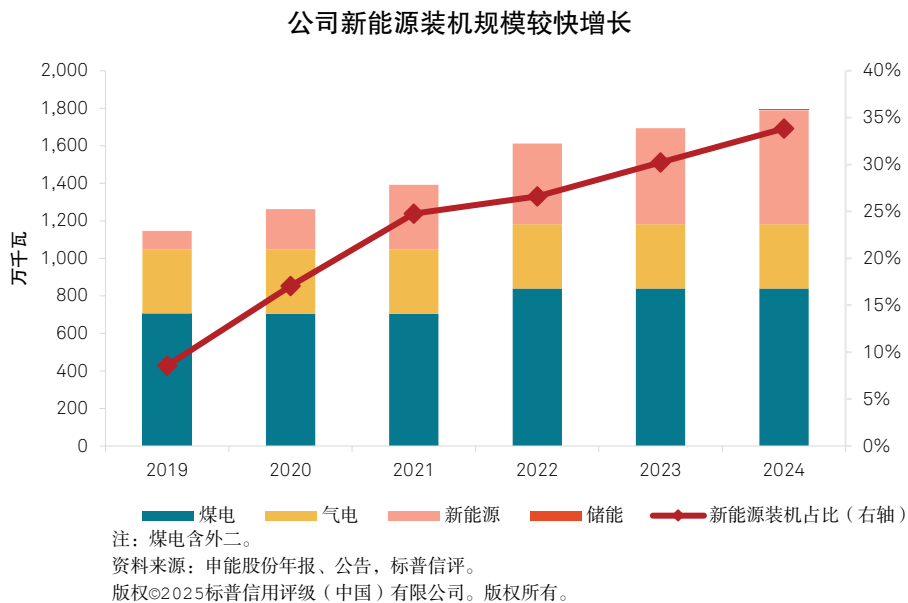
行，预计未来一年此趋势仍将持续。截至 2024 年末，公司市场化交易电量比例为 76.2%，煤电已全部实现市场化交易。市场化交易的深入或令公司电价波动幅度增加，特别是新能源电价。

图4



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。近年来，公司新能源装机规模呈现较快速的增长，从 2019 年的 98.3 万千瓦上升至 2024 年的 607.7 万千瓦，年复合增速 44.0%，2024 年末装机占比 33.8%。目前公司电源类型覆盖煤电、气电、风电和光伏，并配备了少量储能电源，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。

图5



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。2024 年，公司平均供电煤耗进一步降低至 282.2 克/千瓦时³，低于全国平均水平。此外，在用电需求和保供因素的驱动下，公司近三年煤电利用小时数持续高于全国平均水平。我们预计，伴随着新能源装机的增长以及外来电的增量贡献，未来一年公司煤电利用小时数将有所下降，但仍高于全国平均水平。

公司电煤依靠外购，煤电毛利率呈现较大的波动性，2021-2024 年分别为-1.3%、0.0%、10.7%和 14.9%。虽然煤电实施容量电价，能够逐步弥补煤机固定成本，但电量电价部分并不具备明确的上下游联动机制，公司盈利水平仍然和煤价显著挂钩。我们预计，随着煤价回落，未来一年公司的煤电盈利将进一步改善。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。气电方面，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，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

核心假设：

- 2025-2026年，公司营业收入保持平稳。
- 2025-2026年，公司的EBITDA利润率将有小幅增长，主要得益于城市燃气业务和电力业务的盈利能力改善。
- 2025年，公司资本开支约130-180亿元，主要用于新疆风光发电项目、上海LNG站线扩建等项目，2026年资本开支约220-270亿元，主要用于风光发电项目、上海LNG站线扩建等项目。

标普信评认为，申能集团的财务风险为“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，但整体处于较低水平。同时，低廉的融资成本使公司 EBITDA 对利息的覆盖倍数能够保持在高水平。我们预计，公司将在新能源、天然气基础设施等领域开展更大规模的资本开支，推高其经调整总债务规模，但得益于 EBITDA 的增长，公司杠杆水平有望保持平稳。公司授信余额充裕，融资渠道通畅，料将保持很强的再融资能力。

我们预计，2025 年公司营业收入将保持稳定，但 EBITDA 利润率或有小幅提升。销气量的上升将驱动公司城市燃气业务收入稳中有增，电力业务收入或在平均上网电价的影响下小幅下降，公司营业收入整体保持稳定。EBITDA 利润率方面，天然气和煤炭价格的下行将有助于公司城燃业务、煤电业务的盈利提升，同时，高利润率的新能源发电业务收入占比提升也将助力公司 EBITDA 利润率增长。

我们认为，短期内新增保险业务不会显著影响公司的财务状况。2024 年，公司联合其他国企成立申能保险，同年，申能保险获批受让天安财产保险股份有限公司保险业务。2024 年申能保险录得收入 38.8 亿元，净亏损 24.8 亿元，同期末，申能保险总资产为 240.3 亿元。我们预计，2025 年，保险业务将贡献保费收入 150-170 亿元，推高公司营业总收入，但对公司整体财务状况的影响有限。相对申能集团而言，申能保险体量较小，资产规模占集团的比重不足 10%，有息债务占比不足 5%，其 2024 年的大额亏损主要由于当期计提天安财产资产包减值损失 25.1 亿元，属于一次性事件。

我们预计，公司将增加资本开支规模以用于更广泛的新能源布局和天然气基础设施建设等领域，进而推高公司整体债务规模并增加 EBITDA 规模，综合考量公司财务杠杆保持平稳。公司目前重点在拟建项目包括总投资 169 亿元的上海 LNG 站线扩建项目、总投资 60 亿元的新疆塔城托里县 135 万千瓦风电项目以及总投资 52 亿元的新疆塔城和布克赛尔县 200 万千瓦光伏项目，此外公司亦有潜在大型新能源发电项目处于筹备中。我们预计，2025 年及 2026 年公司的资本开支将分别为 130-180 亿元和 220-270 亿元，大额资本开支将推高公司经调整总债务规模，但得益于盈利改善及新项目投产对 EBITDA 的贡献，公司杠杆水平或保持平稳。

我们预计，公司将继续保持很强的再融资能力。作为上海市属国企，公司与金融机构建立了良好的合作关系，融资成本很低。截至 2025 年 3 月末，公司共获得 3,774 亿元银行授信额度，其中未使用额度达 3,296 亿元，融资渠道通畅且多样，再融资能力优秀。

³ 含外二。

表 2

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
营业收入	69,937	65,083	64,534	2025-2026 年，公司营业收入预计将保持平稳，EBITDA 利润率或将小幅提升。	2025 年，公司资本开支约 130-180 亿元，2026 年资本开支约 220-270 亿元。
EBITDA	7,877	12,355	12,291		
营运现金流	8,445	13,269	12,820		
资本开支	2,381	8,048	10,200		
利息支出	1,110	1,337	1,411		
经调整总债务	34,864	41,571	39,223		
调整后核心财务指标					
EBITDA 利润率	11.3	19.0	19.0	18.0-23.0	18.0-23.0
经调整总债务/EBITDA（倍）	4.4	3.4	3.2	2.5-3.5	3.0-4.0
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	7.1	9.2	8.7	8.5-10.5	8.5-10.5

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。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表 3

申能集团财务数据调整-截至 2024 年 12 月 31 日（单位：百万元）					
	总资产	总债务	所有者权益	EBITDA	利息支出
报告值	262,794	56,927	146,826	10,278	1,349
标普信评调整					
利息股利收入	-	-	-	-	-
收到合联营股利	-	-	-	1,090	-
盈余现金	-	-18,906	-	-	-
资产弃置费用调整	-	1,202	-	-	-
折旧摊销调整	-	-	-	-	-
资本化利息	-	-	-	-	62
其他调整	-	-	-	923	-
调整总额	-	-17,704	-	2,013	62
标普信评调整值					
	总资产	经调整总债务	所有者权益	EBITDA	利息支出
调整后	262,794	39,223	146,826	12,291	1,411

注：总债务=短期债务+长期债务。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评整理和调整。

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 4

经营情况（截至 2024 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）	103.2	399.1	57.4
业务覆盖范围	上海	25 个省区	11 个省区
客户数（万户）	701	6,062	841
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）	0.48	0.53	N/A
经营情况（截至 2024 年末）-电力板块			
	申能集团	京能集团	
控股装机容量（万千瓦）	1,795.5	5,489.8	
控股发电量（亿千瓦时）	586.2	1,581	
燃煤机组发电设备平均利用小时数（小时）	4,953	4,584	
火电全国平均利用小时数（小时）	4,628	4,628	
供电标准煤耗（克/千瓦时）	282.2	292.6	
电力业务毛利率（%）	22.4	28.1	

注：1、天然气销售量不含贸易销量；2、申能集团数据包含外二。3、火电全国平均利用小时数为中国电力企业联合会披露的 2024 年全国 6000 千瓦以上电厂火电设备平均利用小时数。

资料来源：公司提供资料，募集说明书，公开资料，iFinD，标普信评整理。

表 5

财务情况比较（2023-2024 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	64,809	93,428	29,638	94,660
EBITDA	12,323	11,974	3,479	26,884
营运现金流	13,044	9,385	2,984	17,789
经调整总债务	40,397	19,307	14,140	231,682
财务比率				
EBITDA 利润率（%）	19.0	12.8	11.8	28.4
经调整总债务/EBITDA（倍）	3.3	1.6	4.1	8.6
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	9.0	15.7	8.3	3.8

注：华润燃气财务数据折合为人民币列示。

资料来源：各企业年报，标普信评。

三、个体信用状况

标普信评认为，申能集团的个体信用状况为 $aaaspc$ ，主要反映了公司业务状况优秀、财务风险低以及资本结构良好。公司在上海市燃气供应市场处于绝对垄断地位，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；公司在上海供电体系中具有重要地位，煤电机组运营效率较高，电源结构也逐渐趋于多元化。尽管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，但整体处于较低范围，同时，低廉的融资成本使公司 EBITDA 对利息的覆盖倍数能够保持在高水平。此外，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。

流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来 12 个月流动性来源对流动性需求的覆盖超过 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及交易性金融资产、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 6

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 亿元（不含申能保险资金）；	未来 12 个月，公司偿还非可循环类债务约 190-210 亿元；
未来 12 个月，公司营运现金流流入 120-150 亿元；	未来 12 个月，资本开支约 150-200 亿元；
未来 12 个月，公司提取项目贷款及新增流贷等合计 130-160 亿元。	未来 12 个月，公司向国资委及子公司少数股东分红 13-18 亿元；
	未来 12 个月，公司并购支出 6-11 亿元。
	未来 12 个月，公司营运资本流出 3-8 亿元。

注：数据截至 2025 年 3 月末。

数据来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表 7

债务本息到期分布（单位：百万元）

年份	金额
一年以内	28,648
超过一年	30,473
合计	59,121

注：截至 2025 年 3 月末。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

或有事项

截至 2025 年 6 月末，公司无对外担保，亦不存在影响其正常经营的重大未决诉讼。

资本结构

我们在资本结构保持上调 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 2025 年 3 月末，公司其他权益工具投资账面价值 803.6 亿元，其他非流动金融资产 75.0 亿元，其中中国太保、东方证券、国泰海通证券等上市公司股票价值占比很高。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 2025 年 8 月 19 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。

四、主体信用等级

标普信评认为，上海市经济实力极强，财政平衡能力极佳，支持能力极强，上海市政府对申能集团的外部支持为“极高”，原因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。

综合以上，申能集团主体信用等级为 AAA_{spc}。

附录

附录1： 主要财务数据及指标

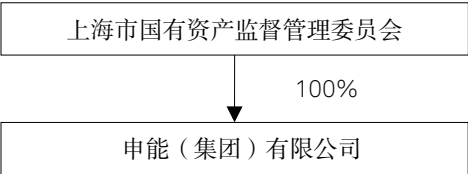
评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）				
	2022	2023	2024	2025.1-3
货币现金和交易性金融资产	20,758	30,311	35,855	34,095
其他权益工具投资	63,171	62,650	85,735	80,365
其他非流动金融资产	7,119	7,253	7,326	7,497
长期股权投资	12,556	12,842	13,165	13,612
固定资产	61,239	64,498	68,203	67,253
资产总计	206,667	218,159	262,794	263,442
短期借款	8,948	8,673	7,401	7,288
应付票据及应付账款	10,451	11,016	11,589	11,690
一年内到期的非流动负债	2,044	5,235	9,555	6,424
长期借款	14,419	21,096	22,240	21,725
应付债券	7,800	5,300	3,700	6,600
所有者权益合计	119,696	125,333	146,826	146,117
营业总收入	70,191	65,329	68,504	20,752
营业成本	61,562	55,378	55,103	14,639
销售费用	1,101	1,052	1,203	271
管理费用	3,034	3,171	3,963	1,276
财务费用	926	1,215	1,255	259
投资收益	3,047	4,108	4,060	439
利润总额	5,060	8,641	6,621	1,852
净利润	3,698	7,563	5,303	1,470
经营活动现金流入小计	68,895	73,007	76,851	22,972
经营活动现金流出小计	63,894	60,975	68,712	19,789
经营活动产生的现金流量净额	5,001	12,032	8,140	3,183
投资活动现金流入小计	9,446	6,291	36,404	10,564
投资活动现金流出小计	15,562	22,225	39,700	13,153
投资活动产生的现金流量净额	-6,116	-15,934	-3,296	-2,589
筹资活动现金流入小计	44,532	40,559	39,765	13,540
筹资活动现金流出小计	40,742	37,052	41,540	10,604
筹资活动产生的现金流量净额	3,790	3,507	-1,775	2,936
调整后财务数据及指标				
	2022	2023	2024	2025.1-3
EBITDA	7,877	12,355	12,291	--

营运现金流	8,445	13,269	12,820	--
利息支出	1,110	1,337	1,411	--
经调整总债务	34,864	41,571	39,223	--
资本开支	2,381	8,048	10,200	2,389
EBITDA 利润率（%）	11.3	19.0	19.0	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	4.4	3.4	3.2	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	7.1	9.2	8.7	--

注：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 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年一季度财务报表；2.2022-2023 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。

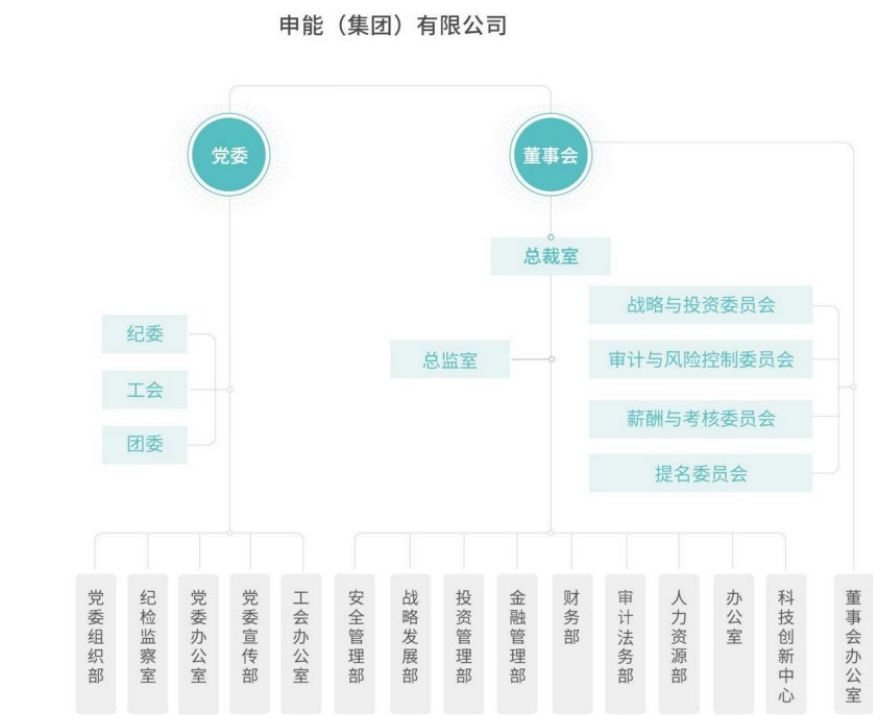
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2025 年 8 月末）



资料来源：公司提供，标普信评整理。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2025 年 8 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。

©版权所有 2025 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。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。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。