



# 信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪014号

## 上海电力股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“上海电力股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级AAA，维持本次发债主体信用等级为AAA，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一五年四月二十一日

## 上海电力股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告 (2015)

发行主体	上海电力股份有限公司		
发行规模	人民币 15 亿元		
存续期限	2013/03/04~2018/03/04		
上次评级时间	2014/4/18		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望: 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望: 稳定
	主体级别	AAA	

### 基本观点

2014 年,上海电力股份有限公司(以下简称“上海电力”或“公司”)装机容量继续增加,通过机组优化运行,充分发挥新投产的火电机组及新能源电站的新增产能,收入及利润规模实现增长,经营状况良好,业务获现能力强,对债务本息偿还提供了有效保障。同时,中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)也关注到电价调整以及在建设项目资本支出压力等因素可能对公司信用水平产生的影响。

综合以上分析,中诚信证评维持上海电力主体信用等级 AAA,评级展望为稳定;维持“上海电力股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 AAA。

### 概况数据

上海电力	2012	2013	2014
所有者权益(亿元)	101.07	115.63	143.29
总资产(亿元)	319.27	351.87	473.44
总债务(亿元)	194.11	211.55	301.53
营业总收入(亿元)	150.52	151.32	161.02
营业毛利率(%)	17.42	21.84	21.74
EBITDA(亿元)	37.60	44.46	54.85
所有者权益收益率(%)	11.43	14.59	13.63
资产负债率(%)	68.34	67.14	69.73
总债务/EBITDA(X)	5.16	4.76	5.50
EBITDA 利息倍数(X)	3.16	3.74	3.76

注:所有者权益包含少数股东权益,净利润包含少数股东损益;

### 正面

- 主要运营指标良好。2014 年公司完成合并口径发电量 338.34 亿千瓦时,同比增长 8.73%;上网电量 304.74 亿千瓦时,同比增长 3.16%;供电煤耗 287.92 克/千瓦时,较 2013 年下降 3.28 克/千瓦时,比全国 6,000 千瓦及以上电厂供电标准煤耗水平低 30.08 克/千瓦时,运营指标良好。
- 资产规模扩大,结构实现优化。公司项目建设顺利,发电资产规模持续增长,同时大力发展低碳高效清洁能源,装机结构持续优化,2014 年末清洁能源装机已占总控股装机容量的 26.92%,电力资产质量得到提升,运营效率提高。
- 获现能力强。作为电力生产企业,公司非流动资产比重较大,利润总额、折旧和利息支出系 EBITDA 主要构成项目,2014 年公司 EBITDA 为 54.85 亿元,同比增长 23.37%,对同期利息的偿还提供了保障。

### 分析师

张一弛 yczhang@ccxr.com.cn

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015 年 4 月 21 日

## 关 注`

- 资本支出情况。公司对主要在拟建项目的资本金投入合计 49.48 亿元，2015 年在建项目计划投资 10.76 亿元，需关注公司资本支出及项目建设情况。
- 2014 年 9 月 1 日起，上海市煤电机组上网电价下调 0.5 分/千瓦时（含税），本次电价调整的资金用于疏导燃煤发电企业脱硝、除尘等环保工作，若 2015 年煤价继续下行，煤电机组上网电价存在进一步下调的可能，或将对发电企业的盈利能力造成影响。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，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是否调整信用等级，并及时对外公布。

## 重大事项

在本次公司债券的跟踪期内，公司于 2014 年 3 月 19 日发行 15 亿元的上海电力股份有限公司 2014 年度第一期超短期融资券，期限为 60 天；于 4 月 9 日发行 15 亿元的上海电力股份有限公司 2014 年度第一期短期融资券，期限为 365 天；于 6 月 16 日发行 15 亿元 2014 年度第二期超短期融资券，期限为 270 天；于 8 月 4 日发行 20 亿元 2014 年度第三期超短期融资券，期限为 270 天；于 10 月 13 日发行 15 亿元 2014 年度第四期超短期融资券，期限为 270 天。上述募集资金主要用于偿还银行贷款并补充流动资金。

此外，公司于 2014 年 11 月 19 日以平价发行总额为 16.5 亿元的 5 年期公司债券，其固定票面利率为 5.10%，募集资金用于支付并购价款。

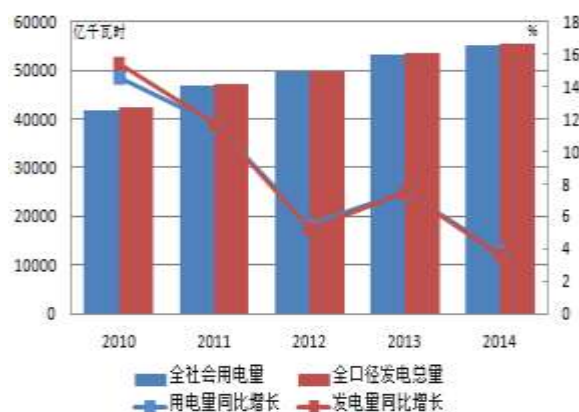
## 基本分析

### 2014 年全国电力消费总体仍保持增长态势，行业运行较为平稳，电源基建投资持续推进，发展势头良好

2014 年我国电力消费水平仍保持增长态势，但增速有所放缓，全年全社会用电量 55,233 亿千瓦时，同比增长 3.8%，增速同比下降 3.8 个百分点。其中第一产业用电量 994 亿千瓦时，同比下降 0.2%；第二产业用电量 40,650 亿千瓦时，同比增长 3.7%；第三产业用电量 6,660 亿千瓦时，同比增长 3.7%，各产业的用电需求总体仍保持了平稳增长的态势。

生产方面，2014 年我国全口径发电总量实现 55,459 亿千瓦时，较上年增长 3.6%。其中火电发电量 41,731 亿千瓦时，同比下降 0.7%，占全国发电总量的 75.2%，仍居电源结构中的主导地位；水电发电量 10,661 亿千瓦时，同比增长 19.7%，占全国发电量的 19.2%，增长势头较为迅猛；核电发电量为 1,262 亿千瓦时，同比增长 13.2%；并网风电发电量为 1,563 亿千瓦时，同比增长 12.2%；太阳能发电量 231 亿千瓦时，同比增长 171%。总体看，新能源发电量增长较快。

图1：2010~2014年全国发电及用电量情况



资料来源：国家能源局，中诚信证评整理

2014 年，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数 4,286 小时，同比减少 235 小时。其中，水电设备平均利用小时 3,653 小时，较上年增加 293 小时；火电设备平均利用小时 4,706 小时，较上年减少 314 小时；核电 7,489 小时，同比减少 385 小时；风电 1,905 小时，同比减少 120 小时。总体看，在全国电力消费增速有所放缓的局面下，火电等发电设备利用小时数也相应有所减少。

电源建设方面，2014 年全国基建新增发电设备容量 10,350 万千瓦，其中水电装机新增 2,185 万千瓦，火电装机新增 4,729 万千瓦，核电装机新增 547 万千瓦，并网风电装机新增 2,072 万千瓦，并网太阳能发电装机新增 817 万千瓦。

电源结构方面，截至 2014 年末，我国电力发电装机容量达 136,019 万千瓦，同比增长 8.7%。其中水电装机容量为 30,183 万千瓦，占总装机容量的 22.2%；火电装机容量达 91,569 万千瓦（煤电 82,524 万千瓦与气电 5,567 万千瓦），占总装机容量的 67.4%，较上年下降 1.7 个百分点；核电装机容量为 1,988 万千瓦，并网风电装机容量为 9,581 万千瓦，并网太阳能发电装机容量为 2,652 万千瓦。

### 2014 年公司电源建设稳步发展，电源结构得到优化，重点拟、在建项目进展较为顺利，并成功实现海外项目布局

近年来，公司不断调整电源结构，通过优化火电运行、发展新能源等举措，改善了自身的资产结构。目前，公司已建设并运行 100 万千瓦级超超临界机组、60 万千瓦级超临界和超超临界机组，9F 级 40 万千瓦级燃气-蒸汽联合循环发电机组，资产

质量较高。2014 年，公司共获得核准规模 226.09 万千瓦，开工规模 31.87 万千瓦。

截至 2014 年末，公司的权益装机容量达 893.22 万千瓦，同比增加 46.25 万千瓦，增幅为 18.26%。其中煤电装机 636.47 万千瓦，占比 71.26%，同比增加 33.94 万千瓦；气电装机 224.23 万千瓦，占比 25.10%，较上年持平；新能源装机 32.52 万千瓦，占比 3.64%，同比增加 12.31 万千瓦。

2014 年末公司控股装机容量 875.76 万千瓦，同比增长 2.58%，其中火电装机 826.65 万千瓦（煤电装机 640.01 万千瓦、气电装机 186.64 万千瓦），新能源装机 49.11 万千瓦，清洁能源装机占总装机容量的比重达 26.92%，较上年同期上升 1.54 个百分点，电源结构进一步优化。

新能源方面，2014 年公司新能源项目建设继续提速，全年完成风电核准容量 7.2 万千瓦，光伏核

准容量 18.82 万千瓦，日本大阪南港等光伏发电项目、马耳他能源项目取得了国家发改委、商务部的备案，新能源项目发展态势良好。

在建项目方面，公司目前主要拟、在建项目包括 IGCC 示范项目、闵行蒸汽联合循环机组项目、浦东前滩天然气分布式能源项目、漕泾二期扩建项目等，此外，公司还逐步开拓海外市场，在土耳其、坦桑尼亚等国均有发电资产投资项目。未来，随着在拟建项目的陆续建成运营，公司的装机规模将进一步提升。

资本支出方面，公司对上述项目的资本金投入合计为 49.48 亿元。截至 2014 年 12 月 31 日，上述项目已完成投资 3.10 亿元，2015 年计划投资 10.76 亿元，存在一定融资需求和资本支出压力，对上述项目投融资及建设进度应保持关注。

表 1：截止 2014 年末公司主要拟、在建项目情况

项目名称	装机规模 (MW)	出资比例	项目总投资额	公司资本金投入额	项目概况	单位：万元、%	
						截至 2014 年 12 月末项目已完成投资	2015 年计划投资
IGCC 示范项目	900	51%	1,511,625	154,186	建设 2×400MW 机组，配置相应气化及后续多联产设施	5,937	300
闵行蒸汽联合循环机组项目	840	65%	272,449	35,418	建设 2×420MW 改进型燃气-蒸汽联合循环发电机组	13,125	5,000
浦东前滩天然气分布式能源项目	6.9	51%	60,820	6,204	建设两台 3,450KW 燃气内燃机发电机组及配套设施，一台 1,800KW 国产燃气轮机示范验证平台，采用冷热电三联供技术及蓄能等传统供能技术	3,912	37,200
漕泾二期扩建项目	2,000	100%	801,000	160,200	建设 2×1,260MW 超超临界燃煤发电机组，同步建设脱硫、脱硝装置	285	100
土耳其胡努特鲁燃煤项目	1,320	50.01%	1,053,253	105,346	规划建设两台 660 MW 超超临界参数燃煤机组，同步建设烟气脱硫和 SCR 脱硝装置	6,575	35,000
坦桑尼亚燃机项目	300	60%	278,327	33,399	-	1,210	30,000
<b>合计</b>	-	-	-	<b>494,753</b>	-	<b>31,044</b>	<b>107,600</b>

资料来源：公司提供，中诚信证评整理；

注：公司对上述项目的资本金投入比例为 20%，其余 80% 由各项目公司投入。

## 依托自身装机容量持续增长的利好，2014 年公司全年发、售电量上升，电力主业的生产经营表现稳步提升

2014 年公司克服市场、天气等因素的影响，通过机组优化运行，新投产的火电机组及新能源电站充分发挥新增产能，全年完成合并口径发电量

338.34 亿千瓦时（含转移电量），同比增长 8.73%；全年发电机组平均利用小时为 4,119 小时。

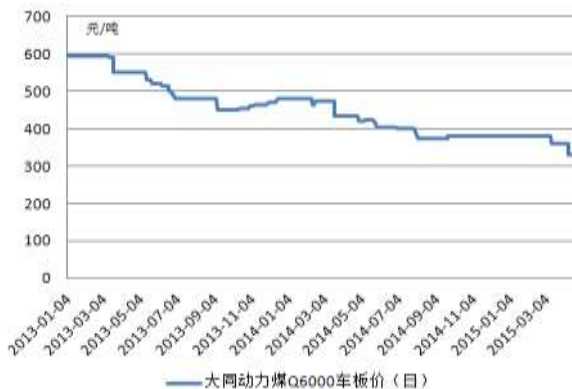
**表2：2012~2014年公司电力业务主要生产指标**

指标	2012	2013	2014
权益装机容量（万千瓦）	716.19	846.97	893.22
发电量（亿千瓦时）	305.97	311.19	338.34
上网电量（亿千瓦时）	290.19	295.41	304.74
设备平均利用小时（小时）	5,315	5,319	4,119
供电煤耗（克/千瓦时）	291.48	291.20	287.92

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

煤炭采购方面，2014 年公司完成煤炭采购量 1,297 万吨，同比增长 6.49%。自 2013 年起取消煤炭重点合同后，公司与煤炭企业自主协定采购价格，2014 年公司发电标煤单价 510.32 元/吨（含税），同比下降 6.52%。除了进一步优化煤炭采购策略外，公司还坚持科学掺烧以进一步控制燃料成本，2014 年全年煤折标煤价为 784.01 元/吨（含税），同比下降 61.76 元/吨，合计减少燃料成本 4.18 亿元，成本控制较为有效。

**图 2：2013 年以来国内动力煤价格走势**



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

供电煤耗方面，近年来公司不断优化火电能源结构，增加气电占比，自身也通过大力实施技术改造，实现了供电煤耗的持续降低。随着田集电厂等大容量火电机组逐步实现投产，2014 年公司供电煤耗进一步降至 287.92 克/千瓦时，较 2013 年下降 3.28 克/千瓦时，比全国 6,000 千瓦及以上电厂供电标准煤耗水平低 30.08 克/千瓦时，运营指标良好。

上网电价方面，2014 年 9 月 1 日起，上海市煤电机组上网电价下调 0.5 分/千瓦时（含税），本次电价调整的资金用于疏导燃煤发电企业脱硝、除尘等环保工作。若 2015 年煤价继续下行，煤电机组上网电价存在进一步下调的可能，中诚信证评将对电价变化对公司业务盈利能力的影响保持关注。

**表3：公司在上海区域主要全资及参控股燃煤机组上网电价**

电厂名称	电源性质	单位：元/千瓦时	
		目前	上网电价（含税）
漕泾热电厂	气电	0.7540	
申能临港发电厂	气电	0.7540	
吴泾热电厂	火电	0.4593	
漕泾发电	火电	0.4767	
外高桥发电	火电	0.4668	
吴泾发电	火电	0.4641	
吴泾二电	火电	0.4813	
外高桥二电	火电	0.4743	
外高桥三电	火电	0.4767	

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体看，随着大容量机组规模的增加，公司发电煤耗有效降低，发电效率提升，同时受益于燃煤价格低位运行，公司的业务盈利能力保持稳定。未来公司的装机规模将继续增加，或将带动公司业绩的持续增长。

## 公司加大了绿色能源生产的推行力度，通过环保技术改造的实施，节能降耗效果显现

2014 年，公司环保技术改造投入合计 6.5 亿元，实现供电煤耗同比下降 3.28 克/千瓦时至 287.92 克/千瓦时；综合厂用电率 4.78%，同比下降 0.54%。

2014 年，公司完成 3 个脱硝改造项目，并完成 9FA 燃机燃烧系统的升级改造和“低负荷脱硝烟气升温系统”升级改造，下属燃煤电厂全部完成了高效除尘、FGD 脱硫、SCR 脱硝、脱硫旁路取消等技改工程，全年二氧化硫排放绩效累计完成 0.18 克/千瓦时，同比下降 0.09 克/千瓦时；氮氧化物排放绩效累计完成 0.33 克/千瓦时，同比下降 0.34 克/千瓦时；烟尘排放绩效累计完成 0.076 克/千瓦时，同比下降 0.003 克/千瓦时，全年二氧化硫减排 6,688 吨，氮氧化物减排 21,271 吨，三项污染物浓度平均达标率为 98.5%，各项环保指标表现稳定，处于同行业优良水平。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经中瑞岳华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012 年度审计报告，经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的

2013 年度审计报告，经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014 年度审计报告。其中，2012、2013 年财务数据分别采用 2013 年、2014 年审计报告的期初重述数。

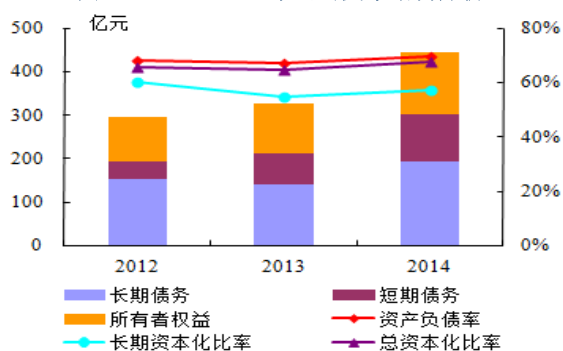
## 资本结构

2014 年，公司在建火电及新能源项目逐步完工转入固定资产，发电资产规模继续提升，年末总资产增加。截至 2014 年 12 月 31 日，公司总资产为 473.44 亿元，同比上升 34.55%。同时，得益于经营利润的不断积累，公司自有资本实力进一步增强，截至 2014 年 12 月 31 日，公司所有者权益为 143.29 亿元，同比增长 23.92%。

负债方面，为满足不断上升的日常经营资金需求，公司外部融资规模也相应增加，跟踪期内先后发行了超短期融资券、短期融资券、并购债券等融资工具，此外下属的子公司也增加了银行短期借款补充营运资金，导致公司的债务规模大幅上升。截至 2014 年 12 月 31 日，公司负债总额为 330.14 亿元，同比上升 39.75%。

财务杠杆方面，2014 年公司资产和负债规模增长，资本结构有所变化，截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 69.73% 和 67.79%，同比分别上升 2.59 和 3.13 个百分点，公司日常运营资金需求的增加导致财务杠杆有所上升，但总体看，公司的杠杆比率在行业中仍处于较好水平。

图 3：2012~2014 年公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 4：2014 年 12 月 31 日主要电力上市公司负债水平

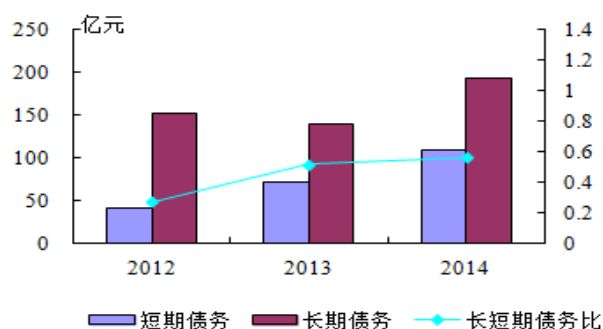
单位：亿元；%			
公司名称	总资产	资产负债率	总资本化比率
华能国际	2,721.65	69.35	62.28
华电国际	1,882.65	77.16	69.73
国电电力	2,462.53	73.29	65.50
大唐发电	3,024.31	79.13	75.11
国投电力	1,726.17	75.25	73.09
<b>上海电力</b>	<b>473.44</b>	<b>69.73</b>	<b>67.79</b>

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

作为电力生产企业，公司资产主要以固定资产为主，流动资产所占比重较低。截至 2014 年 12 月 31 日，公司固定资产、在建工程、长期股权投资等非流动资产合计 399.72 亿元，占总资产的 84.43%。截至 2014 年末，公司 60 万千瓦及以上大容量、低排放、高效率机组占煤电机组权益装机比重达 75.46%，供电煤耗与平均利用小时指标明显优于全国火电设备平均水平，资产质量良好。

债务结构方面，2014 年公司先后发行了 15 亿元短期融资券、65 亿元的超短期融资券和 16.5 亿元的并购债，年末短期债务和长期债务规模分别由上年末的 72.24 亿元和 139.32 亿元上升至 108.52 亿元和 193.01 亿元。截至 2014 年 12 月 31 日，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.56，较 2013 年末的 0.52 有所上升，但仍处于合理水平。鉴于未来仍存在较大投资需求，公司的债务规模或将继续提升。

图 4：2012~2014 年公司长短期债务情况



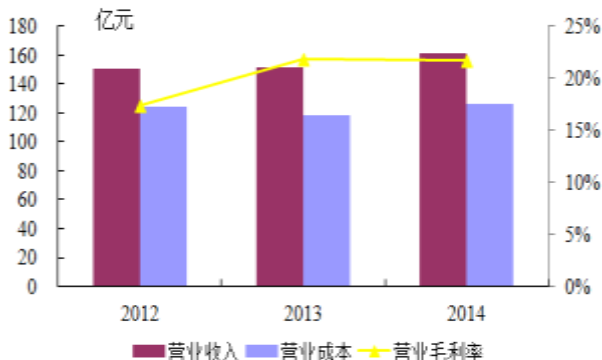
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，2014 年公司资产负债规模保持增长，杠杆比率较为适中，资产质量较高，债务结构合理，不过公司未来存在较大的资本支出需求，未来财务杠杆比率或将继续上升。

## 盈利能力

2014年，公司克服市场、天气等因素的影响，通过机组优化运行，新投产的火电机组及新能源电站充分发挥新增产能，全年实现售电量304.74亿千瓦时，同比上升3.16%，实现营业收入161.02亿元，同比增长6.41%。

图5：2012~2014年公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，2014年末公司煤电装机占总装机容量比重达71.26%，运营成本受燃煤价格波动影响较大，但由于2014年国内煤价走势仍较为低迷，公司采购成本压力可控。此外，公司近年陆续实行了加强管理、控本增效等一系列措施，经营效益较为稳定，2014年公司营业毛利率为21.74%，较上年微降0.1个百分点，毛利水平较为平稳。

表5：2013、2014年公司主营业务毛利率水平

单位：亿元、%

主营业务	2013年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
电力	123.47	21.61	129.30	20.53
热力	10.06	23.97	11.04	24.08
燃料销售	65.21	0.64	59.48	-0.37
维护检修	8.99	10.13	15.35	11.02
技术服务	0.85	31.64	1.33	44.30
运输服务	0.63	21.05	1.16	19.69
电力设备销售	-	-	2.29	39.65
内部抵销数	-59.93	-	-62.67	-
<b>主营业务收入</b>	<b>149.28</b>	<b>21.22</b>	<b>157.27</b>	<b>21.01</b>
其他业务	2.03	-	3.75	-
<b>总计</b>	<b>151.32</b>	<b>21.84</b>	<b>161.02</b>	<b>21.74</b>

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

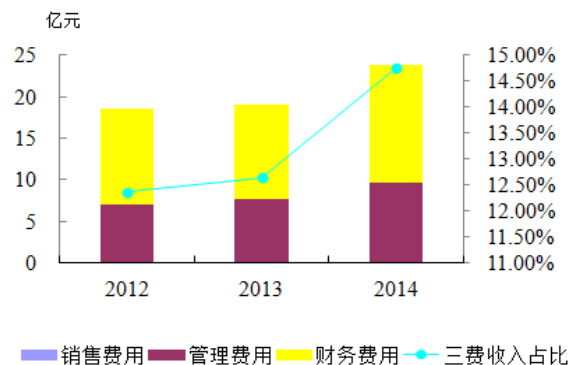
表6：2014年主要电力上市公司营业毛利率水平

公司名称	毛利率 (%)
华能国际	25.04
华电国际	27.88
国电电力	28.28
大唐发电	30.05
国投电力	50.72
<b>上海电力</b>	<b>21.74</b>

资料来源：各上市公司财务报告，中诚信证评整理

三费方面，随着业务规模的上升，公司期间费用的支出规模也同比上升，主要集中于管理费用和财务费用。2014年公司发生管理费用9.67亿元，同比上升26.31%；发生财务费用14.09亿元，同比上升22.82%，主要是由于融资规模上升使得利息支出增加。公司2014年三费合计23.76亿元，较上年增加24.22%；三费收入占比为14.76%，较上年上升2.11个百分点。

图6：2012~2014年公司期间费用变化



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额的构成来看，公司利润总额主要来自于经营性业务利润与投资收益。2014年公司三费支出规模增加导致经营性业务利润有所下降，全年实现10.31亿元，同比减少20.24%。投资收益方面，淮沪煤电、外高桥二电等合营企业的盈利状况良好，此外公司持有的海通证券股票产生收益1.82亿元，公司当年取得投资收益8.17亿元。此外，公司当年营业外收益6.56亿元，主要来源于固定资产和无形资产的处置，主要系土地和退役机组的处置收入，以及政府补助收入。得益于上述非经营性收益的补充，2014年公司实现利润总额24.98亿元，同比上升22.20%，利润规模增加。

总体来看，2014年国内电力行业总体仍保持增长态势，公司业务运营较为稳定，加之非经营性收

入补充，公司的收入规模及盈利水平均实现了提升。

## 偿债能力

近年来公司债务规模呈上升态势，截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务为 301.53 亿元，同比上升 42.53%，其中短期债务 108.52 亿元，同比上升 50.23%，长期债务 193.01 亿元，同比上升 38.54%，公司的债务压力有所增加。

从获现能力来看，2014 年公司盈利能力进一步增强，全年 EBITDA 达到 54.85 亿元，同比增长 23.37%。同期经营性现金净流入 26.91 亿元，同比减少 21.90%，但现金流入仍较为充裕。偿债指标方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数分别为 5.50 倍和 3.76 倍；经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.09 倍和 1.84 倍，总体看，公司业务获现对债务利息的保障较为充分。

表 7：2012~2014 年公司偿债能力分析

项目	2012	2013	2014
长期债务(亿元)	152.61	139.32	193.01
总债务(亿元)	194.11	211.55	301.53
EBITDA(亿元)	37.60	44.46	54.85
经营活动净现金(亿元)	32.14	34.46	26.91
经营活动净现金/总债务(X)	0.17	0.16	0.09
经营活动净现金/利息支出(X)	2.70	2.90	1.84
总债务/EBITDA(X)	5.16	4.76	5.50
EBITDA 利息保障系数(X)	3.16	3.74	3.76

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有事项方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司对外提供担保总额（包括对子公司的担保）合计 26.34 亿元，占公司净资产的 26.99%。总体看，公司担保关联方目前经营正常，或有风险处于可控范围。

银行授信方面，公司与多家银行保持着良好的合作关系，截至 2014 年 12 月 31 日，公司共获得银行 300 亿元的人民币授信额度，其中未使用授信额度为 137.80 亿元；获得 1.73 亿美元的美元授信额度，其中未使用授信额度 1.50 亿美元，备用流动性充裕。

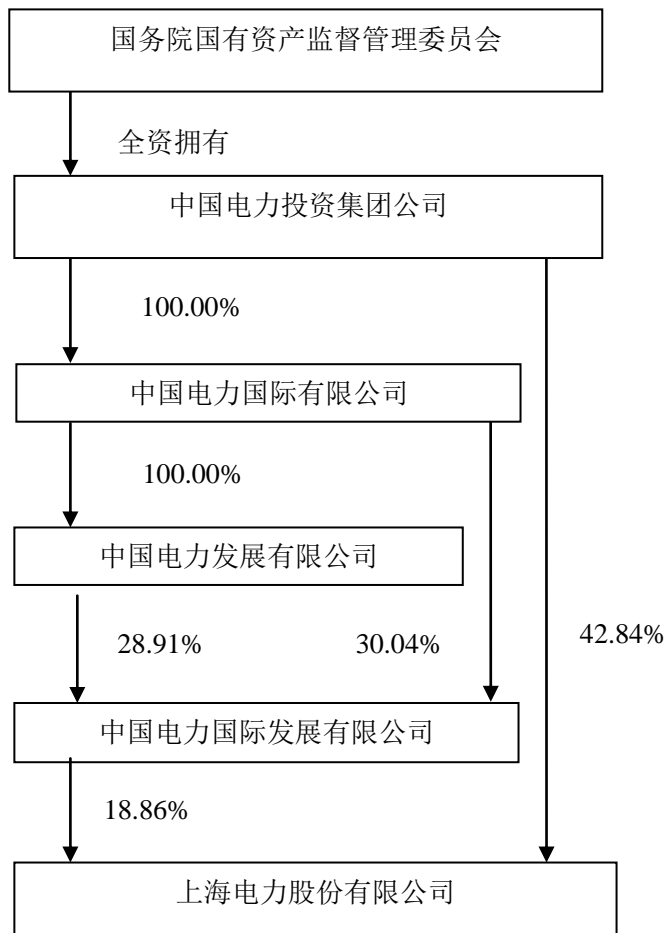
总体看，作为电力生产企业，公司负债水平较

为适中，资产质量良好，2014 年发电主业运营状况稳中有升，盈利能力持续增强，良好的获现能力为债务本息的偿付提供了有力保障。未来公司在建火电及新能源项目将逐步完工并投入运营，电源结构将不断优化，公司整体的盈利能力或将进一步提升。

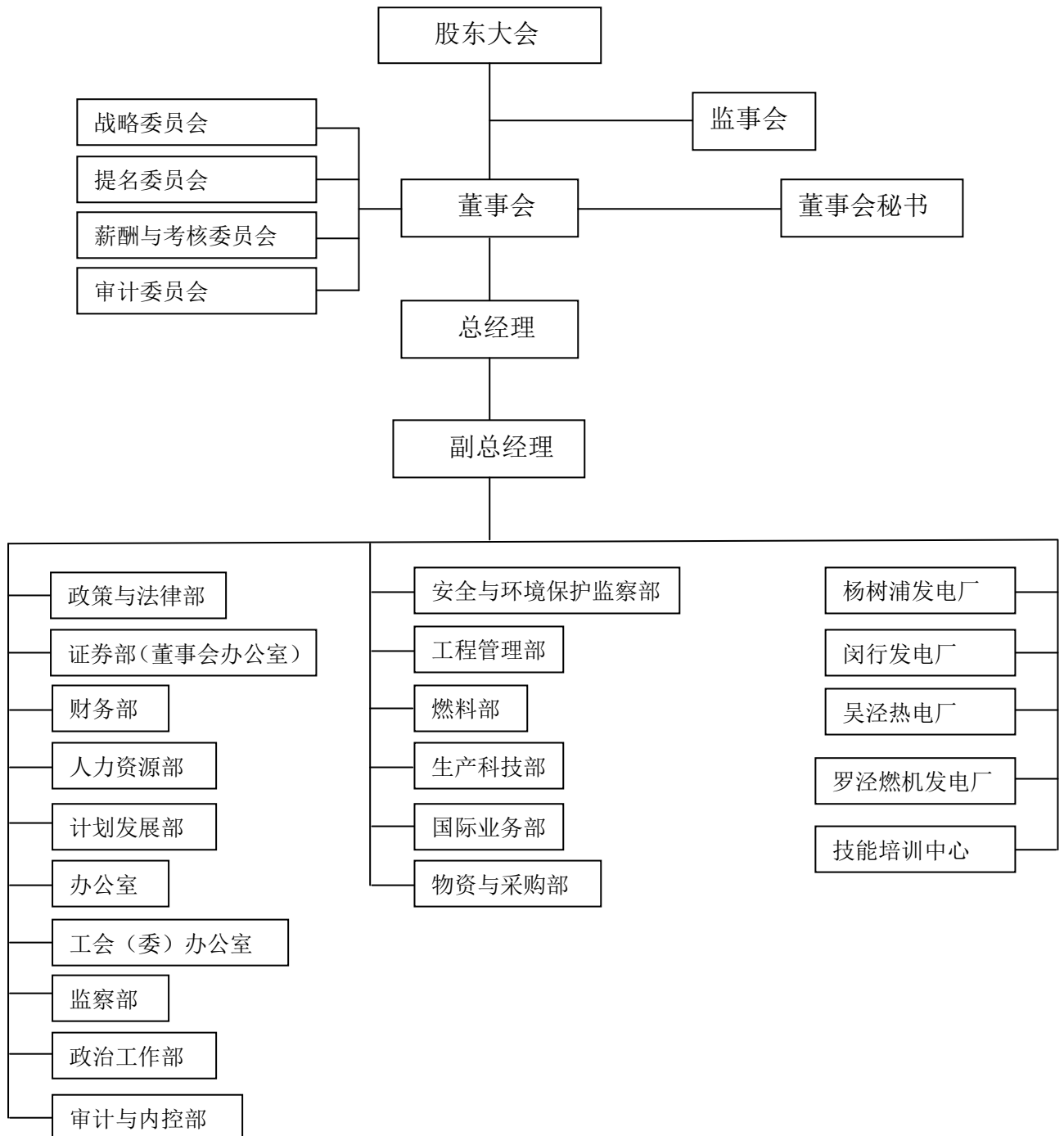
## 结论

综上，中诚信证评维持上海电力主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“上海电力股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 **AAA**。

附一：上海电力股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：上海电力股份有限公司组织机构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



**附三：上海电力股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据(单位：万元)	2012	2013	2014
货币资金	173,066.22	151,469.76	252,362.66
应收账款净额	192,723.43	181,460.67	261,933.08
存货净额	50,290.93	51,333.54	44,658.96
流动资产	437,176.76	421,815.46	737,213.34
长期投资	726,628.32	752,200.27	726,735.96
固定资产合计	1,904,153.46	2,142,839.78	2,865,209.76
总资产	3,192,697.97	3,518,726.92	4,734,365.41
短期债务	414,985.05	722,387.98	1,085,253.43
长期债务	1,526,079.06	1,393,151.16	1,930,073.71
总债务(短期债务+长期债务)	1,941,064.11	2,115,539.14	3,015,327.14
总负债	2,182,037.58	2,362,426.36	3,301,448.46
所有者权益(含少数股东权益)	1,010,660.39	1,156,300.56	1,432,916.95
营业总收入	1,505,220.52	1,513,172.26	1,610,196.68
三费前利润	256,165.62	320,572.48	340,724.09
投资收益	70,272.07	84,066.79	81,684.13
净利润	115,506.79	168,666.38	195,236.41
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	375,996.81	444,616.12	548,542.20
经营活动产生现金净流量	321,402.48	344,582.74	269,133.26
投资活动产生现金净流量	-72,912.62	-317,235.58	-420,245.77
筹资活动产生现金净流量	-303,868.62	-52,151.94	250,517.39
现金及现金等价物净增加额	-55,516.52	-26,638.36	97,207.15
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率(%)	17.42	21.84	21.74
所有者权益收益率(%)	11.43	14.59	13.63
EBITDA/营业总收入(%)	24.98	29.38	34.07
速动比率(X)	0.62	0.39	0.52
经营活动净现金/总债务(X)	0.17	0.17	0.09
经营活动净现金/短期债务(X)	0.77	0.48	0.25
经营活动净现金/利息支出(X)	2.70	2.90	1.84
EBITDA 利息倍数(X)	3.16	3.74	3.76
总债务/EBITDA(X)	5.16	4.76	5.50
资产负债率(%)	68.34	67.14	69.73
总债务/总资本(%)	65.76	64.66	67.79
长期资本化比率(%)	60.16	54.65	57.39

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付融资租赁款

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 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 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

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

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

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 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。