

信用等级公告

联合[2016]1040号

华晨电力股份公司：

联合信用评级有限公司通过对华晨电力股份公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

华晨电力股份公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

华晨电力股份公司拟公开发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年十一月十八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

华晨电力股份公司

2016 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AA+
 公司主体信用等级：AA+
 评级展望：稳定
 发行规模：基础发行规模 5 亿元
 超额配售不超过 15 亿元

债券期限：3 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 11 月 28 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016.6
资产总额 (亿元)	216.37	211.08	324.11	354.83
所有者权益 (亿元)	-0.52	7.92	118.97	132.15
长期债务 (亿元)	136.84	125.93	129.87	145.19
全部债务 (亿元)	192.76	182.05	180.62	197.54
营业收入 (亿元)	89.69	79.30	72.38	30.26
净利润 (亿元)	2.57	5.83	10.57	11.89
EBITDA (亿元)	23.79	26.34	29.57	--
经营性净现金流 (亿元)	39.60	28.03	22.58	30.29
营业利润率 (%)	24.57	27.66	33.23	35.24
净资产收益率 (%)	101.20	157.78	16.65	9.47
资产负债率 (%)	100.24	96.25	63.29	62.76
全部债务资本化比率 (%)	100.27	95.83	60.29	59.92
流动比率 (倍)	0.58	0.55	0.69	0.98
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.14	0.16	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.00	2.50	3.44	--
EBITDA/本次发债额度 (倍)	1.19	1.32	1.48	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、公司长期应付款为应付融资租赁款，相关款项已计入长期债务进行相应分析。3、公司 2016 年上半年财务指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对华晨电力股份公司（以下简称“公司”或“华晨电力”）的评级反映了公司作为以燃煤发电为主营业务的发电企业，在装机容量、发电业务经济性指标、股东支持等方面所具备的优势。目前公司盈利水平较高，经营活动现金流状况佳。同时，联合评级也关注到火电上网电价下调和公司债务负担较重等因素对公司信用水平所产生的不利影响。

未来随着公司在建、拟建的燃气发电机组及大容量燃煤发电机组投入运营，公司发电能力将大幅提升，收入及盈利水平将显著增长，综合竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司控股股东永泰能源股份有限公司（以下简称“永泰能源”）近年来积极进行能源领域的多元化产业转型战略，大力推进电力产业布局，对公司的支持力度大。

2. 公司总装机规模处于国内发电行业中等水平；平均单机装机容量较大，在单位发电能源消耗、平均厂用电率等发电业务经济性指标方面，处国内领先水平。

3. 公司在建及拟建发电项目的平均装机容量较大，技术水平较高，待相关项目投产交付后，公司发电能力将大幅提升，收入及盈利水平将显著增长。

4. 公司经营活动现金流呈净流入状态，且流入规模较大，可对公司资本性投资形成有效支撑。

关注

1. 目前宏观经济不景气对电力行业发展带来了一定负面影响，而且上网电价下调、环保投入增加和电煤价格波动等因素对电力行业盈利能力影响较大。

2. 公司在建及拟建发电项目规模较大，致使公司未来将面临较大的资本支出压力。

3. 公司债务负担较重，所产生的财务费用对公司利润的侵蚀明显。

4. 公司进行同一控制下的企业并购，所获得的资产主要为探矿权，由于国内煤炭价格波动明显，加之探矿权转采矿权的办理周期较长，公司煤电一体化战略的实施存在一定的不确定性。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

赵 哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用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联合评级依据合理的内部信用评级标准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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

华晨电力股份公司（以下简称“公司”或“华晨电力”）前身为北京三吉利能源股份有限公司。1999年12月27日，根据《关于同意设立北京三吉利能源股份有限公司的通知》（京政函〔1999〕151号）在北京发起设立，注册资本3.60亿元，其中国家开发投资公司（以下简称“国开投”）持股25.25%、北京电力实业开发总公司（以下简称“北京电力实业”）持股21.00%、张家港市金城投资发展有限公司（以下简称“金城投资”）持股20.00%、北方联合电力有限责任公司（以下简称“联合电力”）持股13.75%、江苏省电力公司和江苏电力实业有限公司分别持股10.00%。

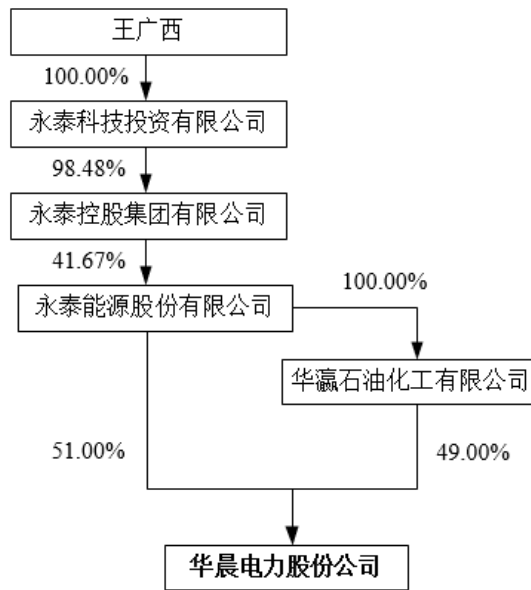
2004年3月，国开投、北京电力实业、联合电力、金城投资和苏源集团江苏发电有限公司（前身为“江苏电力实业有限公司”）分别将其所持0.25%、6.00%、3.75%、5.00%和5.00%的公司股权转让给北京国利能源投资有限公司（以下简称“国利能源”）。2006年3月，国开投将其持有的公司25.00%股权无偿划转给其全资子公司国投电力公司。2006年12月，公司注册资本由3.60亿元增至9.60亿元，该次增资后，国投电力公司、国利能源、金城投资、北京电力实业、联合电力、江苏省电力公司和江苏昆仑投资有限公司（前身为“苏源集团江苏发电有限公司”）分别持股35.00%、25.00%、25.00%、5.625%、3.75%、3.75%和1.875%。

2007~2015年期间，公司经多次股权转让，并于2015年4月更名为现用名。截至2015年4月末公司股东及持股情况为：国开投持股36.875%、国利能源持股25%、南京华电金泰忆疆股权投资基金企业（有限合伙）（以下简称“金泰忆疆”）持股25%、永泰能源股份有限公司（以下简称“永泰能源”，股票代码：600157.SH）持股10.00%和桂清投资集团有限公司（以下简称“桂清投资”）持股3.125%。

2015年5月，永泰能源通过股权收购方式获得金泰忆疆、国利能源、桂清投资所持有的公司全部股权。本次转让完成后，永泰能源持股63.125%，成为公司控股股东，公司其余股权由国开投持有。2016年4月，国开投将其所持全部股权，通过公开挂牌转让的形式，转让与永泰能源的全资子公司华瀛石油化工有限公司（以下简称“华瀛石化”）。至此，永泰能源实际持有公司100%股权。2016年6月，永泰能源和华瀛石化以现金形式对公司进行增资，将公司实收资本由9.60亿元增至100.00亿元。2016年10月10日，公司名称变更为“华晨电力股份公司”，目前已完成工商登记变更。截至2016年6月末，公司实收资本为100.00亿元，其中永泰能源持股51.00%，华瀛石化持股49.00%，公司实际控制人为自然人王广西¹。

¹ 王广西系永泰能源的实际控制人。

图 1 截至 2016 年 6 月末公司股权控制关系图



资料来源：公司提供

公司经营范围：电力能源项目投资；电力技术开发、技术咨询；电力配套工程设计；物业管理。

截至 2016 年 6 月末，公司设生产建设部、资金财务部、法务与监察审计部、综合管理部、经营计划部、技术中心、战略发展部、招标采购部和人力资源部共 9 个职能部门（见附件 1），各部门在总经理的领导下行使各自职权。截至 2016 年 6 月末，公司纳入合并范围的子公司共 19 家。截至 2015 年末，公司在职员工总数为 1,633 人。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 324.11 亿元，负债合计 205.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）118.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 96.48 亿元。2015 年，公司实现营业总收入 72.38 亿元，净利润（含少数股东损益）10.57 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 22.58 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.51 亿元。

截至 2016 年 6 月末，公司合并资产总额 354.83 亿元，负债总额 222.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）132.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 109.30 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现营业总收入 30.26 亿元，净利润（含少数股东损益）11.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 30.29 亿元，现金及现金等价物增加额 28.57 亿元。

公司注册地址：北京市海淀区首体南路 20 号国兴家园 4、5 号楼 301 室；法定代表人：田英。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“华晨电力股份公司 2016 年公司债券”（以下简称“本次债券”），面向合格投资者公开发行，本次债券基础发行规模为 5 亿元，可超额配售不超过 15 亿元，债券期限为 3 年。本次债券为固定利率债券，采取单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券票面利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商确定。

本次债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券所募资金扣除发行费用后，拟用于偿还借款、调整债务结构、补充流动资金。

三、行业分析

公司以火力发电为主营业务，属于火力发电行业。

1. 行业概况

电力行业是国民经济发展中最重要的基础能源产业，是国民经济的第一基础产业。世界电力工业经过100多年的发展，各国的电力工业从电力生产、建设规模、能源构成到电源和电网的技术都发生了变化，形成火电、水电、核电等多种工业类型，发电量和发电装机容量也随之增长。电力行业具有公用服务性、资金密集性、规模经济性以及自然垄断性等特征。依据动力不同，目前，我国已经形成了以火力发电为主，水电、风电、太阳能及核能等新能源发电共同发展的格局。火力发电方面，由于近年来煤炭价格下降，盈利能力显著增强。

供电紧张的格局带动电力行业新一轮投资热的升温。2014年底，全国发电装机容量13.60亿千瓦，比上年增长8.70%。截至2015年底，全国发电装机容量15.08亿千瓦，比上年增长10.88%，增速升高2.18个百分点。大规模发电项目的不断投产运行，有效缓解了电力供需矛盾，中国逐渐由持续性、全国性缺电转变为区域性、季节性、时段性缺电，缺电范围明显减少。

2015年，全国主要电力企业电力工程建设完成投资8,694亿元，同比增长11.4%。其中，为贯彻落实《配电网建设改造行动计划（2015~2020年）》等文件要求，提升电网配电能力，电网公司进一步加大电网基础设施投资力度，全年完成电网投资4,603亿元、同比增长11.7%；完成电源投资4,091亿元、同比增长11.0%。全国净增发电装机容量1.4亿千瓦，创年度投产规模历史新高。其中火电净增装机7,202万千瓦，为2009年来年度投产最多的一年，年底全国全口径火电装机9.9亿千瓦，较上年底增长7.8%；全年水电投资同比下降17.0%，已连续两年下降，年底全口径水电装机容量3.2亿千瓦；并网风电装机容量1.3亿千瓦，达到历史最大规模；核电全年投产规模创年度新高，净增核电机组600万千瓦，年底核电装机容量2,608万千瓦，同比增长29.9%。

总体看，我国电力投资以国有资本为主，受宏观经济影响，我国电力行业发展开始放缓，但总体发展比较平稳。

2. 行业供需状况

2000年以来，中国经济进入新一轮增长周期并出现重工业化趋势，受钢铁、水泥、冶金等一些高能耗行业投资升温的影响，电力需求总量迅速上升，电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电。

电力生产方面，2013年，全国全口径发电量53,532亿千瓦时；2014年，全国全口径发电量55,459亿千瓦时，比上年增长3.6%；2015年，全国全口径发电量56,045亿千瓦时，比上年增长0.6%。分类型看，2015年火电发电量40,972亿千瓦时，同比下降2.3%，已连续两年负增长，当年设备平均利用小时数为4,329小时，同比降低410小时；水电发电量11,143亿千瓦时，同比增长5.1%，设备利用小时数3,621小时，为近20年来年度第三高水平；并网风电发电量快速增长，全年发电量1,851亿千瓦时，同比增长15.8%，利用小时1,728小时，同比下降172小时；核电发电量高速增长，全年发电量同比增长27.2%，设备利用小时7,350小时，同比降低437小时。电力供应方面非化石能源发

电快速发展，发电生产结构持续优化。

电力消费方面，第二产业用电量同比下降 1.4%，四十年来首次负增长。固定资产投资放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业用电同比分别下降 9.3%和 6.7%，四大高耗能行业用电量比重同比降低 1.2 个百分点，第三产业和城乡居民生活用电比重同比分别提高 0.8 和 0.6 个百分点，国家经济结构调整效果明显，工业转型升级步伐加快，拉用电增长的主要动力正在从传统高耗能行业向新兴产业、服务业和生活用电转换，电力消费结构不断调整。

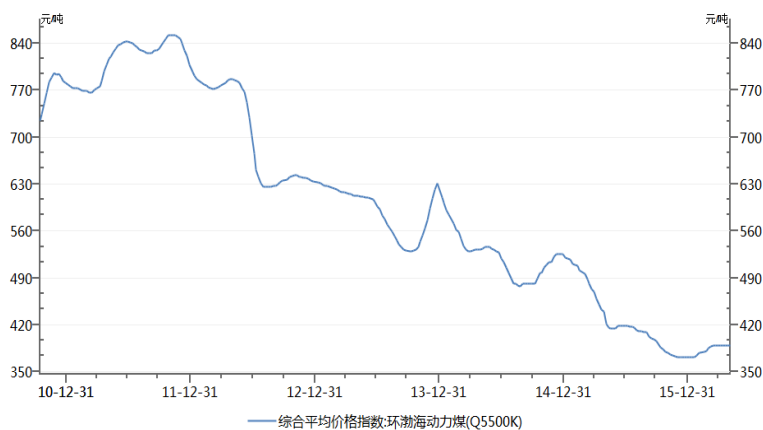
在电力供需矛盾缓解的同时，中国也出现了电力行业投资过热的状况，为此，国家专门出台了相关政策，通过项目用地预审、贷款控制、环境评估、从严核准等方式对电源项目进行调控。

总体看，2015 年电力供应持续优化，电力消费减速换挡，结构不断调整，全国电力供需进一步宽松。

3. 电煤价格

随着全球经济形势严峻、页岩气等新能源崛起、国际煤价暴跌、以及进口煤炭大量倾销国内市场，使得国内煤炭市场持续低迷，2012 年下半年，电煤供需逐步趋缓，电煤价格在全国范围内维持低位稳定。2013 年初，国家发改委取消对合同电煤价格涨幅和市场交易电煤最高限价的有关规定，电煤由供需双方自主协商定价，国内煤价正式走向市场化。2014 年煤炭价格不断刷新历史新低，一季度急速下跌、二季度缓慢爬升、三季度再次深度探底、四季度阶梯型攀升，截至 2014 年底，环渤海动力煤价格指数 5,500K 价格报收 525 元/吨，较年初的 610 元/吨下跌 85 元/吨。进入 2015 年以来环渤海动力煤价格指数一路下跌，截至 2015 年底为 372 元/吨；进入 2016 年以来小幅回升，截至 2016 年 5 月 4 日，为 389.00 元/吨，平均价格较年初上升 17 元。

图 2 2010 年 10 月以来环渤海动力煤综合平均价格指数（单位：元/吨）



资料来源：Wind资讯

在经济结构调整背景下，高耗能产业难以再次出现快速增长；同时在节能减排巨大压力下，化石能源消费将受到更多限制，未来年煤炭需求增速将出现下滑。同时，在煤炭行业供给侧改革的大环境下，煤炭总供给量有望得到有效控制，煤炭价格有望企稳。

总体看，近年来，煤炭价格呈下跌趋势，有利于降低电力行业特别是火电行业的采购成本，提高其盈利能力。

4. 行业竞争

一般来讲，总装机容量与单机容量大的电力企业更具竞争优势。一方面，单机容量大有利于发

挥规模优势，减少综合厂用电率，降低成本；另一方面，总装机规模大的电力企业在上网电量方面更具谈判优势、通过提高产能利用率降低平均成本。规模方面，2002年电力体制改革后形成的“五大发电集团+非国电系国有发电企业+地方电力集团+民营及外资”的格局已相对稳定。其中，五大发电集团的装机容量占总装机容量约45%，在行业中处于领先地位；非国电系国有发电企业主要有华润集团、神华集团、三峡集团等，其中三峡集团是水电装机容量最大的开发企业；近年来，部分实力雄厚的地方电力集团也按照区域电力市场发展规划，在当地积极展开扩张与收购行动，通过整合资源增加市场份额。

对于规模相对较小的区域性电厂，由于我国尚未实现电网的全国联网，区域电网统筹进行区域内发电、供电、用电运行组织、指挥和协调等电力调度工作，使得其生产经营更具区域特色。首先，上网电量受区域经济发展水平制约；区域经济发展水平决定区域用电量，而每年相关部门（一般为省级发改委）会依据经济发展水平对年度电力需求进行预测，进而分配电力企业的上网电量。接着，在区域内总的上网电量有限的情况下，其他中小电厂的数量将显著影响企业本身的上网电量。最后，区域电力上网政策显著影响电力企业；部分地区推行煤电互保政策，即在采购区域内一定数量煤炭的前提下取得上网电量，不利于企业以市场化的价格降低采购成本。由于制约因素较多，获得足够的上网电量、有效控制发电机组的效率以降低成本是区域性电力企业竞争力的关键要素。

整体看，总装机容量与单机容量为电力企业的重要竞争因素，大型电力企业具有明显竞争优势，在我国尚未实现电网全国联网的情况下，区域性中小电力企业受区域经济、政策环境影响较大，提升成本控制能力与上网电量是保持竞争力的重要课题。

5. 行业政策

为了解决我国电力行业发展过程中产生的高能耗、大气污染等问题，鼓励清洁能源发展，近年来政府出台了一系列政策以促进电力行业的良性发展，主要政策如下表所示：

表1 近年来电力行业的主要政策

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
国家发展改革委关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知	国家发改委	分资源区制定光伏电站标杆电价；制定了分布式光伏发电项目电价补贴标准；明确了相关配套规定；明确了政策适用范围。	2013年8月
国家发展改革委关于调整发电企业上网电价有关事项的通知	国家发改委	从2013年9月25日开始，降低有关省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价；适当降低跨省、跨区域送电价格标准；在上述电价基础上，通过提高上网电价鼓励企业采用新技术提高环保标准。	2013年9月
关于进一步疏导环保电价矛盾的通知	国家发改委	疏导燃煤发电企业脱硝、除尘等环保电价矛盾，推进部分地区工商业用电同价，决定适当调整相关电价。	2014年5月
关于促进抽水蓄能电站健康有序发展有关问题的意见	国家发改委	促进电站建设步伐适度加快，计划到2025年，全国抽水蓄能电站总装机容量达到约1亿千瓦，占全国电力总装机的比重达到4%左右。	2014年11月
关于进一步深化电力体制改革的若干意见	中共中央、国务院联合下发	落实可再生能源发电保障性收购制度，解决新能源和可再生能源发电无歧视、无障碍上网问题，新增用电需优先满足清洁能源消纳，接受外输电中清洁能源的比例逐步提高。	2015年3月
关于改善电力运行调节促进清洁能源多发满发的指导意见	国家发改委、能源局	强调清洁能源在技术条件框架内的全额上网、优先上网等一系列要求，重点明确了水力发电在清洁能源中的地位和参与方式，从而使拥有低成本和调节能力的水电企业得到	2015年3月

		了上网保证。	
关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知	国家发改委	自4月20日起,将全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱。同时,全国工商业用电价格平均每千瓦时下调约1.8分钱。电价调整后,继续对高耗能行业、产能严重过剩行业实施差别电价、惩罚性电价和阶梯电价政策,促进产业结构升级和淘汰落后产能。	2015年4月
关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知	国家发改委	跨省跨区送电由送电、受电市场主体双方按照“风险共担、利益共享”原则协商或通过市场化交易方式确定送受电量、价格,并建立相应的价格调整机制。	2015年5月
关于有序放开用电计划的实施意见	国家发展改革委与国家能源局	是通过优先购电制度和优先发电制度保留一部分的发用电计划,释放出来的发用电计划则通过直接交易、电力市场等方式逐步交予市场配置,以此保证电力供需平衡、保障社会秩序,并促进节能减排。	2015年11月
“十三五”国家科技创新规划	国务院	提出未来要大力发展清洁低碳、安全高效的现代能源技术,支持能源结构优化调整和温室气体减排,保障能源安全,推进能源革命。发展煤炭清洁利用、新型节能技术,积极推广可再生能源大规模开发利用技术和智能电网技术等。	2016年7月

资料来源:联合评级整理

另外,2015年9月2日,发改委网站发布《国家发展改革委关于加快配电网建设改造的指导意见》。指导意见分三个层次介绍了发展目标:中心城市(区)智能化建设和应用水平大幅提高,供电质量达到国际先进水平;城镇地区供电能力和供电安全水平显著提升,有效提高供电可靠性;乡村地区电网薄弱等问题得到有效解决,切实保障农业和民生用电。构建城乡统筹、安全可靠、经济高效、技术先进、环境友好、与小康社会相适应的现代配电网。

2015年11月30日,新电改6个配套文件落地,分别为:《关于推进输配电价改革的实施意见》、《关于推进电力市场建设的实施意见》、《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》、《关于有序放开发用电计划的实施意见》、《关于推进售电侧改革的实施意见》、《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》。

2015年12月30日,国家发改委网站正式公布《关于降低燃煤发电上网电价和一般工商业用电价格的通知》(发改价格20153105号)。通知明确,全国燃煤火电上网电价平均每千瓦时下调约3分钱,全国一般工商业销售电价平均每千瓦时下调约3分钱,大工业用电价格不作调整。同时,将居民生活和农业生产以外其他用电征收的可再生能源电价附加征收标准,提高到每千瓦时1.9分钱。

总体看,目前我国电力行业政策总体上鼓励清洁能源发展,对火电行业在环保和产业结构升级等方面提出了更高要求。

6. 行业关注

(1) 宏观经济下行时发电量的减少对发电企业收入造成不利影响

电力生产行业具有相当强的周期性。周期性运行的电力行业与宏观经济的关联度非常高,电力行业与宏观经济的发展息息相关。宏观经济波动导致经济基本面出现波动,继而导致全社会用电普遍出现波动,因此,宏观经济波动主要通过电力需求把风险传递给电力行业。如经济总体需求不足或经济循环周期适逢低谷时期,国民经济对电力总体需求会下降,电力企业收入和利润将会下降。

(2) 环保投入增加影响火电企业经营成本

随着我国经济的高速发展和居民生活水平的普遍提高，大气污染问题逐步凸显，灰霾等重污染天气频发，大气环境治理要求越发迫切。目前我国火电占比约七成，随着污染物排放标准趋严，火电行业在环保方面的投入和研发将逐渐增加，进而增加火电行业运营成本。

(3) 上网电价下调对火电企业利润空间产生不利影响

2013年10月15日，国家发展改革委下发《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，决定在保持销售电价水平不变的情况下适当调整电价水平，自2013年9月25日起，国家将降低有关省（区、市）燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，同时适当降低跨省、跨区域送电价格标准。2015年4月13日，国家发展改革委下发《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》，继续向下调整煤电企业平均上网电价。上网电价下调将会对火力发电企业的利润空间产生一定的影响。

(4) 电煤价格的波动系影响火电企业稳定经营的主要因素

燃煤作为火电行业的主要原料，其采购及运输成本是火电企业生产经营支出的主要组成部分，因此煤炭市场的景气程度对行业的盈利能力影响显著。近年来，煤炭价格变动剧烈。2012年，由于宏观经济增速的放缓，上半年对煤炭的需求减少，煤炭价格出现了较大幅度的下跌，发电企业的盈利能力有所好转。进入2013年，国家正式取消重点合同，取消电煤双轨制，电煤价格由企业双方自主协商确定，使得电煤价格符合市场要求，改善了煤价波动对生产企业盈利水平的影响。2014年以来，煤炭价格呈震荡下跌趋势，进一步缓解了电力行业的成本压力。

总体看，目前宏观经济不景气对电力行业发展带来了一定负面影响，而且上网电价下调、环保投入增加和电煤价格波动等因素对电力行业盈利能力影响较大。

7. 未来发展

经过近年持续的快速扩张，中国国内的电力供需矛盾已经得到明显改善，电力行业由早先“硬短缺—电源短缺，发电能力不足”逐步转变为“软短缺—电网不足，电能输送受限”，电源扩张的紧迫性得到缓解。但电力行业作为国民经济的先行行业，具有超前发展的特点，未来国内电力生产行业投资仍有望保持一定增速，但装机规模总体增速将有所放缓，同时电源建设将更多的侧重结构调整，火电新增装机规模将有所萎缩，核电、水电、风电等可再生能源和清洁能源将获得更好的发展机遇。

未来，在国内产业结构调整，大力推进节能减排的背景下，国内电力消费弹性将有所降低。但与发达国家相比，中国电力消费水平尚处于较低阶段，人均用电量还未达到世界平均水平，仅为发达国家平均水平的20%，未来伴随中国工业化和城市化进程的推进，国内的电力需求仍有望持续增长，电力行业具有很大的发展空间。同时，随着“上大压小”、“节能调度”、“竞价上网”、“大用户直购电”等政策的逐步推广，电力体制改革将进一步深化，电力生产行业内的竞争将逐步加大，行业内优势企业的竞争实力将逐步显现，有望获得更好的发展机遇。

总体看，随着电力体制改革的进一步深化，作为国民经济基础产业之一，未来电力行业仍拥有较大的发展机遇。

8. 江苏省、河南省发用电情况

(1) 江苏省发用电情况

在发电情况方面，2015年江苏省累计发电量4,425.96亿千瓦时，同比增长1.8%，全省累计发电利用小时为4,860小时，同比下降226小时。截至2015年底，全省发电装机容量达9,528.55万千瓦。

在用电情况方面，2015年江苏省全社会用电量5,114.70亿千瓦时，同比增长2.04%，其中第一产业累计用电量52.52亿千瓦时，同比增长12.64%；第二产业累计用电量3,952.57亿千瓦时，同比增长0.66%；第三产业累计用电量580.42亿千瓦时，同比增长6.51%。

在电力建设情况方面，江苏省2015年电源基本建设完成投资76.15亿元，新增发电能力961.43万千瓦，其中火电705.06万千瓦，风电109.90万千瓦，太阳能发电146.32万千瓦；全省电网基本建设完成投资328.61亿元，新增110千伏及以上线路长度2,841.08公里、变电容量2,197.70万千伏安。

(2) 河南省发用电情况

在发电情况方面，2015年河南省全省累计发电量2,558.89亿千瓦时，同比减少4.32%。其中水电108.68亿千瓦时，同比增长12.98%；火电2,410.56亿千瓦时，同比减少5.35%；新能源39.65亿千瓦时，同比增长25.38%；全年全省机组平均利用小时数3,902小时，同比减少446小时。其中水电机组平均利用小时数为2,730小时，同比增加303小时；火电为4,015小时，同比减少479小时；新能源为2,554小时，同比减少1,020小时。统调火电机组平均利用小时数为3,911小时，同比减少451小时。

在用电情况方面，2015年河南省全社会用电量2,879.62亿千瓦时，同比减少1.37%，分行业来看，第一产业完成用电量54.40亿千瓦时，同比减少20.50%；第二产业完成用电量2,179.37亿千瓦时，同比减少0.73%；第三产业完成用电量276.78亿千瓦时，同比增长3.26%；全省城乡居民生活用电369.06亿千瓦时，同比减少4.81%。工业用电量2,154.79亿千瓦时，同比减少0.79%，其中，轻工业用电量289.20亿千瓦时，同比增长4.40%，重工业用电量1,865.59亿千瓦时，同比减少1.55%。

在电力建设情况方面，截至2015年底，河南省全省装机容量6,743.6万千瓦，同比增加装机548.07万千瓦。其中水电装机398.53万千瓦，占比5.91%，火电装机6,162.79万千瓦，占比91.39%，新能源装机182.27万千瓦，占比2.70%。

总体看，受经济环境下行影响，江苏、河南两省全社会用电需求量均基本处于饱和状态，但电源点的建设速度快于区域消纳规模的增长速度，未来江苏、河南两省发电企业市场竞争压力将进一步提升。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司发电业务主要分布在河南、江苏两省，发电模式包括燃煤发电、燃气发电以及少量光伏发电。截至2016年6月末，公司发电机组总装机容量合计496.44万千瓦，其中燃煤发电机组装机容量413.00万千瓦、燃气发电机组装机容量78.00万千瓦、光伏发电装机容量5.44万千瓦。2013~2015年，公司加权平均利用小时数分别为4,810.15小时、4,261.21小时和3,906.67小时，基本保持全国火力发电平均水平；权益发电量分别为236.18亿千瓦时、209.23亿千瓦时和191.86亿千瓦时。

截至2016年6月末，公司在建装机容量合计332万千瓦，分别为下属子公司张家港沙洲电力有限公司（以下简称“沙洲电力”）辖下2×100万千瓦燃煤机组及周口隆达发电有限公司（以下简称“周口隆达”）辖下2×66万千瓦燃煤机组，上述发电机组预计将于2017年投产交付。此外，公司未来拟建装机容量合计266万千瓦，分别为下属子公司张家港华兴电力有限公司（以下简称“张家港华兴”）拟建的2×40万千瓦F级燃气电热联供发电机组、江苏永泰发电有限公司（以下简称“江苏永泰”）拟建的2×66万千瓦燃煤发电机组，以及云南省祥云县风电项目（以下简称“祥云风电项目”）50万

千瓦风力发电项目，其中张家港华兴项目及江苏永泰项目前置审批手续均已办理完毕，计划于 2017 年 3 月开工建设；祥云风电项目目前尚处于前期可研阶段。

公司于 2014 年内先后对下属郑州裕中能源有限责任公司（以下简称“裕中能源”）和沙洲电力进行技术改造和配套供热管线的铺设，并于当年开展对外供热业务，其中河南裕中发电项目主要为当地周边居民提供冬季供暖；沙洲电力以向当地生产企业提供工业热源为主要业务内容。随着相关发电项目对外供热业务的开展，对公司收入规模形成一定程度的补充，并极大程度上保障了部分装机规模较小机组的发电利用程度，有利于公司综合市场竞争力的保持。此外，随着河南裕中发电项目供热管道与当地市政供暖管网的进一步对接，以及张家港华兴发电项目拟建二期 2×40 万千瓦电热联供燃机发电机组的投运，公司整体供热能力将明显提高，经营稳定性和综合市场竞争能力将得到进一步提升。

公司大用户直供电业务迅速发展，与协议用户建立了长期战略合作关系，目前已与东风悦达起亚汽车有限公司、张家港锦亿化纤有限公司、张家港扬子江石化有限公司、安阳钢铁集团有限责任公司和豫光金铅集团有限责任公司等多家周边用电企业签订大客户直供用电协议，2016 年已获直供用电需求 35.78 亿千瓦时，可对公司发电设备的有效利用程度以及发电收入规模形成有效的保障。

公司积极发展新能源发电业务，截至 2016 年 6 月末，公司光伏发电装机容量 5.44 万千瓦。河南汝阳项目和江苏金湖项目均为地面光伏电站，先后于 2015 年、2016 年并网投运，发电设备装机容量分别为 3.19 万千瓦和 1.97 万千瓦；青草巷项目、金陵体育项目为分布式屋顶光伏发电系统，发电设备装机容量分别为 0.21 万千瓦和 0.08 万千瓦，自发自用电量占比分别约 72% 和 92%。另外，云南祥云 50 万千瓦风电项目正开展前期工作。

总体看，公司发电业务集中于河南、江苏两省，整体装机容量处于国内中等水平，单机装机容量规模较大，具备一定市场竞争优势。同时，近年来公司积极开展电热联产、大客户直供等业务，促进了公司综合市场竞争能力的提高。

2. 装备水平

由于公司 60 万千瓦及以上等级机组容量占比较高，且近年来节能技改成效明显，公司能耗控制水平逐年提升。2015 年，公司燃煤发电机组综合厂用电率为 4.87%；供电标准煤耗为 303.84 克/千瓦时，均处国内电力行业前列²。截至 2016 年 6 月底，公司各类型发电机组均实现脱硫、脱硝和超低排放标准。

公司在建机组中，沙洲电力 2×100 万千瓦燃煤机组的主要指标设计值与同类型机组相比处于先进水平，设计供电煤耗为 275.3 克/千瓦时，优于 2012~2014 年 1,000MW 级超超临界机组前 20% 平均值；周口隆达 2×66 万千瓦燃煤机组投产发电后在同类机组中单位能耗也属较低水平，其设计供电煤耗为 280.7 克/千瓦时，优于 2012~2014 年 60 万千瓦级超超临界机组前 20% 平均值，机组投产后在能耗方面均有较强竞争优势。为达到减少环境污染目的，上述工程实施超低排放技术，同步建设高效的脱硫设施、低氮燃烧器和高效的 SCR 脱硝装置，采用高效电袋复合除尘器和湿式静电除尘器，污染物排放浓度：烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于 5、35 和 50 毫克/立方米，达到燃机排放水平，实现燃煤机组超低排放。

总体看，公司投运发电机组及在建、拟建发电机组整体技术水平领先，发电机组单机装机容量普遍较大，节能环保水平和发电业务经济性水平高，整体装备水平可对公司发电指标的稳定保持提

² 据中电联统计，2015 年 1~11 月国内火电发电企业平均厂用电率为 6.10%；据 Wind 资讯统计，2015 年国内火力发电企业，全年平均供电煤耗率为 315 克/千瓦时。

供有效支持。

3. 股东背景

公司于2016年4月，成为永泰能源下属全资子公司。永泰能源为上市公司，以能源、物流、投资为主营业务。截至2015年底，永泰能源资产总额合计875.56亿元，所有者权益合计259.82亿元；全年实现营业收入107.84亿元，净利润9.84亿；全年经营活动现金流量净额为28.58亿元。

在业务方面，截至2016年3月末，永泰能源焦煤权益保有储量合计10.59亿吨、优质动力煤权益保有储量14.65亿吨；2015年全年实现原煤销量1,072.01万吨，精煤销量57.79万吨，产销率分别达101.40%和105.45%。

由于近年来，煤炭行业景气度的下降，永泰能源积极进行能源领域的多元化产业转型战略，大力推进电力产业布局，并购公司之后，以货币形式将公司注册资本增至100.00亿元，对公司整体债务水平和偿债压力予以改善，为公司未来业务规模的扩大，奠定了良好的财务基础。

总体看，永泰能源在煤炭资源储备、经营现金净流入规模等方面具备明显优势，对公司业务规模扩大的支持力度强。

4. 税收优惠

根据《企业所得税法》、财税〔2008〕48号、财税〔2008〕115号文等法律法规，公司全资子公司郑州裕中能源有限责任公司二期工程以自筹资金购置环保专用设备，可加计抵免企业所得税额735.67万元；以自筹资金购置安全设备，可加计抵免企业所得税额45.03万元；以自筹资金购置节能节水专用设备，可加计抵免企业所得税额16,735.73万元，合计可加计抵免企业所得税17,516.42万元。2013年3月经河南省新密市国家税务局、河南省郑州市国家税务局备案核准，抵免期为自2012年3月取得第一笔生产经营收入起5个纳税年度。

5. 人员素质

公司目前拥有高级管理人员5人，均在公司或电力行业内任职多年，技术水平及管理经验丰富，综合履职能力强。

公司董事长田英女士，1965年生，中共党员，硕士学历。1993年5月至1999年11月任公司资金财务部部门经理，1999年11月至2015年4月历任总会计师、副总经理兼总会计师。现任公司董事长。

公司总经理张集英先生，1962年生，中共党员，硕士学历，高级工程师。1992年3月至1994年4月历任包头第一热电厂副总工程师、副厂长，1994年4月至2003年3月历任达拉特电厂生产副总经理、总经理，2003年3月至2004年2月历任沙洲电力总经理、党委副书记，2004年2月至2007年4月任公司副总经理兼沙洲电力总经理，2007年4月至2015年4月任公司副总经理。现任公司总经理。

截至2015年末，公司在职员工1,633人。从岗位上看，生产人员占比55.11%、技术人员占比27.31%，销售人员占比4.29%，管理人员占比12.49%，其他人员占比0.80%。从教育程度上看，公司专科以下学历占比43.05%、专科学历占比28.17%、本科及以上学历占比28.78%。从年龄上看，46岁及以上占比23.64%、35~45岁占比41.46%、35岁以下占比34.90%。

总体看，公司管理层履职能力强，公司员工中生产、技术人员占比高，岗位构成合理，可满足公司发展所需。

五、公司治理

1. 治理结构

公司系依照《公司法》和其他有关法规、规定成立的股份有限公司，建立了完善的法人治理结构，设立股东大会、董事会、监事会。股东大会为公司的权利机构，依法行使决定公司经营方针和投资计划、选举和更换董事、选举和更换由股东代表出任的监事、审议批准董事会及监事会报告、修改公司章程等职权。

公司设董事会，由五名董事组成，不设独立董事。董事会设董事长一名，由公司董事担任，以全体董事的过半数选举产生和罢免。董事会负责召集股东大会，并向大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划、投资方案、风险投资、资产抵押及其他担保事项；制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他有价证券及上市方案；拟定公司重大收购、回购本公司股票或者合并、分立和解散方案；聘任或者解聘公司经理、董事会秘书等；制订公司章程的修改方案等。

公司设监事会，由三名监事组成，其中职工监事一名，每届任期三年。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生。监事会负责检查公司的生产经营和财务状况、提议召开临时股东大会；对董事、经理及其他高级管理人员执行公司职务时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督、纠正，必要时向股东大会或者国家有关主管机关报告等。

公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，每届任期三年。经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作；组织实施董事会决议、公司年度计划和投资方案；拟定公司的内部管理机构设置方案；拟定公司的基本管理制度；制订公司的具体规章；提请董事会聘任或者解聘公司副经理、财务负责人；聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的管理人员；提议召开董事会临时会议等。

总体看，公司法人治理结构合理，实际运行情况良好。

2. 管理体制

(1) 财务管理制度

公司根据《会计法》、《企业会计准则》以及国家相关规定，结合公司实际情况制定了较完善的财务管理制度，对财务管理机构、财务人员、会计核算的原则、货币资金及结算资金、固定资产、存货、在建工程的管理、成本费用的控制、财务收支的审批、筹资和担保、对外投资、税收和分配利润等均做出明确的规定。公司设资金财务部，实行统一领导、分级管理的内部财会管理体制。

在资金管理方面，公司现金出纳实行日清月结，随时清点库存现金。公司的库存现金额度，要符合基本户开立银行的管理规定。公司开设银行账户，需报公司主管财务领导和总经理批准。银行账户预留印鉴的使用实行印章分管并用制，银行支票与预留印鉴分人保管。公司建立应收款内部管理报告制度，分管应收账款的财务人员在每月 20 日前对上月账中的应收账款进行清理，并根据工程（购销）合同及企业应收货款规定进行应收账款账龄分析，对拖欠货款（工程合同超过 2 个月，购销合同超过 1 个月）理出清单，并理出潜在核销账款交主管财务领导，由合同签订单位提出解决办法，经主管领导批准之后执行。

在财务收支审批方面，公司实行全面控制和重点控制相结合的原则。公司实行全过程、全要素、全员的财务收支控制，涵盖采购、生产、销售等各个环节，涵盖材料费、人工费、差旅费等所有费用项目，涵盖领导在内的所有职工。在全面控制的基础上，对重要的财务收支项目，公司实施重点

控制，严格审批。公司采取事前审批和事后审批相结合、先审核后审批、不相容职务分离原则。

在筹资方面，筹资计划由公司资金财务部组织提出方案或编制临时借款安排，经分管领导、公司总经理审核、董事长审批和董事会或股东会审议通过后，资金财务部办理相关借款手续。贷款利率超过国家规定的同期基准利率 10% 以上的借款项目，须报公司总办会审核，董事会审批。

在对外担保方面，需提出担保申请，资金财务部编制临时担保安排，经分管领导、总经理审核，董事长审批和董事会或股东会审议通过后，按照法定程序后办理。公司和子公司不准私自为外系统单位或个人担保贷款，不准私自以其资产和权利为外部企业的贷款提供抵押或质押。原则上，前次担保未解除，不提供下次担保。公司和子公司经批准的对外担保，需采取等额互保以及相应的反担保措施，担保额不能超过本企业净资产的 20%。担保业务发生后，资金财务部建立担保台账，定期检查担保项目财务状况和经营成果，发现问题需及时向公司有关领导汇报。

(2) 对外投资管理制度

公司对外投资必须事先进行可行性研究，综合考虑投资增值程度、投资保本能力、投资风险、纳税优惠方针、预期成本、公司筹资能力、公司发展方向、管理和控制能力，对可行性报告、立项、审批、注资额、注资方式进行慎重研究。所有对外投资项目需由总办会集体决策，且得到公司董事会批准。公司投资的企业都必须定期向出资单位资金财务部报送财务报告，并接受财务检查和审计监督。被投资企业连续三年亏损或亏损严重的，公司应退出股份或采取其它补救措施。

(3) 安全生产管理制度

公司以“安全第一、预防为主、综合治理”为方针，依据国家有关法律、法规，结合公司的组织形式制定了年度安全生产目标。公司实行以各级行政正职为安全第一责任人的安全生产责任制，建立了健全有系统、分层次的安全生产保证体系和安全生产监督体系。

此外，公司编制春、秋季安全大检查和各专项生产安全大检查工作计划，经分管领导审批后，组织有关部门成立安全检查工作组对相关单位进行安全检查。检查后，下达安全隐患整改通知单，相关单位按照整改要求组织整改。整改完成后，相关单位提出验收申请，公司组织对整改情况进行复查。

(4) 子公司管理制度

公司对子公司、分公司实行集权和分权相结合的分级管理原则。公司对高级管理人员的任免及考核、重大投资决策、年度预算等将充分行使管理和表决权，同时确保各子、分公司在有序、规范的前提下对日常经营掌握相应的自主权。

公司对各子公司、分公司实行“统一领导、授权控制，分级管理”的资金管理体制，制定了专门的《资金管理办法》，对子公司流动资金占用情况实施监督。子公司、分公司要严格按照经公司总经理办公会审定的年度、月度资金计划安排支出，并编制月度资金计划执行情况表。子公司、分公司融资、担保、投资均须按照《资金管理办法》经公司总经理办公会审核。

公司负责子公司、分公司的总经理、副总经理、总工程师、副总工程师等子公司、分公司总经理办公会成员的任免、考核和培训工作。

总体看，公司在财务管理、对外投资、安全生产、子公司管理方面建立了完善的管理办法和良好的管理机制，整体管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营电力能源项目投资，电力技术开发、技术咨询，电力配套工程设计。近三年，受宏观经济下行所导致的用电需求增速下降以及电价下调等不利因素影响，公司营业收入逐年减少，分别为 89.69 亿元、79.30 亿元和 72.38 亿元，年均复合减少 10.12%；受煤炭价格下降影响，近三年公司营业成本快速减少，年均复合减少 16.08%，促使综合毛利率逐年上升，近三年分别为 25.23%、28.55% 和 34.47%，其中主营业务毛利率分别为 24.88%、28.14% 和 34.32%。伴随毛利率的提高，近三年公司营业利润逐年增长，分别为 3.61 亿元、8.57 亿元和 13.07 亿元；净利润亦逐年增长，分别为 2.57 亿元、5.83 亿元和 10.57 亿元。

公司主营业务突出，近三年主营业务收入占比分别为 99.49%、99.39% 和 99.29%。

表 2 2013~2016 年 6 月底公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-6 月			2014 年较上年变化	2015 年较上年变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
主营业务	89.23	99.49	24.88	78.81	99.39	28.14	71.86	99.29	34.32	30.12	99.54	36.76	-11.67	-8.82
其他业务	0.46	0.51	94.44	0.49	0.61	95.48	0.52	0.71	56.64	0.14	0.46	92.50	5.54	6.38
合计	89.69	100.00	25.23	79.30	100.00	28.55	72.38	100.00	34.47	30.26	100.00	37.02	-11.58	-8.73

资料来源：审计报告

从电力板块各类型业务收入及构成来看，煤炭发电方面，近三年受设备利用小时数减少以及平均售电价格下降的影响，公司煤炭发电收入逐年减少，分别为 72.34 亿元、62.85 亿元和 54.04 亿元，年均复合减少 13.57%；天然气发电方面，公司燃气发电机组作为电、气双调峰电厂，受区域用电需求及天然气消纳平谷需求变化的共同影响，近三年设备利用小时数波动较大，使得公司天然气发电收入波动增长，分别为 13.43 亿元、12.31 亿元和 15.26 亿元，年均复合增长 6.60%。从收入构成来看，公司以煤炭发电为主，近三年随着煤炭设备利用小时数的逐年减少，公司煤炭发电收入占比逐年下降，分别为 84.34%、83.63% 和 77.94%；天然气发电收入占比逐年上升，分别为 15.66%、16.37% 和 22.02%；公司自 2015 年起涉足新能源发电业务，主要为光伏发电，收入占比较小，2016 年 1~6 月，公司新能源发电收入仅占 1.10%。

从电力板块各业务盈利水平来看，煤炭发电方面，近三年受煤炭价格下降影响，公司煤炭发电毛利率逐年上升，分别为 25.05%、28.33% 和 39.22%，均明显高于各年全国煤电发电企业一般水平³；天然气发电方面，近三年受天然气供应价格上升的影响，天然气发电毛利率逐年下降，分别为 18.20%、14.56% 和 10.81%。

表 3 2013~2016 年上半年公司电力业务收入构成、占比及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1-6 月			2014 年较上年变化	2015 年较上年变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
燃煤发电	72.34	84.34	25.05	62.85	83.63	28.33	54.04	77.94	39.22	24.94	86.62	38.68	-13.11	-14.02
燃气发电	13.43	15.66	18.20	12.31	16.37	14.56	15.26	22.02	10.81	3.54	12.28	5.24	-8.38	24.03
新能源发电	--	--	--	--	--	--	0.03	0.04	46.43	0.32	1.10	71.26	--	--
合计	85.77	100.00	23.97	75.16	100.00	26.08	69.33	100.00	32.97	28.80	100.00	34.94	-12.37	-7.76

资料来源：公司提供

³ 据北极星电力网统计，全国 27 家火力发电上市公司 2015 年平均毛利率水平为 26%。

2016年1~6月，公司实现营业收入30.26亿元，为上年度的41.80%；受燃煤发电毛利率大幅上升的带动，公司电力业务毛利率较上年上升1.97个百分点，至34.94%，同时受江苏省燃气发电补贴政策下发时点靠后的影响，致使公司期间燃气发电业务毛利率仅为5.24%。

总体看，公司主营业务突出，其中随着煤炭发电收入减少，天然气发电收入占比逐年上升；受近年来全社会用电量下降的影响，公司营业收入规模逐年下降，但由于同期煤炭价格持续走低，公司综合毛利率逐年上升，且一直保持行业较高水平。

2. 电力业务

公司下属企业电力生产主要包括燃煤发电和燃气发电，其中燃煤发电采用燃煤作为一次能源，通过送煤、燃烧、锅炉蒸汽、汽轮机带动发电机、输配电等环节发电；燃气发电采用天然气作为一次能源，通过燃气—蒸汽联合循环发电机组发电。

(1) 装机规模

截至2016年6月底，公司运营、在建的发电机组总装机容量1,094.44万千瓦，相关发电机组分布于河南、江苏两省，其中已投运设备总装机容量合计496.44万千瓦，权益装机容量为470.38万千瓦；在建设设备装机容量合计332万千瓦；拟建装机容量合计266万千瓦，其中祥云风电50万千瓦发电项目尚处于规划当中。

表4 截至2016年6月底公司装机规模（单位：万千瓦）

发电项目名称	装机容量	权益装机容量	机组类型	投产日期	电站锅炉等级/燃机等级
郑州裕中能源有限责任公司	30	30	燃煤机组	2006年12月	亚临界
	30	30	燃煤机组	2007年4月	亚临界
	100	100	燃煤机组	2012年3月	超超临界
	100	100	燃煤机组	2012年7月	超超临界
张家港沙洲电力有限公司	63	50.40	燃煤机组	2006年4月	超临界
	63	50.40	燃煤机组	2006年9月	超临界
周口隆达发电有限公司	13.50	13.50	燃煤机组	2003年9月	亚临界
	13.50	13.50	燃煤机组	2004年3月	亚临界
张家港华兴电力有限公司	39	39	燃气机组	2005年7月	9F级燃气发电机组
	39	39	燃气机组	2006年1月	9F级燃气发电机组
江苏永泰华兴新能源有限公司	2.25	1.39	光伏发电	2014年12月~2015年10月	--
河南华兴新能源有限责任公司	3.19	3.19	光伏发电	2015年12月	--
总计	496.44	470.38	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司发电模式以燃煤发电为主，平均单机装机容量较大，有利于整体发电设备经济性运行状态的保持。

(2) 燃煤发电

公司燃煤发电业务运营主体分别为裕中能源、沙洲电力、周口隆达，其中周口隆达项目装机规模小，发电经济性水平低，该发电项目已停止发电运行，并作为“上大压小”项目，目前处于待拆改建状态。

煤炭采购

公司煤炭采购方式主要由各电厂与煤炭供应商就煤价进行谈判，上报公司，经公司比价平台确认价格合理后予以批准采购。因近年煤炭市场形势不佳，相应供煤企业对公司的依赖性强，公司煤炭采购一般采用货到付款模式进行结算。

2013~2015年，公司采购煤炭总量分别为627.46万吨、562.55万吨和481.53万吨，采购量持续下降，系随着电力需求下降，公司发电设备利用小时数减少所致。同期，受煤炭行业景气度下行的影响，公司煤炭采购价格（含运费）不断下降，从2013年689.73元/吨下降至2015年442.69元/吨，2016年1~6月采购煤炭价格进一步下跌至382.61元/吨。煤炭采购价格的不断下降，有利于公司业务成本的控制和盈利水平的提高。

表5 公司近三年煤炭采购指标（单位：万吨、元/吨）

指标	2013年	2014年	2015年	2016年1~6月
煤炭采购总量	627.46	562.55	481.53	255.20
煤炭采购平均单价	689.73	599.58	442.69	382.61

资料来源：公司提供

公司煤炭主要来源于附近较大煤炭产业基地以及市场采购，供应商相对稳定。2015年，公司主要的煤炭供应商分别为郑州煤电股份有限公司、神华销售集团华东能源有限公司、内蒙古满世煤炭集团股份有限公司、伊泰能源投资（上海）有限公司（包括内蒙古伊泰）和上海中煤华东有限公司。公司对以上五家供应商采购金额共计11.69亿元，占比为54.83%，集中度水平较高，但由于公司与上述供应商合作时间较长，加之目前煤炭市场景气性低迷，相关售煤企业对公司的依赖程度高，因此，由于较高的供应商集中度所带来的煤炭供应风险较小。

表6 2015年公司煤炭采购前五大供应商（单位：亿元、%）

前五大煤炭供应商	金额	占比
郑州煤电股份有限公司	4.34	20.35
神华销售集团华东能源有限公司	2.22	10.42
内蒙古满世煤炭集团股份有限公司	2.10	9.85
伊泰能源投资（上海）有限公司（包括内蒙古伊泰）	1.79	8.38
上海中煤华东有限公司	1.25	5.84
合计	11.69	54.83

资料来源：公司提供

总体看，公司采购煤源相对广泛，煤源稳定，燃料供应风险较小；随着近年来国内煤炭市场低位运行，公司成本显著下降，有利于公司盈利水平的提高。

电力生产和销售

受国内宏观经济下行、电力需求增速下降的影响，国内发电设备利用小时数普遍下降，面对此情况，公司近年来积极开展大用户直供业务，并及时对相关发电设备进行技术改造，提升自身环保发电和对外供热能力，提高地方电网对公司发电业务的认可程度，积极争取奖励电量，以降低用电需求下降对公司发电业务带来的不利影响。2013~2015年，公司燃煤发电机组平均利用小时数分别为5,139.03小时、4,607.82小时和4,020.97小时，年均复合减少11.54%；受此影响，近三年公司燃煤发电量及上网电量持续下降。2013~2015年，公司燃煤发电量分别为236.18亿千瓦时、209.22亿千瓦时和191.86亿千瓦时，上网电量分别为224.28亿千瓦时、198.73亿千瓦时和182.55亿千瓦时，

年均下降幅度分别达 9.87% 和 9.78%。

2013~2015 年，随着近年来发电机组运营模式的优化、发电机组技术改造的推进，公司燃煤发电机组运行效率持续提升。近三年，公司综合厂用电率分别为 5.07%、5.06% 和 4.87%；供电标准煤耗分别为 310.79 克/千瓦时、310.29 克/千瓦时和 303.84 克/千瓦时，其中公司于 2015 年对周口隆达进行“上大压小”技术改造，关停其 13.50 万千瓦发电机组，使得公司 2015 年煤电业务综合厂用电率和供电标准煤耗均较上年下降明显。总体看，受经济环境影响，公司发电量与售电量总体呈下降趋势；供电标准煤耗及厂用电率逐年下降，且持续保持行业较高水平。

由于电力行业共性特点所致，公司电力能源的销售流程简单，当公司依据电网调度所下达的发电指令将电力能源供应给当地电网公司时，即完成了电力销售的确认。在销售结算方面。公司通常每月对上月所销电能向地方电网公司进行结算。

受宏观经济下行以及电力体制改革等行业环境影响，近三年公司火力发电平均上网电价有所下降。其中，河南省平均上网电价持续下降，2013~2015 年分别为 0.4381 元/千瓦时、0.4343 元/千瓦时和 0.4058 元/千瓦时；江苏省平均上网电价，呈波动上升态势，分别为 0.4579 元/千瓦时、0.4488 元/千瓦时和 0.4783 元/千瓦时，波动的主要原因为江苏省对区域内发电设施上网电价的调整所致。

表 7 近三年公司燃煤电厂发电指标

指标		2013 年	2014 年	2015 年
发电量 (亿千瓦时)	河南	133.70	118.76	99.01
	江苏	102.48	90.46	92.85
	合计	236.18	209.22	191.86
上网电量 (亿千瓦时)	河南	125.98	112.02	93.42
	江苏	98.30	86.71	89.13
	合计	224.28	198.73	182.55
发电设备平均利用小时 (小时)		5,139.03	4,607.82	4,020.97
综合厂用电率 (%)		5.07	5.06	4.87
供电标准煤耗 (克/千瓦时)		310.79	310.29	303.84
平均上网电价 (元/千瓦时)	江苏	0.4579	0.4488	0.4783
	河南	0.4381	0.4343	0.4058

资料来源：公司提供

总体看，受电力需求下降影响，公司燃煤发电量逐年减少；随着公司发电设备技术改造的不断推进，发电效能逐步提高。

大用户直供

公司部分下属发电企业与周边生产制造企业签署了电力直供协议。其中，江苏省地区，公司于 2012 年 2 月与东风悦达起亚汽车有限公司签订年度合同，直购电交易 8,000 万千瓦时；2013 年续签合同，交易量增加至 1.2 亿千瓦时；2014 年续签合同，交易量增加至 2 亿千瓦时；2015 年和 2016 年续签合同，交易量 2 亿千瓦时，采用输配电价模式。公司于 2015 年 8 月与张家港锦亿化纤有限公司等 7 家企业签订直购电交易合同，交易量为 3.83 亿千瓦时，采用购销差价模式。公司于 2016 年 4 月与张家港扬子江石化有限公司等 7 家企业签订直购电交易合同，交易量为 8.33 亿千瓦时，采用购销差价模式。河南省地区，公司于 2016 年开展大用户电量直接交易工作，与安阳钢铁集团有限责任公司签订直供电量合同 8.07 亿千瓦时，1~6 月份已完成 3.84 亿千瓦时，采用购销差价模式；公司与豫光金铅集团有限责任公司签订直供电量合同 13.53 亿千瓦时，1~6 月份已完成 5.7 亿千瓦时，采用购销差价模式。

表 8 近三年公司大用户直供电情况

项目	平均价格（元/千瓦时）			供电量（亿千瓦时）			销售收入（亿元）		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
上网售电	0.4467	0.4407	0.4412	224.28	198.73	182.55	85.77	75.16	69.33
其中：大用户直供	0.4530	0.4383	0.3895	1.14	2.00	5.59	0.44	0.75	1.86

资料来源：公司提供

总体看，公司大用户直供电量占比较低，平均价格低于上网售电价格，但可有效保证公司部分设备利用效率，对公司降低平均生产成本、扩大收入及供电规模起到了一定的积极作用。

（3）燃气发电

公司燃气发电业务运行主体为下属全资子公司张家港华兴。

天然气采购

公司本身不具备天然气储存能力，所用天然气均为中国石油天然气股份有限公司（以下简称“中石油”）西气东输销售分公司单方供应，双方签有长期天然气销售协议，天然气采购价格由国家发改委直接定价逐渐市场化，近三年采购价格分别为 1.73 元/立方米、1.96 元/立方米和 2.57 元/立方米，呈逐年上升趋势，但较近年国内平均工业天然气采购价格相比，公司天然气采购价格优势明显⁴。另外，公司未来还将增加中石化作为天然气供应商，由此来提高天然气的供气稳定性。公司所辖华兴燃气电厂作为西气东输的配套电厂，具有电、气双调峰作用，从采购量上看，由于天然气平峰要求以及周边用电需求变化的影响，致使公司用气规模变化明显，公司近三年天然气采购量分别为 4.58 亿立方米、3.65 亿立方米和 4.97 亿立方米，呈波动增长趋势，如下表所示：

表 9 公司近三年天然气采购量（单位：亿立方米、元/立方米）

指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~6 月
天然气采购总量	4.58	3.65	4.97	1.13
采购价格	1.73	1.96	2.57	2.13

资料来源：公司提供

总体看，公司天然气发电属于清洁能源项目，且具体发电机组作为电、气双调峰机组，公司在平衡当地用电需求和天然气供气消纳方面作用明显，中石油可稳定保障公司燃气机组发电用气需求，且天然气供应价格较低，公司燃气发电业务成本优势明显。

电力生产和销售

2013~2015 年，公司燃气发电量分别为 23.94 亿千瓦时、18.92 亿千瓦时和 25.75 亿千瓦时，上网电量分别为 23.44 亿千瓦时、18.55 亿千瓦时和 25.27 亿千瓦时，均呈波动上升趋势。其中，2014 年出现谷底主要系张家港华兴周边燃煤机组的投产运营致使电力调峰需求下降所致。进入 2015 年后，当地电网为满足“迎峰度夏”的用电需求，以及区域冬季空气污染治理的环保要求，加大公司燃气发电计划规模，使得公司当年燃气发电量较上年大幅增长。

表 10 公司燃气电厂发电指标

指标	2013 年	2014 年	2015 年
发电量（亿千瓦时）	23.94	18.92	25.75
上网电量（亿千瓦时）	23.44	18.55	25.27

⁴ 据 Wind 资讯数据显示，2013~2015 年，我国各地区全年平均天然气（工业）采购价格分别为 3.29 元/立方米、3.51 元/立方米和 3.55 元/立方米。

发电设备平均利用小时（小时）	3,068.77	2,425.92	3,301.44
综合厂用电率（%）	2.30	2.28	2.08
平均上网电价（元/千瓦时）	0.5853	0.6060	0.7066

资料来源：公司提供

在燃气发电销售结算方面，由于燃气发电属清洁能源发电，售电收入含上网售电收入和清洁能源补贴收入两部分，其中上网售电收入按发改委公布的燃气机组标杆电价计价，该部分收入的结算模式与公司火力发电业务售电模式趋同；清洁能源发电补贴收入，一般于每年11~12月份期间，依据江苏省当年所下发相关政策的指导意见，由当地电网采用补贴电价或折合增加发电利用小时形式实现。

2013~2015年，公司天然气发电销售价格稳步上升，从2013年0.5853元/千瓦时增长到2015年0.7066元/千瓦时，主要系江苏省物价局根据国家天然气价格变化调整天然气发电上网电价所致。公司燃气发电机组机岛设备技术水平高，辅机设备配套水平高，燃气发电设备效率较高。

总体看，公司天然气发电项目属于清洁能源项目，且为国家西气东输配套电厂，具有明显的天然气采购价格优势；张家港华兴具备电、气双调峰作用，较单项调峰燃气发电企业相比，公司燃气发电机组设备有效利用的基础条件优越。

（4）光伏发电

公司于2015年新增光伏发电业务，总光伏发电设备装机容量合计5.44万千瓦，公司权益装机容量为4.58万千瓦，当年发电量合计414.20万千瓦时，由于公司河南地区光伏发电项目于2015年12月末投产交付，上述发电量全部来源于公司下属江苏省内的光伏电站，其中，张家港市的青草巷电站和金陵体育电站为分布式屋顶电站，其生产电能直供张家港市青草巷农副产品批发市场和江苏金陵体育器材股份有限公司。公司与上述管理部门及企业签订了相关用电协议，协议售电平均价格为1.05元/千瓦时，售电价格高于区域内光伏上网电价。

表 11 2015 年公司光伏发电情况（单位：万千瓦、万千瓦时、元/千瓦时）

项目	总装机规模	权益装机规模	发电量	平均售电价格
光伏发电	5.44	4.58	414.20	1.05

资料来源：公司提供

总体看，公司光伏电站装机规模较小，部分光伏电站采用分布式发电模式，售电价格高于区域内光伏上网电价，有利于光伏电站投入资金回收效率的提高。

3. 供热业务

公司于2014年分别在江苏及河南两省开展了供热业务。其中，位于河南省的供热业务主要为周边居民供暖，可一定程度上保障下属裕中能源辖下2×30万千瓦机组的利用效率；位于江苏省的供热业务主要为周边工业生产企业提供蒸汽热能。此外，公司位于江苏省张家港市的沙洲电厂目前已建成总长度约30公里（亚洲最长）的蒸汽供热管道，未来待张家港市华兴二期2×40万电热共燃机发电机组的投运后，也将通过该供热管道，进行热能的对外销售。

公司近两年总供热量增长明显，随着未来张家港华兴二期发电机组的投运，公司供热能力将进一步提高。此外，公司在张家港地区供热对象全部为工业用户，非居民冬季供暖业务，供热价格受当地价格主管单位管控的影响较小，有利于公司平均供热价格的提高。

表 12 2015 年公司供热情况 (单位: 亿千焦、元/立方米)

时间	总供热量	平均供热价格
2014 年	4,169.29	38.35
2015 年	30,190.30	39.01

资料来源: 公司提供

总体看, 公司供热规模较小, 但可有效提高公司辖下小规模发电机组的有效利用程度, 有利于公司设备整体利用小时数和收入规模的提高。

4. 经营效率

近三年, 公司应收账款周转次数分别为 9.52 次、8.01 次和 7.64 次, 呈逐年下降趋势, 主要系随着公司供热业务的开展, 应收供热款项逐年增长所致; 存货周转次数分别为 21.93 次、19.38 次和 20.79 次, 呈波动下降趋势, 但整体存货的周转效率高; 总资产周转次数分别为 0.41 次、0.37 次和 0.27 次, 呈逐年下降趋势, 主要系公司在建电厂规模较大而尚未投入运营所致。与同行业上市公司对比, 公司总体经营效率一般。

表 13 2015 年火力发电类上市公司经营效率指标 (单位: 次)

证券/公司简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
华银电力	5.09	6.76	0.42
漳泽电力	6.47	10.28	0.29
福能股份	9.54	15.31	0.49
内蒙华电	10.77	18.45	0.28
华晨电力	7.64	20.79	0.27

资料来源: Wind 资讯, 公司审计报告。

注: 为便于同业比较, 其他发电类上市公司数据引自 Wind 资讯。

总体看, 与同行业其他公司相比, 公司应收账款周转次数一般, 存货周转次数高, 总资产周转次数较低。公司整体经营效率一般。

5. 在建及拟建项目

在建项目方面, 截至 2016 年 6 月底, 公司沙洲电力二期 2×100 万千瓦和周口隆达二期 2×66 万千瓦“上大压小”项目进展顺利, 均计划于 2017 年底前投产。拟建项目方面, 张家港华兴二期 2×40 万千瓦级蒸汽燃气联合循环机组扩建项目于 2013 年 12 月 14 日取得江苏省发改委开展前期工作的批复, 于 2016 年 7 月 15 日取得江苏省发改委的核准批复 (苏发改能源发〔2016〕804)。江苏永泰 2×66 万千瓦超超临界二次再热燃煤机组建设项目于 2016 年 1 月 21 日取得江苏省发改委路条, 2016 年 4 月 26 日由中国国际工程咨询公司组织召开项目可研审查, 2016 年 5 月 30 日取得江苏省环保厅环保批复, 项目所需 28 项支持性文件已全部取得, 目前正在等待核准。云南祥云 50 万千瓦风电项目, 目前正开展前期工作。截至 2016 年 6 月底, 公司已完成在建项目投资 46.06 亿元, 待投资规模 88.11 亿元, 加之拟建项目计划投资 80.67 亿元, 公司未来待投资总额为 168.78 亿元, 整体待投资规模大, 公司未来将面临较大的资本支出压力。

表14 截至2015年底公司在建及拟建工程情况⁵ (单位: 万千瓦、亿元、%)

类别	名称	装机容量	开工/拟开工时间	预计全部投产时间	是否列入电网计划	建设方式	预算总额	自有资金比例	2016年计划投资总额	2017年计划投资总额	2018年计划投资总额
在建	沙洲电力二期	2×100	2015年6月	2017年8月	是	自建	82.67	20.00	58.54	17.25	0.00
	周口隆达二期	2×66	2015年12月	2017年11月	是	自建	51.50	20.00	28.81	18.54	0.00
小计							134.17	--	87.35	35.79	0.00
拟建	华兴电力二期	2×40	2017年3月	2018年1月	是	自建	27.56	20.00	3.04	17.47	4.99
	江苏永泰	2×66	2017年3月	2018年6月	否	自建	53.11	20.00	0.00	23.90	29.21
	云南祥云风电项目	50	--	2019年9月	--	--	--	--	--	--	--
小计							80.67	--	3.04	41.37	34.20
合计							214.84	--	90.38	77.15	34.20

资料来源: 公司提供

总体看, 公司在建项目装机规模较大, 未来随着各项目的运行投产, 公司整体装机规模、整体发电经济性水平将进一步提高, 综合竞争实力将得以提升, 但由于相关项目投入规模较大, 公司未来将面临一定的资本支出压力。

6. 安全及环保

安全管理方面, 公司分为两级管理。作为一级安全管理团队, 总部负责对下属子公司及电厂的监督、检查、指导及考核, 设置安全目标, 并建立针对所有管理人员及安全检查人员的安全风险抵押金制度。各子公司设有安全生产部, 作为二级安全管理团队, 负责安全制度的具体落实与运行, 对所有有关安全的议题具有一票否决权。公司每年由总部组织两次大型安全检查活动; 每月由下属子公司汇总当月安全检查情况, 形成安全检查报告, 向总部汇报; 每年5月为公司的安全检查月, 公司组织安全生产培训、宣传等活动。近三年, 公司无重大安全事故; 2003年至今, 公司尚未出现任何职工职业病案例; 公司拥有“电力安全生产标准化一级企业”称号。

环境保护方面, 截至2016年6月底, 公司所有燃煤机组均已实现超低排放。具体环保补贴如下表所示:

表15 公司各机组获得环保补贴标准 (单位: 元/千瓦时)

电厂	机组	脱硫补贴	脱硝补贴	除尘补贴	超低排放补贴	清洁能源补贴	合计	
裕中能源	#1	获得时间	2013年以前	2014年1月1日	2014年1月1日	--	--	0.027
		补贴价格	0.015	0.01	0.002	--	--	
	#2	获得时间	2013年以前	2014年1月21日	2014年1月21日	--	--	0.027
		补贴价格	0.015	0.01	0.002	--	--	
	#3	获得时间	2013年以前	2013年7月18日	2013年11月27日	2016年2月3日	--	0.037
		补贴价格	0.015	0.01	0.002	0.01	--	
	#4	获得时间	2013年以前	2013年7月18日	2013年11月27日	2016年6月2日	--	0.037
		补贴价格	0.015	0.01	0.002	0.01	--	
沙洲电力	#1	获得时间	2014年8月27日	2013年7月23日	2014年8月27日	2015年11月21日	--	0.037

⁵ 沙洲电力二期项目投资回收期 11.05 年, 资本金内部收益率 12.38%; 周口隆达二期项目投资回收期 11.65 年, 资本金内部收益率 14.89%; 华兴电力二期项目投资回收期 11.77 年, 资本金内部收益率 16.19%; 江苏永泰项目投资回收期 12.64 年, 资本金净利润率 12.67%; 云南祥云风电项目投资回收期 10.52 年, 资本金内部收益率 15.98%。

	补贴价格	0.015	0.01	0.002	0.01	--	
	#2 获得时间	2013年8月29日	2013年6月20日	2013年8月29日	2016年4月21日	--	0.037
	补贴价格	0.015	0.01	0.002	0.01	--	
张家港华兴	-- 获得时间	--	--	--	--	2015年	0.026
	补贴价格	--	--	--	--	0.026	

资料来源：公司提供

总体看，公司安全管理到位，近年来无重大安全事故；公司各发电设施环保达标，所取得的相关补贴对公司盈利规模的补充作用明显。

7. 重要事项

经公司 2015 年第五次临时股东大会决议，同意永泰能源受让华电金泰、国利能源、桂清能源持有的公司合计 53.125% 股权，2015 年 3 月 26 日，华电金泰、国利能源、桂清投资分别与永泰能源签署股权转让协议，约定该次股权转让的交易价款以评估值为基础确定为合计 127,500 万元。经公司 2016 年第四次临时股东大会决议并经履行资产评估及备案、挂牌交易等程序，2016 年 1 月 15 日，国家开发投资公司与华瀛石化签署《产权交易合同》，约定华瀛石化受让国家开发投资公司持有的公司 36.875% 股权，交易价款以评估值为基础确定为合计 160,214.72 万元。2016 年 1 月 15 日，上海联合产权交易所出具《产权交易凭证（A1 类—挂牌类）》，确定该次产权交易行为符合交易的程序性规定。

2016 年 6 月 28 日，公司 2016 年第八次临时股东大会决议将股本增加至 100.00 亿元。其中，永泰能源认缴 44.94 亿元，出资额由 6.06 亿元增加至 51.00 亿元，华瀛石化认缴 45.46 亿元，出资额由 3.54 亿元增加至 49.00 亿元，根据中国民生银行股份有限公司北京什刹海支行 2016 年 6 月出具的《电子银行业务回单（收款）》，确认截至 2016 年 6 月 29 日，公司股东已以货币出资方式缴纳的新增注册资本 90.4 亿元。

由于发电企业经营业绩受煤炭市场价格变化以及国家电价调控的影响明显，为降低相关因素的影响程度，推动未来公司煤电一体化的整体经营思路，公司于 2016 年 6 月 30 日完成同一控制下的企业合并，以现金形式出资对同属于永泰能源控制下的三家矿业公司进行并购，并购成本合计 82.40 亿元。此次并购对象分别为呼伦贝尔天厦矿业有限公司（以下简称“天厦矿业”）、陕西亿华矿业开发有限公司（以下简称“亿华矿业”）和吉木萨尔县双安矿业有限公司（以下简称“双安矿业”），并购完成后，公司持股比例分别为 100.00%、70.00% 和 100.00%。上述三家矿业公司中亿华矿业和天厦矿业分别拥有陕西省靖边县海则滩井田和内蒙古自治区牙克石市瓦鲁区的探矿权，相关煤矿煤种均为优质动力煤，已探明动力煤保有储量分别达 11.45 亿吨（可采储量 7.20 亿吨）和 3.21 亿吨（可采储量 2.27 亿吨），公司已将上述煤矿探矿权委托太原市维源矿业权评估有限公司进行评估，评估价值分别为 56.41 亿元和 40.69 亿元⁶。

表 16 截至 2016 年 6 月末天厦矿业、亿华矿业和双安矿业财务数据简表（单位：万元）

项目	天厦矿业	亿华矿业	双安矿业
资产总额	400,835.88	588,282.24	28,018.91
流动资产合计	0.30	86,139.55	3,105.28
非流动资产合计	400,835.58	502,142.69	24,913.63

⁶ 陕西省靖边县海则滩井田和内蒙古自治区牙克石市瓦鲁区的探矿权价值均由太原市维源矿业权评估有限公司进行评估（太维探评字（2016）第 002 号、003 号），分别以 2016 年 4 月 30 日和 2015 年 12 月 31 日为评估价值基准日，评估服务年限分别为 85.66 年和 40.46 年，折现率分别为 7.95% 和 9.00%。

无形资产	397,987.22	465,420.15	14,805.53
负债合计	2,854.06	3,614.84	14,676.73
所有者权益合计	397,981.82	584,667.40	13,342.18
营业收入	--	--	--
净利润	-0.09	-11.99	-152.48

资料来源：公司提供

从财务结构看，公司所并购三家矿业公司的资产结构单一，均以无形资产为主，具体构成主要为探矿权。由于三家矿业公司均未实际开展业务，2016年1~6月均未产生营业收入，均呈亏损状态。

总体看，公司控股股东的变更对公司经营管理和业务运行状态的影响程度小；新股东永泰能源及其全资子公司华瀛石化的注资使公司债务结构和负债水平得以改善；所并购资产主要为探矿权，可为公司未来实现煤电一体化的经营思路奠定基础，但由于近年来国内煤炭价格波动幅度较大，加之探矿权转采矿权的办理周期较长，公司煤电一体化经营思路的实施尚存一定的不确定性。

8. 经营关注

(1) 随着国内经济发展进入新常态，经济增速从高速增长转为中高速增长，经济结构不断优化升级，以及替代能源的快速发展，传统火力发电行业易受冲击。

(2) 电力行业是支撑国民经济和社会发展的基础性产业，国家对电力行业发展较为重视，控制较严。若国家对电力行业政策有所调整，将对公司业务造成直接影响。

(3) 随着电力需求量的减少，公司在河南及江苏两省地区的发电设备利用小时数和发电量逐年减少，河南地区平均上网电价下降明显，公司的营业收入及盈利能力受到明显影响。

(4) 随着国家对环保要求的提高，各项环保政策的出台力度将逐步加大，公司的资本性支出和生产成本将可能进一步增加。

(5) 煤炭价格短期内回升明显，若价格继续上升，将对公司燃煤发电业务的盈利水平造成影响。

(6) 公司在建及拟建工程投资需求较大，未来面临一定的资本支出压力。

9. 未来发展

面对国内火力发电项目环保压力上升，煤炭价格波动，全国总用电量增速放缓，国民经济发展降速等不利局面，公司以“以效益为中心、以业绩为导向”的管理理念，积极从自身管理角度出发，合理布局产业发展方向，争取在2018年实现权益装机容量超2,000万千瓦的目标。

具体来看，公司将优先在东部经济发达省份和北方大中型以上城市、20万人口以上县城发展热电联产机组，新建及在运行的火电机组将力求与供热业务挂钩；公司将依托永泰能源的煤炭资源优势，有选择性地寻找符合“优先发电”条件的大型火电项目，重点在“蒙华铁路”沿线、特高压输电线路送出侧、负荷中心等处合理布置电源点，同时争取实施新建机组热电联产，以提高整体效益；公司将积极发展清洁能源项目，如水力发电等，在电网峰谷差大、峰谷电价差大的地区投资建设抽水蓄能发电项目；公司将择优发展燃气发电项目，力争2018~2020年实现国内燃机装机容量占国内燃机装机总量的12.90%~18.90%；公司将加强技术研究和实地调研，适度发展风电、光伏光热、生物质能（含垃圾发电）等非水电可再生能源项目。

在大力发展电力能源的同时，公司将进一步开展供热项目的建设；积极推进新增电网建设项目，与电网公司和地方政府合作成立混合所有制配售电公司；在分布式能源项目中争取得到政府扶持，通过开发燃气分布式冷热电三联供、分布式可再生能源和能源智能微网等方式实现多能互补和协同供应的目标。公司也将放眼海外，把握“一带一路”、“孟中印缅经济走廊”、“中巴经济走廊”等国

家电力巨大需求的发展契机，积极开拓海外市场。

总体看，公司面对传统火力发电受环保、煤炭价格波动以及用电需求量增速放缓的不利局面，积极开拓新能源市场机遇，合理布局未来产业结构，注重热电联产项目的建设，总体发展计划及目标明确，符合公司自身和当前经济及行业发展的需求，可行性较强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2013~2015 年、2016 年上半年财务报表经山东和信会计师事务所（特殊普通合伙）进行连续审计，并出具了标准无保留的审计意见；公司财务报表按照企业会计准则的要求编制。截至 2016 年 6 月末，永泰能源和华瀛石化共同持有公司全部股份，公司合并范围子公司 19 家。2016 年上半年，公司合并范围新增 5 家子公司，其中通过股权收购形式新增江苏永泰、通过同一控制下企业合并新增天厦矿业等 3 家子公司。公司审计报告为三年一期的连续审计报告，会计政策连续，同一控制下企业合并已进行会计追溯调整，上述合并范围变化对公司 2013~2015 年财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 324.11 亿元，负债合计 205.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）118.97 亿元，其中归属于母公司所有者权益 96.48 亿元。2015 年，公司实现营业总收入 72.38 亿元，净利润（含少数股东损益）10.57 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 22.58 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.51 亿元。

截至 2016 年 6 月末，公司合并资产总额 354.83 亿元，负债总额 222.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）132.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 109.30 亿元。2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 30.26 亿元，净利润（含少数股东损益）11.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.52 亿元；经营活动产生的现金流量净额 30.29 亿元，现金及现金等价物增加额 28.57 亿元。

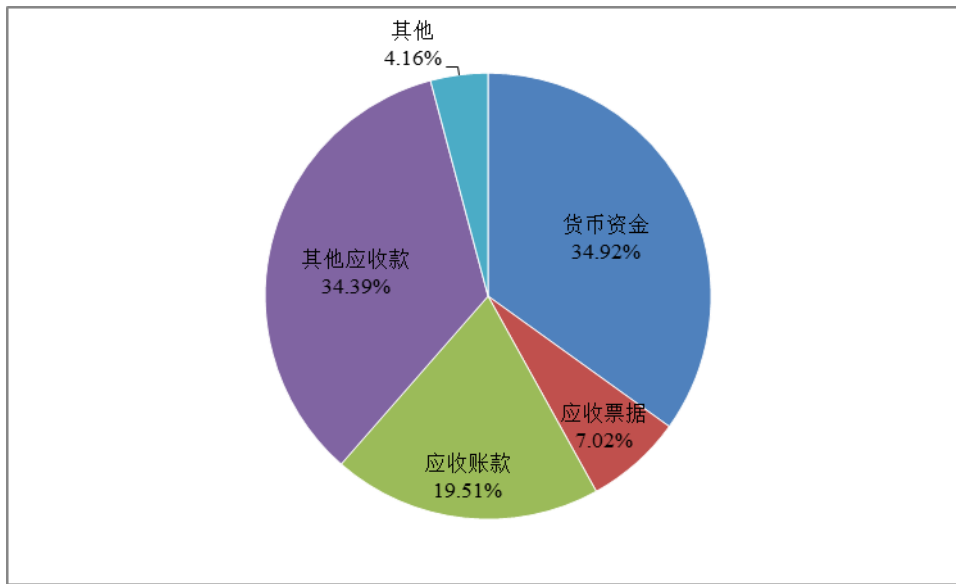
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额波动增长，年均复合增长 22.39%，主要系非流动资产大幅增长所致。截至 2015 年末，公司合并资产总额 324.11 亿元，较年初增长 53.55%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，流动资产和非流动资产占比分别为 15.14% 和 84.86%，资产构成以非流动资产为主，符合公司所处行业的一般特点。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 4.58%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。截至 2015 年末，公司流动资产合计 49.08 亿元，较年初增长 22.58%，主要来源于货币资金、应收票据和其他应收款的增长。公司流动资产主要由货币资金（占 34.92%）、应收票据（占 7.02%）、应收账款（占 19.51%）和其他应收款（占 34.39%）构成。

图3 截至2015年末公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金波动增长，年均复合增长3.83%。截至2014年末，公司货币资金13.17亿元，较年初下降17.16%，主要系公司偿付债务和利息使现金流出增加所致。截至2015年末，公司货币资金为17.14亿元，较年初增长30.13%，主要系公司融资需求上升、短期借款募集资金增加所致，其中银行存款占99.86%，无受限货币资金。

2013~2015年，公司应收票据逐年增长，年均复合增长1,490.09%。截至2015年末，公司应收票据3.45亿元，较年初增长4,335.85%，主要系公司客户以商业承兑汇票形式对历史往来款进行结算所致，当年末公司应收票据中，银行承兑汇票和商业承兑汇票分别占比5.33%和94.67%。

2013~2015年，公司应收账款波动减少，年均复合下降3.86%。截至2014年末，公司应收账款净额9.20亿，较年初下降11.20%，主要系2014年上网电价下调导致公司上网电费收入减少以致应收账款规模下降所致。截至2015年末，公司应收账款净额9.58亿，较年初增长4.08%，主要系应收供热款增加所致。从账龄来看，1年以内的应收账款余额占比99.43%，1~2年占比0.16%，3年及以上占比0.41%，公司应收账款主要集中在1年以内，平均账龄时间短，风险较小；公司应收账款前五名单位合计金额占比87.66%，集中度高。公司采用按信用风险特征组合计提坏账准备的方法，由于公司属发电企业，所发电能主要采用上网销售，业务客户主要为地方电力公司或国网系统内公司，相关发电收入均可保证稳定回收，故应收账款的坏账计提标准较低，截至2015年末，公司计提的应收账款坏账准备余额为0.04亿元，综合计提比例0.38%。

表17 2015年末金额前五名的应收账款情况（单位：万元、%）

债务人名称	账面余额	占比
国网河南省电力公司	46,700.59	48.59
江苏省电力公司	24,244.05	25.22
许昌禹龙发电有限责任公司	6,412.50	6.67
江苏利港电力有限公司	4,047.13	4.21
国电民权发电有限公司	2,850.00	2.97
合计	84,254.27	87.66

资料来源：公司提供

2013~2015年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长15.48%；截至2015年末，公司其他应收款16.88亿元，较年初增长26.27%，主要系往来款增加所致。2015年，公司其他应收款计提坏账准备1.28亿元，计提比例8.69%。公司其他应收款主要为往来款（占90.94%）和保证金（占5.30%）等。截至2015年末，公司前五大其他应收账款账面余额合计8.11亿元，占期末其他应收账款余额的48.06%，公司其他应收款集中度高。

表 18 2015 年末金额前五名的其他应收款情况（单位：万元、%）

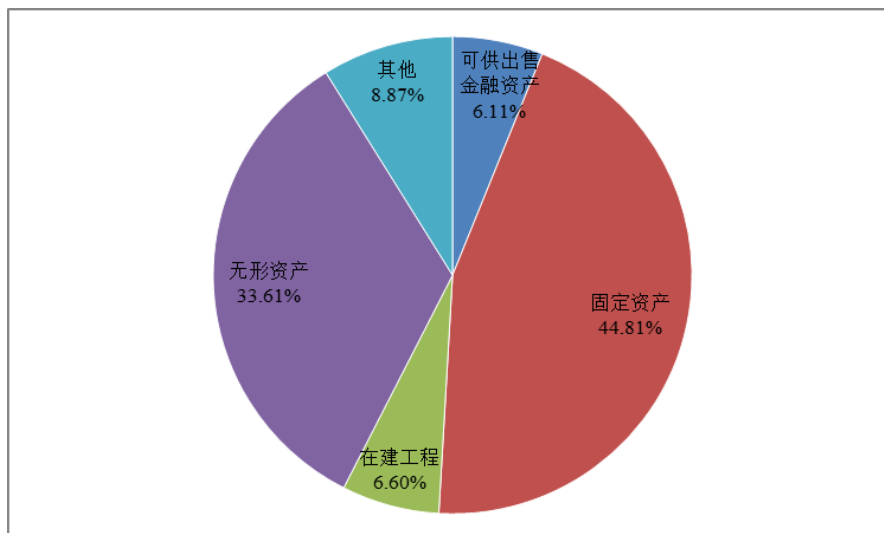
债务人名称	账面余额	款项性质	占其他应收款账面余额合计数的比例
郑州裕中煤业有限公司	36,351.92	往来款	21.54
商丘裕东发电有限责任公司	19,657.59	往来款	11.65
国网河南省电力公司	15,969.00	往来款	9.46
中国证券登记结算公司上海分公司	5,537.70	质押分红款	3.28
国银金融租赁有限公司	3,600.00	保证金	2.13
合计	81,116.21	--	48.06

资料来源：公司提供

非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长为26.64%，主要系无形资产规模扩大所致。截至2015年末，公司非流动资产合计275.03亿元，较年初增长60.80%，主要来自于在建工程和无形资产的增长。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占6.11%）、固定资产（占44.81%）、在建工程（占6.60%）和无形资产（占33.61%）构成。

图 4 截至 2015 年末公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2013~2015年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长18.03%。截至2014年末，公司可供出售金融资产账面价值为17.49亿元，主要为所持华夏银行股份有限公司（以下简称“华夏银行”）上市流通股（占比97.71%），当年可供出售金融资产账面价值较年初增长44.93%，主要系华夏银行上市流通股股价的上升所致；截至2015年末，公司可供出售金融资产账面价值为16.81亿元，较年初下降3.88%，主要系公司当年出售部分华夏银行股份有限公司上市流通股所致。

2013~2015年，公司固定资产规模逐年下降，年均复合下降4.25%。截至2015年末，公司固定资产账面价值123.23亿元，较年初下降3.67%。公司固定资产主要由房屋建筑物（20.51%）及机器设备（78.80%）构成。截至2015年末，公司发电设备（不含厂房、办公设施、运输设备等）累计折旧50.24亿元，发电设备成新率65.63%，设备成新率一般。

2013~2015年，公司在建工程快速增长，年均复合增长68.46%。截至2015年末，公司在建工程合计18.15亿元，较年初增长151.79%，主要系公司张家港华兴、沙洲电力二期等项目继续投入，以及新增陕西亿华海则滩等项目所致。公司在建工程项目主要包括沙洲电力二期、周口隆达在建工程、张家港华兴和陕西亿华海则滩项目等。

2013~2015年，公司无形资产快速增长，年均复合增长337.10%。截至2015年末，公司无形资产92.44亿元，较年初增加87.70亿元，主要系公司于2016年6月进行企业并购，获得原永泰能源下属天厦矿业、双安矿业和亿华矿业所属矿权，由于相关并购属同一控制下的企业合并，因此公司对2015年末无形资产规模进行追溯调整所致。公司无形资产主要为矿权（95.00%）、土地使用权（4.99%）和软件（0.01%）。

截至2016年6月末，公司合并资产总额354.83亿元，较年初增长9.48%，其中货币资金较年初增长166.71个百分点至45.71亿元，主要系公司长期借款、收到往来款增加所致。从资产结构来看，流动资产占比20.97%、非流动资产占比79.03%，与2015年相比流动资产占比上升5.83个百分点，但仍以非流动资产为主。

截至2016年6月末，公司所有权或使用权受到限制的资产共115.63亿元，占公司当期资产总额的32.59%，受限资产规模一般，对公司资产整体变现能力的影响一般。其中，受限货币资金0.20亿元，主要为银行定期存单及银行承兑保证金；应收账款7.78亿元，用于电费收费权质押；可供出售金融资产4.17亿元，为尚未解押的借款质押；固定资产55.38亿元，为公司融资租入、所有权受限；无形资产46.54亿元，用于借款抵押。

总体看，公司资产规模快速增长，资产构成以非流动资产为主；公司资产结构中，固定资产占比较高，固定资产以发电设备为主，装机容量大，运行水平较高，公司整体资产质量较好。

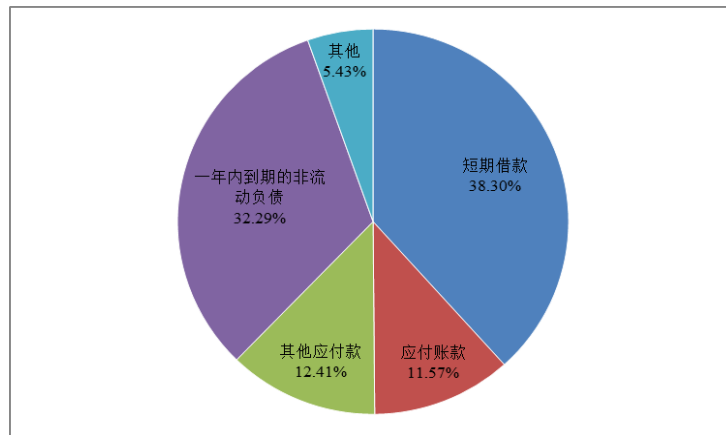
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015年，公司负债规模波动下降，年均复合下降2.75%。截至2015年末，公司负债总额205.14亿元，较年初增长0.97%。公司负债中，流动负债和非流动负债分别占34.80%和65.20%，以非流动负债为主。

2013~2015年，公司流动负债规模逐年下降，年均复合下降4.04%。截至2015年末，公司流动负债合计71.39亿元，较年初下降2.49%，流动负债主要以短期借款（占38.30%）、应付账款（占11.57%）、其他应付款（占12.41%）和一年内到期的非流动负债（占32.29%）为主。

图 5 2015 年末公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 4.09%。截至 2015 年末，短期借款余额 27.34 亿元，较年初增长 27.72%，主要系公司融资需求上升所致。公司短期借款中，保证借款占比 85.74%、质押保证借款占比 6.58%、信用借款占比 5.49%。

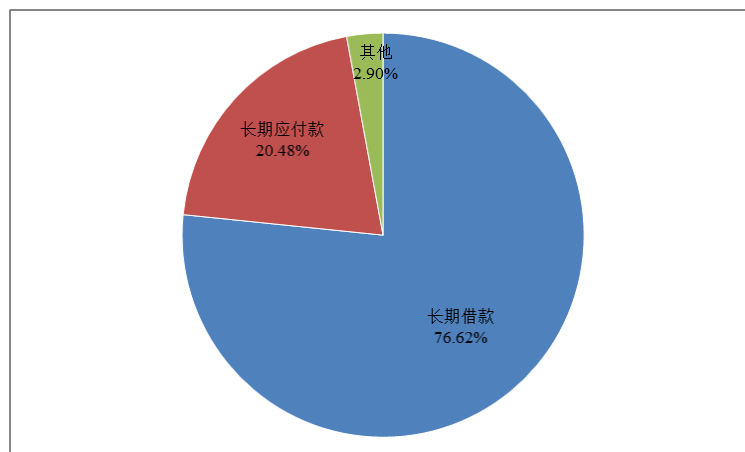
2013~2015 年，公司应付账款逐年减少，年均复合下降 19.86%。截至 2015 年末，公司应付账款 8.26 亿元，较年初下降 31.50%，主要系公司对裕中能源二期项目保证金及工程尾款的给付所致。

2013~2015 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 38.53%。截至 2014 年末，公司其他应付款 2.16 亿元，较年初下降 53.21%，主要系公司应付往来款项减少所致。截至 2015 年末，公司其他应付款 8.86 亿元，较年初增长 310.14%，主要包括转让华澳国际信托有限公司（以下简称“华澳信托”）股权所产生的预收款（占 56.77%）、往来款项（占 27.60%）和土地转让款（占 10.81%）。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 26.21 亿元、29.16 亿元和 23.05 亿元，年均复合下降 6.23%。截至 2015 年末，公司一年内到期的非流动负债较年初下降 20.93%，主要系一年内到期的长期借款减少所致；其中一年内到期的长期借款 12.72 亿元（占 55.18%），一年内到期的长期应付款 10.33 亿元（占 44.82%）。

2013~2015 年，公司非流动负债规模呈波动下降趋势，年均复合下降 2.03%。截至 2015 年末，公司非流动负债合计 133.75 亿元，较年初增长 2.92%，主要来自长期应付款的增加。公司非流动负债以主要由长期借款（占 76.62%）和长期应付款（占 20.48%）构成。

图 6 2015 年末公司非流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2013~2015年，公司长期借款规模逐年下降，年均复合下降6.25%。截至2015年末，公司长期借款102.48亿元，较年初下降1.54%，其中质押借款占比78.83%、质押抵押借款占比10.38%、质押保证借款占比9.04%。公司2017~2020年长期借款到期情况如下表所示，长期借款到期时间较为分散，公司长期借款的集中偿付压力一般。

表 19 2017~2020 年长期借款到期情况（单位：万元、%）

到期时间	金额	占比
2017 年	233,977.01	22.83
2018 年	248,996.63	24.30
2019 年	174,444.33	17.02
2020 年	137,451.26	13.41

数据来源：公司提供

2013~2015年，公司长期应付款逐年增长，年均复合增长16.32%。截至2015年末，公司长期应付款27.39亿元，全部为融资租赁款，较年初增长25.36%，主要系公司新增、扩建发电设施等资本性投资规模加大所致。

2013~2015年，公司全部债务规模逐年下降，年均复合下降3.20%。截至2015年末，公司全部债务规模合计为180.62亿元，较年初下降0.79%。公司债务中，短期债务占比28.10%，长期债务占比71.90%，短期债务占比较年初下降2.73个百分点。

从债务指标看，2013~2015年，公司资产负债率分别为100.24%、96.25%和63.29%；全部债务资本化比率分别为100.27%、95.83%和60.29%；长期债务资本化比率分别为100.38%、94.09%和52.19%，均呈逐年下降态势，其中2015年的三项指标均较年初大幅下降，下降幅度分别达32.96个百分点、35.54个百分点和41.90个百分点，大幅下降的主要原因系2016年6月，公司进行同一控制下的企业并购，并按照会计准则，对相关财务数据进行追溯调整，以致公司无形资产及资本公积规模明显扩大所致。

截至2016年6月末，公司合并负债总额222.67亿元，较年初增长8.55%，主要系短期借款和长期借款的增加所致。从负债结构来看，流动负债占比34.05%、非流动负债占比65.95%，较年初变化幅度小。截至2016年6月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为62.76%、59.92%和52.35%，分别较年初变化不大。

总体看，公司负债以非流动负债为主，负债结构与资产结构较为匹配。公司负债中短期借款、长期借款等刚性债务规模较大，整体债务负担偏重，但呈下降趋势。

所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益逐年增长，分别为-0.52亿元、7.92亿元和118.97亿元，其中2013年，公司所有者权益呈资不抵债状态；2014年末较年初增加8.44亿元，主要系公司可供出售金融资产公允价值变动使其他综合收益增加以及净利润增加所致；2015年公司所有者权益较年初大幅增加111.05亿元，主要系对2016年6月公司进行同一控制下企业合并的财务数据追溯调整，使得资本公积规模快速扩大所致。截至2015年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益占比81.10%，其中，股本占比9.95%，资本公积占比85.51%，未分配利润占比-6.39%。

截至2016年6月末，公司所有者权益132.15亿元，较年初增长11.08%。在所有者权益结构方面，归属于母公司所有者权益比重为82.70%，其中股本、资本公积、未分配利润占比分别为91.49%、0.28%和4.62%。

总体看，随着公司逐年盈利补亏及股东的增资，公司所有者权益规模逐年增长，截至 2016 年 6 月末，公司所有者权益稳定性强。

4. 盈利能力

2013~2015 年，受电力需求下降、电价下调影响，公司营业总收入逐年下降，分别为 89.69 亿元、79.30 亿元和 72.38 亿元，年均复合下降 10.16%。近三年，受益于煤炭价格持续下滑，公司营业成本年均下降幅度达 15.09%。2013~2015 年公司利润总额逐年增长，年均复合增长 89.36%；2015 年公司利润总额为 13.00 亿元，较上年增长 62.45%。同期，公司净利润逐年增长，年均复合增长 102.87%，其中归属于母公司的净利润逐年增长，年均复合增长 146.14%。2015 年，公司实现净利润 10.57 亿元，较上年增长 81.19%，其中归属于母公司的净利润 9.85 亿元，较上年增长 86.40%。

期间费用方面，2013~2015 年，公司费用总额持续下降，年均复合下降 8.07%。2015 年，公司费用总额为 13.00 亿元，主要由管理费用（占 30.07%）和财务费用（占 69.91%）构成。2013~2015 年，管理费用波动增长，年均复合增长 2.94%；2015 年管理费用为 3.91 亿元，较上年增长 18.54%，主要系人工费用增加所致。同期，财务费用持续下降，年均复合下降 11.75%；2015 年为 9.09 亿元，较上年下降 18.73%，主要系公司长期借款规模下降，公司整体利息支出规模下降。公司销售费用规模逐年下降，年均复合下降 74.51%；2015 年为 15.37 万元，较上年下降 73.29%。公司费用收入比分别为 17.15%、18.27%、17.96%，公司期间费用控制能力有待改善。

2013~2015 年，公司投资收益逐年增长，分别为-0.15 亿元、1.46 亿元和 2.18 亿元，主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益增加所致。2014~2015 年，公司投资收益分别占当期营业利润的 17.09%和 16.64%，投资收益对营业利润的贡献一般。

2013~2015 年，公司营业外收入波动增长，分别为 0.04 亿元、0.13 亿元和 0.12 亿元，主要为政府补助，营业外收入占当期利润总额的 1.06%，1.65%和 0.92%，对公司利润总额贡献程度不明显。

从盈利指标看，2015 年公司盈利指标同比均有所下降，总资产收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 7.52%、7.79%和 16.65%，分别较 2014 年下降 0.76 个百分点、0.63 个百分点和 141.12 个百分点，其中净资产收益率下降较大主要系公司净资产规模大幅增长所致。与同行业公司相比，公司盈利能力较强。

表 20 2015 年火力发电类上市公司盈利指标（单位：%）

证券/公司简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
华银电力	14.57	6.61	20.45
漳泽电力	7.51	5.76	22.64
福能股份	17.15	12.14	27.50
内蒙华电	6.69	6.36	7.98
华晨电力	16.65	8.43	34.32

资料来源：Wind 资讯，公司审计报告。

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，与本报告附表口径有一定差异。

2016 年 1~6 月，公司实现营业收入 30.26 亿元，利润总额 13.65 亿元，净利润 11.89 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 11.52 亿元。

总体看，受电力需求下降影响，公司近三年营业收入规模逐年下降，但受综合毛利率提升以及投资收益规模扩大等因素的带动，公司同期利润总额和净利润规模均大幅增长；较同行业相比，公司盈利能力较强。

5. 现金流

经营活动方面，2013~2015年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为39.60亿元、28.03亿元和22.58亿元。经营活动产生的现金流入持续减少，年均复合减少12.99%，分别为116.95亿元、95.82亿元、88.53亿元，主要系电力需求增速下降导致销售商品、提供劳务收到的现金减少所致；2013~2015年，公司实现经营活动产生的现金流出持续减少，年均复合减少7.66%，分别为77.35亿元、67.79亿元、65.95亿元，主要系电力需求增速下降、公司购买商品规模下降所致。从收入质量上看，公司的现金收入比分别为108.33%、109.02%、107.95%，收入实现质量较高。

投资活动方面，2013~2015年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-19.30亿元、-6.36亿元和-10.90亿元。投资活动产生的现金流入波动增长，年均复合增长60.11%，分别为4.54亿元、1.33亿元和11.63亿元，其中，2015年较上年增长幅度大，增幅达771.55%，主要系公司转让所持华澳信托的股权及出售华夏银行股票所致。2013~2015年，公司投资活动产生的现金流出量分别为23.84亿元、7.70亿元、22.53亿元，呈波动下降态势，年均复合减少2.79%，其中2015年投资活动产生的现金流出量较上年增加14.84亿元，主要系公司当年资本性投资规模较大所致。

筹资活动方面，2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-14.22亿元、-24.28亿元和-5.18亿元。筹资活动产生的现金流入波动增长，年均增长12.88%，分别为53.49亿元、47.19亿元、68.16亿元，主要系公司根据业务需要、调节融资规模所致。2013~2015年，公司筹资活动产生的现金流出分别为67.71亿元、71.47亿元、73.34亿元，年均增长4.08%，主要系公司偿还到期债务、偿付利息、分配股利所支付的现金增加所致。

2016年1~6月，公司经营活动产生的现金流量净额30.29亿元，较上年增加7.70亿元，主要系公司收到的往来款项大幅增加所致。同期，投资活动产生的现金流量净额-102.15亿元，流出规模较上年增加91.26亿元，主要系公司支付江苏永泰的股权收购款、合并天厦矿业等三家子公司支付现金所致。筹资活动产生的现金流量净额100.44亿元，主要系吸收股东增资现金所致。

总体看，公司经营活动现金流量净额呈下降趋势，但规模较大，公司经营活动产生的现金流较为充裕且收入实现质量维持在较高水平。但由于目前公司在建、拟建项目计划规模较大，且相关投资计划将于短期内予以实施，致使公司存在一定规模的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，公司流动比率分别为0.58倍、0.55倍和0.69倍，速动比率分别为0.54倍、0.51倍和0.66倍，均呈波动上升态势，主要原因为流动负债规模的缩小，近三年公司流动比率和速动比率均处于较低水平。2013~2015年，公司现金短期债务比分别为0.28倍、0.24倍和0.41倍，现金类资产对短期债务保护程度一般。2013~2015年，公司经营活动现金流动负债比率为51.07%、38.29%、31.63%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的保护程度较强但逐年下降。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015年，公司EBITDA逐年增长，分别为23.79亿元、26.34亿元和29.57亿元。公司EBITDA主要由利润总额（占43.98%）、折旧（占29.04%）、计入财务费用的利息支出（占26.54%）和摊销（占0.44%）构成，公司EBITDA质量较高。2013~2015年，公司EBITDA利息倍数分别为2.00倍、2.50倍和3.44倍，EBITDA对利息的保障能力有所增强，且处于较好水平。2013~2015年，公司EBITDA全部债务比分别为0.12、0.14和0.16倍，EBITDA对全部债务的保障能力一般。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2016年6月末，公司对外担保9.28亿元，占公司所有者权益的7.02%，被担保方均为联营

企业的控股子公司，公司担保代偿风险小。

表 21 2016 年 6 月末公司对外担保情况（单位：万元）

担保方	被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
沙洲电力	新密市恒业有限公司	23,000.00	2012.05.29	2027.05.28
沙洲电力	新密市恒业有限公司	23,000.00	2012.05.29	2027.05.28
华晨电力	新密市超化煤矿有限公司	28,800.00	2011.09.15	2026.09.14
华晨电力	新密市超化煤矿有限公司	18,000.00	2011.09.15	2019.09.14

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年 6 月末，公司无重大未决诉讼。

截至 2016 年 6 月末，公司已获得国家开发银行、中国建设银行、中国银行、中国邮政储蓄银行、国银租赁等 27 家机构的授信合计 404.71 亿元，未使用的授信额度合计 85.07 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的中征码为 1101000002521937 的中国人民银行《企业信用报告》，截至 2016 年 11 月 24 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司财务状况良好，短期偿债能力一般，长期偿债能力较强，考虑到公司注册资本于 2016 年增至 100 亿元，资产结构及债务负担明显好转，随着在建工程的建成投产，公司经营活动现金流有望保持持续稳定增长态势，公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 6 月末，公司债务总额 197.54 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 20 亿元，占公司全部债务总额的 10.12%，本次债券发债额度不大，对公司债务负担的影响不大。

以 2016 年 6 月末财务数据为基础，假设募集资金净额为 20 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.74%、62.21%和 55.55%，分别提高了 1.99 个百分点、2.29 个百分点和 3.21 个百分点，对公司负债水平及债务压力的影响不明显，同时本次债券发行后，部分资金将用于偿付已有债务及利息，本次债券对公司整体债务负担影响不大。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2015 年的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 29.57 亿元，为本次公司债券发行额度 20 亿元的 1.48 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高；2015 年经营活动产生的现金流入 88.53 亿元，为本次公司债券发行额度 20 亿元的 4.43 倍，对本次债券覆盖程度较高；2015 年经营活动现金净流量为 22.58 亿元，为本次公司债券发行额度 20 亿元的 1.13 倍，对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在装机容量、发电设备经济性运行状态、股东支持等方面所具备的优势；以及在建拟建电厂的装机容量规模较大，可为公司收入及盈利增长带来积极影响等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

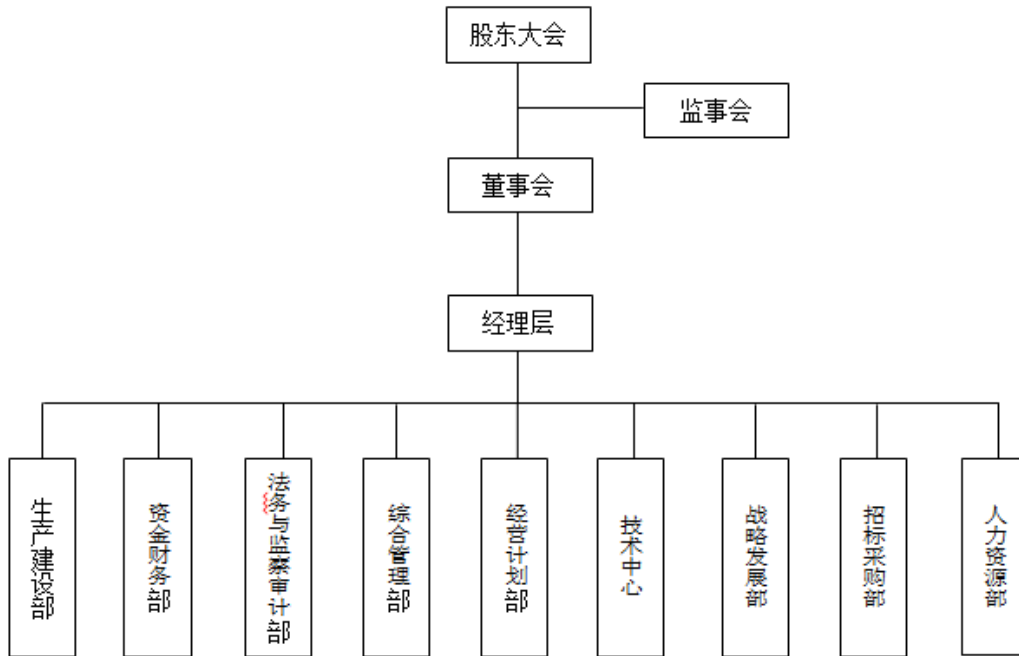
九、综合评价

公司作为以燃煤发电为主营业务的发电企业，在装机容量、发电业务经济性指标、股东支持等方面具备优势；公司目前盈利水平较高，经营活动现金流状况佳。同时，联合评级也关注到火电上网电价下调和公司债务负担较重等因素对公司信用水平所产生的不利影响。

未来随着公司在建、拟建的燃气发电机组及大容量燃煤发电机组投入运营，公司发电能力将大幅提升，收入及盈利水平将显著增长，综合竞争实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 华晨电力股份公司 组织机构图



附件 2 华晨电力股份公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 6 月
资产总额 (亿元)	216.37	211.08	324.11	354.83
所有者权益 (亿元)	-0.52	7.92	118.97	132.15
短期债务 (亿元)	55.92	56.12	50.75	52.35
长期债务 (亿元)	136.84	125.93	129.87	145.19
全部债务 (亿元)	192.76	182.05	180.62	197.54
营业收入 (亿元)	89.69	79.30	72.38	30.26
净利润 (亿元)	2.57	5.83	10.57	11.89
EBITDA (亿元)	23.79	26.34	29.57	--
经营性净现金流 (亿元)	39.60	28.03	22.58	30.29
应收账款周转次数 (次)	9.52	8.01	7.64	--
存货周转次数 (次)	21.93	19.38	20.79	--
总资产周转次数 (次)	0.41	0.37	0.27	0.09
现金收入比率 (%)	108.33	109.02	107.95	112.93
总资本收益率 (%)	7.16	8.29	7.52	--
总资产报酬率 (%)	6.97	8.43	7.79	--
净资产收益率 (%)	101.20	157.78	16.65	9.47
营业利润率 (%)	24.57	27.66	33.23	35.24
费用收入比 (%)	17.15	18.27	17.96	17.80
资产负债率 (%)	100.24	96.25	63.29	62.76
全部债务资本化比率 (%)	100.27	95.83	60.29	59.92
长期债务资本化比率 (%)	100.38	94.09	52.19	52.35
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.00	2.50	3.44	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.12	0.14	0.16	--
流动比率 (倍)	0.58	0.55	0.69	0.98
速动比率 (倍)	0.54	0.51	0.66	0.96
现金短期债务比 (倍)	0.28	0.24	0.41	0.95
经营现金流流动负债比率 (%)	51.07	38.29	31.63	39.95
EBITDA/本次发债额度 (倍)	1.19	1.32	1.48	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、公司长期应付款为应付融资租赁款，相关款项已计入长期债务进行相应分析。3、公司 2016 年上半年相关财务指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本次-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 华晨电力股份公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年华晨电力股份公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

华晨电力股份公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。华晨电力股份公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注华晨电力股份公司的相关状况，如发现华晨电力股份公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如华晨电力股份公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至华晨电力股份公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送华晨电力股份公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年十一月二十八日