跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1166 号

华晨电力股份公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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”
华晨电力股份公司公开发行的“16 华晨 01”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六月二十五日

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
公开发行公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 华晨 01	20 亿元	3 年	AA+	AA+	2017.6.22

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	430.43	481.33	494.88
所有者权益（亿元）	153.94	148.34	152.45
长期债务（亿元）	173.25	217.02	220.43
全部债务（亿元）	233.30	291.77	309.50
营业收入（亿元）	68.32	86.89	24.64
净利润（亿元）	18.40	2.67	7.26
EBITDA（亿元）	36.25	22.99	--
经营性净现金流（亿元）	21.78	18.02	14.36
营业利润率（%）	26.15	20.95	14.53
净资产收益率（%）	13.49	1.76	4.83
资产负债率（%）	64.23	69.18	69.19
全部债务资本化比率（%）	60.25	66.29	67.00
流动比率（倍）	0.88	0.94	0.92
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.08	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.40	1.72	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.81	1.15	--

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 2018 年一季度财务报表未经审计、财务指标未年化。3、公司长期应付款中融资租赁款已计入长期债务。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，华晨电力股份公司（以下简称“公司”或“华晨电力”）作为以火力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等方面保持较强优势。公司装机容量和主营业务收入均大幅增长，经营活动现金流状况佳。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到电煤采购价格大幅上升、债务负担较重以及受限资产占比较大等因素对公司信用水平所产生的不利影响。

未来，随着公司在建的发电机组投入运营，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。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”，同时维持“16 华晨 01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．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，保持国内领先水平。

2．公司装机容量大幅增长，同时公司在建发电项目装机容量较大且技术水平高，未来随着各项目的运行投产，公司整体装机规模和发电经济性水平将进一步提高。

3．跟踪期内，公司直供大客户电量大幅增长，直供电价因燃煤价格上涨而有所提升，对公司收入和利润水平形成支撑。

关注

1. 2017年，公司受电煤价格大幅上涨影响，公司主营业务盈利水平大幅下降。

2．公司在建发电项目规模较大，未来面临较大的资本支出压力。

3．公司其他应收款规模较大，对公司资金

形成一定占压。同时，受限资产规模较大且占资产总额比重较高，不利于公司资产流动性的保持。

4．2017年，公司债务大幅增长，同时公司债务负担较重，所产生的财务费用对公司利润的侵蚀明显。

分析师

王　越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

王文燕

电话：010-85172818

邮箱：wangwy@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：文燕

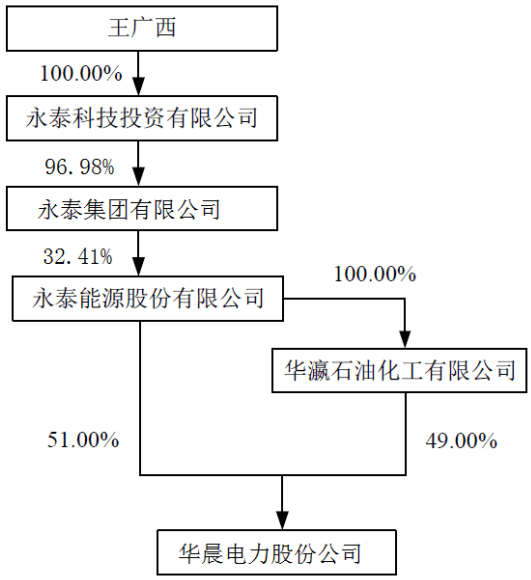
联合信用评级有限公司

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持股 21.00%、张家港市金城投资发展有限公司持股 20.00%、北方联合电力有限责任公司持股 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%。

经多次增资和股权转让后，截至 2018 年 3 月末，公司注册资本 100 亿元，总股本 100 亿股，其中永泰能源股份有限公司持有公司 51 亿股股份，持股比例 51%；华瀛石油持有公司 49 亿股股份，持股比例 49%。永泰能源股份有限公司为公司控股股东，实际控制人为王广西[1]。

图 1　截至 2018 年 3 月末公司股权控制关系图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围及部门设置未发生重大变动。截至 2018 年 3 月末，公司拥有在职员工 1,752 人。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 481.33 亿元，负债合计 332.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 148.34 亿元，其中属于母公司的所有者权益 114.48 亿元；2017 年，公司实现营业收入 86.89 亿元，净利润（含少数股东损益）2.67 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 18.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.01 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 494.88 亿元，负债合计 342.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 152.45 亿元，其中属于母公司的所有者权益 120.92 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 24.64 亿元，净利润（含少数股东损益）7.26 亿元，其中归属于母公司的净利润 7.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.79 亿元。

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

[1] 王广西系永泰能源的实际控制人

二、债券概况及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕2668 号文核准，公司获准公开发行 20 亿元公司债券（以下简称“本次债券”），已于 2016 年 12 月 9 日发行完毕，起息日为 2016 年 12 月 7 日。本次债券为 3 年期固定利率债券，债券票面利率 6.00%，采用单利按年计息，不计复利，已于 2016 年 12 月 21 日起在上海证券交易所挂牌交易，债券全称为“华晨电力股份公司 2016 年公司债券（第一期）”，简称为“16 华晨 01”，证券代码为“136875.SH”。

本次债券募集资金净额 19.80 亿元，截至 2017 年末，本次债券募集资金使用完毕，全部用于偿还到期借款。

公司已于 2017 年 12 月 7 日支付 2016 年 12 月 7 日至 2017 年 12 月 6 日期间的利息。

三、行业分析

1. 行业概况

我国电源结构以火力发电为主，近年来，受电力行业供给侧改革严控装机规模和淘汰落后产能的政策影响，火电装机容量增速明显放缓，加之非化石能源使用的政策性推广，非化石能源装机及发电量快速增长，我国电源结构持续优化。需求层面，2017 年受工业用电复苏、第三产业及城乡居民用电高速增长带动，全国全社会用电量同比增速较上年小幅增长。

自 2016 年 9 月起，国内煤炭价格持续上涨，进入 2017 年后，煤炭价格有所回落但整体煤炭价格较上年平均价格大幅上涨，受此影响，国内电力行业整体盈利水平较上年大幅下降，整体经营情况及财务指标均明显弱化。

总体看，我国火力发电装机容量较为稳定，新增装机容量增速放缓，但新能源机组容量占比及发电规模大幅增长。由于煤炭价格保持高位，国内电力行业企业的整体经营情况及财务状况均明显弱化。

2. 电力行业运行状况

受电力行业供给侧改革严控装机规模和淘汰落后产能的政策影响，停建和缓建了一批煤电落后产能，我国全口径装机容量及火电装机容量增速均明显放缓。截至 2017 年底，全国全口径发电装机容量 17.8 亿千瓦，同比增长 7.6%，同比增速降低 0.6 个百分点；其中，火电装机容量 11.0 亿千瓦，同比增长 4.3%，同比增速降低 1.0 个百分点；火电装机容量占比 62.2%，同比下降 2.00 个百分点；非化石能源发电装机容量 6.9 亿千瓦，占总发电装机容量的比重为 37.8%，同比提高 2.1 个百分点。全国新增发电装机容量 1.34 亿千瓦，其中，火电年内新增装机 3,855 万千瓦，同比减少 142 万千瓦；新增非化石能源发电装机 8,988 万千瓦，均创历年新高；新增水电装机 1,287 万千瓦，其中，抽水蓄能 200 万千瓦；新增并网风电装机 1,952 万千瓦；新增并网太阳能发电装机 5,338 万千瓦，同比增加 2,167 万千瓦，其中 82.4%的新增装机集中在东、中部地区，同比提高 19.6 个百分点。

在发电机组有效利用程度方面，受电力消费较快增长、水电发电量低速增长等多因素综合影响，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 4,209 小时，同比增长 23 小时；水电 3,579 小时，同比减少 40 小时。受国家对非化石能源推广力度的不断加大，非化石能源的设备利用小时数明显增加，其中全国并网风电设备利用小时 1,948 小时，同比提高 203 小时；全国并网太阳能发电设备利用小时 1,204 小时，同比提高 74 小时；其中，西北区域风电、太阳能发电设备利用小时分别提高 380 小时和 146 小时；核电设备利用小时 7,108 小时，同比提高 48 小时。

从发电量看，2017 年，我国实现全口径发电量 64,179 亿千瓦时，同比增长 6.5%，其中火电发电量 45,513 亿千瓦时，同比增长 5.2%，占全国发电量的 70.92%，比上年下降 0.68 个百分点；水电发电量 11,945 亿千瓦时，同比增长 1.7%，占全国发电量的 18.61%，比上年下降 1.10 个百分点；核电、并网风电以及并网太阳能发电量占比均较上年有不同程度提高。

国内电力消费方面，2017 年，受工业用电复苏、第三产业及城乡居民用电高速增长带动，全国全社会用电量 63,077 亿千瓦时，同比增长 6.6%，增速同比提高 1.6 个百分点；其中，第一产业用电量 1,155 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业 44,413 亿千瓦时，同比增长 5.5%；第三产业 8,814 亿千瓦时，同比增长 10.7%；城乡居民生活 8,695 亿千瓦时，同比增长 7.8%。第三产业和城乡居民生活用电量提升明显，国家经济结构调整效果明显，工业转型升级步伐加快，拉动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。

总体看，随着 2016 年开始的停建缓建政策，我国火电装机容量增速出现了一定程度的下降，同时，随着 2017 年宏观经济的好转，电力需求增速有所上升，有利于电力行业供需格局改善。

3. 电煤价格

受煤炭行业去产能政策的影响，2017 年，煤炭价格同比大幅上升，但环比相对稳定，整体呈波动下降趋势。其中，2017 年环渤海动力煤（Q5500K）的综合平均价格指数周均价格为 585.31 元/吨，较上年大幅增长 27.36%。受此影响，火力发电企业成本控制压力明显加大，并使得国内整体电力行业盈利水平和盈利规模明显下降。

总体看，2016 年供给侧改革之后，煤炭价格大幅上升，2017 年，煤炭价格高位波动且周均价格较上年大幅增长，电力行业企业整体经营情况及财务指标均明显弱化。

4. 燃煤电价

2016 年以来受动力煤价格连续上涨影响，煤电企业盈利空间不断受到挤压，但 2017 年初国家发改委表示，根据煤电价格联动计算公式测算，2017 年煤电标杆上网电价全国平均应上涨每千瓦时 0.18 分钱（未达每千瓦时 0.20 分钱调整线），全国煤电标杆上网电价故此未作调整。进入 2017 年后，国内煤价维持高位运行，同时受直购电试点展开（以山东省电改方案为例，2017 年参与市场交易的用电量计划达全省用电量的 30%），火电企业受煤企和市场化用户两头挤压，盈利能力进一步减弱，火电企业全面亏损。此情形下，国家发改委发于 2017 年 6 月下发《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，通知中称，自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆电价。

总体看，2017 年国内燃煤上网电价小幅增长。

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情况

政策名称	颁布单位	主要内容	实施时间
《电力发展“十三五”规划》	国家能源局	在“十三五”期间，我国将进一步扩大风电、光伏发电等清洁能源的装机规模；计划于 2020 年，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内，并将我国太阳能发电总装机容量提高至 1.1 亿千瓦，其中计划新增太阳能发电设施装机容量 680MWp，且其中主要以分布式光伏发电项目为主。	2016 年 11 月

《关于有序放开发电计划的通知》	发改委、能源局	加快组织发电企业与购电主体签订发购电协议（合同）、逐年减少既有燃煤发电企业计划电量、规范和完善市场化交易电量价格调整机制、有序放开跨省跨区送受电计划、允许优先发电指标有条件市场转让、参与市场交易的电力用户不再执行目录电价以及采取切实措施落实优先发电、优先购电制度等十个方面。	2017 年 3 月
《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	国家发改委	要求加快煤炭中长期合同的签订，并严格履行。 通知明确，4 月中旬前完成合同签订工作，确保签订的年度中长期合同数量占供应量或采购量的比例达到 75%以上。4 月起，每月 15 日前将合同履行情况上报国家发改委，确保年履约率不低于 90%。	2017 年 4 月
《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》	国家发改委	自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，同时将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价。	2017 年 6 月
《关于推进供给侧结构性改革防范化解煤电产能过剩风险的意见》	发改委等 16 部委	“十三五”期间，全国停建和缓建煤电产能 1.5 亿千瓦，淘汰落后产能 0.2 亿千瓦以上，实施煤电超低排放改造 4.2 亿千瓦、节能改造 3.4 亿千瓦、灵活性改造 2.2 亿千瓦，全国煤电装机规模控制在 11 亿千瓦以内。	2017 年 8 月
《关于印发 2017 年分省煤电停建和缓减项目名单的通知》	发改委、能源局	涉及停建项目 35.2GW 和缓建项目 55.2GW，列入停建范围的项目要坚决停工、不得办理电力业务许可证书，电网企业不予并网，而里列入缓建范围的项目，原则上 2017 年内不得投产并并网发电。	2017 年 9 月

资料来源：联合评级整理

总体看，清洁能源结构占比和传统发电模式清洁化改造程度的提高，是我国政府对发电行业发展的政策导向重点，此外，现阶段我国政府通过加快电网络建设、化解过剩产能及电力市场改革等举措，积极化解我国电力供需不平衡以及火电产能相对过剩情况，可保证我国电力行业的稳定、向好发展。

6. 行业关注

（1）宏观经济波动对发电力需求侧影响

电力生产行业具有相当强的周期性。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）电煤价格波动影响火电企业稳定经营

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。2017 年煤炭价格高位运行，火电行业成本上升，对火电企业盈利空间形成挤压。

（3）淘汰落后机组影响规模较小发电企业运营

经过近年持续的快速扩张，我国的电力紧缺局面已经得到明显改善，但由此带来的煤电产能相对过剩局面逐步显现。同时随着环保政策趋严，国家对能耗高、污染重的落后煤电机组的要求越来越严格，对于平均装机规模较小的发电企业，存在较大的关停淘汰风险。

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”和“售电侧改革”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。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理制度连续，未发生明显变化。公司部分董事及高级管理人员调整：2017 年，公司监事王冬顺、韩利兵辞去监事职务。公司财务总监刘贞辉辞去财务总监职务。

经第六届九次董事会会议，杨东力被任命为公司副总经理；经第六届第三次监事会会议审议，选举崔海良为公司监事会副主席；经 2017 年 7 月 11 日职工代表大会，选举王敏为公司职工监事；经六届二十八次董事会会议，聘任董守海为公司副总经理兼财务总监。

总体看，跟踪期内，公司高层管理团队未发生重大调整，同时公司管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2017 年，公司实现营业收入 86.89 亿元，同比增长 27.19%，主要系燃煤机组装机容量大幅增长，带动发电量大幅增长所致。其中，主营业务收入占营业收入 99.18%，公司主营业务突出。由于燃料价格大幅上涨，公司实现净利润同比下降 85.52%至 2.67 亿元。

公司主要发电业务由燃煤发电业务、燃气发电业务和新能源发电业务构成。2017 年，由于燃煤发电业务收入大幅增长，主要发电业务收入同比增长 22.09%至 78.88 亿元。其中，公司燃煤发电业务实现收入 65.42 亿元，较上年增长 19.82%，主要系公司新建燃煤机组逐步投产，装机容量大幅增长所致；同期，燃煤发电业务收入占主要发电业务收入的比重小幅下降。燃气发电业务实现收入 12.80 亿元，同比增长 36.17%，主要系公司获批燃气机组利用小时数大幅增长所致；同期，燃气发电业务收入占比小幅增长至 16.23%。新能源发电业务实现收入 0.66 亿元，较上年增长 8.20%；新能源发电业务规模仍较小。

表 2　公司主要发电业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2016 年			2017 年			收入变动率	毛利率变动
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
燃煤发电	54.60	84.51	30.78	65.42	82.94	18.43	19.82	-12.35
燃气发电	9.40	14.55	11.41	12.80	16.23	13.36	36.17	1.95
新能源发电	0.61	0.94	67.21	0.66	0.84	83.43	8.20	16.22
合计	**64.61**	**100.00**	**27.94**	**78.88**	**100.00**	**18.15**	**22.09**	**-9.79**

资料来源：公司提供

从发电业务各类型业务毛利率来看，2017 年，受电煤价格大幅上涨的影响，燃煤发电业务毛利率同比下降 12.35 个百分点至 18.43%。天然气发电业务毛利率为 13.36%，较上年提高 1.95 个百分

点，主要系公司加强生产管理，燃气机组发电气耗下降所致。2017 年，新能源发电业务毛利率为83.43%。综合以上因素，公司发电业务毛利率 18.15%，较上年下降 9.79 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 24.64 亿元，较上年同期增长 43.02%，主要系发电量增加所致；实现净利润 7.26 亿元，较上年增加 7.19 亿元，主要系出售华昇资产管理有限公司（以下简称“华昇资管”）股权所致。

总体看，跟踪期内，随着新建机组逐步投产，公司燃煤装机容量大幅增长，带动公司营业收入规模大幅增长，但由于电煤价格大幅上涨，公司主要发电业务综合毛利率和利润规模大幅下降。

2. 发电业务

公司主要发电方式包括燃煤发电和燃气发电。

（1）装机规模

跟踪期内，张家港沙洲电力有限公司（以下简称“沙洲电力”）两台 100 万千瓦机组以及周口隆达发电有限公司（以下简称“周口隆达”）两台 66 万千瓦机组投产。截至 2018 年 3 月末，公司正在运营的发电总装机容量 812.09 万千瓦，较 2017 年初大幅增长 69.13%，主要分布在河南、江苏两省，包括燃煤机组总装机容量 728 万千瓦（四台 100 万千瓦以上燃煤机组）、燃气机组总装机容量 78 万千瓦、光伏发电总装机容量 6.09 万千瓦；在建的总装机容量 300 万千瓦，包括张家港华兴电力有限公司（以下简称“张家港华兴”）两台 40 万千万燃煤机组，国投南阳发电有限公司（以下简称“国投南阳”）两台 100 万千瓦燃煤机组，丹阳华海电力有限公司（以下简称“丹阳华海”）两台 10 万千瓦燃气机组。

总体看，随着新建机组逐步投产，燃煤机组装机容量大幅增长。公司发电机组主要为燃煤机组，且平均装机容量较大，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郑州裕中能源有限责任公司、张家港沙洲电力有限公司、周口隆达发电有限公司。

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，上报且经公司比价平台确认价格合理后予以批准采购。在采购结算方面，下属电力企业的煤炭采购一般采用先货后款方式结算，账期一般为 30 天左右，主要通过火运及船运方式进行运输。

2017 年，由于公司燃煤发电量大幅增长，标煤采购量同比增长 13.79%至 612.68 万吨。从采购价格看，由于 2017 年煤炭价格处于高位运行，使得公司全年平均煤炭采购价格同比大幅增长。

表 3　煤炭采购指标（单位：万吨、元/吨、%）

指标	2016 年	2017 年	变动率
标煤采购总量	538.41	612.68	13.79
标煤采购平均单价	504.73	668.63	32.47

资料来源：公司提供。
注：标煤采购平均单价含运费

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，其中包括神华销售集团华东能源有限公司、郑州煤电股份有限公司等大型供煤集团，供应商相对稳定。2017 年，公司从前五大供应商采购煤炭占比为 62.86%，较为集中，但考虑煤炭作为大宗商品，煤炭资源较容易获取，不存在对某一供应商的依赖。

总体看，公司煤炭供应商以大型供煤集团为主，煤源供应稳定。受年内电煤价格较上年同期大幅上涨影响，公司发电成本增幅较大，挤压燃煤发电业务利润空间。

电力生产和销售

2017 年，公司发电设备利用小时数同比增加 103.00 个小时至 4,410 小时。同时受公司装机容量大幅增长影响，公司发电量为 252.80 亿千瓦时，同比增长 23.61%；售电量为 240 亿千瓦时，同比增长 23.64%。

2017 年，公司平均上网电价同比小幅上涨。其中，江苏省平均上网电价较上年上涨 0.0206 元/千瓦时至 0.4218 元/千瓦时。

2017 年，公司综合厂用电率及供电标准煤耗较上年小幅下降，分别为 4.92%和 297.30 克/千瓦时，机组效率水平有所提升。

表 4　公司发电指标[2]（单位：亿千瓦时、小时、克/千瓦时、元/千瓦时、%）

指标		2016 年	2017 年	变动率	变动值
发电量	河南	114.14	114.42	0.25	--
	江苏	90.37	138.39	53.14	--
	合计	**204.51**	**252.80**	23.61	--
售电量	河南	107.68	107.83	0.14	--
	江苏	86.43	132.17	52.92	--
	合计	**194.11**	**240.00**	23.64	--
发电设备平均利用小时		4,307.00	4,410.00	--	103.00
综合厂用电率		5.15	4.92	--	-0.23
供电标准煤耗		302.12	297.30	--	-4.82
平均上网电价	江苏	0.4012	0.4218	--	0.0206
	河南	0.3584	0.3608	--	0.0024

资料来源：公司提供
注：上述数据为华晨电力股份公司全部发电指标，包含燃煤发电、燃气发电和光伏发电。

总体看，2017 年，公司发电设备利用小时数、发电量和售电量均同比大幅增长，带动公司燃煤发电的收入规模大幅提升；平均上网电价小幅增长；供电煤耗及厂用电率小幅下降，机组效率水平提升。

大用户直供

2017 年，公司加大对大用户直供力度，当年大用户直供电量为 116.17 亿千瓦时，同比大幅增长 194.32%。由于煤炭价格大幅上涨，带动江苏、河南两省的市场交易（大用户直供）电价小幅上涨，公司大用户直供平均电价为 0.3593 元/千瓦时，同比增长 5.27%。综合以上因素，公司大用户销售收入 35.67 亿元，较上年增长 209.64%。

表 5　公司大用户直供电情况（单位：元/千瓦时、亿千瓦时、亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	变动率
平均价格	0.3413	0.3593	5.27
供电量	39.47	116.17	194.32
销售收入	11.52	35.67	209.64

资料来源：公司提供

[2]此为公司口径数据，包含各发电类型，其中燃煤发电为公司主要发电类型。

总体看，2017 年，公司加大对大用户直供力度，同时公司大用户直供平均价格小幅提升，带动大用户直供销售收入同比大幅增长，对公司燃煤发电业务收入及盈利水平有较强的支撑作用。

（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，下属企业所用天然气主要通过中国石油天然气股份有限公司西气东输销售分公司供应，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，由于天然气价格上涨，使得公司采购价格同比增长 7.00%至 2.14 元/立方米。从采购量上看，受公司 2017 年天然气发电量较上年大幅增长影响，使得当年天然气采购量较上年增长明显。

表 6　天然气采购量（单位：亿立方米、元/立方米、%）

指标	2016 年	2017 年	变动率
天然气采购量	3.32	4.94	48.80
采购价格	2.00	2.14	7.00

资料来源：公司提供

总体看，2017 年天然气发电量增长带动天然气采购量大幅上涨，同时由于天然气市场价格上涨，带动公司采购价格上涨，不利于公司的成本控制。

燃气发电及销售

2017 年，由于公司获批天然气发电小时数大幅增长，公司发电设备平均利用小时同比增长 50.30%至 3,308 小时，带动公司燃气发电量和上网电量分别同比增长 50.32%和 50.30%，分别为 25.81 亿千瓦时和 25.31 亿千瓦时。2017 年，公司燃气发电销售价格未发生变动。

表 7　燃气发电指标（单位：亿千瓦时、小时、元/千瓦时）

指标	2016 年	2017 年
发电量	17.17	25.81
上网电量	16.84	25.31
发电设备平均利用小时	2,201	3,308
平均上网电价	0.5750	0.5750

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，由于公司获批天然气发电小时数增长，燃气发电量和燃气发电收入均同比大幅增长。

（4）光伏发电

截至 2017 年末，公司光伏发电总装机容量合计为 6.09 万千瓦，权益装机容量为 5.00 万千瓦，较上年均小幅增长。

2017 年，随着公司光伏发电总装机规模以及设备利用小时数小幅增长，公司光伏发电量合计 7,705.92 万千瓦时，较上年增长 8.41%。公司光伏发电平均售电价格为 1.0125 元/千瓦时，较为稳定。

表 8　光伏发电情况（单位：万千瓦时、元/千瓦时、%）

项目	2016 年	2017 年	变动率
总装机规模	6.00	6.09	1.50
权益装机规模	4.92	5.00	1.63

发电量	7,108.16	7,705.92	8.41
平均售电价格	1.0126	1.0125	-0.01

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，随着公司光伏发电总装机规模以及设备利用小时数小幅增长，发电量有所增长；平均售电价格未发生变动。

3. 经营效率

由于公司装机容量以及发电量大幅增长，带动主营业务收入大幅增长，公司结算周期未变动，导致应收账款较上年小幅增长，2017 年公司应收账款周转次数、总资产周转次数均同比有所增长，分别为 6.86 次（上年为 6.31 次）、0.19 次（上年为 0.18 次）。由于 2017 年公司电煤采购规模增加和煤炭价格上涨，导致存货同比增长，公司存货周转次数较年初有所下降，为 20.57 次（上年为 22.82 次）。

总体看，公司经营效率除存货周转次数以外均有所增长，整体经营效率一般。

4. 在建项目

在建项目方面，2018 年一季度，周口隆达的 2×66 万千瓦逐步投产。截至 2018 年 3 月底，公司在建项目总投资 94.47 亿元，总装机容量 300 万千瓦，分别为国投南阳项目的 2×100 万千瓦超超临界机组，张家港华兴二期项目的 2×40 万千瓦级燃机热电联产机组，丹阳华海项目的 2×10 万千瓦级燃机热电联产机组，均计划于 2019 年 12 月投产。其中，丹阳华海项目拟于 2018 年 10 月开工。

截至 2017 年末，公司已完成在建项目投资 20.75 亿元，待投资规模 73.72 亿元，整体待投资规模大。其中，2018 年公司计划投资总额 42.84 亿元，投资规模较大，公司将面临较大的资本支出压力。

表9　截至2018年3月底公司在建工程情况（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	截至 2017 年累计投资总额	2018 年计划投资总额
在建	国投南阳项目	2×100	2015.12	2019.12	是	自建	55.91	15.76	29.46
	张家港华兴二期	2×40	2018.03	2019.12	是	自建	27.55	4.99	8.93
	丹阳华海项目	2×10	2018.1	2019.12	是	自建	11.01	--	4.45
合计							94.47	20.75	42.84

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，公司整体装机规模和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。

5. 重大事项

为响应供给侧结构性改革政策，强化公司能源主业，精简非实业投资，优化产业布局，提升核心竞争力。

2018 年 1 月，公司将华昇资管 100%股权全部转让。截至 2018 年 3 月底，公司已收到上述全部转让价款。华昇资管 100%股权已在中国（上海）自由贸易试验区市场监管局办理完成了股权过户相关的工商备案手续。

6. 经营关注

（1）燃料采购成本上升的风险

公司电力销售业务收入占营业收入的比重很高，且主要为煤电，因此，盈利水平受燃料价格影响较大。若燃料价格大幅上涨，公司发电成本压力将增大，而上网电价因国家政策因素无法相应进行大幅调整，公司盈利水平将下降。

（2）安全和环保风险

电力生产对安全和管理要求较高。若因人员操作失误、设备和技术等因素影响发生安全事故，可能造成经济损失和人员伤亡，并对公司的正常生产经营造成不利影响。随着国家对环保重视程度的提高，环保标准日益严格，给公司经营管理带来一定压力。

（3）资本性支出压力大，存在收益不及预期风险。

公司有较大规模在建项目，投资主要依靠公司自有资金及银行融资，大规模的资本支出将进一步加重公司的财务负担，此外，部分地区电力供应相对过剩，电力企业竞争压力较大，对公司项目建成后收益和整体盈利水平造成不利影响。

7. 未来发展

公司在燃煤发电的基础上，加快电源结构调整，提升燃气发电、风电、水电、太阳能等新能源业务收入。同时，公司计划搭建一体化经营平台，实现煤电联动协同效应，保证原材料长期供应，增强能源板块抗风险能力。

公司依靠煤炭资源优势，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。同时，公司将积极发展清洁能源项目，如水力发电等。

总体看，公司将积极开拓新能源业务，合理布局未来产业结构，一定程度降低公司的经营风险。公司在电力行业经营时间较长，具有丰富的电力运营经验，可行性较强。

六、财务分析

公司 2017 年财务报表经山东和信会计师事务所（特殊普通同伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照企业会计准则的要求编制。从合并范围来看，2017 年公司合并范围内包括 45 家子公司，较上年变动较大。其中，新增非同一控制下企业合并主体 1 家、同一控制下企业合并主体 2 家、新设子公司 14 家，处置子公司 1 家。新纳入合并范围的主体的合计资产规模与利润规模较小，因此对公司财务数据的可比性影响较小，同时公司会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 481.33 亿元，负债合计 332.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 148.34 亿元，其中属于母公司的所有者权益 114.48 亿元；2017 年，公司实现营业收入 86.89 亿元，净利润（含少数股东损益）2.67 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 18.02 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.01 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 494.88 亿元，负债合计 342.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 152.45 亿元，其中属于母公司的所有者权益 120.92 亿元；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 24.64 亿元，净利润（含少数股东损益）7.26 亿元，其中归属于母公司的净利润 7.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.79 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年末，公司资产总额 481.33 亿元，较年初增长 11.83%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占比为 22.59%，非流动资产占比为 77.41%，资产结构较年初变动不大。

流动资产

截至 2017 年末，公司流动资产为 108.72 亿元，较年初增长 20.69%，主要系持有待售资产增加所致。流动资产主要由货币资金（占 21.40%）、应收账款（占 12.16%）、预付款项（占 6.94%）、其他应收款（占 20.05%）、持有待售资产（占 27.00%）和其他流动资产（占 6.30%）构成。

截至 2017 年末，公司货币资金为 23.26 亿元，较年初增长 18.66%，主要系公司营业收入大幅增长且回款情况良好所致。其中，货币资金中受限部分为 6.21 亿元，占货币资金总额 26.70%，主要为保证金受限，受限比例一般。

截至 2017 年末，公司应收账款账面价值为 13.22 亿元，较年初增长 10.13%，主要系公司 2017 年上网电量较上年同期增长，导致对河南省电力公司和江苏省电力公司的应收电费增加所致。其中，公司应收账款全部按信用风险特征组合计提坏账准备。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占应收账款期末余额的 7.63%，主要集中于 1 年以内（占 55.27%）和 1~2 年（占 40.81%）。截至 2017 年底，公司已累计计提应收账款坏账准备 0.06 亿元，计提比例为 0.46%。

截至 2017 年末，公司预付款项 7.54 亿元，较年初增长 226.94%，主要系公司预付煤炭采购款增加所致。

截至 2017 年末，公司其他应收款为 21.79 亿元，较年初下降 53.33%，主要系公司加强对往来款回收力度所致。公司累计计提其他应收账款坏账准备 0.64 亿元，计提比例 2.85%。公司其他应收款主要为关联方往来款（占 63.39%）、往来款（占 17.39%）和保证金（占 11.05%）等。从集中度来看，截至 2017 年末，公司其他应收账款前五名账面余额总计 19.39 亿元，占比为 86.44%，集中度较高，考虑前五名客户主要为矿业公司。目前煤炭价格企稳，煤炭企业盈利能力改善，其他应收款回收风险较低。

2017 年，公司新增持有待售资产 29.35 亿元，其中持有待售资产主要为华昇资管相关资产（占 99.12%）。其中，华昇资管相关资产公允价值为 15.30 亿元，预计处置时间为 2018 年 1 月。2018 年一季度，公司已出售华昇资管股权。

截至 2017 年末，公司其他流动资产为 6.85 亿元，较年初增长 44.54%，主要系公司利用闲置资金购买短期理财产品所致。

非流动资产

截至 2017 年末，公司非流动资产总计 372.61 亿元，较年初增长 9.48%，主要系固定资产增加所致。非流动资产主要由长期股权投资（占 9.89%）、固定资产（占 50.76%）、在建工程（占 6.58%）和无形资产（占 24.28%）构成。

截至 2017 年末，公司长期股权投资为 36.85 亿元，较年初减少 1.87%。

截至 2017 年末，公司固定资产账面价值为 189.15 亿元，较年初增长 60.20%，主要系公司在建工程转固所致。其中，公司固定资产主要由机器设备（占 84.95%）和房屋建筑物（占 14.89%）构成。公司固定资产累计折旧 74.06 亿元，固定资产成新率为 66.82%，成新率一般。

截至 2017 年末，公司在建工程为 24.53 亿元，较年初下降 63.00%，主要系完工项目转固所致。公司在建工程主要为国投南阳电厂项目、周口隆达等发电项目。其中，周口隆达项目已于 2018 年一季度投产且转入固定资产。

截至 2017 年末，公司无形资产为 90.45 亿元，较年初减少 2.67%。其中，公司无形资产主要由

土地使用权（4.53%）和探矿权（占 95.45%）构成。

截至 2017 年末，公司受限资产合计 286.05 亿元，受限资产规模较大。其中，受限资产主要由融资租入以及借款抵押的固定资产（占 70.95%）构成。公司受限资产占资产总额的 59.43%，受限资产占比较高。

表 10　截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	6.21	保证金
应收账款	11.48	应收款项收费权质押
其他流动资产	0.05	复垦保证金
长期股权投资	0.09	借款质押
投资性房地产	0.64	借款抵押
固定资产	202.94	融资租入、借款抵押
在建工程	15.65	借款抵押
无形资产	48.99	借款抵押
合计	**286.05**	--

数据来源：公司审计报告

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 494.88 亿元，较上年末增长 2.82%。其中，公司流动资产合计 112.41 亿元，较年初增长 3.39%；公司非流动资产合计 382.47 亿元，较年初增长 2.65%；公司流动资产占 22.71%，较年初上升 0.13 个百分点，资产结构较年初变化不大。

总体看，2017 年，公司资产规模有所增长，资产构成仍以非流动资产为主，符合业务结构特征。其中，其他应收款规模较大，对公司运营资金产生一定占用。公司固定资产及无形资产规模较大，同时受限资产规模较大且占资产总额比重较高，公司整体资产质量一般。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年末，公司负债合计 332.98 亿元，较年初增长 20.43%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占比为 34.75%，非流动负债占比为 65.25%。公司负债结构变动不大。

截至 2017 年末，公司流动负债合计 115.72 亿元，较年初增长 12.46%，主要系持有待售负债和一年内到期的非流动负债增加所致。流动负债主要由短期借款（占 31.29%）、应付账款（占 13.01%）、其他应付款（占 5.35%）、持有待售负债（占 14.89%）和一年内到期的非流动负债（占 28.51%）构成。

截至 2017 年末，公司短期借款余额为 36.21 亿元，较年初下降 1.60%。公司应付账款为 15.05 亿元，较年初下降 6.45%，主要系公司燃料采购多采取票据结算方式所致。公司其他应付款为 6.20 亿元，较年初下降 75.00%，主要系公司支付往来款以及归还质保金所致。公司新增持有待售负债 17.23 亿元，主要为华昇资管负债。公司一年内到期的非流动负债为 33.00 亿元，较年初增长 51.02%，主要系公司一年内到期的长期负债增加所致。

截至 2017 年末，公司非流动负债为 217.27 亿元，较年初增长 25.16%，主要系公司长期借款和应付债券增加所致。非流动负债主要由长期借款（占 56.54%）、应付债券（占 24.06%）和长期应付款（占 19.29%）构成。

截至 2017 年末，公司长期借款为 122.84 亿元，较年初增长 0.27%。公司应付债券为 52.28 亿元，

较年初增长 163.98%，主要系 2017 年公司新发行海外债券所致。该海外债券发行规模为 5 亿美元，到期期限为 2020 年，债券票面利率 6.625%。公司长期应付款为 41.90 亿元，较年初增长 35.41%，主要系公司应付融资租赁款增加所致，公司长期应付款全部为应付融资租赁款。

截至 2017 年末，公司全部债务为 291.77 亿元，较年初增长 25.06%，公司全部债务以长期债务为主（占 74.38%）。其中，公司短期债务 74.76 亿元，较年初增长 24.49%，主要系一年内到期的长期债务增加所致。公司长期债务 217.02 亿元，较年初增长 25.26%，主要系公司发行海外债券及融资租赁款增加所致。

从债务指标来看，截至 2017 年末，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为 69.18%、66.29%和 59.40%，较年初分别上升了 4.95 个百分点、6.05 个百分点和 6.45 个百分点，公司债务负担有所加重。

截至 2018 年 3 月末，公司负债合计 342.43 亿元，较年初增长 2.84%；其中，流动负债占比为 35.56%，较年初提高 0.81 个百分点，公司负债结构以非流动负债为主。全部债务为 309.50 亿元，较年初增长 6.08%，公司全部债务以长期债务（占 71.22%）为主。公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化率分别为 69.19%、67.00%和 59.11%，较年初分别上升 0.01 个百分点、0.70 个百分点和下降 0.28 个百分点，债务负担有所加重。

总体看，2017 年，公司负债总额和债务规模均较年初大幅增长，负债结构和债务规模仍分别以非流动负债和长期债务为主；债务负担有所加重。

所有者权益

截至 2017 年末，公司所有者权益合计为 148.34 亿元，较年初下降 3.64%。归属于母公司的所有者权益 114.48 亿元，其中实收资本占 87.35%，资本公积占 0.83%，其他综合收益占 1.76%，盈余公积占 0.32%，未分配利润占 9.73%。实收资本占比较高，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2018 年 3 月末，公司所有者权益为 152.45 亿元，较上年末增长 2.77%。归属于母公司的所有者权益中，股本占 82.70%，资本公积占 0.09%，其他综合收益占 1.83%，盈余公积占 0.31%，未分配利润占 15.07%。所有者权益结构较上年末变化不大。

总体看，公司所有者权益较为稳定。归属于母公司所有者权益占比较高，同时公司实收资本占比较高，公司所有者权益稳定性较好。

3. 盈利能力

2017 年，受燃煤机组装机容量大幅增长，带动发电量大幅增长影响，公司实现营业收入 86.89 亿元，同比增长 27.19%。同时，公司煤炭采购量及采购价格大幅增长，公司营业成本 67.96 亿元，同比增长 37.62%。受煤炭价格上涨影响，公司实现净利润 2.67 亿元，同比下降 85.52%。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用为 15.38 亿元，同比增长 30.05%，主要系财务费用增加所致。从期间费用的构成来看，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 1.45%、27.85%和 70.71%。其中，管理费用 4.28 亿元，同比增长 61.19%，主要系公司人工及办公费用大幅增加所致。财务费用 10.87 亿元，同比增长 18.60%，主要系公司债务规模大幅增长所致。公司费用收入比为 17.69%，较上年提高 2.25 个百分点，公司的费用控制能力仍有待提升。

2017 年，公司实现投资收益 0.29 亿元，同比下降 97.63%，主要系上年公司出售持有的华夏银行股票所致；公司投资收益占营业利润的 10.05%，投资收益对营业利润影响较小。公司实现营业外收入 0.03 亿元，同比下降 95.09%，主要系上年公司处置周口隆达一期资产所致，营业外收入占利润总额的 0.99%，对利润总额影响小。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 20.95%，同比下降 5.20 个百分点，主要系燃煤发电业务煤炭价格大幅上涨所致。受公司利润规模下降影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.23%、2.97%和 1.76%，分别同比下降 3.97 个百分点、4.17 个百分点和 11.72 个百分点。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 24.64 亿元，较上年同期增长 43.02%，主要系发电量增加所致；实现净利润 7.26 亿元，较上年同期增加 7.19 亿元，主要系出售华昇资管股权，实现投资收益 6.89 亿元所致。

总体看，2017 年，公司装机容量及发电量大幅增长，带动公司营业收入大幅增长，但由于煤炭价格大幅上涨，公司净利润大幅下降，盈利能力有所下降。财务费用对公司利润的侵蚀仍较为明显。

4. 现金流

经营活动方面，2017 年，受公司营业收入大幅增长影响，公司经营活动现金流入为 99.20 亿元，同比增长 8.17%；同期，公司经营活动现金流出 81.18 亿元，同比增长 16.10%，主要系公司煤炭采购量及价格增长所致。综合以上因素，2017 年，公司经营活动现金净流入 18.02 亿元，同比下降 17.27%。从现金收入质量来看，公司现金收入比为 110.68%，较上年提高 2.94 个百分点，公司的收入实现质量仍维持较高水平。

投资活动方面，2017 年，公司投资活动现金流入为 2.70 亿元，同比下降 87.48%，主要系上年公司出售持有的华夏银行股票所致。同期，公司投资活动现金流出量为 72.45 亿元，同比下降 53.67%，主要系公司部分在建工程逐步完工，投入金额减少所致。综合以上因素，公司投资活动现金净流出 69.75 亿元，流出规模较上年减少 65.05 亿元，公司投资活动现金净流出规模较大。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入为 297.46 亿元，同比下降 30.14%，主要系上年收到内部关联单位往来款调整至收到其他与筹资活动有关的现金科目所致；筹资活动现金流出量为 243.93 亿元，同比下降 21.57%，主要系偿还借款各内部关联单位往来款减少所致。综合以上因素，筹资活动现金净流入 53.53 亿元，较上年下降 53.36%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净额为 14.36 亿元；投资活动产生的现金净额为 2.74 亿元；公司筹资活动产生的现金净额为-14.01 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流量净额同比有所下降，收入实现质量维持较高水平。由于公司在建项目待投资金额仍然较大、存量债务逐渐到期，公司存在较大的对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2017 年末，公司流动比率和速动比率分别由 0.88 倍和 0.85 倍增长至 0.94 倍和 0.91 倍，主要系流动资产中新增持有待售资产所致；现金短期债务比为 0.35 倍（年初为 0.36 倍），现金对短期债务的保障程度有所下降。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2017 年，公司 EBITDA 为 22.99 亿元，较上年下降 36.59%，主要系利润总额大幅下降所致；从 EBITDA 的构成来看，折旧占 40.48%、摊销占 0.58%、计入财务费用的利息支出占 46.48%、利润总额占 12.46%。公司 EBITDA 利息倍数为 1.72 倍（上年为 4.40 倍），主要系公司利润总额大幅减少所致。公司 EBITDA 全部债务比为 0.08 倍（上年为 0.16 倍），EBITDA 对利息的保障能力较强，对全部债务保护能力一般。整体看，公司的长期偿债能力一般。

截至 2017 年末，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 36 家机构的授信合计 333.04 亿元，未使用 83.40 亿元，间接融资渠道有待拓宽。

截至 2017 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码为 G1011010600322490S），截至 2018 年 5 月 7 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

截至 2017 年末，公司对外担保余额 7.25 亿元，占公司所有者权益的 4.89%，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 11　截至 2017 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

序号	被担保人	担保金额	担保期限	是否有反担保
1	新密市恒业有限公司	4.00	2012/5/29-2027/5/28	否
2	新密市超化煤矿有限公司	2.70	2011/9/15-2026/9/14	否
3	新密市超化煤矿有限公司	0.55	2011/9/15-2019/9/14	否
合计		7.25	--	--

资料来源：公司审计报告

总体看，公司债务水平有所增长，偿债能力有所弱化。考虑到公司债务结构较为合理，随着公司在建项目的投产运营，公司抗风险能力及偿债能力将进一步增强，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月末，公司现金类资产达 27.89 亿元，为“16 华晨 01”本金（20 亿元）的 1.39 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达 152.45 亿元，约为债券本金（20 亿元）的 7.62 倍，公司较大规模的净资产能够对“16 华晨 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 22.99 亿元，约为债券本金（20 亿元）的 1.15 倍，公司 EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 99.20 亿元，约为债券本金（20 亿元）的 4.96 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

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，公司对“16 华晨 01”偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为以火力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、股东支持等方面保持较强优势。公司装机容量和主营业务收入均大幅增长，经营活动现金流状况佳。同时，联合评级也关注到电煤采购价格大幅上升、债务负担较重以及受限资产占比较大等因素对公司信用水平所产生的不利影响。

未来，随着公司在建的发电机组投入运营，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。

综上，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用评级，评级展望为“稳定”，同时维持“16 华晨 01”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　华晨电力股份公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	430.43	481.33	494.88
所有者权益（亿元）	153.94	148.34	152.45
短期债务（亿元）	60.05	74.76	89.07
长期债务（亿元）	173.25	217.02	220.43
全部债务（亿元）	233.30	291.77	309.50
营业收入（亿元）	68.32	86.89	24.64
净利润（亿元）	18.40	2.67	7.26
EBITDA（亿元）	36.25	22.99	--
经营性净现金流（亿元）	21.78	18.02	14.36
应收账款周转次数（次）	6.31	6.86	--
存货周转次数（次）	22.82	20.57	--
总资产周转次数（次）	0.18	0.19	0.05
现金收入比率（%）	107.52	110.68	126.17
总资本收益率（%）	7.20	3.23	--
总资产报酬率（%）	7.15	2.97	--
净资产收益率（%）	13.49	1.76	4.83
营业利润率（%）	26.15	20.95	14.53
费用收入比（%）	17.31	17.69	12.01
资产负债率（%）	64.23	69.18	69.19
全部债务资本化比率（%）	60.25	66.29	67.00
长期债务资本化比率（%）	52.95	59.40	59.11
EBITDA 利息倍数（倍）	4.40	1.72	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.08	--
流动比率（倍）	0.88	0.94	0.92
速动比率（倍）	0.85	0.91	0.89
现金短期债务比（倍）	0.36	0.35	0.31
经营现金流动负债比率（%）	21.17	15.57	11.80
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.81	1.15	--

注：1、公司 2018 年 1~3 月财务报表未经审计，相关指标未年化。

附件 2　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=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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+拆入资金

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 3　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。