华晨电力股份公司
公司债券2019年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：BB　　评级展望：负面

上次评级结果：BBB-　　评级展望：负面

债项信用等级

债券简称	债券余额	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	BBB-	BB	2019.5.24

跟踪评级时间：2019年6月21日

主要财务数据：

项目	2016年	2017年	2018年
资产总额（亿元）	430.43	481.33	488.19
所有者权益（亿元）	153.94	148.34	148.40
长期债务（亿元）	173.25	217.02	214.96
全部债务（亿元）	233.30	291.77	309.58
营业收入（亿元）	68.32	86.89	112.60
净利润（亿元）	18.40	2.67	4.65
EBITDA（亿元）	36.25	22.99	34.64
经营性净现金流（亿元）	21.78	18.02	29.75
营业利润率（%）	26.15	20.95	16.44
净资产收益率（%）	13.49	1.76	3.14
资产负债率（%）	64.23	69.18	69.60
全部债务资本化比率（%）	60.25	66.29	67.60
流动比率（倍）	0.88	0.94	0.82
EBITDA全部债务比（倍）	0.16	0.08	0.11
EBITDA利息倍数（倍）	4.40	1.72	2.08
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.81	1.15	1.73

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、公司长期应付款中融资租赁款已计入长期债务。3、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电力企业，在装机容量、发电业务经济性指标等方面保持竞争优势。2018年，公司发电量和主营业务收入均大幅增长，经营活动现金流继续呈净流入态势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到电煤价格处于高位，公司债务负担较重、受限资产占比较大、扣除非经常性损益后的净利润为负、现金收入比大幅下降、筹资活动现金流入同比大幅下降、筹资活动现金流量由净流入转为净流出及控股股东违约等因素对公司信用水平所产生的不利影响。

由于控股股东违约，公司融资环境已经受到明显的不利影响。同时公司美元债券2018年11月及2019年5月利息均在宽限期付息，虽然票据的相关条款约定利息支付拥有1个月宽限期，但未能及时支付票据利息的事项反映出华晨电力当前筹措偿付资金的难度较大，整体偿债能力呈持续减弱状态。

综上，联合评级下调公司主体信用等级为“BB”，评级展望为“负面”；同时下调“16华晨01”的债项信用等级为“BB”。

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．公司装机容量保持稳定，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。

3．2018年，公司发电量和主营业务收入均大幅增长，经营活动现金流继续呈净流入态势。

关注

1．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。

2．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。

3．2018年，公司债务小幅增长，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。

4．公司扣除非经常性损益后的净利润为负，现金收入比大幅下降。

5．筹资活动现金流入同比大幅下降，筹资活动现金流量由净流入转为净流出。

6．由于控股股东违约，公司融资环境已经受到明显的不利影响。公司美元债券2018年11月及2019年5月利息均在宽限期付息，虽然票据的相关条款约定利息支付拥有1个月宽限期，但未能及时支付票据利息的事项反映出华晨电力当前筹措偿付资金的难度较大，整体偿债能力呈持续减弱状态。

分析师

王越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

王晓鹏

电话：010-85172818

邮箱：wangxp@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：

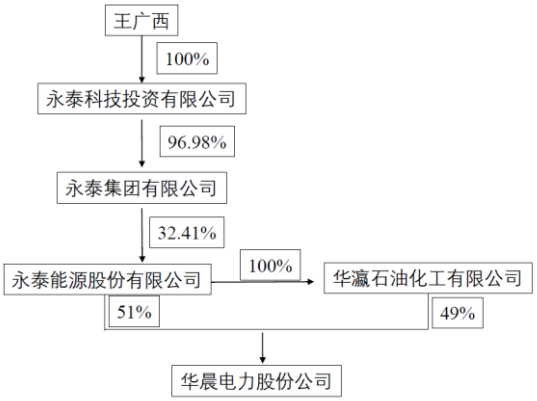
联合信用评级有限公司

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 年末，永泰能源股份有限公司持股比例 51%；华瀛石油持有公司持股比例 49%。永泰能源股份有限公司（以下简称“永泰能源”）为公司控股股东，实际控制人为王广西[1]。

图 1　截至 2018 年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 2019 年 3 月末，公司拥有在职员工 1,822 人。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 488.19 亿元，负债合计 339.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 148.40 亿元，其中属于母公司的所有者权益 115.78 亿元；2018 年，公司实现营业收入 112.60 亿元，净利润（含少数股东损益）4.65 亿元，其中归属于母公司的净利润 3.72 亿元；经营活动产生的现金流量净额 29.75 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.66 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：李光华

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 2018 年末，本次债券募集资金使用完毕，全部用于偿还到期借款。

[1]王广西系永泰能源的实际控制人

公司已于 2018 年 12 月 7 日支付 2017 年 12 月 7 日至 2018 年 12 月 6 日期间的利息。

三、行业分析

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。经过多年发展，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。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。在火电发展方面，近年来我国火力发电技术水平不断提高，火电机组向大型化、清洁化发展，截至 2018 年末，我国 1,000MW 超超临界机组超过 97 台，五大电力公司火电机组的脱硫率和脱硝率均保持很高水平。同时，清洁能源装机容量连续保持较高增速，电源结构逐步优化。

近年来，随着我国配电网建设投入不断加大，配电网发展取得显著成效，但用电水平相对国际先进水平仍有差距，城乡区域发展不平衡，供电质量有待改善。目前，提高电网装备水平、促进节能降耗和推动输配电网智能互联化发展是我国电网改造的两大发展目标。根据中电联发布的《2018 年全国电力工业统计快报数据一览表》，2018 年，全国主要电力企业电力工程建设完成投资 8,094 亿元，同比减少 1.8%；其中，电源工程建设完成投资 2,721 亿元，同比下降 6.2%；电网工程建设完成投资 5,373 亿元，同比增加 0.6%。

总体看，目前我国电力结构以火电为主，近年来我国火力发电技术水平快速提高，同时新能源机组占比及发电规模大幅增长；配电网建设仍存在较大发展空间；电源工程投资增速大幅放缓。

2. 行业供需[2]

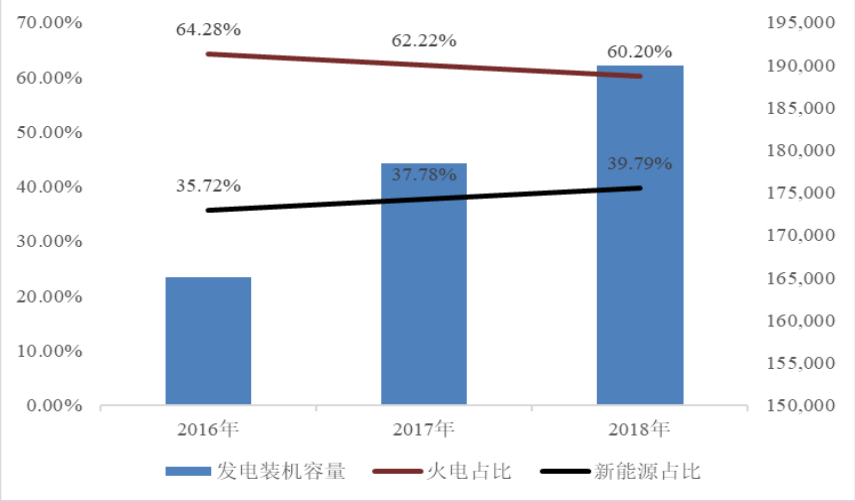
2013 年以来，随着宏观经济增速的下滑，社会用电量增速下降，以及电力装机规模的大幅增长，电力行业逐步出现产能过剩，2017 年，国家开始出台政策停建及缓建一批项目。

供给层面，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，我国火电装机容量增速明显放缓，在整体发电中的占比继续下降，但火电电力的主导地位仍不可动摇。2016~2018 年，全国全口径发电装机容量分别为 16.5 亿千瓦、17.8 亿千瓦和 19.0 亿千瓦，年均复合增长 7.31%。其中，火电装机容量分别为 10.6 亿千瓦、11.1 亿千瓦和 11.4 亿千瓦，年均复合增长 3.70%，但火电装机容量占总发电装机容量的比重逐年下降，分别为 64.28%、62.22%和 60.20%。

2018 年，全国新增发电装机容量 12,439 万千瓦，同比下降 4.6%，其中，新增火电装机 4,119 万千瓦，同比下降 7.5%；新增水电装机 854 万千瓦，同比降低 33.7%。2018 年 5 月底国内新能源政策出现调整，平价上网时代加速来临，国内新能源发电装机受到影响。全年风电新增装机 2,100 万千瓦，同比增长 20.3%，较市场预计 25GW 的装机规模有一定差距；光伏 4,473 万千瓦，同比下降 16.2%；受益于三代核电站的陆续投产，核电新增装机 884 万千瓦，同比增加 306.3%。

[2]该部分数据来自于中电联发布的《2018 年全国电力工业统计快报数据一览表》

图 2　2016~2018 年我国电力装机容量以及发电类型占比情况（单位：万千瓦）



资料来源：中国电力企业联合会（中电联）
注：新能源包括水电、核电、风电以及太阳能发电。

电力生产方面，2016~2018 年，我国全口径发电量分别为 60,228 亿千瓦时、64,171 亿千瓦时和 69,940 亿千瓦时，年均复合增长 7.76%；其中，2018 年，我国实现全口径发电量同比增长 8.4%。受电力消费较快增长等因素影响，全国 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数为 3,862 小时，同比增长 73 小时；水电 3,613 小时，同比增长 16 小时；核电设备利用小时 7,184 小时、同比提高 95 小时；全国并网风电设备利用小时 2,095 小时、同比提高 146 小时。2018 年，全国弃风电量 277 亿千瓦时，平均弃风率 7%，同比下降 5 个百分点；全国弃光电量 54.9 亿千瓦时，平均弃光率 3%，同比下降 2.8 个百分点。华北、西北、东北地区风电设备利用小时分别比上年提高 102、215 和 236 小时，西北、东北地区太阳能发电设备利用小时分别提高 66 和 65 小时。我国弃风弃光问题继续得到改善。

分类型看，2018 年，我国水电发电量 12,329 亿千瓦时，同比增长 3.2%，占全国发电量的 17.63%，比上年下降 0.89 个百分点；火电发电量 49,231 亿千瓦时，同比增长 7.3%，占全国发电量的 70.39%，比上年下降 0.70 个百分点；核电发电量为 2,944 亿千瓦时，同比增长 18.7%，占全国发电量的比重 4.21%，较上年提高 0.36 个百分点；并网风电发电量为 3,660 亿千瓦时，同比增长 20.2%，占全国发电量的比重 5.23%，较上年提高 0.51 个百分点；并网太阳能发电量为 1,775 亿千瓦时，同比增长 50.7%，占全国发电量的比重 2.54%，较上年提高 0.71 个百分点。非化石能源发电量持续快速增长，生产结构持续优化。

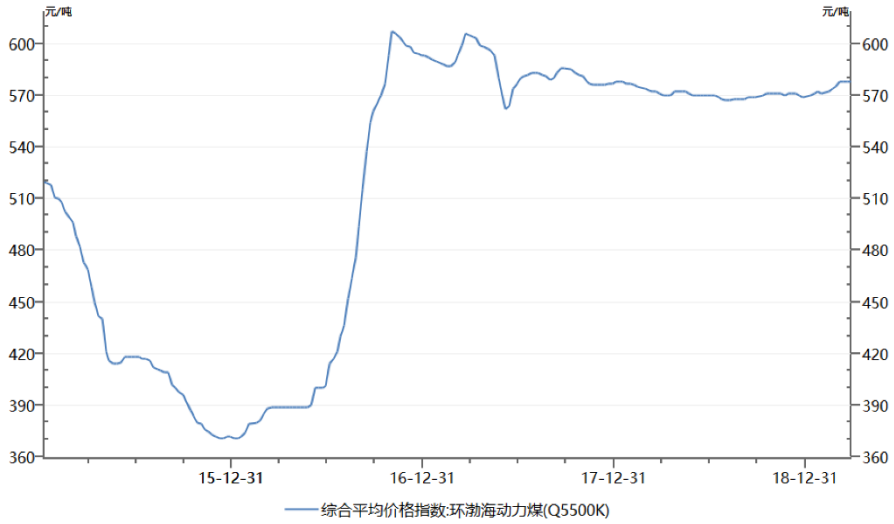
电力消费方面，2016~2018 年，随着我国高技术及装备制造业、高载能行业用电快速增长，以及 2018 年“煤改电”政策的实施，全国全社会用电量分别为 59,187 亿千瓦时、63,094 亿千瓦时和 68,449 亿千瓦时，年均复合增长 7.54%。其中，2018 年全社会累计用电量同比增长 8.5%，增速同比提高 1.9 个百分点，为 2012 年以来最高增速。分产业看，第一产业累计用电量 728 亿千瓦时，同比增加 9.8%，第二产业累计用电量 47,235 亿千瓦时，同比增长 7.2%（其中，高技术及装备制造业用电量同比增长了 9.5%），占全部用电量的 69.0%（上年为 70.4%）；第三产业用电量和城乡居民生活用电量分别为 10,801 亿千瓦时和 9,685 亿千瓦时，分别同比增长 12.7%和 10.4%。

总体看，随着 2016 年开始的停建缓建政策，我国电力投资规模、发电量增速均出现了一定程度的下降，同时，随着 2017 年以来宏观经济的好转，电力需求增速有所上升，有利于电力行业供需格局进一步优化。

3. 电煤价格

煤炭行业在经历了“黄金十年”之后，煤炭产能大幅增长，导致煤炭行业供过于求，煤炭价格开始持续下降。2012~2016 年初，煤炭价格持续下滑。2016 年 2 月，供给侧改革颁布实施，但由于社会待耗煤炭库存规模极大的因素影响，当年上半年，煤炭价格整体波动不大，4 月开始实施的“276 个工作日”政策使得煤炭产量从 4 月起大幅减少，6 月起，煤炭价格开始出现大幅上涨，2016 年 9 月，我国逐步放开先进产能的“276 个工作日”的限制，煤炭产量回升，动力煤价格指数增速逐步放缓。2017 年以来，动力煤价格已稳定在较高水平。

图 3　近年来我国动力煤价格指数走势



资料来源：Wind

总体看，2016 年供给侧改革之后，煤炭价格大幅上升，2017 年以来，煤炭价格高位波动，2018 年煤炭价格延续了高位波动；电煤价格的高位运行将给电力企业成本控制带来较大压力。

4. 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
《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》	发改委、财政部、国资委、工信部等 6 部委	煤电行业淘汰关停不达标的 30 万千瓦以下煤电机组，2018 年全国淘汰关停 400 万千瓦煤电落后产能。加大燃煤电厂超低排放和节能改造力度，中部地区具备条件的机组 2018 年完成，西部地区于 2020 年完成。	2018 年 4 月
《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》	发改委、能源局	提高市场化交易电量规模、推进各类发电企业进入市场、放开符合条件的用户进入市场、积极培育售电市场主体、完善市场主体注册、公示、承诺、备案制度、规范市场主体交易行为、完善市场化交易电量价格形成机制、加强事中事后监管、加快推进电力市场主体信用建设。	2018 年 7 月
《关于印发 2018 年各省（区、市）煤电超低排放和节能改造目标任务的通知》	能源局	继续加大力度推进煤电超低排放和节能改造工作，2018 年全国完成超低排放改造 4,868 万千瓦，节能改造 5,390.5 万千瓦。	2018 年 8 月
《关于推进电力交易机构规范化建设的通知》	发改委、能源局	推进电力交易机构股份制改造、充分发挥市场管理委员会作用、进一步规范电力交易机构运行。	2018 年 8 月
关于增量配电业务改革第一批试点项目进展情况的通报	发改委、能源局	加快推动试点工作，国家发改委和能源局决定建立增量配电业务改革试点进展情况每月通报制度。	2018 年 10 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；同时，我国政府通过电价调整、化解过剩产能以及售电侧改革等举措，积极促进电力行业的内部改革，以保证我国电力行业的稳定、向好发展。

5. 行业关注

（1）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。目前我国全口径装机容量中有六成为火力发电，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。

（2）上网电价下调对火电企业利润空间产生不利影响

我国政府为降低用电企业的用电成本，连续多次下调火电上网电价，相关电价的向下调整，致使发电企业的利润空间遭受压缩。

（3）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，且 2016 年供给侧改革以来，煤炭价格大幅回升并稳定在较高水平，火电行业成本上升，对火电企业盈利空间形成挤压。

6. 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。

2018 年，公司六届二十八次董事会免去刘贞辉公司财务总监职务，聘任董守海为公司副总经理兼财务总监。公司六届四十次董事会免去田英董事长职务、免去曲河辉副董事长职务及董事职务、免去张大林董事职务。2018 年公司第十三次临时股东大会选举李光华、董守海担任公司董事职务。公司六届四十二次董事会选举李光华担任公司董事长，任公司法定代表人、陈滨为公司副董事长。

公司董事长李光华先生，1965 年 4 月出生，硕士生学历，教授级高级工。曾任能源部西安热工院锅炉室副主任；国家电力公司科技部处长；中电投集团公司规划发展部副主任；中电投云南国际投资公司执行董事、总经理；国家电力投资集团战略规划部总经理；现任华元新能源有限公司董事长及公司董事长。

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

2018 年，公司实现营业收入 112.60 亿元，同比增长 29.59%，主要系 2017 年下半年燃煤机组装机投产，2018 年全年发电量大幅增长所致。其中，主营业务收入占营业收入 97.48%，公司主营业务突出。公司实现净利润 4.65 亿元，同比增长 74.60%，主要系投资收益增长所致。

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。2018 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 39.15%至 109.76 亿元。其中，公司燃煤发电业务实现收入 98.09 亿元，较上年增长 49.94%，主要系 2017 年下半年以来四台燃煤机组投入运营，2018 年全年发电量较上年大幅增长所致；同期，燃煤发电业务收入占主要发电业务收入的比重大幅增长。燃气发电业务实现收入 10.99 亿元，同比下降 14.14%，主要系公司获批天然气发电小时数大幅下降所致；同期，燃气发电业务收入占比小幅下降至 10.01%。新能源发电业务实现收入 0.68 亿元，较上年增长 3.03%；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、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	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	54.60	84.51	30.78	65.42	82.94	18.43	98.09	89.37	15.93
燃气发电	9.40	14.55	11.41	12.80	16.23	13.36	10.99	10.01	10.89
新能源发电	0.61	0.94	67.21	0.66	0.84	83.43	0.68	0.62	65.00
合计	**64.61**	**100.00**	**27.94**	**78.88**	**100.00**	**18.15**	**109.76**	**100.00**	**15.73**

资料来源：公司提供

从发电业务各类型业务毛利率来看，2018 年，受电煤价格小幅增长影响，燃煤发电业务毛利率较上年下降 2.50 个百分点至 15.93%。天然气发电业务毛利率为 10.89%，较上年下降 2.47 个百分点。新能源发电业务毛利率为 65.00%。综合以上因素，公司发电业务毛利率 15.73%，较上年下降 2.42 个百分点。

总体看，跟踪期内，由于 2017 年下半年燃煤机组装机投产，2018 年全年发电量大幅增长，带动公司营业收入及利润规模大幅增长，公司主要发电业务综合毛利率小幅下降。

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

截至 2019 年 3 月末，公司正在运营的发电总装机容量 812.09 万千瓦，与上年相比较为稳定，主要分布在河南、江苏两省。其中，公司已投运四台 100 万千瓦及以上机组，多台 60 万千瓦及以上

机组，投运机组单体装机容量大；同时，公司在建两台 100 万千瓦机组。

表 3　截至 2019 年 3 月末公司装机规模（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	投运日期	电站锅炉等级/燃机等级
已投运机组	郑州裕中能源有限责任公司	32	32	燃煤机组	2006 年 12 月	亚临界
		32	32	燃煤机组	2007 年 4 月	亚临界
		103	103	燃煤机组	2012 年 3 月	超超临界
		103	103	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
		100	80	燃煤机组	2017 年 7 月	超超临界
		100	80	燃煤机组	2017 年 9 月	超超临界
	周口隆达发电有限公司	66	66	燃煤机组	2017 年 12 月	超临界
		66	66	燃煤机组	2018 年 2 月	超临界
	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	2.90	1.82	光伏发电	2014 年 12 月 ~2017 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	**812.09**	**745.81**	--	--	--
在建机组	国投南阳发电有限公司	200	98	燃煤机组	2020 年 12 月	超超临界
	张家港华兴电力有限公司	80	80	燃气热电机组	2019 年 12 月	9F 级燃气发电机组
	丹阳华海电力有限公司	20	12	燃气热电机组	2020 年 8 月	6F 级燃气发电机组
	总计	**300**	**190**	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，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。

2018 年，由于公司燃煤发电量大幅增长，标煤采购量同比增长 42.42%至 872.60 万吨。从采购价格看，由于 2018 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有所增长。

表 4　煤炭采购指标（单位：万吨、元/吨）

指标	2016 年	2017 年	2018 年
标煤采购总量	538.41	612.68	872.60
标煤采购平均单价	504.73	668.63	729.97

资料来源：公司提供。
注：标煤采购平均单价含运费、不含税

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，其中包括郑煤煤电股份（集团）有限责任公司、神华销售集团华东能源有限公司、上海中煤华东有限公司等大型供煤集团，供应商相对稳定。

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。由于发电量同比大幅增长，带动煤炭采购量大幅增长；受年内电煤价格同比小幅增长影响，公司盈利空间小幅下降。

电力生产和销售

2018 年，公司发电设备利用小时数 4,384.00 小时，与上年相比小幅下降。同时受 2017 年下半年燃煤机组装机投产影响，2018 年全年发电量大幅增长影响，公司发电量为 312.40 亿千瓦时，同比增长 23.58%；售电量为 296.40 亿千瓦时，同比增长 23.50%。

2018 年，江苏及河南平均上网电价均同比小幅下降。

2018 年，公司供电标准煤耗较上年小幅下降至 291.75 克/千瓦时，机组效率水平有所提升；综合厂用电率小幅增长，主要系环保设备增加所致。

表 5　公司发电指标[3]（单位：亿千瓦时、小时、克/千瓦时、元/千瓦时）

指标		2016 年	2017 年	2018 年
发电量	河南	114.14	114.42	145.10
	江苏	90.37	138.39	167.30
	合计	**204.51**	**252.80**	**312.40**
售电量	河南	107.68	107.83	159.40
	江苏	86.43	132.17	136.99
	合计	**194.11**	**240.00**	**296.40**
发电设备平均利用小时		4,307.00	4,410.00	4,384.00
综合厂用电率		5.15	4.92	5.13
供电标准煤耗		302.12	297.30	291.75
平均上网电价	江苏	0.4012	0.4218	0.3850
	河南	0.3584	0.3608	0.3426

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，2018 年，公司发电设备利用小时数较为稳定，但由于 2017 年下半年燃煤机组装机投产，2018 年全年发电量及售电量大幅增长均同比大幅增长；平均上网电价小幅下降；供电煤耗小幅下降，机组效率水平提升。

大用户直供

2018 年，公司加大对大用户直供力度，当年大用户直供电量为 181.15 亿千瓦时，同比大幅增长 55.94%。公司大用户直供平均电价为 0.3556 元/千瓦时，同比小幅下降。综合以上因素，公司大用户

[3]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。

销售收入 55.80 亿元，较上年增长 56.43%。

表 6　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	2018 年
平均价格	0.3413	0.3593	0.3556
供电量	39.47	116.17	181.15
销售收入	11.52	35.67	55.80

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司加大对大用户直供力度，供电量大幅增长，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；公司大用户直供平均电价小幅下降。

（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电力有限公司。

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，公司采购价格同比小幅下降至 2.11 元/立方米。从采购量上看，受公司 2018 年天然气发电量较上年大幅下降影响，使得当年天然气采购量较上年下降明显。

表 7　天然气采购量（单位：亿立方米、元/立方米）

指标	2016 年	2017 年	2018 年
天然气采购量	3.32	4.94	4.20
采购价格	2.00	2.14	2.11

资料来源：公司提供

总体看，2018 年天然气发电量下降带动天然气采购量大幅下降；公司天然气采购价格亦有所下降。

燃气发电及销售

2018 年，由于公司获批天然气发电小时数大幅下降，公司发电设备平均利用小时同比下降 16.44%至 2,764 小时，导致公司燃气发电量和上网电量分别同比下降 16.47%和 16.44%，分别为 21.56 亿千瓦时和 21.15 亿千瓦时。2018 年，公司燃气发电销售价格变动不大。

表 8　燃气发电指标（单位：亿千瓦时、小时、元/千瓦时）

指标	2016 年	2017 年	2018 年
发电量	17.17	25.81	21.56
上网电量	16.84	25.31	21.15
发电设备平均利用小时	2,201	3,308	2,764
平均上网电价	0.5750	0.5750	0.5730

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，由于公司获批天然气发电小时数下降，燃气发电量和燃气发电收入均同比大幅下降。

（4）光伏发电

截至 2018 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 5.01 万千瓦，权益装机规模小幅增长。

2018 年，公司光伏发电量合计 7,587 万千瓦时，较上年下降 1.54%。公司光伏发电平均售电价格为 1.0037 元/千瓦时，较为稳定。

表 9　光伏发电情况（单位：万千瓦、万千瓦时、元/千瓦时）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
总装机规模	6.00	6.09	6.09
权益装机规模	4.92	5.00	5.01
发电量	7,108	7,706	7,587
平均售电价格	1.0126	1.0125	1.0037

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司光伏发电总装机规模无变动。发电量有所下降，平均售电价格较为稳定。

3. 经营效率

由于公司发电量大幅增长，带动主营业务收入大幅增长，2018 年公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均同比有所上升，分别为 8.86 次（上年为 6.86 次）、22.83 次（上年为 20.57 次）、0.23 次（上年为 0.19 次）。

总体看，公司经营效率有所提高，整体经营效率一般。

4. 重大在建项目

在建项目方面，截至 2019 年 3 月末，公司重大在建项目总预算 96.69 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。

截至 2018 年末，公司已完成重大在建项目投资 36.10 亿元，待投资规模 60.59 亿元，整体待投资规模大。其中，2019 年公司计划投资总额 36.90 亿元，投资规模较大，公司将面临较大的资本支出压力。

表 10　截至 2018 年末公司重大在建工程情况（单位：万千瓦、万元）

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	预算总额	截至 2018 年底已投资	2019 年计划投资总额
在建项目	国投南阳	2×100	2017.3	2020.12	是	559,063	275,741	187,156
	华兴二期	2×40	2018.3	2019.12	是	275,500	81,999	111,921
	丹阳华海	2×10	2019.7	2020.08	是	132,316	3,234	69,912
合计						**966,879**	**360,974**	**368,989**

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，公司未来将面临较大的资本支出压力。

5. 重大事项

（1）控股股东违约

2018 年 07 月 05 日，上海清算所发布公告称，截至当日日终，仍未收到永泰能源支付的付息兑付资金，无法代理永泰能源进行本期债券的付息兑付工作，宣告 17 永泰能源 CP004 违约，后续到期债券均已违约。

（2）美元债券利息于宽限期内付息

2018 年 11 月 19 日，华晨电力对 2020 年到期 6.625%优先票据（以下简称“票据”）的票据持有人的信托人发布公告称：“在公司自身努力以及母公司永泰能源股份有限公司债权人委员会支持下，公司目前整体生产运营情况稳定，主要债权债务关系状况稳定。公司现已基本解决了支付 2018 年 11 月利息所需资金来源，公司将在 2018 年 12 月 18 日前尽快兑付 2018 年 11 月到期的利息”。

2019 年 5 月 17 日，华晨电力对 2020 年到期 6.625%优先票据（以下简称“票据”）的票据持有人的信托人发布公告称：“虽然公司的运营电厂生产经营状况良好，但公司仍面临的不利融资局面仍未得到改变，公司自身资金状况仍较为严峻，公司难以在 2019 年 5 月 17 日按期支付到期利息。公司正在尽快筹集本期利息资金”。

上述两笔美元债券利息均已于宽限期内付息。

总体看，由于控股股东违约，公司融资环境已经受到明显的不利影响。同时公司美元债券2018年11月及2019年5月利息均在宽限期付息，虽然票据的相关条款约定利息支付拥有1个月宽限期，但未能及时支付票据利息的事项反映出华晨电力当前筹措偿付资金的难度较大，整体偿债能力呈持续减弱状态。

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，存在收益不及预期的风险。

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。

（4）控股股东永泰能源股份有限公司债券市场违约，公司融资环境持续恶化的风险

由于控股股东违约，公司融资环境已经受到明显的不利影响。同时公司美元债券2018年11月及2019年5月利息均在宽限期付息，虽然票据的相关条款约定利息支付拥有1个月宽限期，但未能及时支付票据利息的事项反映出华晨电力当前筹措偿付资金的难度较大，整体偿债能力呈持续减弱状态。

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 2018 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；公司财务报表按照企业会计准则的要求编制。从合并范围来看，2018 年公司新纳入合并范围 1 家、不再纳入合并范围 2 家，新纳入及不再纳入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，公司会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2018 年末，公司合并资产总额 488.19 亿元，负债合计 339.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 148.40 亿元，其中属于母公司的所有者权益 115.78 亿元；2018 年，公司实现营业收入 112.60 亿元，净利润（含少数股东损益）4.65 亿元，其中归属于母公司的净利润 3.72 亿元；经营活动产生的现金流量净额 29.75 亿元，现金及现金等价物净增加额-11.66 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年末，公司资产总额 488.19 亿元，较年初增长 1.43%。其中，流动资产占比为 20.95%，非流动资产占比为 79.05%，资产结构较年初变动不大。

流动资产

截至 2018 年末，公司流动资产为 102.29 亿元，较年初下降 5.91%，主要系货币资金减少所致。流动资产主要由货币资金（占 13.05%）、应收账款（占 11.80%）、预付款项（占 8.69%）和其他应收款（占 60.52%）构成。

截至 2018 年末，公司货币资金为 13.35 亿元，较年初下降 42.60%，主要系重大基建项目陆续投产，期末基建项目贷款余额减少所致。其中，货币资金中受限部分为 5.09 亿元，占货币资金总额 38.14%，主要为保证金受限，受限比例一般。

截至 2018 年末，公司应收账款账面价值为 12.07 亿元，较年初下降 8.69%，主要系公司加强对应收账款管理所致。公司应收账款全部按信用风险特征组合计提坏账准备。其中，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 8.19%，主要集中于 1 年以内（占 68.28%）和 1~2 年（占 27.81%）。截至 2018 年末，公司已累计计提应收账款坏账准备 0.06 亿元，计提比例为 0.44%。

截至 2018 年末，公司预付款项 8.89 亿元，较年初增长 17.89%，主要系公司煤炭采购规模增长，预付煤炭采购款增长所致。

截至 2018 年末，公司其他应收款为 61.90 亿元，较年初增长 184.04%，主要系往来款增加所致。公司累计计提其他应收账款坏账准备 1.14 亿元，计提比例 1.81%。公司其他应收款主要为关联方往来款（占 83.03%）、往来款（占 6.52%）和保证金（占 10.42%）等。从集中度来看，截至 2018 年末，公司其他应收账款前五名账面余额总计 59.77 亿元，占比为 94.80%，集中度高，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。

非流动资产

截至 2018 年末，公司非流动资产总计 385.90 亿元，较年初增长 3.57%。非流动资产主要由长期股权投资（占 9.06%）、固定资产（占 50.44%）、在建工程（占 6.28%）和无形资产（占 24.22%）构成。

截至 2018 年末，公司长期股权投资为 34.95 亿元，较年初减少 5.15%，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。

截至 2018 年末，公司固定资产账面价值为 194.63 亿元，较年初增长 2.90%。其中，公司固定资产主要由机器设备（占 84.96%）和房屋建筑物（占 14.87%）构成。公司固定资产累计折旧 84.44 亿元，固定资产成新率为 69.74%，成新率一般。

截至 2018 年末，公司在建工程为 24.23 亿元，较年初下降 1.23%；其中，公司主要在建工程为周口隆达在建工程、南阳电厂项目等。

截至 2018 年末，公司无形资产为 93.47 亿元，较年初增长 3.34%。其中，公司无形资产主要由探矿权（占 92.37%）构成。

截至 2018 年末，公司受限资产合计 304.52 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构成。公司受限资产占资产总额的 62.38%，受限资产占比较高。

表 11　截至 2018 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	5.09	保证金、诉讼保全
应收账款	12.11	应收款项收费权质押
其他流动资产	0.05	复垦保证金
可供出售金融资产	4.60	借款质押
长期股权投资	5.40	担保抵押
投资性房地产	0.48	讼诉保全
固定资产	180.60	融资租入、借款抵押
在建工程	2.06	借款抵押
工程物资	0.11	借款抵押
无形资产	90.33	借款抵押
其他非流动资产	3.68	借款抵押
合计	**304.52**	--

数据来源：公司审计报告

总体看，2018 年，公司资产规模较为稳定，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 2018 年末，公司负债合计 339.78 亿元，较年初增长 2.04%。其中，流动负债占比为 36.64%，非流动负债占比为 63.36%。公司负债结构变动不大。

截至 2018 年末，公司流动负债合计 124.50 亿元，较年初增长 7.59%，主要系短期借款增加所致。流动负债主要由短期借款（占 38.58%）、应付票据（占 9.17%）、应付账款（占 15.13%）、其他应付款（占 5.93%）和一年内到期的非流动负债（占 28.25%）构成。

截至 2018 年末，公司短期借款余额为 48.03 亿元，较年初增长 32.65%，主要系在建项目建设期短贷增加以及在役项目流动资金贷款同比增加所致。公司应付票据为 11.42 亿元，较年初增长 105.68%，主要系采购煤款使用票据结算同比增加所致。公司应付账款为 18.84 亿元，较年初增长 25.12%，主要系采购规模增加所致。公司其他应付款为 7.38 亿元，较年初增长 19.10%，主要系往来款增加所致。公司一年内到期的非流动负债为 35.17 亿元，较年初增长 6.59%，主要系公司一年内到期的长期负债增加所致。

截至 2018 年末，公司非流动负债为 215.28 亿元，较年初下降 0.91%。非流动负债主要由长期借款（占 63.45%）、应付债券（占 15.87%）和长期应付款（占 20.52%）构成。

截至 2018 年末，公司长期借款为 136.60 亿元，较年初增长 11.21%，主要系公司新增借款用于在建工程投入所致。公司应付债券为 34.17 亿元，较年初下降 34.65%，主要系 2016 年发行的公司债转至一年内到期的应付债券中所致。公司长期应付款为 44.19 亿元，较年初增长 5.45%，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 2018 年末，公司全部债务为 309.58 亿元，较年初增长 6.10%，公司全部债务以长期债务为主（占 69.44%）。其中，公司短期债务 94.62 亿元，较年初增长 26.57%，主要系一年内到期的长期债务增加所致。公司长期债务 214.96 亿元，较年初下降 0.95%。

从债务指标来看，截至 2018 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 69.60%、67.60%和 59.16%，较年初分别上升了 0.42 个百分点、1.30 个百分点和下降-0.24 个百分点，公司债务负担保持稳定。

总体看，2018 年，公司负债总额较为稳定，债务规模有所增长，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；债务负担较重。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益合计为 148.40 亿元，较年初增长 0.04%。归属于母公司的所有者权益 115.78 亿元，其中实收资本占 86.37%，资本公积占 0.06%，其他综合收益占 0.41%，盈余公积占 0.32%，未分配利润占 12.83%。实收资本占比较高，公司所有者权益稳定性较好。

总体看，公司所有者权益规模较为稳定；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

受 2017 年下半年燃煤机组投产，带动 2018 年全年发电量大幅增长影响，公司实现营业收入 112.60 亿元，同比增长 29.59%。同时，公司煤炭采购量大幅增长，公司营业成本 113.49 亿元，同比增长 34.67%。公司实现净利润 4.65 亿元，同比增长 74.60%。

从期间费用来看，2018 年，公司期间费用为 18.88 亿元，同比增长 22.79%，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 0.23%、18.96%和 80.81%，无研发费用。其中，管理费用 3.58 亿元，同比下降 16.38%，主要系公司压减人工费用及办公费用所致。财务费用 15.26 亿元，同比增长 40.33%，主要系公司债务规模增长，带动公司利息支出大幅增长所致。公司费用收入比为 16.77%，较上年下降 0.93 个百分点，公司的费用控制能力仍有待提升。

2018 年，公司实现投资收益 6.98 亿元，同比增加 6.69 亿元，主要系出售华昇资管股权所致；公司投资收益占营业利润的 111.62%，投资收益对营业利润影响较大。公司实现营业外收入 0.04 亿元，同比增长 45.98%，营业外收入占利润总额的 0.59%，对利润总额影响小。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 16.44%，较上年下降 4.51 个百分点，主要系燃

煤发电业务煤炭价格大幅上涨所致。受公司利润规模增长影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.75%、4.73%和 3.14%，分别同比提高 1.52 个百分点、1.76 个百分点和 1.37 个百分点。

总体看，2018 年，公司发电量大幅增长，带动公司营业收入大幅增长，公司投资收益对利润的贡献很大；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，2018 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 108.25 亿元，同比增长 9.13%；同期，公司经营活动现金流出 78.51 亿元，同比下降 3.29%。综合以上因素，2018 年，公司经营活动现金净流入 29.75 亿元，同比增长 65.08%。从现金收入质量来看，公司现金收入比为 87.40%，较上年下降 23.28 百分点。

投资活动方面，2018 年，公司投资活动现金流入为 16.01 亿元，同比增长 493.08%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金净额大幅增长所致。同期，公司投资活动现金流出量为 25.10 亿元，同比下降 65.36%，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-9.09 亿元，流出规模较上年减少 60.66 亿元，公司投资活动现金净流出规模大幅下降。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入为 162.96 亿元，同比下降 45.22%，主要系公司融资环境恶化，筹资活动规模大幅减少所致；筹资活动现金流出量为 195.54 亿元，同比下降 19.84%。筹资活动现金由 2017 年净流入 53.53 亿元转为净流出 32.58 亿元，净流出规模较大。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流量净额同比有所增长，收入实现质量大幅下降。由于公司在建项目待投资金额仍然较大，公司存在较大的对外融资需求，但公司受控股股东违约影响，融资环境恶化，筹资活动呈现净流出趋势。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2018 年末，公司流动比率和速动比率分别由年初的 0.94 倍和 0.91 倍下降至 0.82 倍和 0.79 倍；现金短期债务比为 0.15 倍（年初为 0.35 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，2018 年，公司 EBITDA 为 34.64 亿元，较上年增长 50.71%，主要系利润总额大幅增长所致；从 EBITDA 的构成来看，折旧占 33.39%、摊销占 0.37%、计入财务费用的利息支出占 48.14%、利润总额占 18.10%。公司 EBITDA 利息倍数为 2.08 倍（上年为 1.72 倍），主要系公司利润总额大幅增加所致。公司 EBITDA 全部债务比为 0.11 倍（上年为 0.08 倍），EBITDA 对利息的保障能力一般，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 2018 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、国银租赁等机构的授信合计 227.29 亿元，未使用 30.31 亿元，其中，截至 2018 年末，公司授信总额较 2017 年末授信总额大幅减少（2017 年末授信总额为 333.04 亿元），未使用授信较上年大幅减少（2017 年末未使用授信为 83.40 亿元），间接融资渠道有待拓宽。

截至 2019 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 2019 年 6 月 11 日，已还清债务信息中存在两笔欠息（分别于 2019 年 1 月 15 日及 2019 年 4 月 30 日结清）、一笔关注类贷款、一笔不良/违约类贷款。

截至 2018 年末，公司对外担保余额 6.40 亿元，占公司所有者权益的 4.31%，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。

总体看，2018年，公司偿债能力有所弱化。考虑到控股股东违约，公司融资环境已经受到明显的不利影响。公司授信总额及未使用规模均较上年大幅减少，同时公司美元债券2018年11月及2019年5月利息均在宽限期付息，虽然票据的相关条款约定利息支付拥有1个月宽限期，但未能及时支付票据利息的事项反映出华晨电力当前筹措偿付资金的难度较大，公司整体偿债能力较弱。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年末，公司现金类资产达 13.75 亿元，为“16 华晨 01”本金（20 亿元）的 0.69 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达 148.40 亿元，约为债券本金（20 亿元）的 7.42 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，2018 年，公司 EBITDA 为 34.64 亿元，约为债券本金（20 亿元）的 1.73 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 2018 年经营活动产生的现金流入 108.25 亿元，约为债券本金（20 亿元）的 5.41 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，并考虑到控股股东违约，公司融资环境已经受到明显的不利影响。公司授信总额及未使用规模均较上年大幅减少，同时公司美元债券 2018 年 11 月及 2019 年 5 月利息均在宽限期付息，虽然票据的相关条款约定利息支付拥有 1 个月宽限期，但未能及时支付票据利息的事项反映出华晨电力当前筹措偿付资金的难度较大，公司对“16 华晨 01”偿还能力较弱。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为以火力发电为主营业务的电力企业，在装机容量、发电业务经济性指标等方面保持竞争优势。2018年，公司发电量和主营业务收入均大幅增长，经营活动现金流继续呈净流入态势。同时，联合评级也关注到电煤价格处于高位，公司债务负担较重、受限资产占比较大、扣除非经常性损益后的净利润为负、现金收入比大幅下降、筹资活动现金流入同比大幅下降、筹资活动现金流量由净流入转为净流出及控股股东违约等因素对公司信用水平所产生的不利影响。

由于控股股东违约，公司融资环境已经受到明显的不利影响。同时公司美元债券2018年11月及2019年5月利息均在宽限期付息，虽然票据的相关条款约定利息支付拥有1个月宽限期，但未能及时支付票据利息的事项反映出华晨电力当前筹措偿付资金的难度较大，整体偿债能力呈持续减弱状态。

综上，联合评级下调公司主体信用等级为“BB”，评级展望为“负面”；同时下调“16 华晨 01”的债项信用等级为“BB”。

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
资产总额（亿元）	430.43	481.33	488.19
所有者权益（亿元）	153.94	148.34	148.40
短期债务（亿元）	60.05	74.76	94.62
长期债务（亿元）	173.25	217.02	214.96
全部债务（亿元）	233.30	291.77	309.58
营业收入（亿元）	68.32	86.89	112.60
净利润（亿元）	18.40	2.67	4.65
EBITDA（亿元）	36.25	22.99	34.64
经营性净现金流（亿元）	21.78	18.02	29.75
应收账款周转次数（次）	6.31	6.86	8.86
存货周转次数（次）	22.82	20.57	22.83
总资产周转次数（次）	0.18	0.19	0.23
现金收入比率（%）	107.52	110.68	87.40
总资本收益率（%）	7.20	3.23	4.75
总资产报酬率（%）	7.15	2.97	4.73
净资产收益率（%）	13.49	1.76	3.14
营业利润率（%）	26.15	20.95	16.44
费用收入比（%）	17.31	17.69	16.77
资产负债率（%）	64.23	69.18	69.60
全部债务资本化比率（%）	60.25	66.29	67.60
长期债务资本化比率（%）	52.95	59.40	59.16
EBITDA 利息倍数（倍）	4.40	1.72	2.08
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.08	0.11
流动比率（倍）	0.88	0.94	0.82
速动比率（倍）	0.85	0.91	0.79
现金短期债务比（倍）	0.36	0.35	0.15
经营现金流动负债比率（%）	21.17	15.57	23.89
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.81	1.15	1.73

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、公司长期应付款中融资租赁款已计入长期债务。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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。