跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 928 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深圳能源集团股份有限公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“15深能源MTN001”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

深圳能源集团股份有限公司中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 深能源 MTN001	60 亿元	2015/11/30-2020/11/30	AAA	AAA

跟踪评级时间：2016 年 6 月 17 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	35.31	38.25	58.70	48.13
资产总额(亿元)	333.94	384.41	580.67	578.94
所有者权益(亿元)	188.39	203.55	248.68	245.63
短期债务(亿元)	70.63	92.51	136.22	149.28
全部债务(亿元)	96.81	125.66	253.40	249.73
营业收入(亿元)	123.51	125.06	111.30	20.19
利润总额 (亿元)	22.17	29.17	26.13	2.63
EBITDA(亿元)	41.80	50.64	48.33	--
经营性净现金流(亿元)	22.94	31.90	38.35	4.89
营业利润率(%)	20.47	24.92	28.65	24.90
净资产收益率(%)	9.22	11.48	8.27	--
资产负债率(%)	43.58	47.05	57.17	57.57
全部债务资本化比率(%)	33.95	38.17	50.47	50.41
流动比率(%)	85.46	86.84	88.22	89.25
全部债务/EBITDA(倍)	2.32	2.48	5.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.31	8.36	6.95	--
经营现金流动负债比(%)	19.98	22.32	21.24	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；
2.其他流动负债计入短期债务,长期应付款计入长期债务；
3.现金类资产计算过程中扣除受限货币资金。

分析师

高利鹏　黄 露
lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，深圳能源集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为深圳市国资委直属大型电力集团和深圳电力能源的主要供应商，继续保持了在区域地位、电源布局、生产经营、盈利能力等方面的综合优势。另一方面，公司也面临电力需求下降、上网电价调整等方面的压力。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）同时关注到公司目前以火电为主的电源结构以及环保成本增加等因素可能给公司带来的不利影响。

未来，随着公司清洁能源项目的陆续推进，公司资产收入规模有望继续扩大，电源结构更加合理，公司规模优势与行业区域地位将得到进一步巩固。

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15 深能源 MTN001”AAA 的信用等级。

优势

1. 作为深圳市国资委一级子公司和深圳电力能源的主要提供商，公司外部发展环境良好。
2. 跟踪期内公司借由新能源项目向省外拓展市场，综合实力与行业地位稳步增强。
3. 公司发电设备性能优良，成本控制有效；跟踪期内，受益于煤炭市场价格持续低位运行，公司盈利能力提升，获现水平稳定。
4. 公司整体债务负担适宜，财务弹性良好。
5. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对”15 深能源 MTN001”的覆盖程度较高。

关注

1. 公司未来计划资本性支出规模较大，对外融资需求上升。
2. 跟踪期内，受下游用电需求增速放缓和“西电东送”冲击影响，公司上网电量有所下降。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与深圳能源集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与深圳能源集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因深圳能源集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由深圳能源集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于深圳能源集团股份有限公司主体长期信用及存续期内的“15 深能源 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

深圳能源集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身系 1993 年成立的深圳能源投资股份有限公司，经深圳市人民政府办公厅深府办复[1993]355 号文批准，由深圳市能源集团有限公司（以下简称“深能集团”）作为发起人而募集设立，1993 年 6 月 27 日正式成立。1993 年 9 月公司股票在深圳证券交易所上市（股票简称：深圳能源，股票代码：000027）。2007 年 12 月 20 日，公司通过非公开发行股票收购深圳市能源集团有限公司的股权和资产，实现了深圳市能源集团有限公司的整体上市，开创了国内电力公司整体上市的先河，公司的资产规模、竞争实力得到大幅提升。2008 年 4 月 7 日经公司股东会同意，公司更名为深圳能源集团股份有限公司，深能集团作为公司第一大股东，持有 63.74%的股份。2011 年 5 月，公司资本公积转增股本，变更后公司注册资本增至 264299.44 万元人民币。2011 年 11 月，深能集团分立为两家公司，新设深圳市深能能源管理有限公司（以下简称“深能管理”）承继公司 63.74%的股份。2013 年 2 月 8 日，公司吸收合并深能管理公司的股份，公司成为深圳市国资委直属一级子公司，控股股东由深能管理公司变更为深圳市国资委，实际控制人为深圳市国资委。根据 2015 年 5 月 6 日的股东大会决议，按已发行之股份 264299.44 万股计算，向全体股东每 10 股送红股 5 股。

截至 2016 年 3 月底，公司注册资本为 396449.16 万元人民币，深圳市国资委是公司的实际控制人，直接持有公司 47.82%的股份（间接持股 0.14%，合计持股 47.96%）；华能国际电力股份有限公司（以下简称“华能国际”）为公司第二大股东，持股比例为 25.02%。

公司经营范围主要包括各种常规能源（包括电、热、煤、油和气）和新能源的开发、生产、购销；各种能源工程项目的设计、施工、管理和经营；经营能源工程项目所需的设备及其配件、器材、铝材、木材、水泥和其它原材料；经营进出口业务（按深贸管审证字第 147 文办理）；经营为能源工程配套的人员培训、咨询及其它相关服务业务（具体另行申报）；环保技术的开发、技术转让、技术服务；投资和经营为能源项目所需燃料、原料及设备的运输业务（公路、沿海、远洋）；投资和经营与能源相配套的地产、房产业和租赁等产业；物业管理（凭物业管理资格证书经营）等。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为580.67亿元，所有者权益（其中少数股东权益31.57亿元）合计为248.68亿元；2015年公司实现营业收入111.30亿元，利润总额26.13亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 578.94 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 31.69 亿元）245.63 亿元；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.19 亿元，利润总额 2.63 亿元。

公司注册地址：中国深圳市福田区深南中路 2068 号；法定代表人：高自民。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格

因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点；除 2 月外，其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中，出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元，同比分别下降 2.9%和 14.2%，进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右，进、出口双下降使经济增长承压；贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策，一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力，监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资，一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元，以支持地方基础设施建设、促进经济增长；二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金，主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域；三是监管层积极推广 PPP 模式，为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。截至 2015 年末，中国广义货币（M2）余额 139.2 万亿元，同比增长 13.3%，比上年末高 1.1 个百分点，高于年初设定的 12.0%的增速目标；狭义货币（M1）余额 40.1 万亿元，同比增长 15.2%，比上年末高 12.0 个百分点。整体看，2015 年，较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松，有助于带动社会融资成本回落，促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时，并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

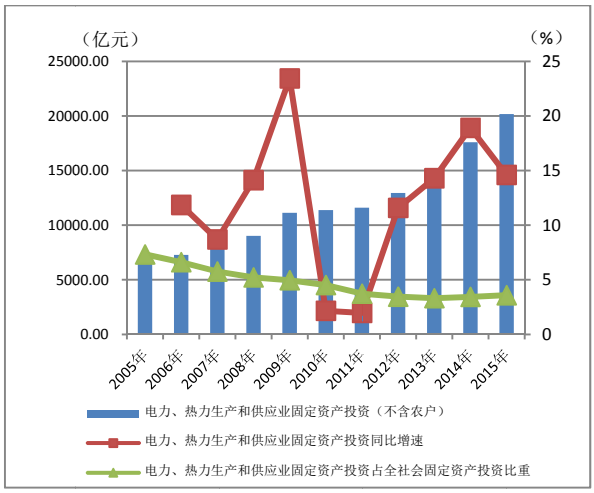
公司主营收入来自电力板块，电力行业的整体经营环境和发展趋势直接影响到公司的经

营状况。

1. 行业概况

2005 年～2015 年电力行业投资规模不断扩大，但由于近年来电力项目审批放缓，在全国城镇固定资产投资中的占比总体呈下降趋势。2015 年全年固定资产投资（不含农户）551590 亿元，比上年名义增长 10.0%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资 20171 亿元，同比增长 15.7%，占全国城镇固定资产投资的比重为 3.59%。

图 1 近年电力行业累计投资占全国总投资比重



资料来源：国家统计局、Wind 资讯

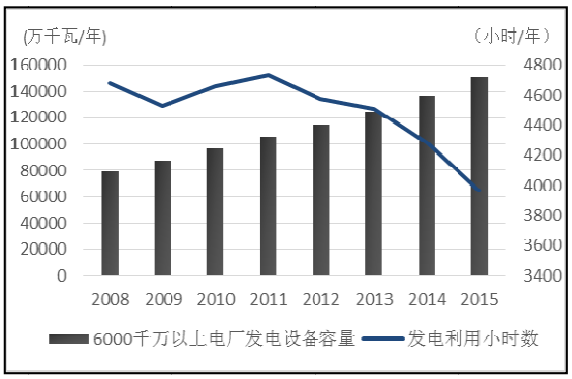
注：从2011年开始，固定资产投资统计的起点标准从计划总投资50万元提高到500万元，因此2011年全社会固定资产投资绝对数与2010年不可比，但比上年增速是按可比口径计算的。同时，月度投资统计制度将统计范围从城镇扩大到城镇和农村企事业组织，并定义为“固定资产投资（不含农户）”

行业运行

2015 年，全国主要电力企业合计完成投资 8694 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 4603 亿元、同比增长 11.7%；完成电源投资 4091 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。其中风电新增投产超预期、达到历史最大规模。

截至 2015 年底，全国全口径发电装机容量 15.1 亿千瓦、同比增长 10.5%，供应能力充足；全口径发电量 5.60 万亿千瓦时、同比增长 0.6%；全国发电设备利用小时 3969 小时、同比降低 349 小时，已连续三年下降。截至 2015 年底，非化石能源发电装机容量和发电量占比分别比 2010 年提高 8.1 和 8.3 个百分点，非化石能源发电装机比重提高到 35.0%，电力供应结构逐年优化。

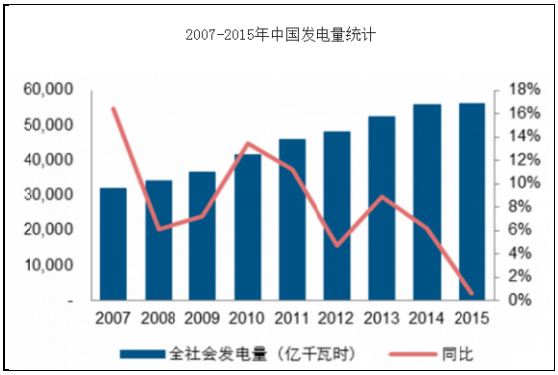
图 2 近年全国电力装机与利用小时情况



资料来源：Wind资讯

电力供需

图 3 近年国内发电量及增幅情况



资料来源：中国产业信息网

2015 年，全国全口径发电量 56045 亿千瓦时，同比增长 0.6%，增速较上年回落 3.5 个百分点，为有统计数据以来最低增速。2015 年，全国全口径水电发电量 11143 亿千瓦时，占全部发电量的 19.9%，较上年增长 0.9 个百分点；2015 年，火电发电量 40972 亿千瓦时，占全国发电量的 73.1%，比上年降低 2.2 个百分点，其中燃煤发电量占火电发电量比重 91.9%，燃气发电量占火电发电量比重 4.0%；2015 年，核电、

并网风电和太阳能发电量分别为 1695 亿千瓦时、1851 亿千瓦时和 383 亿千瓦时，占全国发电量的比重分别为 3.02%、3.3%和 0.68%，比上年分别提高 0.6、0.4 和 0.3 个百分点。具体看，近年来电力供应主要特点有：

一是水电投资连续两年下降，水电发电量较快增长，设备利用小时保持较高水平。“十二五”期间水电新开工规模明显萎缩，随着西南大中型水电项目相继投产，年底全国主要发电企业常规水电在建规模仅有 3200 万千瓦，全年水电投资同口径同比下降 17.0%，已连续两年下降，预计未来几年水电新增规模较小。截至 2015 年年底全口径水电装机容量 3.2 亿千瓦，发电量 1.11 万亿千瓦时、同比增长 5.1%；设备利用小时 3621 小时，为近二十年来的年度第三高水平（2005 年、2014 年分别为 3664 和 3669 小时）。

二是并网风电、太阳能装机及发电量快速增长。主要受 2016 年初风电上网电价调整预期影响，2015 年基建新增并网风电装机再创新高，年底全国并网风电装机容量 1.3 亿千瓦，“十二五”时期风电爆发式增长，累计净增容量近 1 亿千瓦；2015 年全年发电量 1851 亿千瓦时、同比增长 15.8%，利用小时 1728 小时、同比降低 172 小时。近几年国家密集出台了一系列扶持政策，极大促进了太阳能发电规模化发展，东部地区分布式光伏在加快增长，西北地区光伏大基地呈规模化增加，这是“十二五”期间新能源建设发展的亮点。受当地市场需求疲软、消纳压力较大等因素影响，西北、东北部分风电和太阳能比重较高省份“弃风”、“弃光”问题比较突出。

三是核电投产规模创年度新高，发电量高速增长。2015 年全年净增核电机组 600 万千瓦，年底核电装机容量 2608 万千瓦、同比增长 29.9%。“十二五”时期，核电装机容量净增 1526 万千瓦、年均增长 19.2%。全年核电发电量同比增长 27.2%，设备利用小时 7350 小时、同比降低 437 小时。

四是火电装机大规模投产，发电量连续两年负增长，利用小时创新低。2015 年全年净增火电装机 7202 万千瓦（其中煤电 5186 万千瓦），为 2009 年以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（其中煤电 8.8 亿千瓦、占火电比重为 89.3%），同比增长 7.8%。全口径发电量同比下降 2.3%，已连续两年负增长。火电发电设备利用小时创 1969 年以来的年度最低值 4329 小时，同比降低 410 小时。火电设备利用小时持续下降，主要是电力消费增速向下换挡、煤电机组投产过多、煤电机组承担高速增长的非化石能源发电深度调峰和备用等功能的原因，此外，火电中的气电装机比重逐年提高，也在一定程度上拉低了火电利用小时。但是从火电占比、机组出力、负荷调节等特性，以及电价经济性等方面综合评价，火电在电力系统中的基础性地位在短时期内难以改变。

2015 年，受国内经济增长放缓、产业结构调整和工业转型升级等因素影响，我国全社会用电量 55500 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速比上年回落 3.2 个百分点。

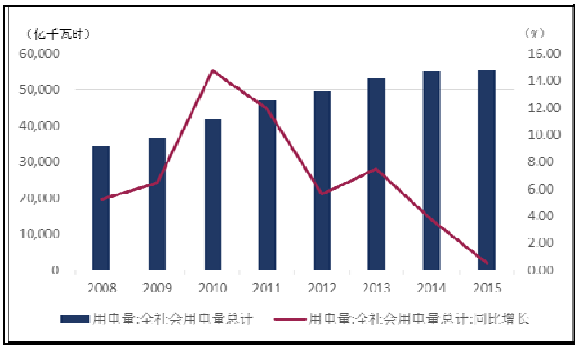
2015 年一、三产业和城乡居民生活用电增速均回升。2015 年，我国用电结构继续优化。第三产业用电比重连续 5 年提高，比上年上升 0.83 个百分点；第一产业和城乡居民生活用电量比重均有所增加，分别比上年增加 0.04 和 0.56 个百分点。第二产业用电占全社会用电比重 72.15%，比上年降低 1.43 个百分点，连续 4 年下降，但仍是拉动全社会用电增长的决定因素。具体来看：2015 年，第一产业用电量 1020 亿千瓦时，同比增长 2.5%，增速比上年上升 2.6 个百分点；2015 年，第二产业用电量 40046 亿千瓦时，同比下降 1.43%，增速较上年回落 5.1 个百分点。受工业增加值增速回落，主要耗电产品产量下降影响，第二产业用电出现负增长；2015 年，第三产业用电量 7158 亿千瓦时，同比增长 7.47%，增速较上年上升 1.07 个百分点；2015 年，城乡居民生活用电量 7276 亿千瓦时，同比增长 5.0%，增速较上年提高 2.74 个百分点。

受居民用电水平提高以及气温影响，城乡居民生活用电量增速回升。

随着我国经济发展进入新常态，电力生产消费也呈现新常态特征。电力供应结构持续优化，电力消费增长减速换档、结构不断调整，电力消费增长主要动力呈现由高耗能向新兴产业、服务业和居民生活用电转换，电力供需形势由偏紧转为宽松。

2015 年，全国电力供需进一步宽松、部分地区富余。东北和西北区域供应能力富余较多，华北电力供需总体平衡略宽松，华东、华中和南方区域电力供需总体宽松、部分省份富余，省级电网中，山东、江西、河南、安徽个别时段存在错峰，海南 8 月前电力供应偏紧。

图 4 近年国内用电量及增幅情况



资料来源：中国产业信息网

行业竞争

中国电力行业的竞争主要集中于发电领域，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”的竞争格局已相对稳定，至今没有发生根本性变化。随着电力体制改革的深入，一些民营与外资企业也抓住机遇，成功进入国内电力市场。

近年来，虽然非国电系国有发电企业凭借自身雄厚的资金实力、品牌效应或资源优势，积极涉足电力投资领域，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，通过整合资源来增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位，其凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

发电企业间的竞争主要体现在新电源点项目的建设和电力销售方面。在新电源点项目建设方面，各电力企业为扩大装机规模，提升市场份额，增强盈利能力，提升盈利水平，都在积极争取建设新的电源点项目，存在较为激烈的竞争。

目前全国电网联网的格局尚未形成，在以区域电网为主的电力调度方式下，电力企业主要的竞争对手为本区域电网内的其他电力生产企业。在供电形势紧张的情况下，各电力企业不存在竞争；在供电形势缓解、地方电网发电量出现过剩的情况下，该区域内的电力企业之间存在一定的竞争关系，但由于目前各发电企业的电力销售量是以电力企业与电网公司确定的发电计划为主，且各发电企业上网电价受到安装脱硫装置以及不同发电类型等因素影响各不相同，因此，在电网公司实际的电量电度过程中，区域内电力企业间的竞争尚不明显。

2. 行业关注

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。2010~2011年11月，全国煤炭价格持续高位波动，火电行业面临较大成本压力；2012年，全国煤炭均价呈快速回落趋势，并延续至2013年三季度，2013年9月环渤海动力煤价为546元/吨，较2012年底下降13.88%。2013年四季度起煤价迅速反弹并回升至年初水平，2013年底为631元/吨，同比下降0.47%。进入2014年，煤炭市场低迷，煤价继续下跌，2014年12月环渤海动力煤价下降至约525元/吨，较2013年底下降约17%。进入2015年，该指数继续下跌，截至2015年12月底下跌至约370元/吨，较2014年底跌幅约达30%。总体上，2014年至今，煤炭市场供大于

求矛盾突出，库存增加，煤价持续走低，价格下滑趋势使得火电企业成本压力减轻，对缓解行业压力有一定的积极作用。

由于中国特有的煤电价格体系，煤炭价格对火电企业的盈利状况影响较大。“市场煤、计划电”两套价格体系使得二者矛盾突出，造成了发电企业的盈利大幅波动。2012年12月25日，国务院办公厅发布《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称“《意见》”），明确要求“建立电煤产运需衔接新机制；自2013年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制”。《意见》进一步完善了煤电联动机制，对建立电煤产运需衔接新机制、加强煤炭市场建设、推进电煤运输和电力市场化改革等方面均提出了指导性意见。

火电厂售电收入主要由上网电价及计划发电量决定，而火电厂向有关电网公司调度的计划发电量系由国家有关部门核定及控制。若计划发电量降低至公司预计的水平以下，将对公司的收入造成不利影响。此外，计划发电量的上网电价须经当地政府部门及发改委审查及批准。若火电上网电价出现下调，公司的业务、财务状况及经营业绩将可能受到重大不利影响。2013年下半年以来，火电上网电价进行多次下调。2013年10月国家发改委发布《关于调整发电企业上网电价有关事项的通知》，下调上海、江苏、浙江和广东等27省(区、市)燃煤发电企业脱硫标杆上网电价，幅度在0.9分/千瓦时至2.5分/千瓦时。2014年8月，根据《关于疏导环保电价矛盾有关问题的通知》，全国燃煤发电企业标杆上网电价平均降低0.0093元/千瓦时，其中山西、蒙西、江苏、浙江、湖北、河南、江西、广东和海南等9省（区）降幅超过0.01元/千瓦时。该电价空间重点用于对脱硝、除尘环保电价矛盾进行疏导，2014年9月1日开始施行。2015年，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748号)规定，自4月20日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约2分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。根据《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【2015】3105号）规定，为减轻中小微企业负担，促进可再生能源发展、支持燃煤电厂超低排放改造，自2016年1月1日起，降低燃煤发电上网电价和一般工商业销售电价全国平均每千瓦时约3分钱。火电上网电价的下调一定程度上压缩了企业的盈利空间，增加了运营压力，但行业整体盈利依然良好。

此外，进入2015年，中国将实施新的电力改革方案。2015年3月15日，国务院发布《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，此次改革方案明确了“三放开、一独立、三强化”的总体思路，售电侧有望放开，这将可能打破售电层垄断，改变目前电网公司统购统销的垄断局面，电力买卖双方自行直接商谈，决定电量、电价，可能给大机组发电企业提供进一步的创利空间。2015年11月30日，为贯彻落实《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（中发〔2015〕9号），推进电力体制改革实施工作，由国家发展改革委、国家能源局和中央编办、工业和信息化部、财政部、环境保护部、水利部、国资委、法制办等部门制定，经报请国务院同意，并经经济体制改革工作部际联席会议（电力专题）审议通过。国家发改委、国家能源局正式公布6大电力体制改革配套文件。具体包括：《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》。

近年来，在国家节能调度的政策下，火电

行业压力与机遇并存。国家对火电“节能降耗减排”的监管日趋严厉，环保设施投入标准高时间紧，投资运营成本大幅增加；部分地区水电、风电等情节能源的密集投产对火电利用小时造成较大冲击。另一方面，近期煤炭市场供应总体平和，电煤价格低位盘整，有利于发电企业控制燃料成本；在积极的财政政策和稳健的货币政策的背景下，有利于争取更多的财政、信贷支持，降低资金成本。同时，国家也在陆续颁布国家政策，不断加速和深化电力体制改革，未来售电有望成为发电企业新业务板块和利润增长点。

3. 行业发展

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，随着节能调度、上大压小、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。

4. 区域经济概况

近年来，深圳市经济发展迅速，2007~2015年本地生产总值均保持高速增长。深圳市2015年，全年生产总值17502.99亿元，比上年增长8.9%。其中，第一产业增加值5.66亿元，下降1.7%；第二产业增加值7205.53亿元，增长7.3%；第三产业增加值10291.80亿元，增长10.2%。第一产业增加值占全市生产总值的比重不到0.1%；第二和第三产业增加值占全市生产总值的比重分别为41.2%和58.8%。人均生产总值157985元，增长5.2%，按2015年平均汇率折算为25365美元。

深圳市电力市场发展较快。用电量方面，2015年深圳市用电量815.54亿千瓦时，增长3.4%。其中城乡居民生活用电124.89亿千瓦时，增长3.8%。

深圳能源下属电厂所发电力主要供应广东电网。广东电网以珠江三角洲地区500千伏主干环网为中心，向东西两翼及粤北延伸。通过“八交八直”高压输电线路与中西部电网联网；通过1回500千伏交流海缆与海南电网相联；通过4回400千伏线路与香港中华电力系统互联；通过5回220千伏线路和3回110千伏线路向澳门地区供电。

总体看，深圳市经济持续较快发展，用电需求稳定增长，电网输运能力较强。公司长期发展具备良好的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

2013年2月公司通过吸收合并深能管理公司而上升为深圳市国资委的一级子公司。根据2015年5月6日的股东大会决议，按已发行之股份264299.44万股计算，向全体股东每10股送红股5股。截至2015年底，公司注册资本396449.16万元，实际控制人为深圳市国资委（直接持股47.82%）。

2. 企业规模

公司是深圳市属大型能源类集团企业，坚持“以电为主，配套经营”的方针，以满足深圳特区经济发展用电需求为目标，公司目前是深圳市电力能源的主要供给者，承担当地40%以上的年均用电负荷和生活垃圾焚烧处理量，社会经济地位突出。

公司现辖20余家成员企业，初步形成以能源电力为主，能源环保等相关产业综合发展的战略格局，主要经营指标连续多年位居全国同行业前列，连续多年入选中国工业企业500强，在产业市场和资本市场上树立起“诚信、绩优、规范、环保”的良好形象。

截至2016年3月底，公司集团口径总装机容量为1038.65万千瓦，其中清洁能源所占比例从10年前不到3%发展至目前35.70%。装机容量规模位列南方电网主要发电集团前列。2015年，公司非同一控制下合并库尔勒发电公司等五家企业，并新设潮州深能燃气有限公司、深圳市深能环保东部有限公司等11家企业。截至2015年底，公司共设89家全资、控股子公司，企业均具有较强的盈利能力，公司规模优势进一步增强。

六、管理分析

2016年6月13日，公司董事会七届五十八次会议审议通过《关于选举公司第七届董事会董事长的议案》，选举熊佩锦董事为公司第七届董事会董事长、公司第七届董事会战略委员会主任委员及提名委员会委员。

熊佩锦，男，1965年10月生，中共党员，行政管理硕士，工商管理硕士，高级会计师，注册会计师。曾任原煤炭工业部及中国露天煤矿总公司、中国统配煤矿总公司干部；中煤深圳公司计财部会计、副经理；中国深圳国际经济技术合作股份公司董事、财务总监；深圳市高新技术工业村发展公司财务总监；深圳市汽车工业贸易总公司财务总监；深圳市斯贝克生物药业有限公司董事、财务总监；深圳市国有免税商品（集团）有限公司财务总监、董事；深圳市投资管理公司驻深国投财务总监工作小组组长；深圳市南油（集团）有限公司监事会主席兼财务总监；深圳国际信托投资有限公司财务总监；深圳市国有资产监督管理委员会（局）总经济师、党委委员；深圳市创新投资集团有限公司董事；深圳市特区建设发展集团有限公司董事、总经理、党委副书记；深圳市投资控股有限公司董事、总经理、党委副书记。现任公司党委书记、董事长；中国平安保险集团股份有限公司和国泰君安证券股份有限公司非执行董事。

跟踪期内，公司在其他管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是一家以电力能源为主业的大型能源类集团公司，电力资产主要分布在珠江三角洲地区，通过广东电网向深圳地区供电。公司主营业务突出，主要经营收入来自电力销售。近年来电力销售业务收入占公司营业收入的比重始终保持在90%以上。跟踪期内，受公司发电量减少以及火电上网电价下调影响，2015年公司电力销售收入100.49亿元，同比下降11.82%。

毛利率方面，受益于2015年煤炭市场的持续低位运行，跟踪期内公司电力销售板块毛利率同比上涨3.80个百分点至26.90%；公司运输业务规模进一步缩减，毛利率下降至26.45%，但由于收入占比小，对公司利润贡献小。同期，公司其他主营业务板块的毛利率均因成本下降而相应提高，并带动公司整体毛利率增至27.67%，同比增加3.83个百分点。

2016年1~3月，公司实现营业收入19.55亿元，占2015年全年营业收入总额的18.36%；同期，受火电上网电价下调影响，公司毛利率较2015年下降1.65个百分点至26.02%。

整体看，跟踪期内，受电力需求增速放缓以及“西电东送”冲击影响，公司发电量有所减少，电力板块收入减少，但受益于煤炭价格低位运行，公司毛利率有所提升。

表 1　公司主营业务收入情况 (单位：亿元、%)

业务板块	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	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
电力销售	112.36	94.22	18.48	113.96	94.88	23.10	100.49	94.39	26.90	17.95	91.82	25.36
蒸汽销售	0.55	0.46	66.43	0.53	0.44	73.40	0.55	0.52	76.52	0.12	0.61	75.68
燃气销售	2.74	2.30	24.33	2.97	2.47	29.21	2.83	2.66	33.20	1.03	5.27	38.66
运输业务	2.20	1.84	23.08	0.67	0.56	45.70	0.41	0.39	26.45	0.10	0.51	-0.08
其他	1.40	1.17	47.54	1.98	1.65	38.95	2.19	2.06	40.23	0.35	1.79	39.33
合计	**119.25**	**100.00**	**19.26**	**120.11**	**100.00**	**23.84**	**106.46**	**100.00**	**27.67**	**19.55**	**100.00**	**26.02**

资料来源：公司提供

（1）电力生产

公司目前已投产的电源项目主要分布在深圳及周边部分地区，紧邻公司主要的售电市场。近年公司将投资地域拓展至新疆、甘肃、广西、内蒙古、江苏、四川和河南等地，投资项目涉及火电、水电、风电、光伏发电和城市燃气等。跟踪期内，受南控、北控电厂装机容量扩张影响，公司装机容量增长，截至 2016 年 3 月底，公司集团口径总装机容量为 1037.25 万千瓦，权益装机容量 722.40 万千瓦。主要电厂包括深圳妈湾电力有限公司（191 万千瓦）、深圳合和电力（河源）有限公司（120 万千瓦）、深圳能源集团东部发电厂（117 万千瓦）和深圳市广深沙角 B 电力有限公司（70 万千瓦）等。

表2　截至2016年3月底公司已投产主要电力资产

（单位：万千万、%）

经营单位	总装机容量	电源类型	公司权益	权益装机容量
深圳妈湾电力有限公司	1×30+4×32+1×33	燃煤	85.58	163.46
深圳市广深沙角B电力有限公司	2×35	燃煤	64.77	45.34
深能合和电力（河源）有限公司	2×60	燃煤	60.00	72.00
深圳能源集团东部发电厂	3×39	LNG	100.00	117.00
东莞深能源樟洋电力有限公司	2×18	油气双燃料	51.00	18.36
惠州深能源丰达电力有限公司	2×18	油气双燃料	51.00	18.36
深能安所固电厂	2×10	燃气	60.00	12.00
卧罗桥电厂	2×5	水电	95.00	9.50
集团全资水电厂	61.15	水电	100.00	61.15
北控风电场	36.80	风力	100.00	36.80
南控泗洪风电场	5.04	风力	70.00	3.53
南控高邮风电场	3.60	风力	100.00	5.00
北控太阳能	5.00	太阳能	100.00	5.00
南控全资太阳能	24.16	太阳能	100.00	24.16
南控沛县太阳能	1.50	太阳能	70.00	1.05
能源环保公司	14.00	垃圾发电	100.00	14.00
集团可控合计	**751.25**	--	--	**606.71**
四川华蓥山厂	60.00	燃煤	26.25	15.75
河北西柏坡电厂	120.00	燃煤	40.00	48.00
满洲里达赉湖热电厂	40.00	燃煤	49.00	19.60
国电织金发电厂	66.00	燃煤	49.00	32.34
集团参股合计	**286.00**	--	--	**115.69**
集团全部合计	**1037.25**	--	--	**722.40**

资料来源：公司提供

注：LNG 为液化天然气

受深圳市用电需求增速放缓以及“西电东送”冲击影响，2015年公司实现发电量232.11亿千瓦时，同比减少9.43%；同期，公司实现上网电量218.44亿千瓦时，同比减少9.53%。机组运营方面，2015年公司电力机组平均利用小时数为3411小时，同比减少537小时；但同时受益于机组不断改造，供电标准煤耗同比下降2.00%至321.50克/千瓦时；综合厂用电率维持5.6%。

整体看，公司机组运营保持在较好水平。

表 3　公司近年电力生产经营指标

（单位：亿千瓦时、小时、克/千瓦时、%）

相关指标	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
总发电量	255.87	256.29	232.11	41.19
上网电量	240.86	241.44	218.44	38.99
机组平均利用小时数	4057	3948	3411	549
供电标准煤耗	326.22	328.07	321.5	323.4
厂用电率	5.6	5.6	5.6	5.3

资料来源：公司提供

2016 年 1~3 月，公司发电量为 41.19 亿千瓦时，上网电量为 38.99 亿千瓦时，分别占 2015 年全年的 17.75%和 17.85%。同期，公司综合厂用电率下降 0.3 个百分点至 5.30%，公司机组利用水平进一步提升。

电价方面，公司下属电厂所发电力主要供应广东电网（广东省电力公司），并接受广东电网的统一调度。广东电网电价承受能力较强，目前在全国范围内其整体的电价水平较高，但是，随着电价改革的推进，公司盈利能力也受到一定的影响。跟踪期内，根据《国家发展改革委关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》（发改价格〔2015〕748 号)规定，自 2015 年 4 月 20 日起，全国统一下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，全国燃煤发电上网电价平均每千瓦时下调约 2 分钱，下调燃煤发电上网电价形成的降价空间，除适当疏导部分地区天然气发电价格以及脱硝、除尘、超低排放环保电价等突出结构性矛盾，促进节能减排和大气污染防治外，主要用于下调工商业用电价格。此外，根据《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【2015】3105 号）规定，为减轻中小微企业负担，促进可再生能源发展、支持燃煤电厂超低排放改造，自 2016 年 1 月 1 日起，降低燃煤发电上网电价和一般工商业销售电价全国平均每千瓦时约 3 分钱。火电上网电价的连续下调对公司盈利能力造成一定影响，但受益于煤炭价格的持续低位盘整，成本的降低缓和了公司营业利润被压缩的压力，公司整体盈利能力仍处行业内较好水平。

电价气价补贴方面，2015 年，公司获得政府补助 2.78 亿元，主要为樟洋电力公司和惠州丰达公司获得的燃气燃油加工费补贴收入 1.46 亿元以及垃圾发电增值税退税 0.41 亿元；此外，公司还收到垃圾处理、节能减排等其他环保项目的补助。

环保建设方面，公司所属电厂的燃煤机组均建成投运了脱硫系统，其中妈湾 4 号机组海水脱硫工程是国家环保总局亲自部署的示范项目，并被列入《中国跨世纪绿色工程规划》和《广东省蓝天工程计划》，脱硫效率可达 90%以上；公司下属沙角 B 电厂、河源电厂均建成投运了石灰石—石膏湿法脱硫工艺，脱硫效率可达 95%以上。截至目前，公司正在推进超低排放改造项目，未来，随着电力机组改造的完成，公司获得的电力补助有望进一步增加。整体看，公司机组设备在技术和环保方面的先进性确保了公司未来可持续性发展。

垃圾发电方面，公司下属深圳市能源环保有限公司（以下简称“深能环保”）是国内最早涉足垃圾焚烧处理的企业之一，主要致力于垃圾焚烧处理及其它环保设施的投资、建设、经营及设备的设计开发、制造、销售及推广应用。深能环保根据中国生活垃圾水份多、不可燃物含量高和热值低的特点，引进了具有世界先进水平的比利时西格斯公司垃圾焚烧炉和烟气净化技术，并设立了全国最大的垃圾焚烧技术设计研究所，专门从事引进技术国产化和垃圾焚烧技术的研究、开发。

目前，深能环保已建成深圳南山、盐田、宝安一期、宝安二期、武汉新沟、福建龙岩 6 座垃圾发电厂，总垃圾处理能力 7050 吨/日，年处理能力达 240 万吨，建设运营标准均达到了国际领先水平，并创造了垃圾焚烧炉长周期运行 431 天的世界纪录。

此外公司正在涉足清洁能源行业，在扩大营业范围，提高盈利水平的同时，也能良好的提高公司抵御主营业务风险的水平。

总体看，跟踪期内公司装机规模扩张，机组运行效率与发电效率均处于行业良好水平；目前清洁能源项目稳定推进，未来随其陆续投产，公司规模优势有望得到巩固，电源结构进一步优化。

（2）燃料采购

公司电力生产的主要成本为燃料成本，近年来煤炭价格持续低位盘整，公司发电成本降低，一定程度上缓和了电量需求趋缓和上网电价下调对公司盈利水平带来的不利影响。

跟踪期内，公司与市场占有率大、保障能力强、货源充足、品质稳定的神华、中煤、同煤、伊泰四大家供应商合作，实施煤炭集中采购。随着国家煤炭价格双轨制的取消，公司煤炭采购模式有所变化。2013 年起，重点合同煤取消，公司遂与主要供应商签订长期协议，双方约定煤炭的采购总量，并可按实际情况在一定范围内进行调整；采购价格为周定价模式，以同期环渤海动力煤价格指数为参照。

跟踪期内，随着公发电量的减少以及供电标准煤耗的下降，公司煤炭采购总量有所下降。2015 年公司内贸煤采购量 521.91 万吨（其中，神华占 48.93%、伊泰占 25.04%、中煤占 13.14%、同煤占 12.89%），同比减少 12.19%；同期，公司外贸煤采购总量 106.65 万吨，同比减少 28.29%。近年来，煤炭价格持续低位盘整，2015 年，内贸煤折标煤采购均价和外贸煤折标煤采购均价分别同比下降 17.45%和 1.41%至 533.06 元/吨和 409.41 元/吨。2016 年 1~3 月，公司内贸煤采购总量为 66.28 万吨，外贸煤采购总量为 13.46 万吨，分别占 2015 年全年采购总量的 12.70%和 12.62%，采购价格进一步下降。

表4　公司近年燃料采购情况

（单位：万吨、元/吨、万标方、元/标方、元/吨）

项目	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
内贸煤采购总量	594.37	521.91	66.28
内贸煤折标煤到岸均价	739.67	625.49	574.32
内贸煤折标煤采购价格	645.77	533.06	485.88
外贸煤采购总量	148.73	106.65	13.46
外贸煤折标煤到岸均价	574.89	490.72	426.34
外贸煤折标煤采购价格	415.28	409.41	341.30
燃气采购量	109617.24	79657.00	21652.00
单位燃气采购价格	2.27	1.65	2.20

资料来源：公司提供

总体看，通过与大型煤企合作，公司落实了稳定的燃煤供应，且具有一定的成本优势。2013 年以来公司针对新的煤炭市场政策转变采购模式，成本控制较为有效。2015 年国内煤价持续走低，公司盈利水平良好。

公司目前主力的燃气机组为下属东部电厂的 3×39 万千瓦的 LNG 发电机组。针对这部分机组公司在 2004 年就与广东大鹏液化天然气有限公司签订了为期 25 年，价格锁定的液化天然气供应合同，气源和采购价格能够得到保证。对于新改建的油气机组，公司气源主要受制于管道输送。目前，公司气源形势较好，主要通过天然气公司参股的方式保证气源供应。另外，西气东输项目推动广东气量的增加，也为公司的燃气供应提供一定平台。跟踪期内，公司燃气采购量有所下降，为 79657.00 万标方，单位燃气采购价格为 1.65 元/标方。2016 年 1~3 月，公司燃气采购量 21652.00 万标方，占 2015 年采购量 27.18%；单位燃气采购价格回升至 2.20 元/标方。

公司的燃煤运输主要以水运为主，近年来航运价格的波动对公司成本产生一定影响，为提高成本控制能力和燃煤运输的保障能力，公司从 2007 年开始建设自有的燃煤运输船队，陆续有 4 艘 7.6 万吨级巴拿马型货轮投入使用。截至目前已有两艘 7 万吨级燃煤运输船投入运营，同时各主力燃煤电厂的配套码头也在筹建中。此外，在日常经营过程中，公司会依据月度煤价走势的预测，采取灵活的场存策略，进一步压缩采购成本。

总体看，公司电力资产质量良好，运行水平高；公司所处区域电网消纳能力强，电价水平较高；由于煤炭价格持续下跌，公司成本控制能力好。尽管近年来上网电价的下调对公司形成一定影响，但公司脱硝电价及环保项目补

助的取得将对其形成一定弥补。综上，公司营运能力强。

2. 经营效率

2015 年，公司应收账款增长较快，销售债权周转周转次数降至 4.16 次；受煤价长期低位盘整影响，公司经营成本降低，存货周转次数降至 6.04 次；同期，公司资产总额增幅较大，总资产周转次数降至 0.23 次。总体看，跟踪期内公司经营效率指标有所下降，但仍维持在较高水平。

3. 未来发展

未来公司将继续以电力生产与供应、综合配套及相关专业技术服务为主业，坚持实施专业化发展战略，整合内外部资产、资源和业务，积极开展资本运作。同时，公司稳步建设环保产业，以垃圾发电为核心、以城市环保为方向、以处理城市垃圾为主要板块，开展工业废水的处理、垃圾焚烧装备的研发、城市工业危险品的处理、城市固体废物的处理及其相关产业。最后，公司计划适当涉足金融行业，作为主业配套，以上市公司的增发、证券公司参股等为主要方式参与财务投资，为上述两个主业提供金融支持和帮助。

公司目前储备了较丰富的在建和拟建项目，未来几年公司的资产规模可能实现较快增长，但也会根据区域市场的供需状况来适时调整项目建设进度。截至2016年3月底，公司主要投资计划（项目总投资超过10亿元）如下表所示。

表5　截至2016年3月底公司主要投资项目（单位：万元）

项目名称	建设规模	项目总投资	截至 2016 年 3 月	2016 年 4~12 月投资计划	2017 投资计划	2018 投资计划
一、续建项目						
新疆库尔勒热电联产项目	2×350MW	307433.00	60000.00	100000.00	147433.00	
深能保定西北郊热电厂一期超临界燃煤机组项目	2×350MW	371102.00	46825.00	181129.00	143148.00	0.00
其他		877433.00	435636.00	204209.00	104443.00	6482.00
小计		**1555968.00**	**542461.00**	**485338.00**	**395024.00**	**6482.00**
二、新建项目						
河源电厂二期	2×1000MW 超超临界燃煤机组	840060.00				
深能保定西北郊热电厂一期 2×350MW 超临界燃煤机组项目集中供热工程	本项目新建高温热水管网单线开槽总长约 114.6km，其中主干管网总长 37km；建设水-水换热站 115 座，热泵站 1 座；蒸汽管道 15.7km；热网调度中心 1 座。	122202.00	61.00	16939.00	82989.00	6822.00
扎鲁特旗 300MW 风电项目一期	100MW	243982.00	6500.00	31000.00	6000.00	1227.00
妈湾城市能源生态园项目（深圳市南山垃圾焚烧发电厂二期项目）	2×750 1×42MW 1500 吨/天	127026.00	2110.00	19800.00	40000.00	65116.00
深圳东部垃圾发电厂	6×850 4×40MW 5100 吨/天	439282.00	6500.00	55400.00	150000.00	227382.00
深圳市宝安老虎坑垃圾焚烧发电厂三期项目	5×850 3×45MW 垃圾焚烧 4250 吨/天+10 万平米飞灰填埋场	336703.00	2870.00	42000.00	120000.00	171833.00
其他		569654.00	32890.00	119524.50	200883.60	60031.90
小计		**2678909.00**	**50931.00**	**284663.50**	**599872.60**	**532411.90**
三、前期项目						
伊金霍洛旗热电联产项目	2×350MW	316773.00				
光明燃机电厂热电联供项目（含热网）	2×400MW	379022.00				

东部电厂二期	3×478MW 燃气蒸汽联合循环机组	335786.00				
丰达电厂扩建项目	2×460MW	303320.00				
天然气调峰联合循环发电项目（樟洋电厂扩建项目)	2×478MW 联合循环机组	239107.00				
洪湾电厂扩建项目	2 台 F 级燃气机组	263281.00				
潮州潮安特色产业园区热电联产项目	2×100MW	120000.00				
深能义和风电场二期项目	300MW	113585.00	5865.00	93093.00	8000.00	2000.00
深圳国际低碳城环保产业园项目	环保产业园	500000.00	66.00	300.00	100.00	100.00
龙岗大工业区垃圾发电厂	3000 吨/天	152147.00	1985.00	165.00	100.00	200.00
其他		369433.00	1487.00	65800.00	19113.00	6600.00
小计		**3092454.00**	**9403.00**	**159358.00**	**27313.00**	**8900.00**
合计		**7327331.00**	**602795.00**	**929359.50**	**1022209.60**	**547793.90**

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司共有在建、拟建工程项目 78 个，主要是新能源发电项目和原有机组的环保改良项目建设。预计项目总投资 732.73 亿元，截至 2016 年 3 月底，公司已完成投资 60.28 亿元，预计 2016 年 4~12 月投资 92.94 亿元、2017~2018 年分别投资 102.22 亿元和 54.78 亿元，公司未来资本支出压力大。

总体看，公司在清洁能源领域项目较多，目前公司投资主要集中于燃气机组的扩大、垃圾发电建设的推进以及光伏发电项目的开展。随着公司在建项目的陆续运营投产，公司在清洁能源机组的装机容量将有所上升，有利于进一步优化公司当前电源结构，同时公司将适度发展配套的燃料运输业务，公司抗风险能力和综合竞争实力有望得到提升。

八、财务分析

公司提供的2013~2015年财务报表已由德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准的无保留意见审计报告。公司提供的2016年一季度财务数据未经审计。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为580.67亿元，所有者权益（其中少数股东权益31.57亿元）合计为248.68亿元；2015年公司实现营业收入111.30亿元，利润总额26.13亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 578.94 亿元，所有者权益（其中少数股东权益 31.69 亿元）245.63 亿元；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.19 亿元，利润总额 2.63 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，受电力需求增速趋缓以及“西电东送”冲击影响，公司上网电量有所下降，影响 2015 年公司营业收入同比下降 11.00%，为 111.30 亿元。同期煤炭市场持续低位运行，2015 年公司营业成本为 77.97 亿元，同比下降 15.77%，降幅高于营业收入降幅，影响 2015 年公司营业利润率上升至 28.65%，同比提高 3.73 个百分点。公司盈利能力进一步提升。

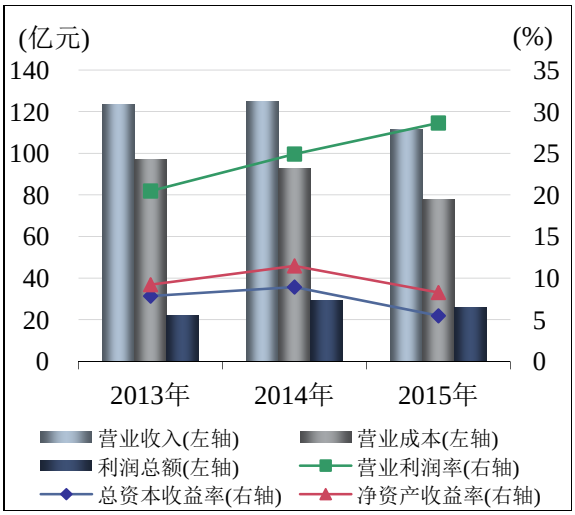
期间费用方面，2015 年公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）合计为 14.41 亿元，同比增长 20.04%，在营业收入中占比增至 12.95%，主要是财务费用中利息支出的大幅增加，公司成本控制有待进一步提高。

2015 年，受益于投资单位经营情况良好，公司实现投资收益 5.39 亿元，主要是长期股权投资带来的收益。

2015 年公司实现营业外收入 3.67 亿元，同比减少 45.54%，其中政府补贴占比 75.60%。2015 年，公司确认政府补助 2.78 亿元，同比减少 50.18%，主要由于樟洋电力公司和惠州丰达公司获得的燃气燃油加工费补贴的减少。

受上述因素影响，2015 年公司实现利润总额 26.13 亿元，同比减少 10.42%。公司投资收益和营业外收入规模变动对公司利润总额影响较大。

图 5 近年公司盈利能力指标情况



资料来源：公司审计报表

从盈利指标上看，2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.48%和 8.27%，同比分别降低 3.45 个百分点和 3.20 个百分点，主要由于跟踪期内公司所有者权益和债务规模增长快。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 20.19 亿元；利润总额 2.63 亿元；分别占 2015 年全年总额的 18.14%和 10.05%。

总体看，跟踪期内，受发电量减少影响，公司收入有所下降，但由于燃料成本的快速下降，公司盈利能力进一步提高。同时，随着公司在建项目的相继投产，公司收入规模有望进一步扩大。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2015 年公司经营活动现金流入量 139.03 亿元，同比减少 7.18%；同期由于火电成本下降，经营活动现金流出随之降低，进而推动公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 20.23%至 38.35 亿元。从收入质量看，2015 年公司现金收入比下降至 108.69%，现金收入实现质量较好。未来随着新项目的建成投产，公司经营现金流有望持续稳定增长。

从投资活动看，2015 年，公司投资活动现金流入量 2.85 亿元，同比增长 60.58%。同期，公司投资规模有所增长，其中，构建固定资产、无形资产等支付的现金 47.40 亿元，同比增长 161.29%；投资支付的现金 17.62 亿元，同比增长 455.48%；取得子公司等支付的现金净额 28.85 亿元，同比增长 766.35%。受此影响，公司 2015 年投资活动现金净流出 94.73 亿元，规模同比扩大 301.12%。

从筹资活动看，2015 年，公司筹资活动产生的现金流入量 284.47 亿元，其中发行债券与取得借款是公司的主要融资手段，新增借款及债权 179.67 亿元，公司债务规模扩张快。2015 年公司发行债券 134.85 亿元，取得借款 145.50 亿元，分别占筹资活动现金流入量的 51.15%和 47.40%。同期，由于公司债务的大幅增长，偿还债务支付的现金也随之增加 130.71%至 176.96 亿元。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 92.01 亿元。

2016年1~3月，公司经营活动产生的现金流净额为4.89亿元，占2015年全年的12.74%；投资活动产生的现金流净额为-15.81亿元；筹资活动产生的现金流净额为-2.73亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入规模小幅增长，同期，公司投资活动现金流出规模快速扩张，对外筹资压力增大。

3. 资本及债务结构

跟踪期内，公司资产规模快速扩张，截至2015年底，公司资产总额580.67亿元，同比上升51.05%，其中流动资产和非流动资产分别占比27.44%和72.56%，非流动资产占比回升4.85个百分点。

截至2015年底，公司流动资产合计159.34亿元，同比增长28.36%，主要由于货币资金、和存放同业款项的增长。公司流动资产主要以货币资金（占39.60%）、存放同业款项（占23.66%）应收账款（占17.51%）和存货（占8.33%）为主。

截至2015年底，公司货币资金63.10亿元，同比增长60.97%，主要是银行存款中美元存款的大幅增长；同期，公司应收账款较上年底增长10.88%，为27.89亿元，主要为对加纳电力公司和广东电网公司的未结算的应收电款，分别为60.59%和23.41%，公司应收账款的回收风险小。

截至2015年底，公司存货账面余额13.64亿元，主要由备品备件（占比43.19%）、房地产开发成本（占比36.01%）和燃料（占比14.68%）构成，其中对燃料和备品备件提及跌价准备0.36亿元，公司存货账面价值13.28亿元。同期，公司其他流动资产为6.29亿元，同比减少38.61%，主要为能源财务公司办理转贴现业务融出的贴现资产较2014年底减少4.08亿元。

截至2015年底，公司非流动资产合计421.34亿元，同比增长61.88%，主要由于可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程、商誉和其他非流动资产的增长。截至2015年底，公司可供出售金融资产合计47.64亿元，较2014年底增长37.04亿元，主要因为因为国泰君安证券上市，改为按公允价值核算，从而导致其账面价值的大幅增长。同期，公司长期股权投资54.56亿元，同比增长59.83%，主要由于分别对长城证券股份有限公司和四川大渡河双江口水电开发有限公司增资8.06亿元和6.21亿元，分别占两家公司的14.11%和25.00%股权。截至2015年底，公司固定资产账面原值312.51亿元，较2014年底增长57.04亿元，主要为企业合并而增加的房屋及建筑物以及机器设备。公司累计折旧174.42亿元，计提减值准备0.87亿元，公司固定资产账面价值183.16亿元。同期，随着200MW燃煤电厂和700MW热电联产项目的新建以及光伏、风电项目的持续增资，公司在建工程规模快速扩张，截至2015年底为60.02亿元，同比增长302.33%。受预付项目款项增长影响，公司其他非流动资产较2014年底增长60.29%，为14.69亿元。

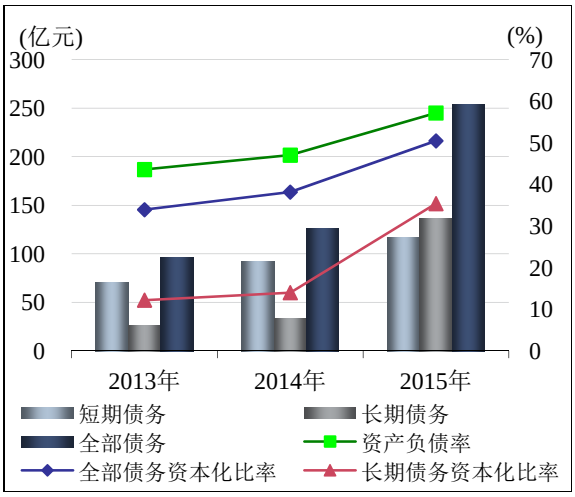
截至2016年3月底，公司资产总额578.94亿元，较2015年底变化不大。资产构成中流动资产和非流动资产分别占26.31%和73.69%，流动资产占比略有下降。

权益方面，截至2015年底，公司所有者权益248.68亿元，归属母公司的所有者权益合计217.11亿元，其中实收资本占18.26%，资本公积占19.90%，盈余公积占12.98%，未分配利润占35.62%，其他综合收益占13.23%。根据公司2015年5月6日的股东大会决议，按已发行之股份264299.44万股计算，向全体股东每10股送红股5股，截至2015年底，公司实收资本增长至39.64亿元。截至2016年3月底，公司所有者权益为245.63亿元，较2015年底减少1.23%，主要由于其他综合收益的小幅减少。总体看，公司所有者权益中未分配利润占比有所下降，权益稳定性有所提高。

债务方面，截至2015年底，公司负债合计332.00亿元，同比增长83.56%，其中流动负债占比54.40%，非流动负债占比45.60%，非流动负债占比提高24.63个百分点，公司债务结构有所改善。2015年，公司投资规模快速扩张，筹资需求增强，因此公司长短期借款分别增长137.29%和201.36%，为66.86亿元和68.56亿元。同期，公司工程量增加，其他工程应付款随之增长。2015年，公司偿还2014年一期短期融资券以及两期超短期融资券合计60亿元，因此公司其他流动负债同比减少42.87%，为35.97亿元；此外，公司2015年新发行一期中期票据合计60亿元，因此公司应付债券同比增长1204.66%，为64.83亿元。

有息债务方面，跟踪期内公司债务增长较快，截至2015年底，公司全部债务253.40亿元，同比增长101.65%；其中短期债务和长期债务占比分别为46.24%和53.76%，公司短期债务占比下降，债务结构趋于合理。截至2015年底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率分别为50.47%、35.39%和57.17%，公司债务负担有所上升，但在行业中仍处于相对较低水平，公司财务弹性好。

图6　近年公司债务指标情况



资料来源：公司审计报表

截至2016年3月底，公司负债总额为333.31亿元，较2015年底增长0.40%。截至2016年3月底，公司全部债务为249.73亿元，较2015年底略有下降。公司全部债务资本化比率小幅下降至50.41%，长期债务资本化比率和资产负债率也有所上升，分别为37.80%和57.57%。

总体看，公司负债结构与资产结构趋于匹配，整体负债水平低，但以短期借款、长期借款和应付债券等为主的刚性债务的规模较大。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所回升，2015年底分别为88.22%和80.87%；2016年3月底上述两项指标有所上升，分别为89.25%和81.28%。2015年公司经营现金流动负债比为21.24%，较2014年底变化不大，经营活动净现金流对短期负债的保护程度较好。总体看，跟踪期内，公司短期偿债指标有所提升，同时考虑到公司充裕的现金类资产以及较大规模的收入和现金流，公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，跟踪期内，主要受营业外收入减少影响，公司EBITDA规模缩减，2015年为48.33亿元；同期，EBITDA利息倍数下降至6.95倍，全部债务/EBITDA上升至5.24倍。公司EBITDA对债务和利息的保护程度较高，公司整体偿债能力强。

截至2016年3月底，公司待偿还中期票据“15深能源MTN001”额度为60亿元。

2015年公司EBITDA对债“15深能源MTN001”的覆盖倍数为0.81倍。同期，公司经营活动现金流入量及现金流量净额分别为139.03亿元和38.35亿元，分别为“15深能源MTN001”的2.32倍和0.64倍。整体看，公司EBITDA和经营活动现金流入量对“15深能源MTN001”保障程度较强。

截至2016年3月底，公司对外担保11.01亿元，担保比率为4.48%，公司或有负债风险相对较低。

公司与国内主要商业银行建立了良好的合作关系，截至2016年3月底，公司获得授信额度399.60亿元，尚未使用349.10亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司为深交所上市公司，直接融资渠道畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G1044030400777320L），截至2016年6月12日，公司无已结清和未结清不良信贷信息记录。公司债务履约情况良好。

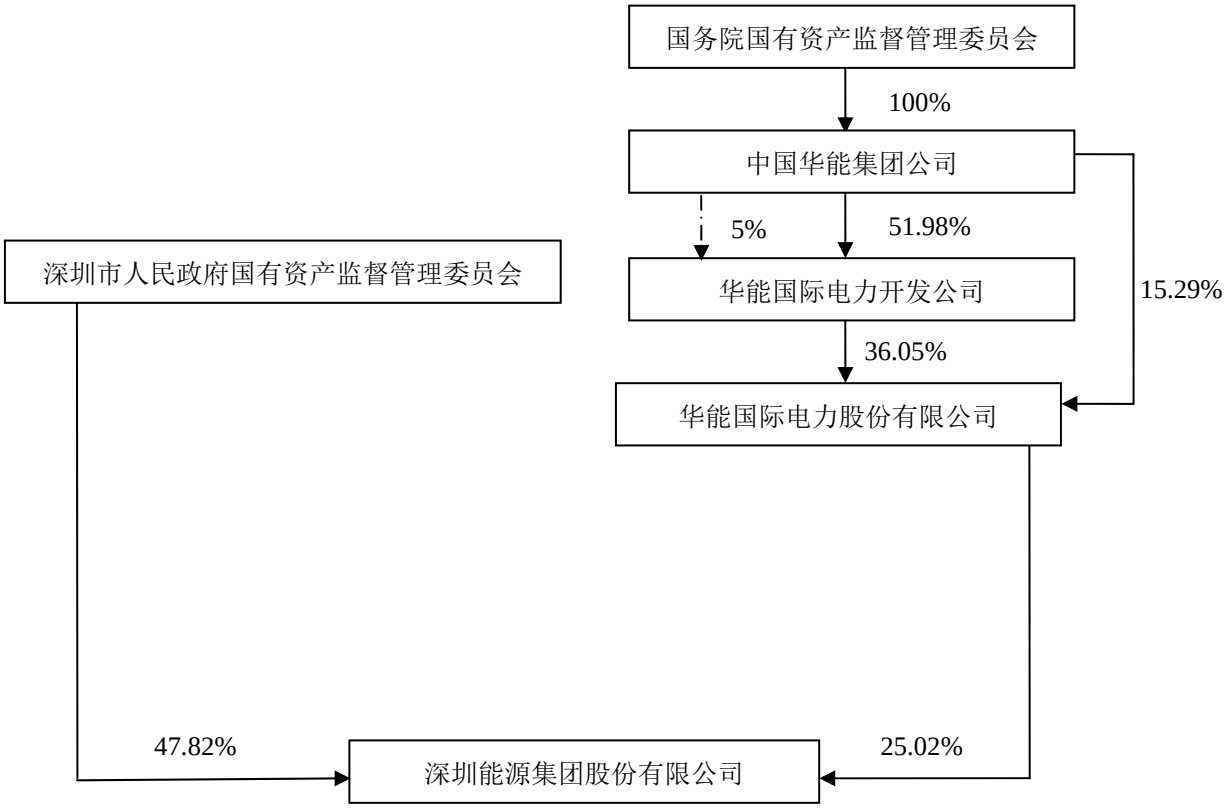
6. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务风险，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、结论

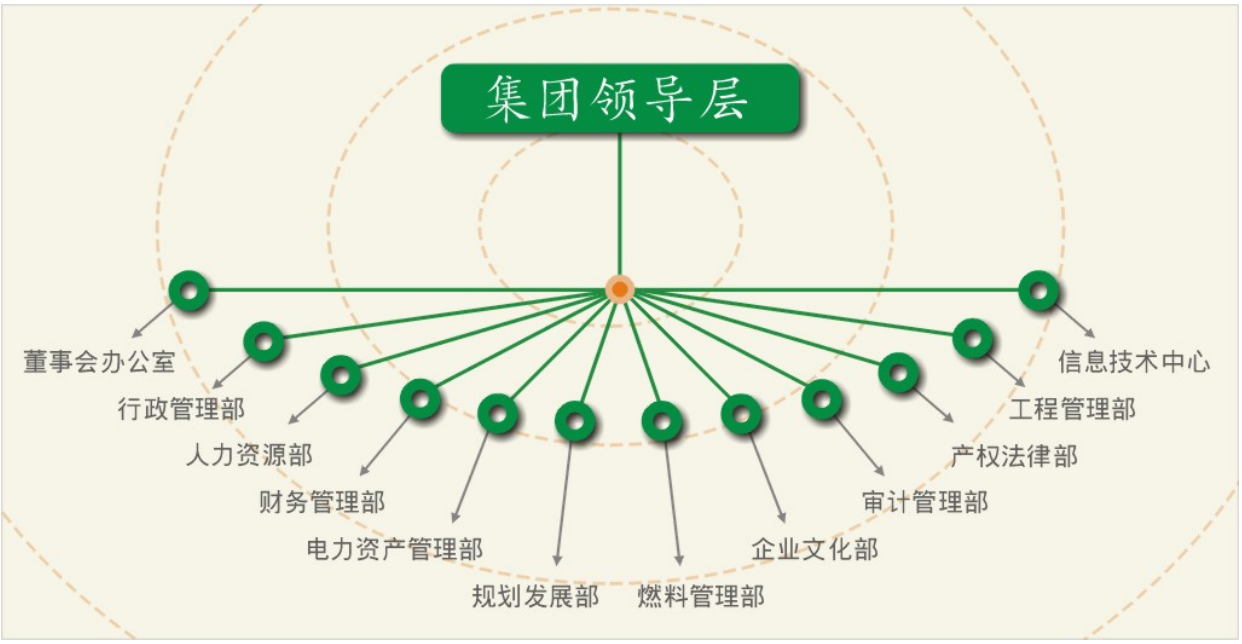
综合考虑，联合资信维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“15深能源MTN001”AAA的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



注：中国华能集团公司通过其全资附属公司中国华能集团香港有限公司间接持有尚华投资有限公司 100%股权，而尚华投资有限公司持有华能国际电力开发公司 5%的股权，因此，中国华能集团公司间接持有华能国际电力开发公司 5%的权益。

附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	35.31	38.25	58.70	48.13
资产总额(亿元)	333.94	384.41	580.67	578.94
所有者权益(亿元)	188.39	203.55	248.68	245.63
短期债务(亿元)	70.63	92.51	117.18	100.45
长期债务(亿元)	26.19	33.15	136.22	149.28
全部债务(亿元)	96.81	125.66	253.40	249.73
营业收入(亿元)	123.51	125.06	111.30	20.19
利润总额(亿元)	22.17	29.17	26.13	2.63
EBITDA(亿元)	41.80	50.64	48.33	--
经营性净现金流(亿元)	22.94	31.90	38.35	4.89
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.31	5.51	4.16	--
存货周转次数(次)	8.14	7.88	6.04	--
总资产周转次数(次)	0.44	0.35	0.23	--
现金收入比(%)	108.30	111.78	108.69	100.26
营业利润率(%)	20.47	24.92	28.65	24.90
总资本收益率(%)	7.85	8.94	5.48	--
净资产收益率(%)	9.22	11.48	8.27	--
长期债务资本化比率(%)	12.20	14.00	35.39	37.80
全部债务资本化比率(%)	33.95	38.17	50.47	50.41
资产负债率(%)	43.58	47.05	57.17	57.57
流动比率(%)	85.46	86.84	88.22	89.25
速动比率(%)	75.92	78.07	80.87	81.28
经营现金流动负债比(%)	19.98	22.32	21.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.31	8.36	6.95	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.32	2.48	5.24	--

注：1. 2016 年一季度财务数据未经审计；
2. 其他流动负债计入短期债务,长期应付款计入长期债务；
3. 现金类资产计算过程中扣除受限货币资金。

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	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级