

跟踪评级公告

联合[2013] 688 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持江阴苏龙热电有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为“稳定”，并维持“12苏龙CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年六月二十六日



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>

江阴苏龙热电有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 苏龙 CP001	6 亿元	2012/8/27-2013/8/27	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2013 年 6 月 26 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.56	15.56	8.88	14.34
资产总额(亿元)	34.18	47.07	42.77	48.18
所有者权益(亿元)	16.64	16.62	18.63	17.06
短期债务(亿元)	9.17	21.79	16.96	18.97
全部债务(亿元)	9.17	21.79	16.96	18.97
营业收入(亿元)	57.24	63.07	55.48	11.87
利润总额(亿元)	5.25	4.43	6.81	1.61
EBITDA(亿元)	8.94	8.32	10.70	--
经营性净现金流(亿元)	4.10	1.13	10.99	3.92
营业利润率(%)	18.63	9.85	14.92	16.30
净资产收益率(%)	24.46	20.23	27.94	--
资产负债率(%)	51.32	64.69	56.44	64.59
全部债务资本化比率(%)	35.52	56.73	47.66	52.65
流动比率(%)	63.24	81.92	90.15	85.26
全部债务/EBITDA(倍)	1.02	2.62	1.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	17.88	12.07	15.66	--
经营现金流流动负债比(%)	23.40	3.71	45.53	--

注: 公司 2013 年一季度财务数据未经审计。

分析师

丁 伟

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, 江阴苏龙热电有限公司(以下简称“公司”)继续保持公司主营热电业务在发电设备性能、精细化管理和成本控制方面的竞争优势, 供电业务营业收入稳定增长。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)同时也关注到公司机组规模较小、煤炭贸易业务收入规模下降幅度较大等因素给公司经营发展带来的不利影响。

随着国内宏观经济的发展, 用电及用热需求增加, 公司主营的热电业务仍有望继续保持较强的盈利能力。同时, 伴随以煤炭贸易为主的其他非电业务的逐步复苏及拓展, 公司整体的盈利能力有望进一步增强。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级AA, 评级展望为稳定, 并维持“12苏龙CP001” A-1的信用等级。

优势

1. 公司机组均为热电联产机组, 发电设备利用效率和盈利稳定性在行业中处于较好水平。
2. 跟踪期内, 煤价大幅下跌, 公司盈利能力有所提升。
3. 公司现金类资产充足, 经营活动现金流入量对本期短券保护能力强。

关注

1. 国内煤炭需求低迷, 公司煤炭贸易业务板块收入规模下降较快。
2. 公司有息债务全部为短期债务, 债务结构有待改善。

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）与江阴苏龙热电有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与江阴苏龙热电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，未因江阴苏龙热电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江阴苏龙热电有限公司提供，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至“12 苏龙 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，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江阴苏龙热电有限公司主体长期信用及存续期内的“12 苏龙 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

江阴苏龙热电有限公司(以下简称“公司”)是于1993年12月28日在中华人民共和国注册成立的中外合资经营企业，于1995年6月起正式营业。截至2013年3月底，公司注册资本14432万美元，股东分别为雄亚(维尔京)有限公司(25%)、江阴电力投资有限公司(25%)、江苏电力发展股份有限公司(25%)、江苏三房巷集团有限公司(16.7%)、江阴茂源投资有限公司(5.3%)、龙源电力集团股份有限公司(2%，以下简称“龙源电力”)和江苏新长江实业集团有限公司(1%)。其中龙源电力是中国国电集团公司(以下简称“国电集团”)的全资子公司，雄亚(维尔京)有限公司为龙源电力的控股子公司。根据公司章程，公司纳入龙源电力进行生产安全运行管理，并统计容量和发电量；相关财务数据纳入龙源电力的范围进行核算，由其编制合并会计报表；国电集团为公司的实际控制人(见附件1)。2010年3月，公司更为现名。

公司主营业务为电力、热力及相关产品的生产销售。截至2012年底，公司发电机组总装机容量121.5万千瓦，2012年完成发电量71.72亿千瓦时。

公司设有发电工程部、设备管理部、企业管理部、物资供应部等8个职能部门；公司下辖全资子公司2家，包括江苏苏龙能源有限公司及其下属全资子公司江苏新龙源投资有限公司。

截至2012年底，公司资产总额42.77亿元，所有者权益18.63亿元；2012年公司实现营业收入55.48亿元，利润总额6.81亿元。

截至2013年3月底，公司资产总额48.18

亿元，所有者权益17.06亿元；2013年1~3月公司实现营业收入11.87亿元，利润总额1.61亿元。

公司注册地址：江苏省无锡市江阴市定波路157号；法定代表人：周琛。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012年以来，国内宏观经济整体运行平稳，经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算，2012年，中国实现国内生产总值519322亿元，同比增长7.8%，GDP前三季度同比增速持续回落，一季度同比增长8.1%，二季度增长7.6%，三季度增长7.4%，但四季度以来，经济增长温和回升态势开始显现，四季度GDP增长为7.9%。2012年，中国规模以上工业增加值同比增长10.0%，增速同比回落3.9个百分点。分季度看，一季度同比增长11.6%，二季度增长9.5%，三季度增长9.1%，四季度增长10.0%。2012年，规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同)实现主营业务收入915915亿元，同比增长11%；规模以上工业企业实现利润55578亿元，同比增长5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012年社会消费品零售总额为210307亿元，同比名义增长14.3%，同比增速小幅回落2.8个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012年固定资产投资(不含农户)364835亿元，同比增长20.6%，较2011年同期同比减少3.9个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012年，全年进出口总额为38667.60亿美元，同比增长6.2%，增速同比大幅下降16.3个百分点，其中出口金额同比

增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8% 和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效

果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 12 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，

一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业及区域经济概况

1. 电力行业总体运行概况

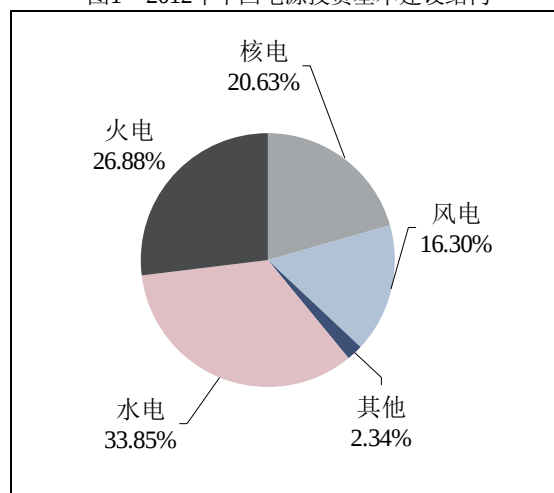
电力投资与建设

2004 年~2012 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，在全社会固定资产投资中的占比逐年下降。进入 2012 年以来，电力、热力的生产和供应业固定资产投资增速有所增长，但仍略低于全社会固定资产投资增速，占比进一步下降。具体来看，2012 年全年，全国固定资产投资 364835 亿元，同比名义增长 20.6%。其中，电力、热力生产和供应业固定资产投资完成额为 12815 亿元，同比增长 10.4%，增速与上年同期相比上升 8.6 个百分点；低于全社会固定资产投资增速 10.2 个百分点。同期，电力、热力生产和供应业占全社会固定资产投资的比重为 3.5%，较上年同期下降 0.3 个百分点。

从电源投资来看，近年中国电源投资结构不断优化，清洁能源投资占比明显提高。尽管 2011 年中国电源工程建设完成投资规模较上年有所下降，全国电源基本建设完成投资 3712

亿元，同比下降 6.49%，水电、核电、风电投资额所占比重已经达到 67.59%，其中，水电 940 亿元，所占比重为 25.32%，与上年同期相比提高 3.6 个百分点；火电 1054 亿元，所占比重为 28.39%，与上年同期相比降低 7.62 个百分点；核电 740 亿元，所占比重为 19.94%，与上年同期相比提高 2.66 个百分点；风电 829 亿元，所占比重为 22.33%，与上年同期相比降低 2.14 个百分点；2012 年全年，全国电源基本建设完成投资 3772 亿元，同比下降 3.9%。其中，水电完成投资 1277 亿元，同比增长 31.5%；所占比重为 33.85%，与上年同期相比提高 8.53 个百分点。火电完成投资 1014 亿元，同比下降 10.5%；所占比重为 26.88%，与上年同期相比下降 1.51 个百分点。核电完成投资 778 亿元，同比增长 1.8%；所占比重为 20.63%，与上年同期相比提高 0.69 个百分点。风电完成投资 615 亿元，同比下降 31.8%；所占比重为 16.30%，与上年同期相比下降 6.03 个百分点。电源投资结构仍不断优化。2012 年，水电、核电、风电等清洁能源完成投资占电源完成投资的 70.78%，较上年同期提高 3.19 个百分点。

图1 2012年中国电源投资基本建设结构



资料来源：wind资讯、中国工业新闻网

电网投资方面，长期以来中国电源、电网投资严重失衡，一边是电源建设投资过剩，电厂在建规模不断扩大；另一边却是电网投资严

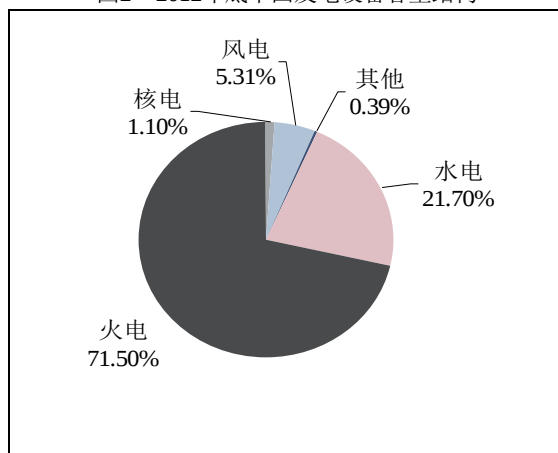
重不足，电网投资短板成为制约电力工业健康发展的瓶颈。据统计，“八五”、“九五”期间，中国电网投资仅占电力投资（电源投资与电网投资总和）的 13.7%和 37.3%。“十五”期间电网投资只占电力投资约 30%，远远低于发达国家电网投资占 50%以上比重的平均水平。

随着农村电网改造升级工程的深入开展、智能电网及特高压电网建设的全面提速，电网投资规模不断扩大。具体来看，2012 年全年，电网基本建设完成投资 3693 亿元，为近三年来的较高水平，同比增长 0.2%；占电力基本建设投资完成额的比重为 49.47%，与 2012 年前 3 季度相比回落 1.8 个百分点，与上年同期相比回落 0.1 个百分点。

装机容量

近年中国发电装机容量增速维持在 10% 以上的一个较高水平，但随着电源投资规模增速放缓，中国发电装机容量增速逐渐下降。

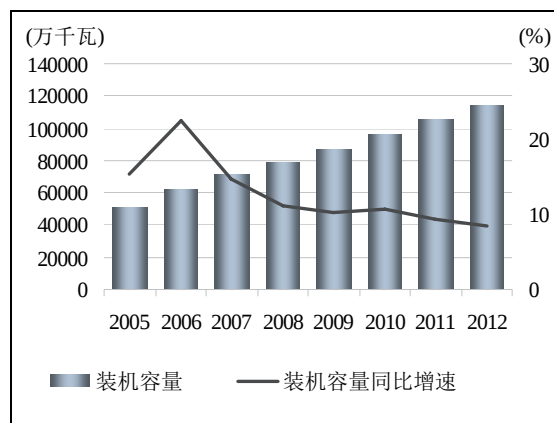
图2 2012年底中国发电设备容量结构



资料来源：wind资讯、中国工业新闻网

2011 年 1~12 月份，全国电源装机容量正式投产 9000 万千瓦，虽然比上年同期少投产 127 万千瓦，但仍保持在 9000 万千瓦以上的较高水平；其中，水电 1225 万千瓦，比上年同期少投产 436 万千瓦；火电 5886 万千瓦，比上年同期多投产 14 万千瓦；风电 1585 万千瓦，比上年同期多投产 186 万千瓦；核电 175 万千瓦；并网太阳能光伏发电新增 169 万千瓦。

图3 2005~2012年中国发电装机容量变动情况



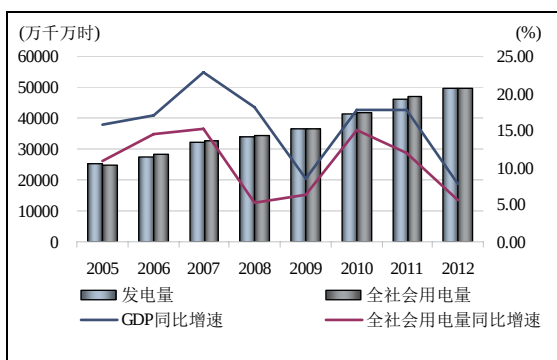
资料来源：wind资讯、中国工业新闻网

2012 年，全国基建新增发电设备容量 8020 万千瓦，回落至 9000 万千瓦以下。其中，水电新增 1551 万千瓦，火电新增 5065 万千瓦，并网风电新增 1285 万千瓦，并网太阳能发电新增 119 万千瓦。截至 2012 年底，全国发电装机容量达到 114491 万千瓦，同比增长 7.8%；其中，水电 24890 万千瓦（含抽水蓄能 2031 万千瓦），占全部装机容量的 21.7%；火电 81917 万千瓦（含煤电 75811 万千瓦、气电 3827 万千瓦），占全部装机容量的 71.5%；核电 1257 万千瓦，并网风电 6083 万千瓦，并网太阳能发电 328 万千瓦。

电力生产与销售状况

由于前期电源投资相对滞后，在用电需求快速增长的背景下，中国从二十一世纪初开始出现电力供需紧张，并逐步由部分地区季节性缺电发展到全国持续性缺电。在金融危机爆发后，随着下游电力需求的增速放缓，中国发电量与全社会用电量增速均出现了一个大幅下降的趋势，但同时电力供需矛盾得以缓解。2010年之后，中国国内发电量与全社会用电量恢复高速增长态势，受电煤供应紧张、电源电网结构失调等因素的影响，全国电力供需总体仍然偏紧。

图4 国内发电量、全社会用电量及增幅情况

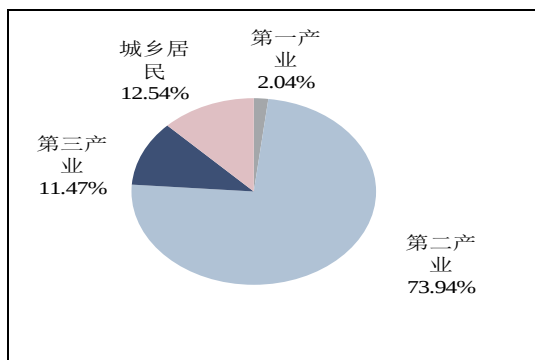


资料来源：wind资讯、中国工业新闻网

电力生产方面，2012年，全国全口径发电量49774亿千瓦时，比上年增长5.22%。分类型看，水电发电量8641亿千瓦时，同比增长29.3%，占全国发电量的17.4%，比上年提高3.2个百分点；火电发电量39108亿千瓦时，同比增长0.3%，占全国发电量的78.6%，比上年降低3.9个百分点；核电、并网风电发电量为982亿千瓦时和1004亿千瓦时，同比分别增长12.6%和35.5%，占全国发电量的比重分别比上年提高0.1和0.5个百分点。

用电市场方面，2012年，第一产业用电量1013亿千瓦时，与上年基本持平；第二产业36669亿千瓦时，同比增长3.9%，四个季度同比分别增长4.5%、2.9%、1.6%和6.7%，第四季度对全社会用电量增长的贡献率超过70%，成为带动全社会用电量增速连续回升的主要动力；第三产业5690亿千瓦时，同比增长11.5%；城乡居民生活6219亿千瓦时，同比增长10.7%。

图5 2012年中国全社会用电结构



资料来源：wind资讯、中国工业新闻网

从各区域的用电量增长情况来看，2011年，中国东、中、西、东北地区用电分别增长9.6%、12.1%、17.2%和7.9%，中西部用电需求明显快于东部和东北地区，西部地区所有省份用电量增速均高于全国平均水平，东部用电大省对全国用电带动作用减弱。2012年，西部区域用电量同比增长8.3%，增速持续领先于其他区域，但区域内的重庆、广西、宁夏、四川增速均低于全国平均增长水平；中部区域用电量同比增长5.3%，略低于全国平均增长水平，其中安徽增速为11.5%，而江西、湖北和河南增速均低于4%；东部区域用电量同比增长4.6%，其中海南增速为12.3%，而上海、浙江、河北和天津增速均低于4%；东北区域用电量同比增长2.2%，增速偏低与其他区域，其中吉林和辽宁分别增长1.1%和2.1%。

竞争格局

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。五大发电集团是指中国华能集团公司（以下简称“华能集团”）、中国大唐集团公司（以下简称“大唐集团”）、中国国电集团公司、中国华电集团公司（以下简称“华电集团”）、中国电力投资集团公司（以下简称“中电投集团”）；非国电系国有发电企业主要包括国家开发投资公司、华润集团有限公司、神华集团有限责任公司、中国广东核电集团有限公司、中国长江三峡集团有限公司等；地方电力集团主要包括中能集团有限公司、广东省粤电集团有限公司等。此外，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

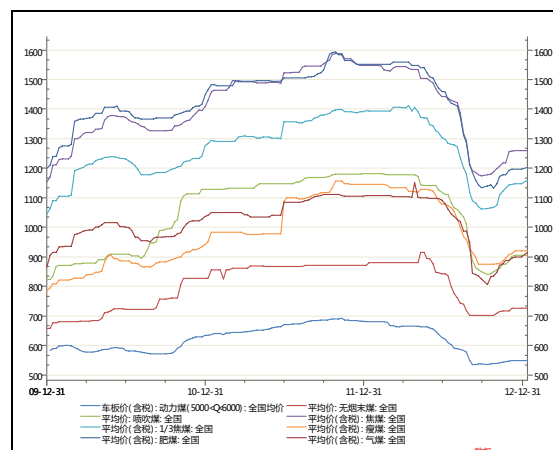
增加各自的市场份额，但是五大发电集团始终占据着国内电力市场的主导地位。截至 2011 年末，五大发电集团总装机容量约为 51406 万千瓦，约占全国装机总量的 48.69%；2011 年的总发电量约为 23408 亿千瓦时，约占全国发电总量的 50.85%。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，他们凭借在业务规模、融资能力、项目建设、生产管理、技术研发等方面的综合优势将保持行业内的领先地位。

从区域竞争特征看，目前中国电力市场可划分为华北、东北、华东、华中、西北和南方等六个区域性市场。从五大发电集团的竞争区域来看，华能集团在华北电网、华东电网、南方电网占有较大的市场份额；大唐集团在华北电网占有主导地位；华电集团发电资产分布的省份比较集中，在贵州、黑龙江、新疆和四川等省份占有主导地位；中电投集团的优势在华东地区，且核电规模较大。

原材料价格

煤炭是火电生产主要的原材料，近年来煤炭价格持续波动。2010 年受制于节能减排，大量高耗能企业停产，第二、三季度煤炭价格低迷；四季度起，煤炭价格在需求预期转好、南方冰雪灾害及美元贬值的背景下，温和上升并创出经济危机后价格新高。进入 2011 年，煤炭价格延续温和上升趋势，并于 2011 年 11 月达至近期高点，随后，受经济减速及季节性因素影响，价格有所回落，煤炭价格在金融危机后随实体经济回暖及通货膨胀影响持续回升，至 2011 年 11 月达至本轮周期行情高点，随后开始下行。受冬季供暖及春节因素影响，2011 年底及 2012 年初煤炭价格保持弱势平衡。2012 年二季度起，随着下游行业库存逐渐饱和，煤炭下游需求同比明显下降，煤炭价格在 2012 年三季度快速下行，同比跌幅一度超过 20%；进入 2012 年四季度，随着传统冬季供暖期到来，煤炭价格获得一定支撑，但总体上，煤炭价格仍然维持底部整理格局。

图6 国内主要煤炭交易品种含税均价



资料来源：wind资讯

2. 行业关注

电价调整

电价方面，为补偿火力发电企业因电煤价格上涨增加的部分成本部分，缓解电力企业经营困难局面，2011 年 4 月，国家发改委调整全国 16 个省（区、市）上网电价，其中山西涨幅最高，为 2.6 分/度，山东等五省上调 2 分/度，河南等两省上调 1.5 分/度。16 个省平均上调上网电价约 1.2 分/度，将缓解电厂到厂标煤单价上涨 36 元/吨的成本压力，电厂亏损有望缩小；2011 年 11 月，国家发改委再次上调上网电价，宣布从 12 月 1 日起上调销售电价和上网电价，其中销售电价全国平均每千瓦时 3 分钱，上网电价对煤电企业是(每千瓦时)2.6 分，所有发电企业平均起来是 2.5 分，涨价幅度不大。同时发改委还对煤炭价格进行了限制（发改电[2011]299 号），主要规定合同煤价在 5% 的幅度内可适当上涨，对市场煤价进行限价，秦皇岛北方港口的交易煤价，5500 大卡的煤价，每吨不能超过 800 元。发改委同时还推出居民阶梯电价指导意见，已于 2012 年 7 月 1 日开始执行，阶梯电价的具体实施方案，具体电量的分档以及电价水平结合当地实际情况制定。

环保要求不断提高

2012 年 1 月 1 日起，由国家质检总局与环境保护部共同发布的《火电厂大气污染排放标

准》(GB13223-2011)正式实施,该标准要求,新建机组 2012 年开始、老机组于 2014 年开始,其氮氧化物排放量不得超过 100 毫克/立方米。目前中国火电行业脱硫与除尘装置改造已经达到较高的普及程度,而脱硝装置改造尚处于起步阶段,目前中国将氮氧化物列入国家污染减排考核范围,这意味着火电机组在未来 2 至 3 年都要进行脱硝改造,尽管目前中国目前已在 14 个省市自治区、直辖市试行 0.8 分钱每千瓦时的脱硝电价补贴,但该补贴标准距火电机组脱硝改造成本投入仍有较大差距,因此,火电企业未来需要加大环保投入,在一定程度上会挤压火电企业的盈利空间。

大型企业适度延伸产业链

在电煤价格波动成为影响火电企业经营重要因素的背景下,国家电监会鼓励电力企业加大煤电联营步伐,建议各发电集团适当放缓火电建设速度,拿出一部分资金或收购或参股煤炭企业、运输企业,实行煤电联营、煤运联营,以确保部分电煤供应,并平抑电煤价格过快上涨。相关建议得到了业内企业的积极响应,近几年五大电力集团以及部分实力雄厚的地方发电企业均通过收购、合作等方式实现了对上游煤炭资源、铁路、船运以及下游高耗能产业(如电解铝等)的延伸,以增强产业协调效应,提高成本控制能力,改善整体的抗风险能力。

3. 电力行业政策

节能调度

节能发电调度是按照节能、环保、经济的原则,以保障电力可靠供应为前提,优先调度风能、太阳能、海洋能、水能、生物质能、核能等清洁能源发电,对火电机组,按照煤耗水平调度发电,煤耗低的多发、满发,煤耗高的机组少发或不发。这项制度的实施,意味着高耗能高污染的发电机组能够获得的发电小时数将越来越少,客观上有利于低效小火电机组加快关停,优化电力工业结构和布局。实行新

的发电调度规则后,节能环保的高效机组利用率将明显提高,小型燃煤、燃油机组将难以上网发电。节能调度对于建设资源节约型、环境友好型社会将发挥积极作用。在目前电力生产行业供给压力逐步加大的局面下,节能调度会在一定程度上加剧行业内部的竞争。

国务院办公厅于 2007 年 8 月 27 日批转了发展改革委、环保总局、电监会、能源办《节能发电调度办法(试行)》。该办法已在广东、贵州、四川、江苏和河南五省试行,取得经验后尽快在全国推广。国家电监会于 2008 年 3 月 17 日发布了《发电权交易监督暂行办法》,4 月 3 日下发了《节能发电调度信息发布办法(试行)》等文件,均是推进节能发电调度的配套文件,意味着全国节能发电调度可能加速推进。

电价体制改革逐步加速

2011 年 4 月,国家发改委调整全国 16 个省(区、市)上网电价,其中山西涨幅最高,为 2.6 分/度,山东等五省上调 2 分/度,河南等两省上调 1.5 分/度。总体来看,16 个省平均上调上网电价约 1.2 分/度,将缓解电厂到厂标煤单价上涨 36 元/吨的成本压力,电厂亏损有望缩小。

2011 年 11 月,国家发改委宣布从 12 月 1 日起上调销售电价和上网电价,其中销售电价全国平均每千瓦时 3 分钱,上网电价对煤电企业是(每千瓦时)2.6 分,所有发电企业平均起来是 2.5 分,涨价幅度不大。这次发改委还对煤炭价格进行了限制。主要规定,合同煤价在 5% 的幅度内可适当上涨,对市场煤价进行限价,秦皇岛北方港口的交易煤价,5500 大卡的煤价,每吨不能超过 800 元。发改委同时还推出居民阶梯电价指导意见,阶梯电价的具体实施方案,具体电量的分档以及电价水平的确定都是需要各个地区根据指导意见,结合当地实际情况,制定实施方案,经过听证后才能实施。

2012 年 12 月 21 日,国家发改委发布《关于解除发电用煤临时价格干预措施的通知》,

决定从 2013 年 1 月 1 日开始，解除对电煤的临时价格干预措施，电煤由供需双方自主协商定价。继电煤价格并轨后，国务院于同月下发《关于深化电煤市场化改革的指导意见》（以下简称《指导意见》），文件要求，取消重点煤合同，完善煤电价格联动，并推动电煤运输市场化改革。文件还对具体煤电价格联动措施进行具体描述：当电煤价格波动幅度超过 5% 时，以年度为周期，调整上网电价，同时将电力企业消纳 10% 的煤价波动比例。

未来电价改革主要体现在发改委和电监会制定的《关于加快推进电价改革的若干意见》中，该《意见》将改变上网电价行政主导的现状，提出竞价上网、加快核定输配电价、销售电价与上网电价联动的新的上网电价机制。如果这一政策能够实施，未来假如煤炭价格上涨，上网电价方面可以把上涨成本向下游传导，可以稳定对火电厂的利润预期。

大力发展可再生能源

2010 年 9 月，国家“十二五”能源规划会指出：优化能源结构，不断提高水电、核电、风电、太阳能等清洁能源的比重；调整能源产业布局，继续加强传统能源资源和新兴能源资源的勘探开发和综合利用，重点推进大型能源基地的开发建设；推进能源科技创新，大力发展风能、太阳能、生物质能以及清洁煤利用、

核能技术，从而实现能源的可持续发展，缓解环保和安全压力。

4. 电力行业未来发展

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。

区域环境

江苏省位于中国大陆东部沿海中心、长江下游，与上海市、浙江省、安徽省、山东省接壤。江苏与上海、浙江共同构成的长江三角洲城市群已成为 6 大世界级城市群之一。

江苏综合经济实力在全国一直处于前列。2012 年，江苏省生产总值突破 5 万亿，达到 54058.2 亿元，同比增长 10.1%，位列全国省份第二；人均突破 1 万美元达到 10887 美元，位居全国省份第一。

2012 年，江苏省全年规模以上工业增加值 26606 亿元，比上年增长 12.6%。民营工业拉动明显，规模以上民营工业增加值 13448.6 亿元，同比增长 17.7%。全年江苏省服务业增加值 23676 亿元，占 GDP 比重达到 43.8%，比上年提高 1.1 个百分点。

2012 年，江苏省固定资产投资 32087.7 亿元，比上年增长 20.2%；完成固定资产投资（不含农户）31707.2 亿元，增长 20.5%。全年民间投资 21293.5 亿元，比上年增长 22.6%，增速比全部投资高 2.1 个百分点；占投资总量的比重为 67.2%，同比提高 1.2 个百分点。第一、第二、第三产业完成投资分别增长 31.6%、19.5%、21.5%，占江苏省投资总量的 0.6%、52.5% 和 46.9%。第二产业投资中，工业投资 16559.4 亿元，增长 20.4%。服务业投资较快增长。全年

服务业投资增长 21.4%。全年实现进出口总额 5480.7 亿美元，比上年增长 1.5%。其中，出口 3285.4 亿美元，增长 5.1%；进口 2195.6 亿美元，下降 3.3%。对新兴市场出口增长较快。全年江苏对俄罗斯、拉美、东盟、非洲等新兴市场出口分别比上年增长 13.6%、13.3%、17.6% 和 22.6%。

2012 年，江苏省全年公共财政预算收入 5860.7 亿元，比上年增长 13.8%，其中税收收入 4782.6 亿元，增长 16%。税收收入中，营业税收入 1659.7 亿元，同比增长 31.7%，增幅比 2011 年提高 8.5 个百分点；增值税和企业所得税由年初负增长，逐季提高到全年最高，增速分别达 5.8% 和 2%。全年江苏省公共财政预算收入中非税收入同比增长 5.3%，增幅比 2011 年回落 28.2 个百分点。

五、基础素质分析

1. 产权状况

龙源电力集团股份有限公司和控股子公司雄亚（维尔京）有限公司合计控股公司 27.00% 股份；实际控制人是中国国电集团公司。

2. 企业规模

截至 2012 年底，公司共拥有 6 台火力发电机组，总装机容量 121.5 万千瓦，其中 1~2 号均为 13.75 万千瓦机组，3~4 号均为 14 万千瓦机组，5~6 号均为 33 万千瓦机组。公司现有的 6 台机组全部为热电联产机组，具有每小时供应 1000 吨蒸汽的供热能力，已全面覆盖江阴市城区及周边地区的工业企业，目前热网管线超 80 公里，且供热半径超过了城市供热规划的 15 公里范围，最远达 17 公里，在江阴市区的供热市场中具有 80% 以上的市场份额。

3. 技术水平

公司的电源设备为热电联产机组，综合出力效率高，各项技术指标稳定，环保性能优良。自投产以来，公司在技术改造和环保设施方面

积极投入，先后完成了 1、2 号机组扩容改造（由原有的 12.5 万千瓦扩容至 13.75 万千瓦）、燃煤锅炉烟气湿法脱硫、风机变频改造、机组供热改造等大型技改项目，以及其他近百余项针对循环水系统、风烟系统、制粉系统、出渣方式的节能技术改造，同时还研制出了先进的多品煤种燃煤掺烧方案和具有自主知识产权的原煤分选技术，使公司 6 台机组的主要技术水平不断提升，根据公司提供的数据，目前公司 4 台小机组的供电标煤消耗已达到 30 万千瓦机组的水平，2 台大机组的供电标煤消耗已达到进口 30 万机组、国产 60 万亚临界机组的水平。

公司现有机组均为热电联产机组，设备利用效率高，单位发电煤耗在同类机组中处于先进水平，每年可节约大量燃煤。

总体看，公司供热业务在区域市场具有突出地位，重视精细化管理和技术改造，发电机组技术应用良好，具备较强的整体竞争实力。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司主营业务收入仍主要来自于供电业务及煤炭业务。近几年，公司供电保持稳定增长的态势。2012 年，公司供电业务收入 25.55 亿元，同比增加 4.58%，占营业收入的 46.05%；受需求减少及煤炭价格大幅下降影响，2012 年公司煤炭业务收入 27.47 亿元，同比下降 23.74%，占营业收入的 49.51%；公司供热业务收入 1.81 亿元，同比下降 7.65%，占营业收入的 3.26%；其他业务实现收入 0.65 亿元，保持稳定，包括脱硫石膏及粉煤灰等销售收入。

表 1 2010~2013 年 3 月公司主要业务板块经营情况（单位：亿元，%）

业务	主营业务收入				毛利率			
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-3 月
供电业务收入	24.09	24.43	25.55	5.88	14.09	12.69	21.69	23.58
供热业务收入	1.83	1.96	1.81	0.50	28.80	23.12	18.78	27.93
煤炭业务收入	30.85	36.02	27.47	5.34	5.39	6.34	7.50	4.08
其他业务收入	0.47	0.65	0.65	0.15	88.51	92.33	91.60	93.07
合计	57.24	63.07	55.48	11.87	9.77	10.21	15.39	16.93

资料来源：公司提供

毛利率方面，受益于电价调整和原材料煤炭价格下降，公司供电业务毛利率大幅提升，由 2011 年的 12.69% 提升至 2012 年的 21.69%，同时公司 2012 年整体毛利率水平增至 15.39%。尽管煤炭业务收入占比较高，但煤炭业务毛利率一直维持在较低的水平，2012 年毛利率为 7.50%，供电业务仍是公司最大的利润来源。（见表 1）

2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.87 亿元，毛利率 16.93%。其中，公司供电业务实现收入 5.88 亿元，为 2012 年供电业务全年收入的 23.01%，毛利率进一步提升至 23.58%；公司供热业务收入 0.50 亿元，毛利率 27.93%；煤炭业务收入 5.34 亿元，毛利率继续下滑至 4.08%；其他业务收入 0.15 亿元，毛利率 16.93%。

2. 供电和供热业务

截至 2013 年 3 月底，公司拥有燃煤发电机组 6 台，总装机容量 121.5 万千瓦，包括 2 台 137.5MW 机组、2 台 140MW 机组和 2 台 330MW 机组，公司现有的 6 台机组全部为热电联产机组，具有每小时供应 1000 吨蒸汽的供热能力，已全面覆盖江阴市城区及周边地区的工业企业，目前热网管线超 80 公里，且供热半径超过了城市供热规划的 15 公里范围，最远达 17 公里，在江阴市区的供热市场中具有 80% 以上的市场份额。

表 2 近年公司部分热电生产、销售指标

项 目	2011 年	2012 年	13 年 1~3 月
发电量（亿千瓦时）	71.34	71.72	16.37
上网电量（亿千瓦时）	66.27	66.50	15.22
供汽量（万吨）	151.59	149.12	42.20
售汽量（万吨）	125.44	119.65	36.07
平均设备利用小时数	5871.90	5902.58	1347.32
供电平均价格（元/千千瓦时，含税）	431.28	449.51	451.99
供汽平均价格（元/吨，含税）	176.95	170.63	156.53
厂用电率（%）	6.41	6.60	6.38
单位供电煤耗（克/kwh）	310.70	312.17	310.72

资料来源：公司提供

2012 年，公司累计发电量 71.72 亿千瓦时，其中完成计划发电量 67.97 亿千瓦时，替代发电量 3.58 亿千瓦时。同期，公司上网电量 66.50 亿千瓦时，发电设备平均利用小时数为 5902.58 小时，同比均有小幅增加。受益于电价调整，2012 年公司供电平均价格有所增长，为 449.51 元/千千瓦时（含税）。2012 年公司发电机组供电标煤消耗为 312.17 克/千瓦时，较 2011 年略有提升。

2013 年 1~3 月，公司累计完成发电量 16.37 亿千瓦时，其中完成计划发电量 15.99 亿千瓦时，替代发电量 0.38 亿千瓦时。供电平均价格进一步提升，为 451.99 元/千千瓦时（含税）。发电机组单位供电耗煤 310.72 克/千瓦时，与 2012 年相比有所下降。

供热业务方面，截至 2013 年 3 月 31 日，公司在热网管道方面累计投入约 2.01 亿元，累计发展热用户 150 家；公司铺设热网管线累计

达到 80 公里，管网覆盖了江阴市区及开发区约 150 平方公里范围，供热半径达 15 公里，供热末端最远距离 17 公里。2012 年，公司实现供气量 149.12 万吨，售气量 119.65 万吨，供热实现收入 1.81 亿元。毛利率方面，2012 年，受宏观经济增速放缓影响，下游纺织等企业客户需求下降，公司供热业务毛利率下降幅度较大，为 18.78%。2013 年 1~3 月，公司实现供气量 42.20 万吨，售气量 36.07 万吨，实现收入 0.50 亿元。

燃煤成本方面，跟踪期内，全球宏观经济不景气导致煤炭下游需求减弱，煤炭价格在 2012 年三季度快速下行，目前价格仍然保持在较低水平。2012 年，公司平均入炉标煤单价（含税，元/吨）为 833.26 元，同比下降 9.64%。2013 年一季度，公司平均入炉标煤单价（含税，元/吨）进一步下滑到 743.17 元。总体看，公司燃煤价格的下滑在一定程度上降低了公司的运营成本。

表3 近年公司燃煤采购情况

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 Q1
平均入炉标煤单价（含税，元/吨）	884.15	922.12	833.26	743.17
电煤消耗总量（万吨）	379.06	401.71	430.24	99.18
重点合同煤数量（万吨）	376.63	353.51	-	-

资料来源：公司提供

3. 煤炭业务

2012 年，公司子公司苏龙能源共采购煤炭 431 万吨，实现外销量 421 万吨，同比下降 14.34%，采购平均价格为 592 元/吨，同比下降 23.10%，外销的平均价格为 652 元/吨，同比下降 22.09%，毛利率由小幅提升，为 7.50%；主要客户为周边电厂及其他企业客户。同期内，公司实现营业收入 27.47 亿元。2013 年 1~3 月，公司苏龙能源共采购煤炭 94 万吨，实现外销量 95 万吨，采购平均价格 581 元/吨，外销的平均价格为 663 元/吨，实现营业收入 5.34 亿元。尽管煤炭

业务收入由于煤炭价格下滑而有所下降，但由于公司对外销售价格毛利率水平有所提升，2012 年毛利率为 7.50%。2013 年一季度毛利率有所下降，为 4.08%。

总体看，跟踪期内，供电业务作为公司主营业务收入增长稳定，毛利率有较大提升，增强了公司盈利水平；受煤炭需求低迷影响，公司煤炭业务收入有所下滑，导致公司整体收入规模同比有所下降。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2011~2012 年财务报表天衡会计师事务所有限公司江阴分所审计，并均出具了标准无保留意见，公司 2013 年一季度报表未经审计。

截至 2012 年底，公司资产（合并）总计 42.77 亿元，所有者权益合计 18.63 亿元。2012 年公司营业收入 55.48 亿元，利润总额 6.81 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司资产（合并）总计 48.18 亿元，所有者权益合计 17.06 亿元。2013 年 1~3 月公司营业收入 11.87 亿元，利润总额 1.61 亿元。

2. 盈利能力

2012 年，公司实现营业收入 55.48 亿元，同比减少 12.03%，主要由于公司煤炭业务收入规模下降所致。同时，公司 2012 年营业成本 46.94 亿元，同比减少 17.11%，营业成本的下降幅度较大，营业利润率升至 14.92%。

2012 年，公司期间费用同比有所增长，占营业收入的 3.70%。其中，财务费用逐年提升，近三年年均复合增长率为 26.37%。总体看，公司期间费用控制能力较好。

2012 年，受益于电价调整及煤炭价格下降，公司实现利润总额 6.81 亿元，同比增长 53.69%，净利润 5.20 亿元，同比增长 54.81%。

从盈利指标看，2012 年公司净资产收益率

和总资本收益率同比均有所上升，净资产收益率由 2011 年 20.23% 增长至 27.94%，总资本收益由 2011 年 8.75% 增长至 16.54%。

2013 年 1~3 月，公司共实现营业收入 11.87 亿元，营业成本 9.86 亿元，利润总额 1.61 亿元。

总体看，受煤炭业务收入规模下降影响，跟踪期内公司收入规模有所下降，但营业利润率有所提升，整体看公司盈利能力较好。

3. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入有所增长，2012 年为 67.50 亿元，同比增长 1.22%，主要由于销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。同期，经营活动现金流出 56.51 亿元，同比下降 13.80%，主要由于煤炭价格下滑导致公司采购煤炭总额下降所致。2012 年，经营活动产生的现金流量净额为 10.99 亿元。从现金收入质量来看，2012 年为 121.07%，同比有所提升，收入实现质量较好。

投资活动方面，2012 年，公司投资活动现金流入量 0.14 亿元，主要为公司长期股权投资收到投资收益；同期，公司投资活动现金流出 1.09 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金。2012 年，公司投资活动产生的现金流净额为 -0.95 亿元。

2012 年，公司筹资活动前产生现金流量净额表现为 10.04 亿元，经营活动产生的现金流能较好地满足未来投资活动的需要。

2012 年，公司筹资活动现金流入 24.62 亿元，其中取得借款收到现金 18.52 亿元。同期，筹资现金流出 35.18 亿元，主要为偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金（公司委托贷款 5.00 亿元）。2012 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 -10.56 亿元。

2013 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金 13.75 亿元，经营活动现金流入 13.84 亿元，经营活动现金流出 9.92 亿元，经营活动现金流净额 3.92 亿元。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 -1.30 亿

元及 -0.65 亿元。现金收入比有所下降，为 115.82%。

总体看，公司经营活动获取净现金的能力持续增长；资本支出有所减少，筹资压力有所减弱。

4. 资本及债务结构

资产

截至 2012 年底，公司资产总额为 42.77 亿元，同比下降 9.14%，其中，流动资产占 50.88%，非流动资产占 49.12%。流动资产在资产总额中占比较大，跟踪期内，资产结构变化不大。

公司资产总额下降主要来自于应收账款、应收票据、存货和固定资产的下降。

截至 2012 年底，公司应收账款账面余额 3.69 亿元，全部为一年以内的账款，未计提坏账准备。截至 2012 年底，公司应收票据 6.20 亿元，全部为银行承兑汇票。

截至 2012 年底，公司存货账面余额 3.69 亿元。从构成看，主要由原材料（15.60%）和库存商品（占比 84.40%）构成。

截至 2012 年底，公司其他流动资产 5.00 亿元，主要为公司提供给江苏海上龙源风力发电有限公司的委托贷款。

截至 2012 年底，公司固定资产账面原值 46.05 亿元，同比增长 1.84%，主要为机器设备增加所致，累计折旧 30.17 亿元，账面净值 15.88 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总额为 48.18 亿元，较 2012 年底增长 12.64%，主要由于公司货币资金增长所致。其中流动资产占 55.07%，非流动资产占 44.93%。资产构成变化不大。

所有者权益

截至 2012 年底，公司所有者权益 18.63 亿元，其中股本占比 63.65%、资本公积占比 0.24%、盈余公积 16.23%，未分配利润占比 19.88%。归属母公司所有者权益占比 100.00%。

截至 2013 年 3 月底，公司所有者权益 17.06

亿元，较 2012 年底下降 8.42%，主要由于分配股利导致未分配利润下降所致，其中股本占比 69.50%、资本公积占比 0.26%、盈余公积 19.66%，未分配利润占比 10.71%。归属母公司所有者去权益占比 100.00%。总体看，所有者权益稳定性较好。

负债

近三年，公司有息债务规模波动中有所增长。截至 2012 年底，公司全部债务总额达到 16.96 亿元，全部为短期债务，同比下降 22.17%，主要由于应付票据大幅下降所致。截至 2013 年 3 月底，公司有息债务 18.97 亿元，仍全部为短期债务。

从债务指标看，2012年底公司整体资产负债率与全部债务资本化比率均有所降低，分别为 56.44% 和 47.66%。截至 2013 年 3 月底，以上指标均有所增长，分别为 64.59% 和 52.65%，债务负担有所加重。

总体看，跟踪期内，公司资产构成稳定，所有者权益稳定性较好；有息债务波动中有所增加，债务结构有待改善。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012 年公司流动比率和速动比率分别为 90.15% 和 74.87%，与上年相比，两项指标均有所提升；截至 2013 年 3 月底，以上两项指标分别为 85.26% 和 74.16%。2012 年，经营现金流动负债比为 45.53%，经营活动获取的现金对流动负债的保障能力同比有所增强。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2012 年，EBITDA 为 10.70 亿元；公司 EBITDA 利息倍数有所提升，2012 年为 15.66 倍；全部债务/EBITDA 有所下降，2012 年为 1.58 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力有所提升。总体看，公司长期偿债能力较好。

截至 2013 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2013 年 3 月底，公司共取得银行授信 53.15 亿元，未使用额度 46.39 亿元。公司间接融

资渠道较畅通。

6. 存续期内债券偿还能力

截至 2013 年 3 月底，公司存续期内债券为“12 苏龙 CP001”，发行总额 6.00 亿元。截至 2013 年 3 月底，公司现金类资产 14.34 亿元，现金类资产是存续期债券发行额度的 2.39 倍。公司现金类资产对存续期内债券保护程度较好。2012 年，公司经营活动产生的现金流入量为 67.50 亿元，为存续期内债券 11.25 倍。公司经营活动现金流入对存续期短期融资券覆盖程度较好。

总体看，公司现金类资产与经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力较好。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B-201306080003783422），截至 2013 年 06 月 08 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

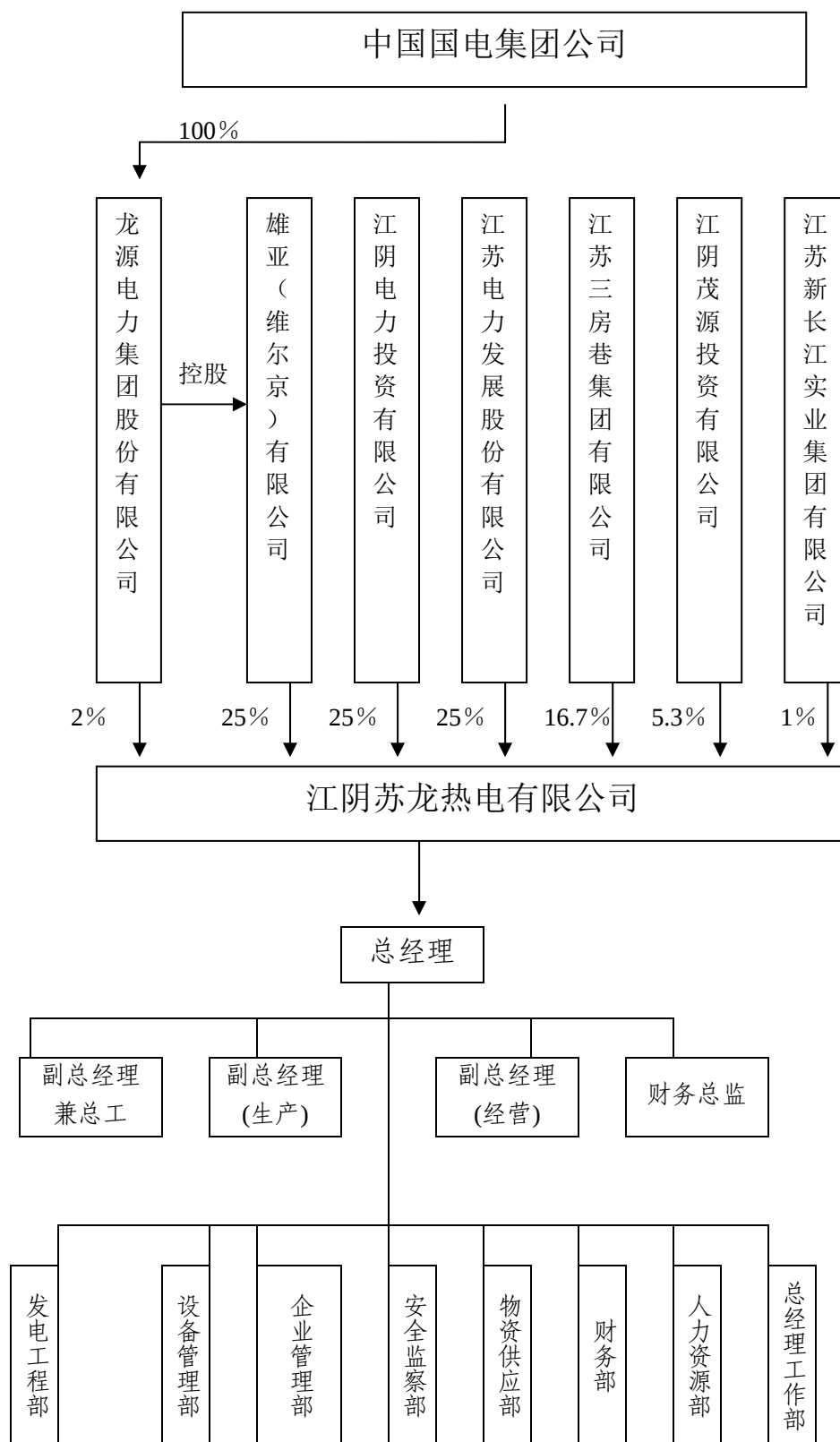
8. 抗风险能力

公司在区域的供电供热市场中具有一定规模优势；公司机组为热电联产机组，设备性能优良，精细化管理水平较高，成本控制能力较强，主营热电业务的盈利能力和盈利稳定性在行业中处于较好水平。同时，跟踪期内，公司现金类资产较为充裕，债务负担有所减轻，整体偿债能力较强。综合来看，公司整体抗风险能力较强。

九、 结论

综合考虑，联合资信确定维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12 苏龙 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	13715.63	31572.57	26739.42	39.63	46325.98
交易性金融资产					
应收票据	41883.74	124067.81	62037.76	21.70	97036.97
应收账款	27095.47	47222.84	36880.12	16.67	31499.66
预付款项	3866.10	3254.69	5048.54	14.27	5830.47
应收利息					
应收股利					
其他应收款	16.46	236.50	27.82	30.00	41.43
存货	24341.68	43063.67	36883.71	23.10	34561.96
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产			50000.00		50000.00
流动资产合计	110919.08	249418.09	217617.37	40.07	265296.47
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	10591.95	24515.55	29659.30	67.34	39399.30
投资性房地产					
固定资产	208944.54	181994.05	158840.69	-12.81	155266.84
在建工程	3821.95	7755.07	15029.13	98.30	15376.86
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产					
油气资产					
无形资产	7363.42	6889.50	6415.59	-6.66	6297.11
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用					
递延所得税资产	120.29	122.48	119.66	-0.26	119.66
其他非流动资产					
非流动资产合计	230842.15	221276.66	210064.36	-4.61	216459.77
资产总计	341761.23	470694.75	427681.73	11.87	481756.24

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	15000.00	109324.20	97236.40	154.61	92306.60
交易性金融负债					
应付票据	15000.00	46777.00	12380.00	-9.15	37421.61
应付账款	21599.27	31204.20	25636.43	8.95	37681.34
预收款项	13291.79	12800.46	9691.12	-14.61	18543.76
应付职工薪酬	8117.86	7218.21	8284.20	1.02	11367.95
应交税费	7952.90	7777.09	6620.72	-8.76	5448.41
应付利息	27.41	1731.53	1528.51	646.72	2257.01
应付股利	30348.51	23439.03	17961.68	-23.07	41328.83
其他应付款	2394.17	2391.32	2057.88	-7.29	4792.08
预计负债					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	61658.47	61817.38	60000.00	-1.35	60000.00
流动负债合计	175390.38	304480.42	241396.95	17.32	311147.59
非流动负债：					
长期借款					
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债					
非流动负债合计					
负债合计	175390.38	304480.42	241396.95	17.32	311147.59
所有者权益：					
实收资本(或股本)	118575.07	118575.07	118575.07		118575.07
资本公积	374.24	447.97	447.97	9.41	447.97
专项储备					
盈余公积	22980.62	26680.64	30233.26	14.70	33317.63
未分配利润	24440.92	20510.64	37028.48	23.09	18267.98
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	166370.86	166214.33	186284.79	5.82	170608.65
少数股东权益					
所有者权益合计	166370.86	166214.33	186284.79	5.82	170608.65
负债和所有者权益总计	341761.23	470694.75	427681.73	11.87	481756.24

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	572406.72	630657.26	554781.46	-1.55	118711.51
减: 营业成本	464627.58	566246.66	469374.88	0.51	98610.91
营业税金及附加	1158.88	2269.84	2638.10	50.88	750.79
销售费用	45924.09	6537.27	7020.72	-60.90	1413.29
管理费用	5912.65	6381.69	6841.30	7.57	1530.48
财务费用	4170.36	6427.85	6660.05	26.37	916.53
资产减值损失					
加: 公允价值变动收益					
投资收益	432.46	704.09	3790.18	196.04	
其中: 对合营企业投资收益					
其他业务利润					
二、营业利润	51045.61	43498.03	66036.58	13.74	15489.52
加: 营业外收入	1622.16	928.82	2171.43	15.70	621.70
减: 营业外支出	211.83	114.05	105.00	-29.60	
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	52455.94	44312.80	68103.02	13.94	16111.22
减: 所得税费用	11758.35	10695.28	16058.99	16.87	4028.08
四、净利润	40697.59	33617.52	52044.03	13.08	12083.14
其中: 归属于母公司的净利润	40697.59	33617.52	52044.03	13.08	12083.14
少数股东损益					
被合并方合并前的净利润					

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	655572.52	664829.46	671677.76	1.22	137490.06
收到的税费返还	1613.70	882.51	892.92	-25.61	420.26
收到其他与经营活动有关的现金	1209.67	1110.79	2410.09	41.15	498.43
经营活动现金流入小计	658395.89	666822.75	674980.77	1.25	138408.75
购买商品、接受劳务支付的现金	562515.57	601235.18	496913.77	-6.01	82049.13
支付给职工以及为职工支付的现金	16266.80	14325.04	16465.76	0.61	3566.85
支付的各项税费	30135.28	31255.30	43357.92	19.95	11477.36
支付其他与经营活动有关的现金	8435.29	8716.45	8340.03	-0.57	2113.13
经营活动现金流出小计	617352.95	655531.98	565077.47	-4.33	99206.47
经营活动产生的现金流量净额	41042.94	11290.77	109903.30	63.64	39202.28
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金			1346.44		
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	76.80	5.50	25.40	-42.49	
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	76.80	5.50	1371.84	322.64	
购建固定资产、无形资产等支付的现金	3491.70	7091.82	8164.19	52.91	3263.74
投资支付的现金		13145.78	2700.00		9740.00
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	3491.70	20237.60	10864.19	76.39	13003.74
投资活动产生的现金流量净额	-3414.90	-20232.10	-9492.35	66.72	-13003.74
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金					
取得借款收到的现金	49000.00	221799.20	185218.10	94.42	12570.20
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	60000.70	59760.00	60994.50	0.82	675.00
筹资活动现金流入小计	109000.70	281559.20	246212.60	50.29	13245.20
偿还债务支付的现金	59000.00	127460.00	197164.40	82.81	17500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	17464.25	41294.43	44002.37	58.73	2207.29
支付其他与筹资活动有关的现金	92948.20	86011.30	110639.07	9.10	19.52
筹资活动现金流出小计	169412.45	254765.73	351805.83	44.10	19726.81
筹资活动产生的现金流量净额	-60411.74	26793.47	-105593.23	32.21	-6481.61
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		4.80	349.13		-130.37
五、现金及现金等价物净增加额	-22783.71	17856.94	-4833.15	-53.94	19586.55
加: 期初现金及现金等价物余额	36499.34	13715.63	31572.57		26739.42
六、期末现金及现金等价物余额	13715.63	31572.57	26739.42	39.63	46325.98

附件 4-2 合并现金流量补充资料表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	40697.59	33617.52	52044.03	13.08
加: 资产减值准备				
固定资产折旧及其他	31492.64	31562.06	31613.63	0.19
无形资产摊销	473.92	473.92	473.92	
长期待摊费用摊销				
处置固定资产、无形资产等损失	111.83	12.05	-6.58	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	1693.83	6876.15	6939.77	102.41
投资损失	-432.46	-704.09	-3790.18	196.04
递延所得税资产减少	-7.54	-2.19	2.82	
递延所得税负债增加				
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-17282.79	-18722.00	6179.97	
经营性应收项目的减少	-34891.92	-54642.56	70787.60	
经营性应付项目的增加	19187.83	12819.92	-54341.67	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	41042.94	11290.77	109903.30	63.64
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	13715.63	31572.57	26739.42	39.63
减: 现金的期初余额	36499.34	13715.63	31572.57	-6.99
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-22783.71	17856.94	-4833.15	

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	10.25	5.25	4.11	--
存货周转次数(次)	29.59	16.80	11.74	--
总资产周转次数(次)	1.62	1.55	1.24	--
现金收入比(%)	114.53	105.42	121.07	115.82
盈利能力				
营业利润率(%)	18.63	9.85	14.92	16.30
总资本收益率(%)	17.71	8.75	16.54	--
净资产收益率(%)	24.46	20.23	27.94	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	35.52	56.73	47.66	52.65
资产负债率(%)	51.32	64.69	56.44	64.59
偿债能力				
流动比率(%)	63.24	81.92	90.15	85.26
速动比率(%)	49.36	67.77	74.87	74.16
经营现金流动负债比(%)	23.40	3.71	45.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	17.88	12.07	15.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.02	2.62	1.58	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.41	-0.04	0.59	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	7.52	-1.30	14.70	--
现金偿债倍数(倍)	0.93	2.59	1.48	2.39
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	10.97	11.11	11.25	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.68	0.19	1.83	--

附件 6 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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
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×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%
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/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 7 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。

附件 8 短期债券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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息