跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 268 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持华电江苏能源有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16华电江苏CP001”和“16华电江苏CP002”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年二月二十二日

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

华电江苏能源有限公司短期融资券跟踪评级报告

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
16 华电江苏 CP001	4 亿元	2016/8/25-2017/8/25	A-1	A-1
16 华电江苏 CP002	8 亿元	2016/10/13-2017/10/13	A-1	A-1

跟踪评级时间：2017 年 2 月 22 日

财务数据

项　目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	6.88	11.68	11.77	8.10
资产总额(亿元)	218.19	218.10	234.52	258.43
所有者权益(亿元)	35.23	45.30	55.61	65.38
短期债务（亿元）	25.48	64.19	90.04	89.73
长期债务(亿元)	129.30	83.88	64.57	82.99
全部债务(亿元)	154.78	148.07	154.61	172.72
营业收入(亿元)	140.99	175.32	170.26	114.59
利润总额(亿元)	17.23	19.88	24.35	14.88
EBITDA(亿元)	32.73	41.74	43.73	--
经营性净现金流(亿元)	44.39	37.61	45.04	26.29
营业利润率(%)	13.48	14.97	16.26	15.71
净资产收益率(%)	38.44	34.93	33.55	--
资产负债率(%)	83.86	79.23	76.29	74.70
全部债务资本化比率(%)	81.46	76.57	73.55	72.54
流动比率(%)	53.17	31.22	23.17	27.41
经营现金流动负债比(%)	84.39	42.87	45.41	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.73	3.55	3.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.79	4.46	5.55	--

注：2016 年前三季报财务数据未经审计。

分析师

唐 岩　孙 鑫

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

评级观点

华电江苏能源有限公司（以下简称“公司”）是中国华电集团公司（以下简称“华电集团”）的全资子公司以及江苏省内主要的热电企业，跟踪期内，公司装机规模及发电效率保持稳定，燃料采购成本下降，公司区域地位得以巩固。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司债务负担重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着在建项目的陆续完工投产，公司热电资产有望不断增加，煤炭物流能力得到增强，公司整体竞争力有望进一步提升。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“16 华电江苏 CP001”和“16 华电江苏 CP002”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司热电业务外部环境良好，跟踪期内，机组运行保持稳定，区域市场地位显著。
2. 跟踪期内，公司燃料采购成本下降，机组运行效率较高，发电效率水平良好。
3. 公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额对存续期内短期融资券的保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，公司负债规模有所增长，债务负担仍然较重。
2. 公司在建项目投资规模大，未来面临一定融资压力。

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）与华电江苏能源有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与华电江苏能源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，未因华电江苏能源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华电江苏能源有限公司提供，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到“16 华电江苏 CP002”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。

华电江苏能源有限公司短期融资券跟踪评级报告

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华电江苏能源有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

华电江苏能源有限公司（以下简称“公司”）前身系江苏华电句容发电有限公司（以下简称“句容发电”），由中国华电集团公司（以下或简称“华电集团”）（持股 51%）、江苏电力发展股份有限公司（持股 29%）发起设立，连同江苏戚墅堰发电有限公司（持股 10%）、江苏华电扬州发电有限公司（持股 5%）和上海华电电力发展有限公司（持股 5%）于 2008 年 6 月共同出资组建，系华电集团“十一五”期间规划的重点电源点项目—华电句容一期 2×100 万千瓦超超临界火电机组项目专设项目公司。

2013 年 8 月，根据华电集团《关于成立华电江苏能源有限公司的通知》（中国华电函【2013】436 号）及《关于同意将集团公司持有的江苏地区 6 家企业协议转让给华电江苏能源有限公司的批复》（中国华电函【2013】550 号）文件要求，华电集团以句容发电为主体在江苏区域成立子公司，句容发电更为现名，同时将华电集团在江苏区域的子公司股权并入，公司注册资本增至 9.50 亿元。2013 年，华电集团分三次对公司增资合计 10.50 亿元，2014 年华电集团将以前年度拨付给下属子公司的中央节能减排资金 4253.00 万元增加投资，截至 2016 年 9 月底，公司注册资本为 20.43 亿元，为华电集团全资子公司。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司经营范围：电力项目的开发、投资、建设和经营管理，电能、热能的生产，码头及其他港口设施服务；实业投资及经营管理；煤炭项目的投资和管理；电厂废弃物的综合利用及经营；货物装卸、仓储服务（危险品除外）；电力信息咨询与服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

公司本部设办公室（法律事务部）、战略规划部、人力资源部、财务资产部、安全生产部、工程管理部、市场运营部、政治工作部（工会办公室）、监察审计部（纪检办公室）9 个部门。

截至 2015 年底，公司资产总额 234.52 亿元，所有者权益合计 55.61 亿元（含少数股东权益 28.84 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 170.26 亿元，利润总额 24.35 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 258.43 亿元，所有者权益合计 65.38 亿元（含少数股东权益 33.10 亿元）；2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 114.59 亿元，利润总额 14.88 亿元。

公司注册地址：江苏省句容市下蜀镇临港工业集中区华电路 1 号；法定代表人：徐旭。

三、募集资金使用情况

公司于 2016 年 8 月发行了短期融资券“16 华电江苏 CP001”，募集金额为 4 亿元，于 2016 年 10 月发行了短期融资券“16 华电江苏 CP002”，募集资金为 8 亿元，主要用于偿还金融机构借款。截至报告日，募集资金均已按照规定用途使用完毕。

四、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%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推

动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 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。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，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧

是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设投资和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

五、行业及区域环境

1. 发电行业运行概况

近年来，电力行业投资规模不断扩大，2015 年全年固定资产投资完成额（不含农户）为 551590 亿元，比上年名义增长 10%（扣除价格因素，实际增长 12%）；其中，电力、热力、燃气及水生产和供应业投资 26621 亿元，增长 16.6%，增速提高 0.6 个百分点，占全国城镇固定资产投资的比重较高（4.83%）。

图 1　近年电力行业固定资产投资情况



资料来源：国家统计局

2015 年，全国电源基本建设完成投资 4091 亿元，同比增长 10.98%。其中，火电完成投资 1396.29 亿元，同比增长 21.96%，所占比重为 34.13%%，与上年同期相比上升 3.07 个百分点；水电完成投资 782.46 亿元，同比下降 16.99%，所占比重为 19.13%，与上年同期相比下降 6.44 个百分点；风电完成投资 1158.78 亿元，同比上升 26.57%，所占比重为 28.33%，与上年同期相比上升 3.49 个百分点；核电完成投资 560.16 亿元，同比增长 5.15%，所占比重为 13.69%，与上年同期相比下降 0.76 个百分点。从投资增速看，风电投资高于其他电源，火电投资亦保持了较高的增长速度。截至 2015 年底，电源投资中的非化石能源发电投资比重达到 65.87%，与上年相比有所下降。

图 2　近年中国发电装机容量变动情况



资料来源：Wind 资讯

2005 年以来，全国发电装机容量持续提升，同比增长率均保持在 8%以上，清洁能源装机占比延续增长态势。截至 2015 年底，全国发电装机容量 150828 万千瓦，比上年末增长 10.5%。其中，火电装机容量 99021 万千瓦，增长 7.8%；水电装机容量 31937 万千瓦，增长 4.9%；核电装机容量 2608 万千瓦，增长 29.9%；并网风电装机容量 12934 万千瓦，增长 33.5%；并网太阳能发电装机容量 4318 万千瓦，增长 73.7%。清洁能源发电装机容量占比达到 34.35%。

2015年，全国全口径发电量58105.8亿千瓦时，比上年增长0.3%。分类型看，火电发电量42420.4亿千瓦时，同比下降2.7%，占全国发电

量的73.0%，比上年降低2.2个百分点；水电发电量11264.2亿千瓦时，同比增长19.7%，占全国发电量的19.2%，比上年提高5.0个百分点；核电发电量分别为1707.9亿千瓦时，同比分别增长28.9%。

2015 年，受电力消费增速放缓影响，全国 6000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时继续下降，2015 年全国发电设备平均利用小时为 3969 小时，同比降低 349 小时，是 1978 年以来的最低水平。其中，火电设备平均利用小时 4329 小时，同比降低 410 小时，是 1978 年以来的最低水平；水电设备平均利用小时 3621 小时，同比降低 48 小时；核电设备平均利用小时 7350 小时，同比下降 437 小时；风电设备平均利用小时为 1728 小时，同比下降 172 小时。一方面，发电机组平均利用小时数减少反映了全社会用电量需求扩张的减速，同时火电设备平均利用小时数减少幅度高于清洁能源发电设备平均利用小时数减少幅度，也反映了政府为节能减排而大力推广清洁能源的开发和利用。

图 3　近年中国发电量和设备利用小时数情况



资料来源：Wind 资讯

2015 年，随着中国经济发展进入新常态，电力消费增长减速换档、结构不断调整，全国全社会用电量 5.55 万亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速同比回落 3.3 个百分点，增速为 1974 年以来年度最低水平。从电力消费结构看，其中第一产业、第三产业和居民生活用电量增速分别为 2.5%、 7.5%、5.0%，均高于全社会用电量增速，而第二产业用电量增速较上年有所下降。固定资产投资，特别是房地产投资增速持续放缓，导致黑色金属冶炼和建材行业的用电量同比分别下降 9.3%和 6.7%，两行业用电下降合计下拉全社会用电量增速 1.3 个百分点，是第二产业用电量下降、全社会用电量低速增长的主要原因。2015 年，中国第二产业用电量同比下降 1.4%，是 40 年来首次负增长。

全国用电量增速呈现明显放缓趋势，显示工业经济下行压力加大。用电增速的回落主要由两个原因所致：一是经济环境持续低迷与国家宏观调控的共同作用；二是中国经济结构转型减低电力消费强度的影响。因此，受社会用电量增长乏力和装机容量不断上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，行业发展面临一定困难与挑战。

长久以来，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开始进入国内电力市场。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。五大发电集团在发电领域的竞争优势难以超越，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。

整体来看，受社会用电量增长乏力及装机

容量总量上升等因素影响，全国电力供需总体宽松，发电设备利用小时数持续下行，对电力企业带来不利影响。

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。2012 年以来，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，煤炭市场延续低迷态势，2014 年 8 月底煤炭价格跌至当年最低，2014 年 8 月 27 日环渤海动力煤价为 478 元/吨，截至 2015 年底环渤海动力煤价为 372 元/吨。2016 年开始，煤炭价格小幅回升，截至 2016 年 3 月底，环渤海动力煤价为 389 元/吨。总体来看，2012 年以来，煤炭市场供大于求的矛盾突出，社会库存增加，煤价下滑，进入 2015 年，煤价持续走低，这一趋势对缓解电力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》进一步完善了火电联动机制，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。

六、基础素质分析

公司原隶属于华电集团江苏分公司，为华电集团江苏分公司下属电厂；2013 年 9 月改制为华电集团全资子公司。截至 2016 年 9 月底，公司注册资本为 20.43 亿元，实际控制人为国务院国资委。供电业务方面，公司为江苏区域主力发电企业之一，截至 2016 年 9 月底，公司总装机规模为 737.20 万千瓦，其中燃气发电装机规模为 407.20 万千瓦。

供热业务方面，公司是江苏省主要的电源和热源支撑点，热力用户均为工业用户，热价水平较高。随着江苏省城市规模的迅速扩张，供热面积不断扩大，供热需求不断增长，公司热力业务在江苏省内具有一定的区域地位。

截至 2015 年底，公司财务报表合并范围共包括 24 家子公司。

总体看，作为华电集团在江苏省的核心子公司以及省区内的主要发电供热公司，公司装机规模、负荷水平以及可靠性均具备明显优势；随着公司煤炭及天然气物流能力的提升，公司综合竞争力有望得到加强。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度方面无重大变化。

在高管人员方面，从 2016 年 11 月 7 日起，陈海斌先生不再担任公司法人代表、执行董事、总经理，由徐旭先生担任公司法人代表、执行董事。

徐旭，男，1962 年生，历任马鞍山发电厂汽机分场主任，马鞍山发电厂生技科科长、总工程师、副厂长、厂长，中国华电集团公司安徽分公司（华电国际安徽分公司）总经理、党组成员等职务，2016 年 11 月起任华电江苏能源有限公司执行董事，中国华电集团公司江苏分公司党组书记。

公司法人代表变更不影响公司正常经营管理。

八、经营分析

1. 经营概况

公司收入来源主要为供电和供热业务，2015年上述两项业务收入占比合计81.94%，较上年提升11.14个百分点；公司非电热业务主要为煤炭销售，辅以燃机修造维护及备品备件销售等；公司其他业务主要为望亭发电厂代替望亭发电分公司采购煤炭，该业务收入计入其他业务收入科目，并按同金额结转其他业务成本。

2015年，公司实现营业收入170.26亿元，同比下降2.89%，其中供电和供热收入均有不同程度增长，但受煤炭价格同比大幅下降影响，公司非电热产品（煤炭销售）及其他业务收入（电厂燃料销售）规模下降导致总收入规模下降。毛利率方面，受上网电价下调影响，公司供电业务毛利率较上年有所下降，为20.97%；公司供热价格随煤炭市场联动，2015年供热业务持续亏损；非电热产品受上海通华燃气轮机服务有限公司轮机检修服务、电力设备及备品备件等销售毛利率大幅上升影响，毛利率提升至2.59%。公司2015年综合毛利率为16.65%，较上年提升1.38个百分点。

2016年1~9月，公司电厂运行水平良好，供电收入保持稳定，实现供电收入88.48亿元，占2015年供电收入的65.27%，毛利率受煤炭价格下降的影响上升至21.21%；公司非电热产品实现收入14.13亿元，占2015年的67.22%。2016年1~9月，公司实现营业收入114.59亿元，综合毛利率为16.25%。

表1　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

产品	2014年			2015年			16年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供电	120.90	68.96	22.25	135.57	79.62	20.97	88.48	77.22	21.21
供热	3.25	1.84	-34.42	3.94	2.32	-27.01	2.49	2.17	-26.16
非电热产品	36.12	20.62	0.83	21.02	12.35	2.59	14.13	12.33	1.65
其他业务小计	15.05	8.58	4.65	9.72	5.71	4.58	9.49	8.28	2.77
合计	**175.32**	**100.00**	**15.28**	**170.26**	**100.00**	**16.65**	**114.59**	**100.00**	**16.25**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司主营业务突出，受煤炭价格下降的影响，公司供电业务盈利能力有所增强，供热业务有所减亏，非电热产品毛利率略有下降，公司整体盈利能力有所提升。

2. 供电业务

供电业务是公司的主要收入来源，2015年供电收入占比较上年有所提升，为79.62%。公司旗下主要有望亭发电厂、扬州发电厂和句容发电厂等6个全资和控股发电单位，发电资产全部为火电，截至2016年9月底，公司控股装机规模为737.20万千瓦，较上年提升92.55万千瓦，主要系戚墅堰发电厂扩建2台47.5万千瓦燃机-蒸汽联合循环机组于2015年11月投产，同时吴江热电厂2.45万千瓦燃煤机组于2015年6月停产处置。公司燃气机组占比提升至54.27%。

表2　截至2016年9月底公司控股装机规模

（单位：%、万千瓦）

项目	股权比例	装机容量	机组构成	类型
望亭发电厂	100.00	142.00	31+33+2*39	燃煤+燃气
扬州发电厂	55.29	66.00	2*33	燃煤
戚墅堰发电厂	41.50	217.00	2*22+2*39 +2*47.50	燃气
句容发电厂	100.00	200.00	2*100	燃煤
吴江热电厂	60.00	36.00	2*18	燃气
仪征热电厂	48.00	76.20	3*25.4	燃气
合计	--	**737.20**	--	--

资料来源：公司提供

公司所发电量统一并网至江苏电网，2015年，随着装机规模和机组利用小时数的增长，公司发电量持续增长，全年发电量296.89亿千瓦时，同比增长17.43%，其中煤机发电179.42亿千瓦时，燃机发电117.47亿千瓦时。2015年，公司上网电量为285.14亿千瓦时。此外，由于公司吴江热电厂部分燃煤机组单机容量较小，公司交易部分发电量以提高经济效益，2015年，公司被替代发电量为27.35亿千瓦时，2016年1~9月，公司被替代发电量为22.59亿千瓦时。

2015年，公司燃煤与燃气机组综合平均利用小时数为4029.27小时，较上年有所提升。燃煤机组负荷小幅提升，煤机平均利用小时数为5436.97小时，处于良好水平；公司通过优化发电结构，燃机平均利用小时大幅提升至2884.82小时。2016年1~9月，公司煤机平均利用小时数为4348.26小时，燃机平均利用小时数为2616.90小时。总体看，公司发电量及上网电量持续提升，公司煤机组利用小时数保持较高水平，燃机负荷率大幅提升。

发电效率方面，公司煤电机组厂用电率始终维持在良好水平，2015年为4.25%。供电标耗方面，公司通过技改及与电网沟通，提高机组负荷率，2015年综合供电煤耗和综合供电气耗分别为270.99克/千瓦时和0.202标方/千瓦时，煤耗和气耗均有所下降；考虑到公司热电联产机组占比较高，公司供电标耗处于行业较低水平。总体看，公司发电效率良好。

上网电价方面，2014年9月，国家发改委下发《关于进一步疏导环保电价矛盾的通知》，江苏省燃煤机组标杆电价进一步下降1.10分/千瓦时，2014年公司平均上网电价降至481.25元/兆瓦时。2015年4月，国家发改委发布《关于降低燃煤发电上网电价和工商业用电价格的通知》，江苏省燃煤发电标杆上网电价降低为0.4096元/千瓦时（含脱硫、脱销和除尘电价），未执行标杆电价的其他燃煤发电机组的上网电价在现行上网电价基础上下降0.0214元/千瓦时；根据江苏省物价局文件《省物价局关于调整电价有关事项的通知》（苏价工【2015】122号），结合国家天然气价格改革政策调整，适当疏导天然气发电价格矛盾，自2015年4月1日起，江苏省各类天然气发电机组上网电价暂按每千瓦时0.69元结算。2015年公司平均上网电价进一步下降至0.4178元/千瓦时。2016年，根据《国家发展改革委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）和《江苏省物价局关于调整电价有关事项的通知》（苏价工【2016】1号），国家发展改革委核定江苏省燃煤发电标杆上网电价降低为每千瓦时0.378元（含脱硫、脱硝和除尘电价），省内135MW及以上燃煤发电机组上网电价（不含环保电价）统一调整为每千瓦时0.351元。省内公用燃煤热电机组上网电价（不含环保电价）统一调整为每千瓦时0.43元；其他燃煤发电机组（含自备机组）的上网电价

在现行上网电价基础上每千瓦时降低3.16分；根据江苏省物价局文件《省物价局关于规范天然气发电上网电价管理有关问题的通知》（苏价工【2015】323号），自2016年1月1日起，天然气发电上网电价采取与天然气门站价格联动的方式。由于公司装机规模中燃气机组占比提升，2016年1~9月公司平均上网电价提升至0.4325元/千瓦时。总体看，跟踪期内，公司平均上网电价有所提升，且处于较高水平。

被替代上网电价方面，受煤机结算电价下调影响，2015年公司被替代上网电价下调至419.38元/兆瓦时。

环保改造方面，公司全部机组已完成脱硫及除尘改造，并已取得脱硫电价补贴0.015元/千瓦时与除尘电价补贴0.02元/千瓦时，含在基本上网电价中。脱硝改造方面，截至2016年9月底，公司完成全部机组的脱硝改造，并取得脱硝电价补贴0.010元/千瓦时，按季度另行结算。2014年12月，江苏省发改委出台燃煤发电机组超低排放电价政策，对达到超低排放标准（烟尘、二氧化硫、氮氧化物排放浓度分别不高于5毫克/立方米、35毫克/立方米、50毫克/立方米）的燃煤机组予以低排放环保电价补贴（每千瓦时1分钱），截至2016年9月底，公司已有50%煤机完成超低排放改造，取得超低排放电价补贴0.010元/千瓦时，按季度另行结算。总体看，跟踪期内，公司已取得脱硫、脱硝等环保电价补贴。

总体看，跟踪期内，公司机组运行效率较高，发电效率水平良好；公司平均上网电价有所提升，且处于较高水平。

表3　公司主要发电指标

指标	2014 年	2015 年	16 年 1~9 月
发电量（亿千瓦时）	252.82	296.89	221.46
其中：煤机	179.85	179.42	134.20
燃机	72.97	117.47	87.26
售电量（亿千瓦时）	251.36	285.14	222.37
上网电量（亿千瓦时）	241.40	285.14	212.60
发电设备平均利用小时（小时）	3984.84	4029.27	3047.85
其中：煤机	5409.83	5436.97	4348.26
燃机	2448.66	2884.82	2616.90
火电设备厂用电率（%）	4.52	4.25	4.15
综合供电煤耗（克/千瓦时）	276.67	270.99	290.95
发电气耗（标方/千瓦时）	0.205	0.202	0.198
平均上网电价（元/兆瓦时）	481.25	417.78	432.54
被替代上网电价（元/兆瓦时）	474.80	419.38	448.09

资料来源：公司提供

燃煤采购方面，2015年，公司煤炭采购量为752.00万吨，较2014年有所下降，主要系发电量同比下降所致。受益于煤炭市场低位盘整及公司煤炭采购制度整改，2015年，公司燃煤采购价格较2014年进一步下降19.74%，煤折标煤价为506.93元/吨；2016年1~9月，公司煤炭采购量为568.51万吨，煤折标煤价为493.06元/吨。煤炭采购价格的降低有效缓解了公司的燃煤成本压力。

天然气采购方面，公司于2004年12月与中国石油天然气股份有限公司西气东输销售分公司以及管道分公司签订了为期19年（至2023年12月）的天然气采购协议，年最大合同量为5.68亿立方米/年，保证了所需天然气用量的稳定供应。2015年，公司天然气采购价格为2.30元/标方，较上年小幅上升。同期，受天然气价格上涨及燃机负荷率大幅提升影响，公司天然气采购总量大幅增长至245509万立方米。2016年1~9月，公司天然气采购总量为183389万立方米，采购价格为1.91元/标方。

表4　公司主要燃料采购指标

指标	2014 年	2015 年	16 年 1~9 月
煤炭采购总量（万吨）	762.00	752.00	568.51
天然气采购总量（万立方米）	150220	245509	183389
综合标煤价（元/吨）	966.44	1038.59	911.43
煤折标煤价（元/吨）	631.62	506.93	493.06
天然气采购价格（元/千标方）	2274.94	2304.07	1907.95
发电单位燃料成本（元/千千瓦时）	269.47	277.05	241.47
供热单位燃料成本（元/吉焦）	33.96	42.67	39.88

资料来源：公司提供

公司燃煤采购全部通过子公司华电煤炭，分为长协煤和市场煤两种。长协煤方面，公司与华电煤业集团、神华销售集团等供煤方建立了长期战略合作关系，为成本控制提供了重要保证，采购价格主要通过招标。

总体看，跟踪期内，煤炭市场维持低位运行，公司煤炭采购成本持续下降；天然气价格大幅下降，燃料采购量保持稳定。

3. 供热业务

公司供热业务覆盖苏锡常地区、扬州、仪征等多个城市。公司生产蒸汽经管道输送至地方热力公司，由地方热力公司售向最终端消费客户。公司供热业务与地方热力公司结算，回款质量良好。

随着燃机机组的逐步投产运行，公司供热能力逐年增强，截至2016年9月底，公司供热能力为287.40兆瓦，较上年提升1.20兆瓦。2015年公司望亭电厂机组供热改造完成，新增供热管线，供热能力有所增加。公司旗下共有望亭发电厂、扬州电厂、戚墅堰热电厂、吴江热电及仪征热电厂5家供热单位。

表5　公司供热业务主要指标

指标	2014年	2015年	16年1~9月
供热能力（兆瓦）	257.24	286.20	287.40
供热量（万吉焦）	821.46	981.18	633.80
售热量（万吉焦）	796.31	950.99	614.15
管损率（%）	3.06	3.08	3.10
平均售热价（元/吉焦）	36.33	47.94	41.99

资料来源：公司提供

2015年，受供热能力提升影响，公司供热量提升至981.18万吉焦，售热量为950.99万吉焦，其中售热量中包含部分外购热量。同期，公司管损率提升至3.08%。2016年1~9月，公司供热量为633.80万吉焦，售热量为614.15万吉焦，管损率为3.10%。

售热价格方面，2015年平均售热价提升为47.94元/吉焦，同比增长31.96%。除望亭发电厂外，公司各地方电厂供热价格均高于省内平均供热价格；望亭发电厂按“煤热价联动”方式确定热价的，由于煤价持续走低，导致望亭供热单价较当地平均热价偏低。2015年，物价局出台上调热价的文件，提高售热指导价，其中从2015年1月1日起，戚墅堰热电联产机组售热价格提升，同比提升较多。2016年1~9月，公司售热价格根据煤炭价格浮动，平均售热价格较上年有所下降，为41.99元/吉焦。

总体看，跟踪期内，公司供热能力保持稳定，业务规模不断扩张，售热价格有所下降。

4. 煤炭销售业务

公司非电热业务中煤炭销售业务占比高，2015 年，公司煤炭销售收入在非电热业务收入中的占比为 87.47%。

公司煤炭销售业务的主要经营单位为控股子公司华电煤炭。截至 2015 年底，华电煤炭资产总额为 2.77 亿元，所有者权益为 0.68 亿元；2015 年，华电煤炭实现营业收入 50.71 亿元，利润总额为 0.20 亿元。截至 2016 年 9 月底，华电煤炭资产总额为 2.68 亿元，所有者权益为 0.72 亿元；2016 年 1~9 月，华电煤炭实现营业收入 36.22 亿元，利润总额为 0.06 亿元。

表6　华电煤炭销售情况

指标	2014 年	2015 年	16 年 1~9 月
原煤平均采购价（元/吨）	428.39	392.41	393.44
原煤平均销售价（元/吨）	431.76	394.33	406.52
销售量（万吨）	1731.69	1504.00	814.66
销售收入（亿元）	74.18	50.71	33.12
毛利率（%）	0.79	0.49	1.88

资料来源：公司提供

注：表中销售收入为未抵消数据

受公司整合煤炭板块资源，成立华电煤炭公司影响，公司煤炭采购议价能力逐步增强。伴随煤炭市场持续低迷，2015 年，公司原煤平均采购价和销售价分别为 392.41 元/吨和 394.33 元/吨，销售量为 1504.00 万吨，华电煤炭毛利率下降至 0.49%；2016 年 1~9 月，公司原煤平均采购价为 393.44 元/吨，原煤平均销

售价为 406.52 元/吨，销售量为 814.66 万吨，毛利率进一步上升至 1.88%。

华电煤炭与各大煤炭供应商的合作关系较为稳定，2016年1~9月，华电煤炭主要供应客户为华电煤业集团运销有限公司、兖州煤业股份有限公司、成大恒润（大连保税区）有限公司、泉州华庆经贸有限公司以及常州市利润燃料有限公司等，前五名合计占比约为25.74%。集中度较高。

表7　2016年1~9月华电煤炭主要供应商

（单位：亿元、%）

供应商	金额	占比	价格
华电煤业集团运销有限公司	2.72	8.49	招标
兖州煤业股份有限公司	1.83	5.71	招标
成大恒润（大连保税区）有限公司	1.33	4.15	招标
泉州华庆经贸有限公司	1.27	3.96	招标
常州市利润燃料有限公司	1.10	3.43	招标
合计	**8.25**	**25.74**	--

资料来源：公司提供

注：华电煤业集团运销有限公司为同一最终控制方关联方

未来，公司将继续做好煤炭供应工作，大力拓展煤炭供应与销售渠道，积极整合资源及客户，积极运作煤炭燃料平台，提高区域统一管控成效，做好煤炭“自主发运”，实现燃料精细化管理。同时，公司还计划以华电煤炭为平台，与华电集团煤、电产业链衔接，适时开展煤炭储备、掺配、船舶运输等煤炭物流业务。同时，根据市场情况，公司计划适时启动天然气业务发展专项规划编制工作，多渠道落实长期、稳定、价格合理的天然气资源，在赣榆港区、南通滨海园区开展LNG接收站及天然气管道等项目的前期工作，满足公司燃机用气需求的同时，拓展公司天然气板块业务，力争“十三五”期间建成1座年接受能力300万吨的LNG接收站及配套项目，建立天然气业务运营机制。

5. 经营效率

2015年，公司销售债权周转次数和存货周转次数均较上年有所提升，分别为15.73次和124.65次；公司总资产周转次数较上年有所下降，为0.75次，处于行业良好水平。总体看，跟踪期内，公司经营效率高。

6. 未来发展

未来，在巩固和发展现有电力业务的基础上，公司将进一步拓展公司的电力资产规模，通过以热定电的政策推动主业发展；同时，巩固煤炭贸易业务稳定，强化公司在区域市场内的地位。

目前，公司主要项目集中在热电与煤炭物流方面，与公司主营业务匹配。截至 2016 年 9 月底，公司主要在建项目有 7 个，其中 6 个为发电项目，1 个为煤炭物流项目。公司拟建项目有 2 个，均为发电项目，

公司在建项目预算总投资合计 169.30 亿元，截至 2016 年 9 月底已完成投资 62.32 亿元，拟建项目预算总投资合计 17.40 亿元。公司未来存在较大资本支出规模。

戚墅堰 F 级燃机扩建项目利用 F 级一期预留的天然气管线、公用设施和场地，扩建 2 台 475MW 级燃机-蒸汽联合循环机组；项目投产后预计年发电量 31.9 亿千瓦时。该项目预计总投资 22.50 亿元，截至 2016 年 9 月底实际已完成投资 18.93 亿元。项目于 2014 年 9 月开工，已于 2015 年 11 月投产，2016 年存在部分待支付尾款。

扬州 F 级燃机扩建工程扩建 2 台 400MW 级燃机-蒸汽联合循环发电机组，充分利用了原煤机遗留的部分系统及建筑物，天然气支管线建设不在本工程中，项目投产后预计年发电量 31.90 亿千瓦时，该项目计划总投资 22.40 亿元，截至 2016 年 9 月底已完成投资 7.26 亿元。项目已于 2015 年 12 月开工，计划于 2017 年 6 月投产。

昆山 F 级燃机热电联产工程建设 2 台 400MW 级燃机-蒸汽联合循环供热机组，同期建设天然气支管线以及部分供热管网，按照年利用小时 5500 小时计算，项目投产后预计年

发电量 45.72 亿千瓦时，年供热 708GJ，该项目计划总投资 25.80 亿元，截至 2016 年 9 月底已完成投资 8.91 亿元。项目已于 2015 年 12 月开工，计划于 2017 年 6 月投产。

表 8　截至 2016 年 9 月底公司主要在建项目（单位：%、亿元）

工程名称	持股比例	规模	预计投产期	预算总投资	截至 2016 年 9 月底已投资	拟投资	
						2016 年剩余	2017 年
在建项目							
戚墅堰F级燃机扩建（已投产）	41.50	2*475MW	2015.11	22.50	18.93	0.10	--
扬州F级燃机扩建工程	55.29	2*400MW	2017.05	22.40	7.26	5.86	3.50
昆山F级燃机热电工程	60.00	2*400MW	2017.06	25.80	8.91	8.89	5.65
通州燃机热电	100.00	2*200MW	2016.08	15.57	10.07	3.67	0.25
江苏赣榆二期太阳能	55.29	3MW	2016.06	0.27	0.022		--
江苏句容煤炭储运码头工程	51.00	5 万吨泊位*2 1 万吨泊位*1	2017.11	17.12	2.48	1.2	5.89
句容二期	51.00	2*1000MW	2018.03	65.64	14.65	4.03	37.09
小计	--	--	--	**169.30**	**62.32**	**23.75**	**52.38**
拟建项目							
华电如皋热电工程	100.00	3*220t/h+ 1*35MW+1*3MW	2017.12	12.00	--	--	5.15
华电江苏金湖分布式能源项目	100.00	2*30MW	2017.12	5.40	--	0.05	3.00
小计	--	--	--	**17.40**	--	**0.05**	**8.15**
合计	--	--	--	**186.70**	**62.32**	**23.80**	**60.53**

注：公司预算投资额与实际投资额或存在差异。

资料来源：公司提供

通州燃机热电项目建设 2 台 200MW 级燃机-蒸汽联合循环供热机组，并配套建设相应的公辅工程、厂外供热管网工程。按照年利用小时 5500 小时计算，将实现年供热能力 321 万吉焦以上，年产值约为 19 亿元。项目预计总投资 13.99 亿元，截至 2016 年 9 月底已完成投资 10.07 亿元，主厂房已封顶、余热锅炉完成酸洗、燃机、汽机已就位。该项目于 2013 年 10 月核准，2014 年 4 月完成招标，2015 年 6 月开工，已经于 2016 年 12 月投产。

昆山 F 级燃机热电联产工程建设 2 台 400MW 级燃机-蒸汽联合循环供热机组，同期建设天然气支管线以及部分供热管网，按照年利用小时 5500 小时计算，项目投产后预计年发电量 45.72 亿千瓦时，年供热 708GJ，该项目计划总投资 25.80 亿元，截至 2016 年 9 月底已完成投资 8.91 亿元。项目已于 2015 年 12 月开工，计划于 2017 年 6 月投产。

江苏句容煤炭储运码头工程建设 2 个 5 万吨级煤炭卸船泊位（码头水工结构兼顾 7 万吨级）、1 个 1 万吨级煤炭装船泊位（泊位长度按同时靠泊 2 艘 3 千吨级船舶设计）及相应配套设施，泊位总长 717 米，其中利用句容电厂已建一期码头长度 35 米，新占用岸线长度 682 米，设计年通过能力 1750 万吨，其中卸船 1000 万吨、装船 750 万吨。项目预计总投资 17.12 亿元，截至 2016 年 9 月底已完成投资 2.48 亿元，初步设计方案已通过交通部审查、水工部分主体施工招标文件已挂网公示、煤场地基处理已开工，预计于 2017 年 11 月竣工。

句容二期建设 2 台 1000MW 级超超临界二次再热燃煤机组，该项目已于 2015 年 7 月取得核准，2015 年 12 月开工，项目预计总投资 65.64 亿元，截至 2016 年 9 月底已完成投资 14.65 亿元，项目现场五通一平已完成，桩基施工基本完成，预计于 2018 年 3 月投产。

华电如皋热电工程建设 3 台 220t/h 煤粉锅炉，1 台 25MW 抽背机组，1 套 13MW 背压机组，同期建设配套码头等公用设施，该项目已取得核准，目前已通过了集团施工准备决策、

初设原则和主机规范书审查，项目预计总投资12亿元，计划于2017年6月开工，2018年8月投产。

华电江苏金湖天然气分布式能源项目建设2台30MW航改机燃机，项目已于2016年4月取得核准，目前正在开展勘察设计单位的招标工作以及相应的施工准备工作，项目预计总投资5.4亿元，计划2017年4月开工，预计2018年初投产。

总体看，公司主要建设项目集中在发电项目，项目投产后，公司装机规模将进一步扩大，经营与收入规模将进一步提升，公司整体竞争力有望得到增强。

九、财务分析

公司提供的2015年审计报告经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2016年三季度财务报表未经审计。

公司2015年新纳入合并范围的主体共8家，包括江苏华电句容发电有限公司、江苏华电句容储运有限公司、江苏华电如皋热电有限公司、华瑞（江苏）燃机服务有限公司、无锡华电华惠新能源有限公司、江苏华电赣榆新能源有限公司、江苏华电东海新能源有限公司和江苏华电通州湾能源有限公司。合并范围变化对公司财务数据可比性影响较小。

截至2015年底，公司资产总额234.52亿元，所有者权益合计55.61亿元（含少数股东权益28.84亿元）；2015年，公司实现营业收入170.26亿元，利润总额24.35亿元。

截至2016年9月底，公司资产总额258.43亿元，所有者权益合计65.38亿元（含少数股东权益33.10亿元）；2016年1~9月，公司实现营业收入114.59亿元，利润总额14.88亿元。

1. 盈利能力

受煤炭贸易收入规模下降影响，2015年，公司实现营业收入170.26亿元，同比下降2.89%；同期，公司营业成本为141.90亿元，同比下降4.47%。受非电热产品盈利能力提升影响，公司整体盈利能力有所提升，2015年公司营业利润率为16.26%，较上年提升1.29个百分点。

期间费用方面，2015年，公司期间费用合计7.86亿元，同比下降19.50%；公司期间费用主要为财务费用，2015年为7.43亿元，同比下降20.94%，主要系公司降低货币资金余额、调整融资结构等方式致所致。

非经常性损益方面，2015年，公司实现投资收益2.15亿元，同比增长23.54%，主要为权益法核算的长期股权投资收益。2015年，公司投资收益中权益法核算的长期股权投资收益占90.06%，持有可供出售金融资产期间取得的投资收益占9.83%。同期，公司营业外收入为2.71亿元，较2014年增长44.37%，主要为无形资产处置利得。

2015年，公司实现利润总额24.35亿元，同比增长22.46%。

从盈利指标看，2015年，受权益及债务规模增长影响，公司总资本收益率和净资产收益率均较上年小幅下降，分别为12.41%和33.55%。

2016年1~9月，公司实现营业收入114.59亿元，占2015年全年收入的67.30%，利润总额为14.88亿元；公司营业利润率有所下降，为15.71%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模有所下降，盈利能力较为稳定，整体盈利能力处于行业较好水平。

2. 现金流及保障

经营活动现金流方面，受煤炭销售收入下降影响，2015年公司经营活动现金流入量较上年下降21.23%，为212.17亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；同期，公司经营活动现金流出量大幅下降，为167.14亿元，同比下降27.88%。2015年，公司经营活动现金流量

净额为45.04亿元，同比增长19.74%。收现质量方面，2015年公司现金收入比为119.54%，较上年下降28.66个百分点，收现质量良好。

投资活动现金流方面，2015年，受取得投资收益收到的现金和收到其他与投资活动有关的现金增长影响，公司投资活动现金流入量大幅增长，为3.14亿元；同期，公司购建固定资产、无形资产等支付的现金大幅增长，为28.75亿元，同比增长58.62%。公司投资活动现金流量净额为-26.84亿元。

筹资活动现金流方面，2015年，随着建设支出的增长，公司筹资规模大幅增长，取得借款收到的现金为191.81亿元，同比增长70.55%；同期，公司筹资活动现金流出主要用于偿还债务，偿还债务支付的现金为194.12亿元，同比增长70.89%。公司筹资活动现金流量净额为-18.01亿元。

2016年1~9月，公司经营活动现金流量净额为26.29亿元，投资活动现金流量净额为-30.01亿元；筹资活动现金流量净额为0.13亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营获现能力较强，收现质量良好；项目建设支出和筹资规模均大幅上升。

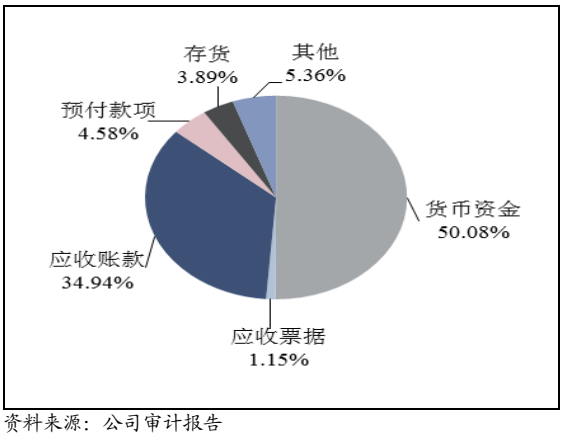
3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额为 234.52 亿元，同比增长 7.53%，增长主要来自固定资产和在建工程，其中流动资产占 9.80%，非流动资产占 90.20%。公司资产以固定资产为主，符合电力企业特点。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 22.98 亿元，同比下降 16.11%，主要系应收账款规模下降所致，其中货币资金占 50.08%、应收账款占 34.94%。

图 4　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金为 11.51 亿元，同比增长 1.75%，主要为银行存款（占 98.19%），其他货币资金为 0.21 亿元（其中开立银行承兑汇票保证金 0.11 元），为受限货币资金。

截至 2015 年底，公司应收账款为 8.03 亿元，主要为应收地方电网公司的电费款。2015 年，公司应收电费逐步回款，应收账款账面余额较上年底下降 38.15%，账龄全部为 1 年以内。考虑到电网公司信用良好，公司应收账款未计提坏账准备，坏账风险较小。

表 9　截至 2015 年底应收账款前五名（单位：万元、%）

债务人名称	金额	占比
江苏省电力公司	64992.34	80.94
无锡新联热力有限公司	1726.39	2.15
外供汽暂估户	1610.01	2.01
安徽省华江海运有限公司	1242.98	1.55
山东厦鸿经贸有限公司	1179.56	1.47
合计	**70751.29**	**88.12**

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司预付款项为 1.05 亿元，同比增长 80.79%，主要为预付天然气燃料款，2015 年主要受燃机利用效率提高影响，天然气采购总量大幅增长。截至 2015 年底，预付账款账龄 1 年以内的占比为 99.99%。

截至 2015 年底，公司其他应收款为 0.19 亿元，同比下降 66.49%，主要为金湖项目前期费、南京联勤部镇江副食品生产基地保证金和

南通市财政局土地保证金。全部为按组合计提坏账准备的其他应收款，账龄 1 年以内（含 1 年）的占 96.38%，公司对账龄在 5 年以上的其他应收款 40.00 万元（占 2.03%）全部计提坏账。

截至 2015 年底，公司存货为 0.89 亿元，同比下降 35.29%，主要系煤价大幅下降所致。公司主营火力发电业务，根据核定的上网小时数采购煤炭进行发电，原材料周转速度较快，公司一般预留 7~10 天的煤炭原料。

截至 2015 年底，公司其他流动资产合计 1.05 亿元，同比大幅增长，其中保证金 0.28 亿元，待抵扣增值税 0.77 亿元。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 211.54 亿元，同比增长 10.93%，主要来自固定资产和在建工程，其中长期股权投资占 3.45%，固定资产占 77.83%，在建工程占 10.75%，无形资产占 5.85%。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 7.29 亿元，同比增长 7.64%，全部为对联营企业的投资，核算方法均为权益法，其中对江阴苏龙热电有限公司（持股比例 25.00%）的投资期末余额为 6.04 亿元。公司长期股权投资主要集中在电力行业，主营业务相关性程度较高，受行业周期性波动影响较大。

截至 2015 年底，公司固定资产为 164.64 亿元，同比增长 5.69%，主要由机器设备（占 79.61%）和房屋及建筑物（占 20.06%）构成。

截至 2015 年底，公司在建工程为 22.75 亿元，同比增长 105.65%，主要为江苏华电句容发电有限公司二期 2*1000MW 工程、苏州太仓港六期围滩吹填工程项目和江苏华电通州燃机热电联产项目等基建工程。

截至 2015 年底，公司无形资产为 12.37 亿元，较上年变化不大，同比下降 1.30%，其中土地使用权占 47.00%，其他占 52.51%，为购买小容量所形成的无形资产。

截至 2016 年 9 月底，公司资产合计 258.43 亿元，其中流动资产 20.53 亿元（占 7.95%），非流动资产 237.89 亿元（占 92.05%）。非流动资产中在建工程规模增长较快，截至 2016 年 9 月底为 53.29 亿元。公司资产结构较上年底变化不大。

总体看，跟踪期内，随着基建项目的持续投入，公司资产规模有所增长，流动资产中货币资金和应收账款占比大，非流动资产主要为固定资产和在建工程，符合电力企业特点。公司现金类资产充裕，资产结构稳定，整体资产质量良好。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 55.61 亿元（含少数股东权益 28.84 亿元），同比增长 22.75%，增长主要来自未分配利润，其中实收资本为 20.43 亿元，盈余公积为 2.65 亿元，未分配利润为 3.69 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计 65.38 亿元（含少数股东权益 33.10 亿元），增长主要来自未分配利润和少数股东权益，所有者权益结构较上年底变化不大。

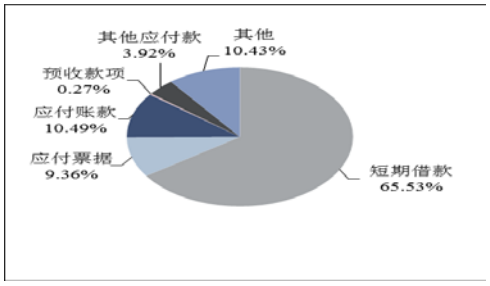
总体看，跟踪期内，公司所有者权益规模快速增长，权益稳定性一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 178.91 亿元，同比增长 3.54%，其中流动负债占 55.44%，非流动负债占 44.56%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 99.18 亿元，同比增长 13.03%，主要是短期借款和应付票据大幅增长所致。公司流动负债主要为短期借款（占 65.53%）、应付账款（占 10.49%）和应付票据（占 9.36%）。

图 5　截至 2015 年底流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司短期借款为 64.99 亿元，同比增长 12.85%，主要系为了补充在建工程所需的配套流动资金及增加货币资金储备，公司信用借款增加所致。

截至 2015 年底，公司应付票据为 9.28 亿元，同比增长 62.93%，主要系公司银行承兑汇票结算的交易金额增加所致。

截至 2015 年底，公司应付账款为 10.41 亿元，同比下降 27.57%，主要为尚未结算的工程款以及设备款。账龄方面，公司 1 年以内的应付账款 9.87 亿元，占 94.81%。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 3.88 亿元，同比下降 22.92%，主要系部分质保金到期所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 79.73 亿元，同比下降 6.25%，主要系长期借款和长期应付款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 39.25%）、应付债券（占 17.51%）和长期应付款（占 41.74%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款为 31.29 亿元，同比下降 32.00%，主要因为公司置换部分长期借款，同时部分长期借款转入一年内到期的非流动负债科目。公司长期借款中，质押借款占 69.70%，保证借款占 30.30%。质押借款 14.84 亿元主要来自国家开发银行，质押物主要为电费、热费收益权，保证借款 10.00 亿元来自光大永明资产管理股份有限公司，担保人为华电集团。

截至 2015 年底，公司应付债券为 13.96 亿元，全部为短期融资券，计入短期债务。

表 10 公司应付债券明细（单位：亿元）

债券名称	面值	计提利息	期末余额
15 华电江苏 CP001	4.00	0.07	3.99
15 华电江苏 CP002	5.00	0.06	4.99
15 华电江苏 CP003	5.00	0.06	4.99
合计	**14.00**	**0.18**	**13.96**

资料来源：公司提供

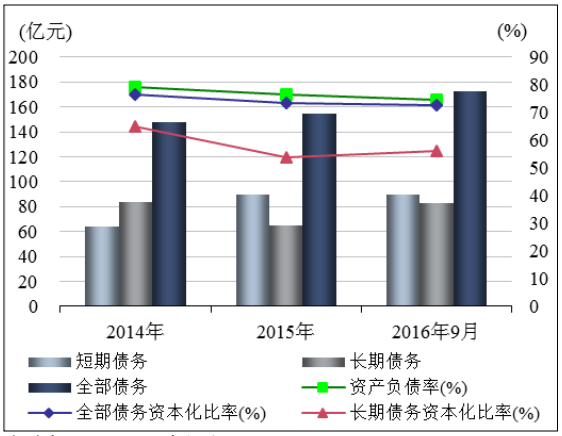
截至 2015 年底，公司长期应付款为 33.28 亿元，同比下降 12.11%，全部为应付融资租赁款，计入长期债务。

有息债务方面，截至 2015 年底，公司全部债务为 154.61 亿元，同比增长 4.41%，其中长期债务占 41.76%，短期债务占 58.24%，短期债务占比大幅增长。

从债务指标看，受所有者权益规模大幅增长影响，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率均较上年底有所下降，截至 2015 年底分别为 53.73%和 73.55%；截至 2015 年底，公司资产负债率为 76.29%，同比下降 2.94 个百分点。总体看，公司债务负担有所下降，但整体债务水平仍较重。

截至 2016 年 9 月底，公司负债合计 193.04 亿元，其中流动负债占 38.80%，非流动负债占 61.20%，非流动资产占比增加，主要系长期借款和应付债券大幅增加所致。预收款项为 1.08 亿元，主要为望亭分公司预付望亭电厂煤款。同期，公司全部债务为 172.72 亿元，较上年底增加 42.35%，其中短期债务占 51.95%，长期债务占 48.05%，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 55.93%、72.54%和 74.70%。

图 6 公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

总体看，跟踪期内，公司负债有所增长，有息债务占比较大；公司债务负担有所上升，且处于较高水平。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，受流动负债上升影

响，公司流动比率和速动比率均较上年底有所下降，截至2015年底分别为23.17%和22.27%，截至2016年9月底，分别为27.41%和25.37%，2015年公司经营现金流动负债比为45.41%。总体看，公司短期偿债能力指标很弱，考虑到公司电费收入现金流入较为稳定，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2015年，公司EBITDA同比增长4.77%，为43.73亿元。公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA均较上年有所提升，2015年分别为5.55倍和3.54倍。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至2016年9月底，公司获得商业银行授信总额441亿元，未使用额度为378亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至2016年9月底，公司无对外担保。

截至2016年9月底，公司存续期内的短期融资券有额度为4亿元的“16华电江苏CP001”，同时考虑到公司于2016年10月发行的8亿元的“16华电江苏CP002”，以2017年单年所需偿还额12亿元进行测算，截至2015年底，公司现金类资产为11.77亿元，截至2016年9月底，公司现金类资产为8.10亿元，对存续期内短期融资券的保障倍数分别为0.98倍和0.68倍；2015年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为212.17亿元和45.04亿元，对存续期内短期融资券的保障倍数分别为17.68倍和3.75倍。总体看，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对存续期内短期融资券的保障能力强。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1032118300081570T），截至2017年2月14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。

6. 抗风险能力

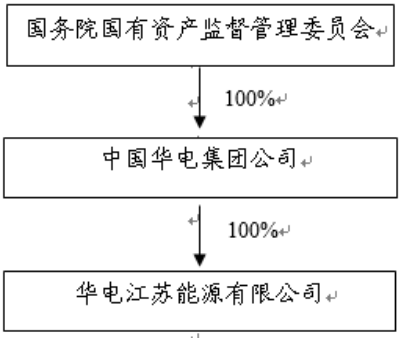
作为华电集团在江苏省内的核心子公司，公司发电机组装机规模大，稳定性与可靠性强，机组运行效率高；公司供热业务稳定发展，对供电业务形成良好补充。未来，随着公司在建项目的完工投产，公司装机规模将进一步增加，收入与利润水平有望获得提升，公司整体竞争力将得以加强。

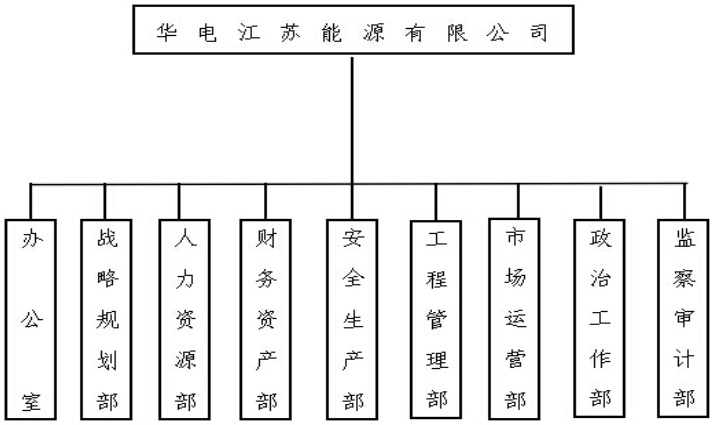
总体看，公司整体抗风险能力极强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持华电江苏能源有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16华电江苏CP001”和“16华电江苏CP002”的信用等级为A-1。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	6.88	11.68	11.77	8.10
资产总额(亿元)	218.19	218.10	234.52	258.43
所有者权益(亿元)	35.23	45.30	55.61	65.38
短期债务(亿元)	25.48	64.19	90.04	89.73
长期债务(亿元)	129.30	83.88	64.57	82.99
全部债务(亿元)	154.78	148.07	154.61	172.72
营业收入(亿元)	140.99	175.32	170.26	114.59
利润总额(亿元)	17.23	19.88	24.35	14.88
EBITDA(亿元)	32.73	41.74	43.73	--
经营性净现金流(亿元)	44.39	37.61	45.04	26.29
财务指标				
销售债权周转次数(次)	15.10	12.22	15.73	--
存货周转次数(次)	59.79	72.43	124.65	--
总资产周转次数(次)	0.61	0.80	0.75	--
现金收入比(%)	108.77	148.20	119.54	119.17
营业利润率(%)	13.48	14.97	16.26	15.71
总资本收益率(%)	10.29	12.96	12.41	--
净资产收益率(%)	38.44	34.93	33.55	--
长期债务资本化比率(%)	78.59	64.93	53.73	55.93
全部债务资本化比率(%)	81.46	76.57	73.55	72.54
资产负债率(%)	83.86	79.23	76.29	74.70
流动比率(%)	53.17	31.22	23.17	27.41
速动比率(%)	48.00	29.65	22.27	25.37
经营现金流动负债比(%)	84.39	42.87	45.41	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.79	4.46	5.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.73	3.55	3.54	--

注：2016 年前三季度财务数据未经审计

附件 3　主要财务指标的计算公式

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+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（非流动）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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信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。详见下表：

信用等级设置	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