



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪271号

华润电力投资有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“华润电力投资有限公司公开发行2016年公司债券（第一期、第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年六月八日

华润电力投资有限公司 公开发行 2016 年公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	华润电力投资有限公司		
发行规模	人民币 50 亿元		
债券代码	136401.SH		
债券简称	16 华润 01		
存续期限	2016/6/13~2023/6/13		
上次评级时间	2017/6/23		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

发行主体	华润电力投资有限公司		
发行规模	人民币 30 亿元		
债券代码	136702.SH		
债券简称	16 华润 02		
存续期限	2016/9/19~2019/9/19		
上次评级时间	2017/6/23		
上次评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA	主体级别 AAA	评级展望 稳定

概况数据

华润电力	2015	2016	2017	2018.3
所有者权益 (亿元)	445.59	408.76	375.18	380.51
总资产 (亿元)	985.48	1,000.09	1,022.85	1,056.16
总债务 (亿元)	275.93	367.24	404.49	424.83
营业总收入 (亿元)	340.33	336.23	364.08	104.11
营业毛利率 (%)	36.04	28.54	16.72	12.73
EBITDA (亿元)	170.90	126.29	86.20	-
所有者权益收益率 (%)	21.41	12.97	5.96	5.37
资产负债率 (%)	54.78	59.13	63.32	63.97
总债务/EBITDA (X)	1.61	2.91	4.69	-
EBITDA 利息倍数 (X)	11.18	8.00	4.90	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2018 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

2017 年，全国用电增速同比提高，华润电力投资有限公司（以下简称“华润电力”或者“公司”）电力资产规模持续扩大，发售电量保持增长，受煤炭价格高位运行影响，整体盈利能力有所下降，但仍保持较高水平，同时，公司财务结构保持稳健，融资渠道通畅，流动性充足，偿债能力极强。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司电煤价格波动和往来款规模较大等因素对其整体信用状况的影响。

综上，中诚信证评维持华润电力投资有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“华润电力投资有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期、第二期）”信用等级为 AAA。

正面

- 发电资产规模优势明显，区域分布合理。截至 2018 年 3 月末，公司参控股装机容量达 2,528 万千瓦，其中高参数比率较高，发电资产规模优势明显；公司发电资产主要分布在经济较为发达的省市地区，区域布局合理，发电利用小时数处于行业较高水平。
- EBITDA 对债务本息的保障程度仍然较高。2017 年公司总债务/EBITDA 为 4.69 倍，EBITDA 利息倍数为 4.90 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力虽有所下降，仍处于较高水平。
- 融资渠道畅通，流动性极为充足。公司为中国华润有限公司下属电力公司，融资渠道多样。截至 2018 年 3 月末，公司共获得各家银行授信额度合计 829.27 亿元，尚未使用额度为 554.27 亿元，备用流动性极为充足。

关注

- 动力煤价格波动对公司盈利能力的影 响。目前公司电力资产主要是燃煤发电机组，燃煤采购成本高企对公司盈利影响较大，2017 年公司营业毛利率为 16.72%，同比下降 11.82 个百分点，实现净利润 22.37 亿元，同比下降 57.81%。

分析师

梁晓佩 xpliang@ccxr.com.cn

王璐 lwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月8日

- 关联方往来款规模较大。截至 2018 年 3 月末，公司其他应收款为 291.67 亿元，其他应付款为 184.73 亿元。公司实行统一的资金管理调配，近年来公司与其股东华润控股旗下的关联项目公司资金往来款规模较大，须对关联方资金往来风险予以关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

行业分析

2017年全国用电增速同比提高，服务业用电量持续增长；全国发电装机结构进一步优化，新增非化石能源发电装机容量创历年新高，煤电装机增速放缓；发电量持续快速增长，弃风弃光问题明显改善，风电和光伏发电设备利用小时数同比提高

电力生产行业是关系国计民生的公用事业行业，其发展与宏观经济走势密切相关，全社会用电量增速一直被视作经济形势的晴雨表。2017年，全国全社会用电量6.3万亿千瓦时，全社会用电量同比增长6.6%，增速同比提高1.6个百分点，人均用电量4,538千瓦时，人均生活用电量625千瓦时。

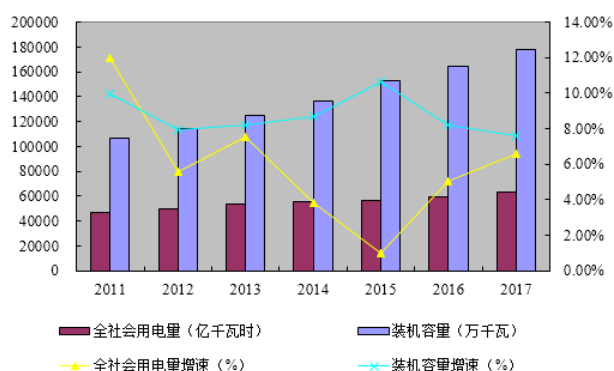
从电力消费结构来看，全国电力消费结构持续优化，2017年我国一、二、三产及城乡居民生活用电量占全社会用电量的比重分别为1.8%、70.4%、14.0%和13.8%¹；其中，与上年相比，第三产业和居民生活用电量比重继续分别同比提高0.5和0.2个百分点，受四大高耗能行业用电占比下拉的影响第二产业比重同比降低0.7个百分点。

细分来看，2017年，我国第二产业及其制造业用电同比分别增长5.5%和5.8%，增速为2014年以来的最高水平。其中，国家创新发展持续发力，战略性新兴产业、高技术产业、装备制造业等新兴产业快速发展，装备制造业和高技术产业用电量持续快速增长，具有代表性的通用及专用设备制造业、交通运输/电气/电子设备制造业、医药制造业用电量分别增长10.3%、10.3%和8.2%，增速均同比提高；传统产业中的四大高耗能行业用电增长4.0%，增速逐季回落。第三产业用电同比增长10.7%，继续保持较快的增长速度。其中，随着部分省份大数据综合试验区的逐步建成和投运，信息业用电量高速增长，当期同比增长14.6%；而交通运输/仓储和邮政业用电量同比增长13.3%，主要为电动汽车在城市公共交通领域快速推广、电气化铁路运输快速增长以及电商零售业等新业态的高速增长等因素所致。随着电能替代在居民生活领域加快推进，城

乡居民生活用电继续保持快速提升，当期增长7.8%。

虽然近年来我国用电需求增速有所放缓，但发电设备装机容量仍保持较快增速，发电装机结构清洁化趋势明显。截至2017年末，全国全口径发电装机容量17.8亿千瓦、同比增长7.6%；其中，非化石能源发电装机容量6.9亿千瓦，占总发电装机容量的比重为38.7%，同比提高2.1个百分点。全国新增发电装机容量13,372万千瓦，其中，新增非化石能源发电装机8,988万千瓦，均创历年新高；同时，新增并网风电和光伏呈现出向东、中部地区转移趋势。具体来看，全年新增水电装机1,287万千瓦；新增并网风电装机1,952万千瓦，其中，东、中部地区占58.9%，同比提高8.8个百分点；新增并网太阳能发电装机5,338万千瓦，同比增加2,167万千瓦，82.4%的新增装机集中在东、中部地区，同比提高19.6个百分点。新增煤电装机3,855万千瓦，同比减少142万千瓦。根据国家发展改革委、国家能源局发布的《电力发展“十三五”规划（2016~2020年）》，我国将加快煤电转型升级，积极发展非化石能源消费，按照非化石能源消费比重达到15%的要求，“十三五”期间力争淘汰火电落后产能2,000万千瓦以上，取消和推迟煤电建设项目1.5亿千瓦以上，到2020年全国煤电装机规模将力争控制在11亿千瓦以内，占比降至约55%；非化石能源发电装机将达到7.7亿千瓦左右，占比约39%。未来非化石能源装机占比将持续提升。

图1：2011年以来我国电力消费与发电装机增长情况



资料来源：中国电力企业联合会，中诚信证评整理

从发电量来看，2017年全国全口径发电量6.42万亿千瓦时，同比增长6.5%；其中，非化石能源发

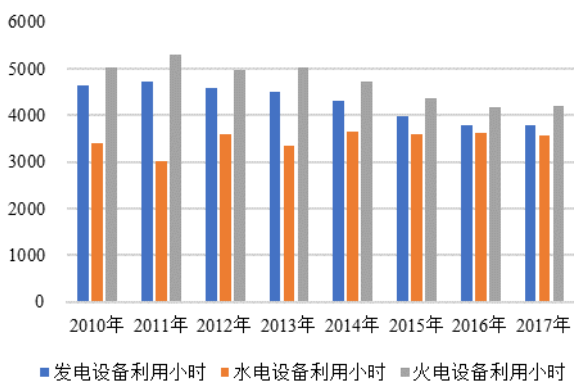
¹ 数据参考中国电力企业联合会发布的《2017年全国电力工业统计快报一览表》。

电量同比增长 10.0%，占总发电量比重为 30.4%，同比提高 1.0 个百分点。全口径并网太阳能发电、并网风电、核电发电量分别增长 75.4%、26.3% 和 16.5%；全口径水电发电量增长 1.7%，增速同比回落 3.9 个百分点。全口径火电发电量同比增长 5.2%，增速同比提高 2.9 个百分点；其中，煤电发电量同比增长 4.8%，增速同比提高 3.6 个百分点，煤电发电量占总发电量比重为 64.5%，同比降低 1.0 个百分点。

从电设备利用小时数看，2017 年全国发电设备利用小时 3,786 小时，与上年大体持平。其中，受上年高基数等因素影响，水电设备利用小时 3,579 小时，同比降低 40 小时。受电力消费较快增长、水电发电量低速增长等多因素综合影响，全国火电设备利用小时 4,209 小时，同比提高 23 小时，其中煤电设备利用小时 4,278 小时，同比略有提高。核电设备利用小时 7,108 小时，同比提高 48 小时。2017 年弃风、弃光问题明显改善，全国并网风电、太阳能发电设备利用小时分别为 1,948 小时和 1,204 小时，同比分别提高 203 小时和 74 小时，其中，西北区域风电、太阳能发电设备利用小时分别提高 380 小时和 146 小时。

图 2：2010-2017 年全国 6,000 千瓦及以上电力设备利用小时数

单位：小时



资料来源：中电联，中诚信证评整理

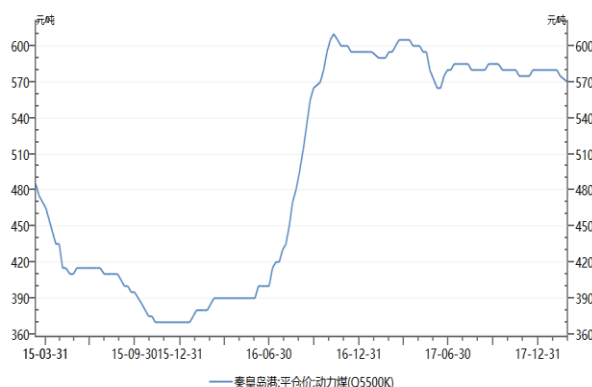
总体来看，由于当前国内经济增速放缓，国内电力供需形势显现为整体宽松，部分地区过剩，短期内全社会用电量还将继续维持低速增长态势；以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国

电源结构中的主导地位，但在国家节能减排战略的推进下，未来非化石能源占比将持续提升，火电企业将持续承压，其设备利用小时数也将保持较低水平；随着国家一系列促进新能源消纳政策发挥效力，弃风、弃光现象得到一定缓解，风电及太阳能发电利用效率有所提升。

2017 年全年煤炭价格相对高位运行，我国火电企业盈利呈现不同程度的下降；2017 年光伏电价及补贴双降以及电力市场改革对煤电企业盈利能力的影响值得关注

煤炭为火电行业的主要原料，占火电企业生产成本 50% 左右，价格变动对火电行业成本影响较大。从煤炭价格走势来看，2016 年以来，在煤炭行业去产能以及下游市场需求企稳的背景下，煤炭价格出现反弹并快速回升。截至 2016 年 12 月末，秦皇岛动力煤 5,500 大卡平仓价达到 595 元/吨，比年初上涨 225 元/吨，涨幅为 60.81%。2017 年全年煤炭价格高企，截至 2017 年末，秦皇岛动力煤 5,500 大卡平仓价为 580 元/吨，同比仅下降 2.86%，仍然处于相对高位。此外，近年来随着我国火电技术水平提升，高参数、大容量、高效机组比例不断提高，供电煤耗持续下降。2017 年，全国 6,000 千瓦及以上火电机组供电标准煤耗由 2016 年的 312 克/千瓦时下降至 309 克/千瓦时。

图 3：2015 年 1 月~2017 年 12 月秦皇岛动力煤 Q5,500 平仓价走势图



数据来源：Wind 数据，中诚信证评整理

2013 年以来，国家连续四次下调燃煤发电上网电价，每次下调幅度大约在每千瓦时 3 分以内。2016 年末，国家发改委按照煤价变化周期测算电价调整水平不足以启动联动机制，经报批后，决定 2017

年1月1日暂不启动联动机制。2017年全年煤价高企，全国火电企业呈现不同程度亏损，国家发改委下发《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》，该通知规定自2017年7月1日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项基金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准降低25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价，缓解燃煤发电企业经营困难。

光伏电价方面，国家发展改革委《关于发挥价格杠杆作用促进光伏产业健康发展的通知》（发改价格[2013]1638号）明确全国分三类资源区实行不同的光伏标杆上网电价政策。2016年，国家发改委下发了《关于调整光伏发电陆上风电标杆上网电价的通知》（发改价格[2016]2729号），自2017年1月1日起，一类至三类资源区新建光伏电站的标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.6元、0.75元、0.85元，分别比2016年每千瓦时下调0.15元、0.13元、0.13元，并将根据成本变化情况每年调整一次。2017年12月19日，国家发改委发布《关于2018年光伏发电项目价格政策的通知》（发改价格规[2017]2196号），文中提出，降低2018年1月1日之后投运的光伏电站标杆上网电价，I类、II类、III类资源区标杆上网电价分别调整为每千瓦时0.55元、0.65元、0.75元（含税）。并自2019年起，纳入财政补贴年度规模管理的光伏发电项目全部按投运时间执行对应的标杆电价。2018年1月1日以后投运的、采用“自发自用、余量上网”模式的分布式光伏发电项目，全电量度电补贴标准降低0.05元，即补贴标准调整为每千瓦时0.37元（含税）。

总体来看，2017年全国用电需求增速回升，清洁能源装机占比进一步提高；弃风弃电问题有所改善，风电及光伏发电设备利用小时数同比提高。2017年全年煤价高企压缩了煤电企业的利润空间，同时，电力市场改革对电力企业盈利的影响值得关注。

业务运营

作为一家投资、建设、经营和管理在中国境内的主要大型发电企业及相关资产的投资性公司，华

润电力业务主要涉及火电和水电生产及销售、热力生产及销售、煤炭购销业务。目前，华润电力业务分布在河北、河南、江苏和广东等十几个省、自治区、直辖市。

受电价调整以及上网电量增加等多重因素影响，2017年公司营业总收入364.08亿元，同比上升8.28%。从2017年收入构成来看，其中电力业务收入288.54亿元，占比79.25%；热力业务收入22.34亿元，占比6.14%；煤炭业务收入38.27亿元，占比10.51%；综合能源服务业务收入1.31亿元，占比0.36%；其他业务收入13.62亿元，占比3.74%。2018年1~3月，公司营业总收入104.11亿元。

2017年随着用电需求的增长，公司发电机组设备利用小时数和发电量随之增加；受煤炭价格相对高位运行影响，公司煤电业务盈利空间受到一定程度的挤压

近年来华润电力通过新建和母公司资产注入等方式，实现了电力装机规模的快速增长。截至2018年3月末，公司参控股装机容量增长至2,528万千瓦，同比增长3.82%，权益装机容量增长至1,908.92万千瓦，同比增长3.08%。

表 1：截至 2018 年 3 月末公司参控股在运营发电机组情况

机组类型	序号	电厂名称	装机容量 (万千瓦)	公司权益	权益装机容量 (万千瓦)	是否热电联产	是否属报表合并范围	地区
≥60 万千瓦火电机组	1	湖北电力二期	200	100.00%	200	否	是	湖北
	2	常熟电力	195	100.00%	195	否	是	江苏
	3	阜阳电力	128	55.00%	70.4	否	是	安徽
	4	首阳山电力	120	85.00%	102	否	是	河南
	5	湖南电力	130	100.00%	130	否	是	湖南
	6	南热电力	120	30.00%	36	是	否	江苏
	7	登封二期	120	75.00%	90	否	是	河南
	8	海丰	200	100.00%	200	否	是	广东
	9	菏泽	120	70%	84	否	是	山东
≥30 万千瓦火电机组	10	宜昌	70	100.00%	70	是	是	湖北
	11	徐州电力	128	35.00%	44.8	否	否	江苏
	12	鲤鱼江电力	63	60.00%	37.8	否	是	湖南
	13	登封电力	64	75.00%	48	是	是	河南
	14	湖北电力一期	60	100.00%	60	否	是	湖北
	15	衡丰电力	60	25.00%	15	是	否	河北
	16	恒兴电力	60	25.00%	15	是	否	河北
	17	古城电力	60	100.00%	60	否	是	河南
	18	沧州热电	66	95.00%	62.7	是	是	河北
	19	曹妃甸热电	60	90.00%	54	是	是	河北
	20	广州热电	60	100.00%	60	是	是	广东
	21	温州特鲁莱	60	40.00%	24	否	否	浙江
	22	化工园热电二期	60	25.00%	15	是	否	江苏
	23	唐山丰润	70	60.00%	42	是	是	河北
	24	渤海新区	70	100.00%	70	是	是	河北
25	盘锦	70	100.00%	70	是	是	东北	
≤20 万千瓦火电机组	26	宜兴热电	12	55.00%	6.6	是	是	江苏
	27	洛阳热电	10	51.00%	5.1	是	是	河南
	28	沈阳热电	60	54.12%	32.47	是	是	辽宁
	29	化工园热电	11	25.00%	2.75	是	否	江苏
清洁能源	30	红河水电	21	30%	6.3	否	否	云南
合计（纳入合并报表范围内电厂）			2,008	87.15%	1,750.07			
合计（合并报表范围外电厂）			520	30.55%	158.85			
总计			2,528	75.51%	1,908.92	-		-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受益于用电需求的增长，2017 年公司发电机组设备利用小时数、发电量和上网电量均有所增长。公司 2017 年发电机组设备利用小时数为 4,954.00 小时，同比上升 79.00 小时；当年公司分别实现发电量和上网电量 985.31 亿千瓦时和 927.13 亿千瓦时，同比分别增长 1.61% 和 1.64%。2018 年 1~3 月，

公司分别实现发电量和上网电量 251.43 亿千瓦时和 236.44 亿千瓦时，发电机组设备利用小时数为 1,254 小时。

供电煤耗方面，公司注重节能减排，通过提高管理运行水平、关停小机组以及投运大机组等有效措施，使公司供电标准煤耗呈逐年下降态势。2017

年以及 2018 年 1~3 月，公司供电标准煤耗分别为 302.25 克/千瓦时和 289.25 克/千瓦时，2017 年同比减少 1.29%，目前供电标准煤耗处于行业领先水平。

表 2：2015~2018.3 公司控股电厂运营情况

指标	2015	2016	2017	2018.3
发电量（亿千瓦时）	869.40	969.66	985.31	251.43
上网电量（亿千瓦时）	816.60	912.18	927.13	236.44
含税平均上网电价（元/千瓦时）	0.4275	0.3828	0.3887	0.3899
平均供电煤耗（克/千瓦时）	311.10	306.21	302.25	289.25
设备利用小时数（小时）	4,742.80	4,875.00	4,954.00	1,254.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

电价方面，2017 年 6 月，国家发改委发布《关于取消、降低部分政府性基金及附加合理调整电价结构的通知》（发改价格[2017]1152 号），自 2017 年 7 月 1 日起，取消向发电企业征收的工业企业结构调整专项资金，将国家重大水利工程建设基金和大中型水库移民后期扶持基金征收标准各降低 25%，腾出的电价空间用于提高燃煤电厂标杆上网电价，缓解燃煤发电企业经营困难。该通知实质上提高了火电上网电价，有利于提高企业盈利能力。得益于此，2017 年以及 2018 年 1~3 月，公司含税平均上网电价分别为 0.3887 元/千瓦时和 0.3899 元/千瓦时，其中 2017 年同比增加 1.54%。

煤炭成本方面，2016 年下半年以来，在煤炭行业去产能以及下游市场需求企稳的背景下，煤炭价格出现快速回升趋势。2017 年以及 2018 年 1~3 月，公司的电煤平均采购价格分别为 680.95 元/吨和 748.96 元/吨。煤炭采购价格的上涨导致单位售电燃料成本逐年上涨，2017 年以及 2018 年 1~3 月分别为 0.2130 元/千瓦时和 0.2222 元/千瓦时

表 3：2015~2018.3 公司全口径下电煤采购情况

指标	2015	2016	2017	2018.3
电煤采购量（万吨）	3,739	4,016	4,006	1,178
单位售电燃料成本（元/千瓦时）	0.1394	0.1550	0.2130	0.2222
标煤单价（元/吨）	457.62	505.09	680.95	748.96

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

供热方面，公司控股沧州热电、曹妃甸热电、广州热电等多家电厂为热电联产电厂。工业用热是热电厂的主要热力销售对象。2017 年以及 2018 年 1~3 月，公司热力销售分别实现收入 22.34 亿元和

11.40 亿元，2017 年同比上升 25.36%，公司热力业务收入上升较快主要系近年热力管网各地逐步扩展所致。2017 年公司供热区域内用热需求的增加使得当年售热量为 4,393 万吉焦，同比增长 19.80%。2018 年 1~3 月公司全口径售热量为 2,562 万吉焦。

表 4：2015~2018.3 公司全口径下供热情况

指标	2015	2016	2017	2018.3
全口径售热量（万吉焦）	5,858	3,667	4,393	2,562

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，得益于公司机组利用小时数上升，公司发电量有所增加，且下游用热需求的增加使得公司供热量有所增长。但煤炭采购成本上涨一定程度挤压公司盈利空间，中诚信证评将继续关注煤炭价格走势以及电价调整对公司盈利能力的影响。

2017 年公司煤炭主要销售于控股股东旗下其他子公司，受益于下游客户需求及煤价相对高位运行，公司当年煤炭收入有所上升

为发挥燃料采购规模优势，控制燃料成本，公司建立总部、区域、项目公司三级燃料采购管控模式，对华润控股旗下的项目公司所需电煤进行统一协调、采购、调运和分配，有效降低了采购成本。除满足自身发电生产运营外，公司将部分从外采购的煤炭出售给华润控股其他子公司。

公司主要的煤炭采购对象为神华销售集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司、山西潞安环保能源开发股份有限公司、内蒙古伊泰集团有限公司和中国中煤能源股份有限公司等，燃煤采购基本按照合同采取货到付款的结算方式。

煤炭购销方面，公司煤炭购销业务运营主体为孙公司华润电力（江苏）有限公司（以下简称“华润江苏”）。华润江苏下游主要为华润控股其他子公司，煤炭结算方式主要为电汇及银行承兑汇票。近年煤炭行业价格与需求都企稳回升，2017 年公司煤炭板块销售煤炭 1,214 万吨，同比上升 2.36%，实现营业收入 38.27 亿元，同比上升 33.86%。2018 年 1~3 月公司销售煤炭 278 万吨，实现营业收入 14.10 亿元。

表 5：2015~2018.3 公司煤炭销售情况

指标	2015	2016	2017	2018.3
煤炭销售量（万吨）	1,057	1,186	1,214	278
营业收入（亿元）	21.99	28.59	38.27	14.10

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司煤炭采购的集中管理有助于公司控制煤炭采购成本。2016 年下半年以来煤炭价格大幅上升，一方面对公司单位售电燃料成本造成较大影响，另一方面提升了公司的煤炭销售收入规模。未来煤炭价格变动对公司电力及煤炭销售业务的影响值得关注。

财务分析

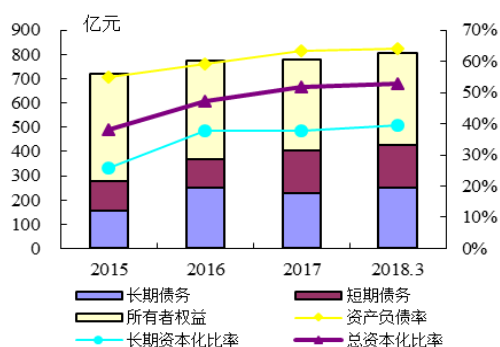
以下财务分析基于公司提供的经普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015~2017年审计报告和未经审计的2018年一季度财务报表，其中2015、2016年采用2016、2017年年初重述数。如无特别说明，以下数据均为合并口径。

资本结构

2017年公司采用多种融资手段加大对旗下电站项目的投资规模，总资产与总负债均逐步上升。截至2017年末，公司资产规模1,022.85亿元，同比上升2.28%，负债规模647.67亿元，同比上升9.53%。净资产方面，受利润分配影响，公司所有者权益规模有所下降，截至2017年末为375.18亿元，同比下降8.22%。截至2018年3月末，公司总资产为1,056.16亿元，总负债为675.64亿元，所有者权益为380.51亿元，公司资产及负债规模进一步上升。

从财务杠杆指标上来看，受业务扩张以及利润分配等因素影响，公司财务杠杆水平有所上升，截至2017年末公司资产负债率63.32%，较上年上升4.19个百分点；同期末，总资本化比率为51.88%，较上年末上升4.55个百分点，财务杠杆水平有所上升。截至2018年3月末，公司资产负债率为63.97%，总资本化比率为52.75%。

图 4：2015~2018.3 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

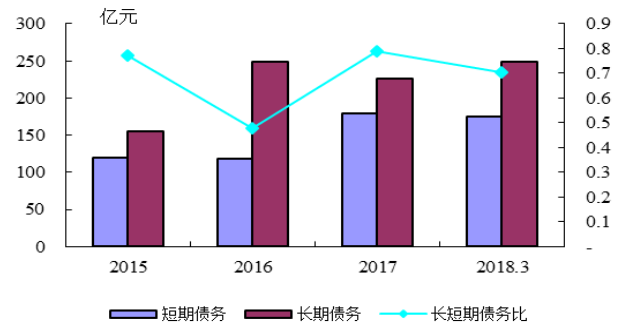
资产结构方面，截至 2017 年末，公司流动资产与非流动资产占总资产比例为 41.22% 和 58.78%。流动资产方面，货币资金、应收账款以及其他应收款系其重要组成部分，分别占流动资产比重为 5.23%、8.73% 与 74.47%。具体来看，截至 2017 年末，公司货币资金为 22.07 亿元，其中受限资金为 0.52 亿元，占比为 2.33%；公司应收账款 36.80 亿元，主要为应收电费款，账龄均在一年内，应收对象基本为电网公司，其回收风险基本可控；同期末，其他应收款主要为关联方的债权债务往来，公司自 2009 年 12 月起开始逐步实现资金统一管理调配，资金中心将归集资金发放给公司股东华润控股的关联项目公司，近三年其他应收款年均复合增长率为 3.63%，2017 年末其他应收款 313.95 亿元，账龄在 1 年以上的其他应收款主要为应收关联方款项，管理层认为该部分应收关联方款项可回收性风险较小，因此未对其计提坏账准备。关联方对公司资金占用较高，对关联方资金往来风险应予以关注。非流动资产方面，鉴于公司重资产的行业特性，固定资产和在建工程是非流动资产的主要组成部分，截至 2017 年末，公司固定资产和在建工程分别为 391.53 亿元和 104.30 亿元，占非流动资产比重分别为 65.12% 和 17.35%，其中固定资产主要为发电设备，在建工程主要系曹妃甸二期项目、锡林郭勒五间房项目等。截至 2017 年末，公司长期应收款为 33.05 亿元，主要为应收合并范围外关联公司的委托贷款。截至 2018 年 3 月末，公司流动资产和非流动资产分别占资产总额的 41.31% 和 58.69%。

负债结构方面，截至 2017 年末，公司流动负债与非流动负债占总负债比例为 63.18% 和 36.82%。

具体来看，公司流动负债主要包括短期债务、应付账款和其他应付款，分别占流动负债比例为43.65%、7.62%和43.89%。具体来看，截至2017年末，公司短期债务为178.60亿元，主要包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债等有息债务；公司应付账款为31.20亿元，主要为采购原材料款项；同期末，公司其他应付款179.62亿元，主要系集团内资金池暂存款和关联方往来款。截至2017年末，非流动负债主要系长期借款以及应付债券构成，分别占比43.21%和51.52%。长期借款期末余额103.04亿元，为一年期以上银行信用借款；应付债券期末余额122.85亿元，其中有102.85亿元公司债，以及60.00亿元中期票据。截至2018年3月末，流动负债和非流动负债分别占负债总额的61.28%和38.72%。

债务期限结构方面，近年来公司债务规模随其建设项目的资金需求呈现逐年增长态势，截至2017年末以及2018年3月末，公司总债务分别为404.49亿元和424.83亿元。同期末，长短期债务比分别为0.79倍和0.70倍，以长期债务为主的债务结构符合公司项目开发的长期资金需求。

图5：2015~2018.3公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，随着电力资产的扩大以及对外融资规模的增加，公司资产规模和负债规模持续上升。公司债务以长期债务为主，债务期限结构较为合理，虽然财务杠杆比率有所上升，但依然处于合理水平。

盈利能力

受电价调整以及上网电量增加等因素影响，2017年公司实现营业总收入364.08亿元，同比上升8.28%。2018年1~3月，公司营业总收入为104.11亿元。

表6：2015~2018.3公司分业务板块收入及毛利率情况

业务板块	2015		2016		2017		2018.3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
电力业务	292.77	37.86	282.50	29.71	288.54	15.08	75.56	14.22
煤炭业务	21.99	1.08	28.59	0.90	38.27	0.82	14.10	0.85
热力业务	13.89	26.36	17.82	25.80	22.34	19.96	11.40	6.92
综合能源服务业务	-	-	-	-	1.31	58.76	0.13	-20.21
其他业务	11.68	67.82	7.32	98.09	13.62	86.85	2.92	55.54
合计	340.33	36.04	336.23	28.54	364.08	16.72	104.11	12.73

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

毛利率方面，公司2017年营业毛利率为16.72%，同比下降11.82个百分点。细分来看，2016年下半年以来，在煤炭行业去产能以及下游市场需求企稳的背景下，煤炭价格出现快速回升趋势，使得收入贡献最高的电力业务毛利率下降14.63个百分点至15.08%。同时，热力板块和煤炭销售板块毛利率亦呈下降趋势，2017年公司热力板块和煤炭业务毛利率分别为19.96%和0.82%，同比分别下降5.84个百分点和0.08个百分点。2018年1~3月，

公司营业毛利率为12.73%。

期间费用方面，2017年公司期间费用为21.98亿元，同比上升18.88%。随着业务规模的上升，期间费用呈现逐年上升趋势，三费收入占比分别为6.04%，同比增加0.54个百分点。公司的期间费用主要是由管理费用和财务费用构成，近年公司管理费用和财务费用逐年上升，主要是由于职工薪酬和有息债务规模增长所致。2018年1~3月，公司期间费用合计5.57亿元，三费收入占比为5.35%。

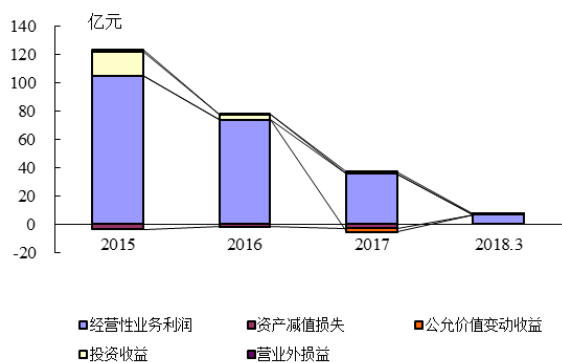
表 7：2015~2018.3 公司期间费用情况

	单位：亿元			
	2015	2016	2017	2018.3
销售费用	0.67	0.81	0.81	0.19
管理费用	11.88	14.39	16.76	3.92
财务费用	1.78	3.30	4.42	1.46
三费合计	14.34	18.49	21.98	5.57
营业总收入	340.33	336.23	364.08	104.11
三费收入占比	4.21%	5.50%	6.04%	5.35%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额构成方面，经营性业务利润系其重要组成部分，2017年公司利润总额为31.60亿元，同比下降56.87%，其中经营性业务利润为35.59亿元，同比下降51.86%，主要系电煤采购成本上涨挤压经营性业务利润所致。2016年公司处置关停小机组和报废的环保安全节能类设备产生的损失以及公益性捐赠支出增加，使得当年营业外收益仅为0.54亿元，2017年公司营业外收益为1.48亿元，同比增长172.91%，主要包括政府补助、处置固定资产收益以及违约赔偿收入等。2018年1~3月，公司利润总额为7.03亿元。

图 6：2015~2018.3 公司利润总额构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

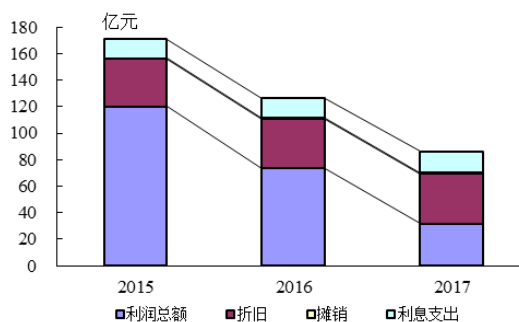
总体来看，公司盈利能力很强，但2016年下半年以来，受煤炭价格上涨的影响，公司盈利能力下降明显。中诚信证评将持续关注煤炭价格波动对公司盈利水平的影响。

偿债能力

获现能力方面，从EBITDA构成来看，利润总额、折旧和利息支出是EBITDA的主要构成。2017年公司EBITDA为86.20亿元，同比下降31.74%，受利润总额下降的影响，公司EBITDA规模亦呈下降趋势，但仍保持在较好水平。受此影响，相关偿债

指标有所弱化，2017年公司总债务/EBITDA为4.69倍，同比增加1.78倍，EBITDA利息倍数为4.90倍，同比减少3.10倍，尽管有所弱化，EBITDA对债务本息保障能力整体仍处于较好水平。

图 7：2015~2017 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

经营活动现金流方面，2017年公司经营活动净现金流为69.51亿元，同比下降32.01%，主要受支付燃煤款项周期缩短以及燃煤采购价格上升的影响，公司经营活动净现金流大幅下降。受此影响，相关偿债指标有所弱化，2017年公司经营活动净现金流/总债务为0.17倍，同比减少0.11倍，经营活动净现金流/利息支出为3.95倍，同比减少2.53倍，经营活动净现金流对债务本息覆盖能力整体仍处于较好水平。

表 8：2015~2018.3 公司部分偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.3
总债务	275.93	367.24	404.49	424.83
EBITDA (亿元)	170.90	126.29	86.20	-
经营活动净现金流 (亿元)	137.05	102.24	69.51	2.44
总债务/EBITDA (X)	1.61	2.91	4.69	-
EBITDA 利息倍数 (X)	11.18	8.00	4.90	-
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.50	0.28	0.17	0.02
经营活动净现金/利息支出 (X)	8.96	6.48	3.95	-

注：2018年一季度经营活动净现金/总债务指标经年化处理；

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家银行机构建立了良好的合作关系，截至2018年3月末，公司获得各家银行授信总计829.27亿元，其中未使用授信余额554.27亿元，备用流动性极为充足。此外，公司的母公司华润控股作为香港上市公司也为其提供了畅通的融资渠道。或有负债方面，截至2018年3

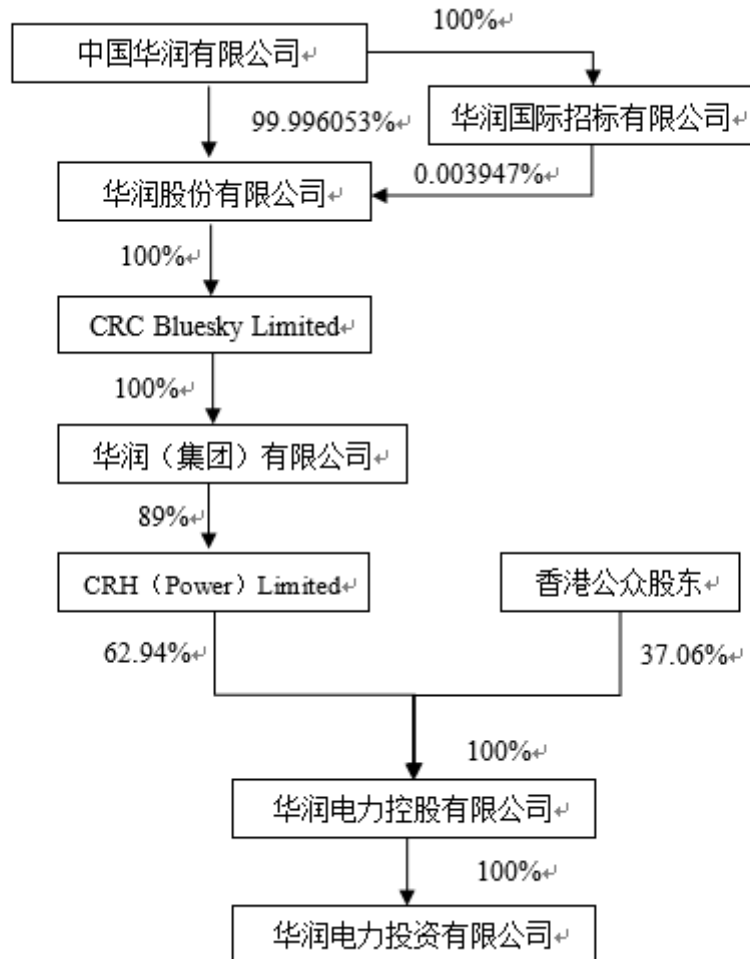
月末，公司对外担保余额为 1.27 亿元，占净资产的比例极小。截至 2018 年 3 月末，公司不存在重大未决诉讼、仲裁事项。

综合来看，公司财务结构合理，盈利能力虽受煤价上涨因素影响有所下滑，但仍处于相对较好水平。此外，公司 EBITDA 和经营活动净现金流均表现较好，对债务本息偿还亦拥有良好的覆盖能力，公司整体偿债能力极强。

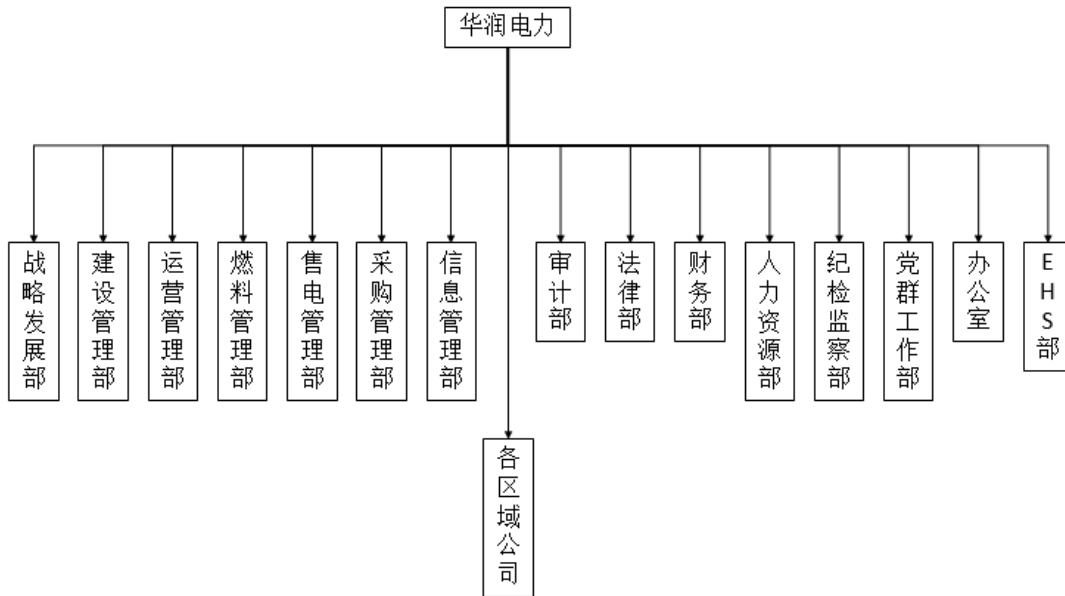
结 论

综上，中诚信证评维持华润电力投资有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“华润电力投资有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期、第二期）”信用等级为 **AAA**。

附一：华润电力投资有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附二：华润电力投资有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附三：华润电力投资有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.3
货币资金	383,401.58	228,185.65	220,660.16	401,014.13
应收账款净额	388,422.00	299,785.96	368,029.03	430,571.28
存货净额	93,650.99	147,135.84	147,494.69	145,507.75
流动资产	3,985,374.71	4,318,761.59	4,215,672.07	4,363,436.05
长期投资	515,993.22	502,834.77	477,616.52	483,278.09
固定资产合计	4,859,096.97	4,850,932.81	4,959,591.24	4,934,498.86
总资产	9,854,815.06	10,000,912.90	10,228,487.48	10,561,571.42
短期债务	1,203,781.20	1,188,839.28	1,786,024.34	1,755,168.73
长期债务	1,555,488.55	2,483,549.84	2,258,852.21	2,493,135.11
总债务（短期债务+长期债务）	2,759,269.76	3,672,389.12	4,044,876.55	4,248,303.85
总负债	5,398,958.70	5,913,294.49	6,476,674.05	6,756,434.08
所有者权益（含少数股东权益）	4,455,856.36	4,087,618.41	3,751,813.43	3,805,137.34
营业总收入	3,403,325.07	3,362,306.28	3,640,811.92	1,041,100.21
三费前利润	1,194,051.53	924,153.10	575,726.81	122,201.23
投资收益	171,568.94	36,739.20	1,139.98	1,633.57
净利润	953,801.24	530,171.84	223,659.29	51,073.91
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,708,985.58	1,262,886.31	862,002.08	-
经营活动产生现金净流量	1,370,451.14	1,022,421.59	695,144.96	24,375.15
投资活动产生现金净流量	-464,115.09	-653,134.91	-393,200.91	-33,671.71
筹资活动产生现金净流量	-967,033.41	-528,957.56	-302,262.88	192,470.36
现金及现金等价物净增加额	-60,328.89	-159,652.49	-335.80	183,163.30
财务指标	2015	2016	2017	2018.3
营业毛利率（%）	36.04	28.54	16.72	12.73
所有者权益收益率（%）	21.41	12.97	5.96	5.37
EBITDA/营业总收入（%）	50.22	37.56	23.68	-
速动比率（X）	1.10	1.26	0.99	1.02
经营活动净现金/总债务（X）	0.50	0.28	0.17	0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	1.14	0.86	0.39	0.06
经营活动净现金/利息支出（X）	8.96	6.48	3.95	-
EBITDA 利息倍数（X）	11.18	8.00	4.90	-
总债务/EBITDA（X）	1.61	2.91	4.69	-
资产负债率（%）	54.78	59.13	63.32	63.97
总资本化比率（%）	38.24	47.32	51.88	52.75
长期资本化比率（%）	25.88	37.79	37.58	39.58

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2018年一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/短期债务、经营活动净现金/总债务指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 应付短期融资券

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）= 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）= EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。